

Ewa Cieślik

DZIAŁALNOŚĆ PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W ŚWIETLE KRYZYSU NA RYNKU KREDYTÓW RYZYKOWNYCH

The highest use of capital is not to make more money,
but to make money do more for the betterment of life.

Henry Ford

STRESZCZENIE

Państwowe fundusze inwestycyjne rozwinęły się na skutek rosnących cen surowców oraz spadku wartości dolara amerykańskiego. Współcześnie ich rola jako inwestorów instytucjonalnych wzrasta. W artykule skupiono się na określeniu kierunków strategii inwestycyjnej funduszy, która obecnie koncentruje się na papierach wartościowych oraz wsparciu kapitałowym globalnych instytucji finansowych zmagających się z kryzysem na rynku kredytów ryzykownych. W tekście dokonano próby usytuowania i wyjaśnienia niektórych kontrowersji towarzyszących działalności państwowych funduszy inwestycyjnych w świetle globalnego trendu bezpośredniego włączania się rządów w działalność korporacyjną oraz starano się określić, jakie środki należy przedsięwziąć, aby osiągnąć kompromis pomiędzy zachowaniem suwerenności państw a wolnością transferu kapitałów.

THE ACTIVITY OF THE SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE LIGHT OF THE SUBPRIME MORTGAGE CRISIS

SUMMARY

Sovereign wealth funds (SWFs) have developed as a result of increased commodity prices and the weakness of US dollar exchange rate. Today the role of SWFs as equity investors is increasing. The paper considers the Sovereign wealth funds' investment strategy toward

equities and capital infusions into global financial institutions following the subprime mortgage problem. This article attempts to situate and explain some of the controversy over SWFs' investments in the increasing global trend toward direct governmental involvement in corporate activity and try to assess which kinds of action should be undertaken to reach a compromise among the maintaining states' sovereignty and the liberty of SWFs' capitals transfers.

WPROWADZENIE

Termin „państwowy fundusz inwestycyjny” (*Sovereign Wealth Fund* – SWF) w ciągu ostatnich miesięcy wzbudza sporo emocji wśród obserwatorów światowej gospodarki. Nie oznacza to jednak, że SWF stanowi innowacyjny twór rynku kapitałowego. Fundusze narodowe funkcjonują od ponad pół wieku¹, jednakże ich aktywność nigdy nie była prowadzona na tak dużą skalę jak obecnie. Dopiero w ostatnich latach, pod wpływem postępujących procesów internacjonalizacji i znoszenia barier przepływu kapitałów, istnienie funduszy zostało wyeksponowane, a rozprzestrzeniający się kryzys na rynkach kredytów hipotecznych dodatkowo uwypuklił rozmiary kapitałów, jakimi dysponują fundusze państwowe. W ciągu kilku ostatnich miesięcy SWF ulokowały znaczne środki pieniężne w zagrożone bankrutem największe instytucje finansowe na świecie. W obliczu współcześnie panującej dekonjunktury SWF odgrywają rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji dla wielu tonących w niespłaconych kredytach banków funduszy inwestycyjnych i innych jednostek dotkniętych skutkami kryzysu.

Analitycy gospodarczy, obserwując działalność państwowych funduszy inwestycyjnych, są zgodni, że pełnią one ważną rolę w łagodzeniu konsekwencji kryzysu na rynku kredytów *subprime*. Równocześnie tym samym ekonomistom towarzyszy obawa przed zbyt dużym uzależnieniem wielu korporacji, a nawet całych krajów od kapitałów należących do SWF. Niepewność co do intencji funduszy potęguje fakt, że nie zidentyfikowano dokładnie, jakimi środkami faktycznie dysponują SWF oraz ile przedsiębiorstw kontrolują bądź mają w nich znaczne udziały. Brak transparentności funkcjonowania narodowych funduszy inwestycyjnych nie pozwala na jednoznaczną ocenę działalności tych instytucji, ponadto przyczynia się do niejednoznacznych opinii wygłaszanych przez ekonomistów i polityków dotyczących potrzeby istnienia tego rodzaju wehikułów inwestycyjnych².

¹ Pierwszy tego typu fundusz, obracający ogromnymi aktywami, założono w Kuwejcie – Kuwait Investment Board (współcześnie przemianowany na Kuwait Investment Authority) – w 1953 r., po odkryciu złóż ropy naftowej. Zadaniem funduszu było zarządzanie nadwyżkami przychodów z eksportu ropy. Następny niewielki SWF powstał 13 lat później w państwie wyspiarskim na Oceanie Spokojnym – Kiribati. Revenue Stabilisation Fund, bo tak nazwano fundusz, dysponował kapitałami uzyskanymi ze złóż gazu.

² Przykładowo Komisja Europejska nie zamierza poddawać działalności funduszy jakimkolwiek ograniczeniom. Mają one podlegać jedynie „dobrowolnemu kodeksowi postępowania”. Jednocześnie

Z uwagi na fakt, że zasady funkcjonowania funduszy narodowych nie zostały dokładnie zidentyfikowane, w artykule skupiono się na charakterystyce państwowych funduszy inwestycyjnych jako instytucji finansowych, określeniu profilu ich aktywności oraz wyszczególnieniu największych inwestycji dokonanych przez SWF w ciągu ostatnich miesięcy, w związku z trwającym kryzysem kredytów ryzykownych. Ponadto podjęto próbę odpowiedzi na pytania, czy faktycznie działalność inwestycyjnych funduszy narodowych może być szkodliwa dla gospodarek borykających się aktualnie z dekoniunkturą oraz jakie należałoby przedsięwziąć środki, aby zminimalizować nieufność polityków i ekonomistów wobec SWF.

CHARAKTERYSTYKA NARODOWEGO FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO

W przepisach prawnych, w zależności od państwa, w którym zostały one skonstruowane, można odnaleźć niewiele różniące się od siebie definicje państwowego funduszu inwestycyjnego. Powołując się na regulacje amerykańskiego Skarbu Państwa i Unii Europejskiej, mianem SWF określa się rządowy wehikuł inwestycyjny, którego kapitał stanowią zagraniczne aktywa walutowe. Zadaniem funduszu jest zarządzanie wydziałanymi mu rezerwami walutowymi w sposób autonomiczny i pozbawiony związku z rozporządzaniem oficjalnymi zasobami aktywów zagranicznych³. Obracanie częścią zgromadzonych przez państwo rezerw przez specjalnie powołany w tym celu fundusz pozwala na osiągnięcie wyższej efektywności pomnażania nadwyżek krajowych niż w przypadku tradycyjnych i mało ryzykownych form zarządzania rezerwami. Państwowe fundusze inwestycyjne działają na zasadach zbliżonych do popularnych funduszy inwestycyjnych, czyli charakteryzują się wysoką tolerancją ryzyka i dążeniem do maksymalizacji zysków z poczynionych lokat.

Szczegółowymi zadaniami stawianymi przed narodowymi funduszami inwestycyjnymi, związanymi z generowaniem dodatkowych dochodów dla państwa, są: zabezpieczenie oraz stabilizacja budżetu państwa i gospodarki narodowej w warunkach zbyt dużego napływu przychodów lub dochodów z eksportu, wspieranie władz monetarnych w prowadzeniu polityki płynności, wzrost międzypokoleniowej akumulacji kapitału, finansowanie społeczno-ekonomicznego rozwoju państwa, zapewnienie

Europejscy politycy zakładają, że fundusze będą funkcjonować zgodnie z zasadą transparentności. Pomimo że Bruksela zamierza w taki sposób „regulować” aktywność funduszy, stanowisko to nie znalazło akceptacji wszystkich państw członkowskich. Największymi oponentami wprowadzenia wolności przepływu kapitałów z SWF są kanclerz Niemiec Angela Merkel i prezydent Francji Nicolas Sarkozy. W przeciwieństwie do stanowiska KE, znaczna część polityków w Stanach Zjednoczonych optuje za wprowadzeniem barier na przepływy kapitałów funduszy, w obawie przed przejęciem kontroli nad największymi firmami w kraju i sektorami strategicznymi oraz wywieraniem nacisków na politykę gospodarczą. Zob. D. Pszczółkowska, *Bruksela nie boi się narodowych funduszy*, „Gazeta Wyborcza” 2008, nr 50, s. 20; *The Invasion of the Sovereign Wealth Funds*, „The Economist” 2008, 17 January, s. 5.

³ Zob. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/126&format=HTML&aged=0⟨> http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf (6.03.2008).

zrównoważonego długoterminowego wzrostu kapitału w krajach będących celem inwestycji SWF oraz – uważane za najbardziej dyskusyjną misję – kształtowanie lub wspieranie strategii politycznej.

Oczywiście działalności funduszy państwowych nie należy traktować jako jedynego sposobu osiągnięcia profitów w wyniku zarządzania nadwyżkami kapitałów, jednak w ostatnich latach właśnie ten sposób obracania rezerwami okazuje się niezwykle intratny. Poza narodowymi funduszami inwestycyjnymi wskazuje się na trzy inne sposoby tezauryzacji przez państwo nadwyżek pieniężnych, do których należą międzynarodowe rezerwy, publiczne fundusze emerytalne i przedsiębiorstwa państwowe.

Rezerwami międzynarodowymi Międzynarodowy Fundusz Monetarny określa zewnętrzne aktywa kontrolowane i dostępne w każdym momencie dla ministrów finansów oraz banków centralnych w celu bezpośredniego finansowania międzynarodowej nierównowagi płatniczej⁴. Z charakteru rezerw wynika, że muszą być one inwestowane w bardzo płynne i pozbawione ryzyka papiery wartościowe. Oznacza to, że najczęściej rezerwy tego typu lokowane są w obligacje krajów wysoko rozwiniętych oraz stabilnych gospodarczo i politycznie.

Fundusze emerytalne traktuje się jako wehikuly inwestycyjne, których aktywami obraca się w celu wypełnienia nałożonych na rząd zobowiązań względem społeczeństwa. W odróżnieniu od SWF i rezerw międzynarodowych fundusze emerytalne zwykle utrzymują kapitał w walucie krajowej i nie są zobligowane do działania pod kontrolą organów państwa. Ponadto charakteryzują się przejrzystością działalności, co zostało im narzucone w związku z pełnioną przez nie funkcją społeczną, a w swej strategii zwykle unikają inwestowania poza granicami kraju.

Ostatnią możliwość umieszczania nadwyżek finansowych państwa stanowią przedsiębiorstwa państwowe. Po transferze środków pieniężnych do jednostek kontrolowanych przez państwo ich kierownicy mogą autonomicznie lub w porozumieniu z organami nadzorującymi dokonywać dalszych inwestycji i zwielokrotnić otrzymane fundusze. Jednak popularyzacja ustroju kapitalistycznego i gospodarki rynkowej zredukowała znaczenie tego firm państwowych w większości krajów⁵.

Z zaprezentowanych możliwości inwestycji nadwyżek państwowych wynika, że wszystkie formy, poza SWF, cechuje stabilna stopa wzrostu i ograniczenie niepewności. W obrębie samych państwowych funduszy inwestycyjnych można dokonać podziału w zależności od źródła pochodzenia kapitałów, którymi zarządzają. Wyróżnia się towarowe SWF, oparte na przychodach z wywozu towarów (głównie eksportu surowców). Druga kategoria – fundusze pozasurowcowe, powoływane są dzięki transferom aktywów pochodzących z oficjalnych rezerw walutowych. Fundusze drugiego typu powstają w drodze odpowiednio prowadzonej interwencyjnej polityki

⁴ Zob. <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/index.asp> (6.03.2008).

⁵ Zob. R.M. Kimmitt, *Public Footprints in Private Markets*, „Foreign Affairs” 2008, s. 6.

kursowej, a ich przychód netto stanowi różnica między dochodem wygenerowanym na inwestycjach a odsetkami płaconymi za wewnętrzny dług⁶.

Fundusze narodowe dokonują zdywersyfikowanych inwestycji, jednakże ich lokaty podążają w odmiennym kierunku niż inwestycje banków centralnych. Banki koncentrują się na tradycyjnych możliwościach pomnożenia rezerw, podczas gdy SWF umieszczają nadwyżki w różnorodnych instrumentach, od bezpiecznych obligacji Skarbu Państwa, poprzez akcje i bezpośrednie inwestycje zagraniczne, po instrumenty pochodne poza granicami kraju. Wiele funduszy, szczególnie typu towarowego, zabezpiecza się poprzez swoją działalność inwestycyjną przed ewentualnymi wahaniami cen surowców. Niestety, niemożliwe okazuje się ustalenie jednoznacznej strategii lub nawet zarysu funkcjonowania funduszy, ponieważ nie cechuje ich dostateczna transparentność. Nadal większość SWF praktykuje protekcyjność i uchyla się od podawania do publicznej wiadomości kursu swojej polityki inwestycyjnej oraz składu holdingu. Jedynie na podstawie doniesień prasowych można próbować określić profil działalności funduszy. Przykładowo Dubai Ports World wykupuje angielskie stocznie zlokalizowane w Stanach Zjednoczonych⁷, z kolei słynny singapurski Temasek koncentruje się na sektorze finansowym i telekomunikacji⁸, a China Investment Corporation skupia się na lokowaniu funduszy w gigantach rynku finansowego o szerokim spektrum działania.

Podsumowując, charakterystyka SWF potwierdza, że są to instytucje niezwykle zróżnicowane i mało przejrzyste. Stąd nie jest możliwe jednoznaczne określenie zakresu aktywności SWF. Jednak przepływy kapitałów zarządzanych przy udziale funduszy wpływają na kształt współczesnej gospodarki globalnej. Również motywy działań wehikułów nie tylko są zindywidualizowane, ale dodatkowo nie zawsze zgodne z logiką inwestorską (wówczas zachodzi niebezpieczeństwo realizacji głębszej i skomplikowanej strategii politycznej), czego przykładem są niektóre fundusze z krajów arabskich⁹. Jednakże w pobudkach działania SWF zauważa się swoisty objaw paternalizmu i pogląd jakoby władza lepiej wiedziała niż obywatele, w jaki sposób angażować nadmiar krajowego bogactwa.

⁶ Zob. http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf (6.03.2008).

⁷ Chociaż warto dodać, że kilka prób przejęcia kontroli nad amerykańskimi portami zostało zablokowane przez amerykańskich polityków. Zob. E. Kaplan, *The UAE Purchase of American Port Facilities*, <http://www.cfr.org/publication/9918/> (7.03.2008); A. Radwan, *Ciemna strona kapitału czy jasna imperium?*, „Rzeczpospolita” 2008, 12 stycznia, s. 34.

⁸ Zob. http://www.temasekholdings.com.sg/our_portfolio_portfolio_highlights_sector.htm.

⁹ Zob. A. Aslund, *The Truth About Sovereign Wealth Funds*, „Foreign Policy” 2007, s. 4.

AKTYWNOŚĆ PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W DOBIE KRYZYSU FINANSOWEGO – WYBRANE ASPEKTY

W ostatnich latach powiększa się nie tylko liczba funduszy narodowych (od 2006 roku, zgodnie z oficjalnymi danymi, powstało siedem nowych), lecz również wra- stają aktywa zarządzane przez SWF. W styczniu 2008 roku majątek SWF oceniony został na około 3,1 bln USD, jednakże wartość ta może być znacznie niedoszacowana ze względu na fakt, że wiele funduszy nie podaje do publicznej wiadomości swoich bilansów. Najpotężniejsze fundusze są najczęściej również najstarszymi wehikułami i pochodzą ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich (ZEA), Norwegii, Singapuru, Arabii Saudyjskiej, Kuwejtu i Chin.

Genezy rozwoju SWF należy poszukiwać w rosnących cenach kluczowych surow- ców, które w ostatnich latach biją rekordy¹⁰, oraz słabnącym dolarze amerykańskim. Sytuacja taka wpłynęła na zwiększanie dochodów budżetów krajów będących w po- siadaniu surowców i towarów, na które rosło zapotrzebowanie. Stąd w zestawieniach dotyczących funduszy narodowych 2/3 z nich opiera się na kapitałach z eksportu surowców, takich jak ropa naftowa i gaz. Obserwuje się także sporą koncentrację aktywów zarządzanych przez fundusze. Największe oficjalne zasoby pieniężne ulo- kowane w SWF mają ZEA. Arabskie fundusze obracają ponad 27,5% wszystkich rezerw światowych państwowych wydzielonych funduszom. Jednakże jeszcze raz należy zaznaczyć, że mała przejrzystość instytucji działających w ZEA pozwala przy- puszczać, że obracają one znacznie wyższymi aktywami ulokowanymi w funduszach. Drugim państwem z najzasobniejszymi rezerwami przetransferowanymi wehikułom inwestycyjnym jest Singapur, który kontroluje 15,4% wartości światowych rezerw SWF (zob. rysunek 1).

Tabela 1. Zestawienie największych narodowych funduszy na koniec 2007 roku

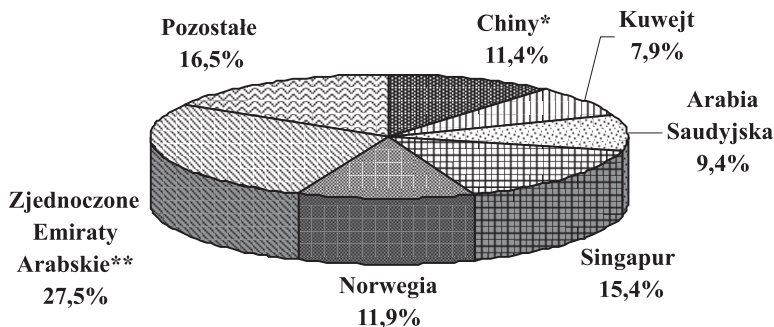
	Państwo	Nazwa funduszu	Aktywa w mld USD	Data założenia	Rodzaj funduszu
1	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	875	1976	Ropa naftowa
2	Norwegia	Government Pension Fund of Norway	380	1990	Ropa naftowa
3	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	330	1981	Pozasurowcowy

¹⁰ Na początku marca 2008 r. za baryłkę ropy naftowej płacono już około 105 USD. Dla porów- nania warto dodać, że w 1990 r. za baryłkę płacono średnio 10 USD.

Tabela 1. Cd.

	Państwo	Nazwa funduszu	Aktywa w mld USD	Data założenia	Rodzaj funduszu
4	Arabia Saudyjska	Różne holdingi	300	–	Ropa naftowa
5	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	250	1953	Ropa naftowa
6	Chiny	China Investment Corporation	200	2007	Pozasurowcowy
7	Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	163	1998	Pozasurowcowy
8	Singapur	Temasek Holdings	159	1974	Pozasurowcowy
9	Australia	Australian Future Fund	61	2004	Pozasurowcowy
10	Katar	Qatar Investment Authority	50	2000	Ropa naftowa
11	Libia	Libyan Arab Foreign Investment Company	50	1981	Ropa naftowa
12	Algieria	Revenue Regulation Fund	43	2000	Ropa naftowa
13	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Dubai	Investment Corporation of Dubai	b.d.	2006	Ropa naftowa
14	Zjednoczone Emiraty Arabskie – Federal	Emirates Investment Authority	b.d.	2007	Ropa naftowa
15	USA – Alaska	Alaska Permanent Fund	39,8	1976	Ropa naftowa
16	Rosja	National Welfare Fund	32	2008	Ropa naftowa
17	Irlandia	National Pensions Reserve Fund	30.8	2001	Pozasurowcowy
		Fundusze ropy naftowej i gazu	2097		
		Pozostałe fundusze	1048		
		Razem	3145		

Źródło: SWF Institute, Bloomberg Institute.



Rysunek 1. Udział aktywów funduszy poszczególnych państw w całkowitej wartości aktywów na koniec 2007 roku

* Wraz z Hongkongiem.

** Uwzględnione wyłącznie aktywa ujawnione przez SWF.

Źródło: SWF Institute, Bloomberg Institute.

Dysponując znacznymi zasobami finansowymi, SWF odgrywają niebagatelną rolę jako inwestor chroniący przed bankructwem wielkie korporacje finansowe, które straciły fortuny w trakcie załamania się rynku kredytów *subprime*. Do najważniejszych graczy SWF korzystających z kryzysu segmentu kredytów hipotecznych należy zaliczyć fundusze singapurskie, arabskie i chińskie.

Największą inwestycją dokonaną przez pojedynczy SWF okazała się lokata w ogromny szwajcarski bank – UBS. Ogłosił on z końcem 2007 r. stratę wielkości 10 mld USD w wyniku załamania się rynku kredytów ryzykownych i zaapelował o wsparcie finansowe. 10 grudnia 2007 roku Government of Singapore Investment Corp. zasilili upadający UBS kwotą 9,75 mld USD i stał się właścicielem 10% akcji banku. Fundusz w pierwszej fazie inwestycji w UBS otrzymał noty wymienne z 9-procentową stopą zwrotu, które zostaną zastąpione w ciągu dwóch lat akcjami zwykłymi¹¹. Bankrutującego UBS wspomogły również niezidentyfikowane fundusze państwowe pochodzące ze Środkowego Wschodu. Wstrzyknęły one w grudniu 2007 roku 1,77 mld USD i mają 1,8% udziałów¹². Pomimo wsparcia ze strony wehikułów państwowych, UBS nadal boryka się ze skutkami kryzysu hipotecznego, o czym świadczą spadające notowania spółki oraz ujawnianie coraz wyższych strat. W styczniu 2008 roku UBS podał, że jego odpisy wzrosły do 18,4 mld USD¹³.

Na szczycie listy instytucji finansowych najbardziej poszkodowanych przez kryzys rynku *subprime* znalazło się Citigroup. Odpisy z tytułu inwestycji na rynku kredytów hipotecznych poczynione przez firmę do końca ubiegłego roku zamknęły się na

¹¹ Zob. J. Chen, *Singapore Investment Arm To Sink Billions Into UBS*, „Forbes” 20 December 2007, s. 8.

¹² Zob. H. Simonian, H. Sender, *UBS Faces Rebellion Over Fund Injection*, „Financial Times” 2007, s. 20, December.

¹³ Zob. A. Aslund, *The Truth About*, s. 4.

kwocie 18 mld i spodziewany jest ich dalszy przyrost. Równocześnie główna amerykańska korporacja usług finansowych stała się największym beneficjentem narodowych funduszy inwestycyjnych. W dniu 7 listopada 2007 roku Kuwait Investment Authority ulokował w firmę 7,7 mld USD. Niewiele mniejszymi kwotami podratowali chylącą się ku upadkowi Citigroup – Government of Singapore Investment Corporation i Abu Dhabi Investment Council. W styczniu 2008 roku SWF z Singapuru kupił akcje korporacji za kwotę 6,88 mld USD, natomiast fundusz z ZEA zainwestował w pod koniec ubiegłego roku 7,5 mld USD. Pomimo zgromadzenia przez Citigroup ponad 22 mld USD kapitałów z SWF, grupa nadal potrzebuje sporej pomocy. W celu uzyskania dalszego wsparcia zapowiedziano sprzedaż akcji uprzywilejowanych grupy o wartości 12,5 mld USD, zmniejszono dywidendę o ponad 40% i zasygnalizowano potrzebę znacznej redukcji zatrudnienia¹⁴.

W sytuacji zbliżonej do Citygroup i UBS znalazł się inny potentat amerykańskiego rynku finansowego – Merrill Lynch¹⁵. W wyniku kryzysu firma do końca ubiegłego roku zanotowała stratę netto wartości 7,8 mld USD i dokonała odpisu opiewającego na 14,1 mld USD – tym samym lokuje się na drugiej pozycji, zaraz po Citigroup, w rankingu korporacji najbardziej dotkniętych kryzysem kredytowym. W związku z faktem, że załamania na rynku *subprime* jeszcze nie zażegnano, można spodziewać się zwiększenia straty banku¹⁶. Z pomocą upadającej korporacji przyszły w 15 stycznia 2008 roku aż trzy fundusze państwowe: Kuwait Investment Authority, japoński Mizuho Financial Group Inc. i Korean Investment Corp. Za emisję akcji uprzywilejowanych Merrill Lynch SWF zapłaciły około 6,6 mld USD i tym samym mają ponad 10% pakiet w trzeciej największej korporacji brokerskiej Stanów Zjednoczonych¹⁷. Również pomoc do banku napłynęła z Temasek Holdings i Davis Selected Advisors. Fundusz singapurski ulokował 4,4 mld USD, co daje mu 9,4% udziałów w firmie¹⁸, natomiast bostońskie zrzeszenie inwestorów wstrzyknęło 1,2 mld USD. Jednego tylko dnia (15 stycznia 2008 roku) SWF z Singapuru, Kuwejtu i Korei Południowej wstrzyknęły 21 mld USD w dwa znajdujące się na skraju

¹⁴ Zob. B. White, *Zagranica wesprze amerykańskie banki*, „Gazeta Prawna” 2008, nr 12 (2134), s. 4.

¹⁵ Warto wspomnieć, że w znacznej mierze bank pogrążyła powszechnie stosowana przez instytucje finansowe strategia transferu niespłaconych kredytów w CDO. Następnie przetransferowane obligacje sprzedawano inwestorom. Jednak wraz z rozszerzaniem się kryzysu popyt na tego rodzaju instrumenty zmalał. Merrill Lynch, będąc największym emitentem obligacji, nie był stanie dalej zarządzać ogromnym zasobem niespłaconych kredytów.

¹⁶ Zob. *Merrill Lynch Posts \$7.8bn Loss*, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7193915.stm> (7.03.2008).

¹⁷ Zob. E. Evans, *Merrill Lynch Gets \$6.6 Bilion Frm Kuwait*, Mizuho, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601080&sid=aemJmc6g2Mis&refer=asia> (7.03.2008).

¹⁸ Dodatkowo Temasek może zostać posiadaczem 12,5 mln akcji Merrill Lynch, na które ma opcje zakupu opiewające na 48 USD na akcję. Zob. *Temasek Holdings Show 9.4% Stake in Merrill Lynch*, [http://www.streetinsider.com/13Gs/Temasek+Holding+Shows+9.4%25+Stake+in+Merrill+Lynch+\(M+ER\)/3234448.html](http://www.streetinsider.com/13Gs/Temasek+Holding+Shows+9.4%25+Stake+in+Merrill+Lynch+(M+ER)/3234448.html) (7.03.2008).

bankructwa giganty finansowe – Citygroup i Merrill Lynch, po tym jak korporacje zwróciły się do nich o bezprecedensową pomoc¹⁹.

Również Morgan Stanley został zmuszony do przyjęcia wsparcia finansowego od SWF. W odpowiedzi na apel jednego z największych globalnych banków inwestycyjnych w grudniu 2007 roku China Investment Corporation (CIC) ulokowała w nim 5 mld USD²⁰, po tym jak ogłosił 3,59 mld USD straty i dokonanie 9,4 mld USD odpisów w związku z ujawnieniem inwestycji na rynku *subprime*. W wyniku zakupu akcji CIC ma 9,9% udziałów w Morgan Stanley. Prezes China Investment Corporation w oficjalnym oświadczeniu zapowiedział, że fundusz traktuje lokatę w bank jako długoterminową, pasywną inwestycję²¹. Deklaracja uspokoiła akcjonariuszy Morgan Stanley, którzy przed dokonaniem transakcji obawiali się ingerencji chińskiego funduszu w zarządzanie korporacją. W maju 2007 roku chiński fundusz wspomógł także 3 mld USD amerykańską firmę *private equity* – Blackstone Group, nabywając prawie 10% udziałów. Niestety, na inwestycji tej SWF stracił już ponad 1,2 mld USD, ponieważ akcje korporacji gwałtownie spadają²². W związku z istniałą sytuacją CIC zastrzegł sobie, że inwestycja dokonana w Blackstone Group taktowana jest, podobnie jak w przypadku Morgan Stanley, długoterminowo i nie wycofa się z niej w wyniku krótkotrwałych fluktuacji cen akcji firmy²³. Jednak kilka godzin po powyższym oświadczeniu wiceprezes SWF zadeklarował, że CIC zawiesza dokonywanie wszelkich zagranicznych inwestycji ze względu na towarzyszące im zbyt duże ryzyko²⁴.

Wśród innych, wartych wymienienia, sfinalizowanych i nadal negocjowanych inwestycji SWF na przełomie 2007/2008 roku w upadające instytucje finansowe znalazły się jeszcze m.in.:

- China Development Bank i Temasek Holdings wspomogły 23 lipca 2007 r. upadającą Barclays. Korporacja finansowa pozyskała 2,98 mld USD od chińskiego funduszu oraz 2 mld USD od SWF z Singapuru. W ten sposób azjatyckie fundusze mają odpowiednio 3,1% i 1,77% udziałów w brytyjskim holdingu finansowym²⁵;

¹⁹ Zob. *The Invasion of the Sovereign*, s. 4.

²⁰ Zob. *Morgan Stanley Deal With CIC Sparks Fears*, „Financial Times” 2007, 21 December.

²¹ Zob. http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2007-12/20/content_6335134.htm (9.03.2008).

²² Zob. *CIC Suffers Huge Loss from Holding of Blackstone*, <http://www.tradingmarkets.com/.site/news/Stock%20News/1106606/> (10.03.2008).

²³ Zob. *CIC May Hold Blackstone Stakes For 5 to 7 Years*, http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-03/06/content_6514855.htm (10.03.2008).

²⁴ Jednak warto dodać, że CIC, chcąc zrekompensować dotychczas poniesioną stratę, negocjuje zasady ewentualnej inwestycji w prywatnej grupie kapitałowej – JC Flowers. Dzięki sfinalizowaniu transakcji fundusz uzyska dostęp w sposób pośredni do innych firm i tym samym uchroni się od oskarżeń politycznych odwetów, które mogą nastąpić na skutek bezpośrednich inwestycji w kluczowe amerykańskie korporacje. Zob. H. Sender, *CIC Close to Fund Deal With JC Flowers*, „Financial Times” 2008, 8 February.

²⁵ Zob. http://www.investorrelations.barclays.co.uk/INV/A/Content/Files/230707_Announcement.pdf (11.03.2008).

- China International Trust and Investment Company (Citic Securities) wspomogła 22 października 2007 roku Bear Stearns w 1 mld USD na podstawie porozumienia swap (za 2% udziałów w chińskiej korporacji). Finalizując umowę, fundusz chiński byłby w posiadaniu 6% akcji w banku²⁶. Jednak w wyniku pogłębiających się kłopotów finansowych instytucji Bear Stearns w połowie lutego 2008 roku Citic przystąpił do renegotjowania dotychczasowej umowy i zażądał 9,9% udziałów w banku inwestycyjnym w zamian za 7,5% swoich akcji²⁷. Pomimo wsparcia ze strony SWF, Bear Stearns nie udało się wyjść z kłopotów i musiał zgodzić się na przejęcie przez JP Morgan za „symboliczną” kwotę 236 mln USD (2 USD za akcję)²⁸;

Tabela 2. Odpisy bilansowe dokonane przez największe światowe korporacje do końca 2007 roku (w mld USD)

Korporacja	Wartość odpisu
Citigroup	18,0
Merrill Lynch	14,1
UBS	13,5
Morgan Stanley	9,4
HSBC	3,4
Bear Stearns	3,2
Deutsche Bank	3,2
Bank of America	3,0
Barclays	2,6
Royal Bank of Scotland	2,6
Freddie Mac	2,0
Wachovia	1,1
JP Morgan Chase	1,0
Credit Suisse	1,0

Źródło: Raporty poszczególnych korporacji.

²⁶ Zob. *China CITIC Securities Announce Collaboration With Bear Stearns*, http://news.xinhuanet.com/english/2007-11/02/content_6997689.htm (11.03.2008).

²⁷ Zob. J. Anderlini, *Citic and Bear Renegotiate Tie-Up*, „Financial Times” 2008, 14 February.

²⁸ Zob. F. Guerrero, H. Sender, *JP Morgan to Buy Bear Stearns For \$236m*, „Financial Times” 2008, 16 March.

- Dubai International Capital nabył 29 października 2007 roku 9,9% akcji amerykańskiego funduszu hedgingowego – Och-Ziff Capital Management za 1,26 mld USD²⁹;
- Mubadala Development Company, zależna od Abu Dhabi, kupiła 20 września 2007 roku 5% akcji korporacji inwestycyjnej *private equity* – Carlyle Group za 1,35 mld USD³⁰;
- Qatar Investment Authority znajduje się w trakcie rozmów z Credit Suisse odnośnie do zakupu 1–2% udziałów w banku za kwotę 500 mln USD³¹ oraz prowadzi negocjacje z Royal Bank of Scotland³².

Podsumowując, działalność narodowych funduszy w warunkach kryzysu kredytowego okazała się niezwykle istotna i korzystna. Przytoczone przykłady świadczą, że bez wsparcia ze strony SWF globalny rynek finansowy zanotowałby znacznie więcej bankructw znaczących instytucji, co zachwiałoby i tak wyważoną z równowagi gospodarką globalną. Kapitały płynące z funduszy państwowych w znacznej mierze złagodziły skutki złej koniunktury. Równocześnie, zgodnie ze strategiami funduszy, inwestycje dokonane w wielkich korporacjach, po ustabilizowaniu się rynku finansowego, powinny zaowocować wysoką stopą zwrotu.

Opierając się na prognozach opracowanych przez rzetelne instytucje, przewiduje się znaczny wzrost aktywów SWF w najbliższych kilku latach. W maju 2007 roku Morgan Stanley opracował raport, w którym oszacował wartość aktywów funduszy narodowych do 2015 roku na 12 bln USD. Oznacza to, że przekroczą one rozmiary całkowitych światowych oficjalnych rezerw w 2011 roku. Z kolei, zgodnie z ostrożniejszymi kalkulacjami agencji Bloomberg, wartość aktywów zarządzanych przez SWF w najbliższej dekadzie wzrośnie do ponad 9 bln USD³³. Zmianie ulegnie również profil funduszy. Dotychczas dominujące SWF, lokujące nadwyżki pochodzące z eksportu ropy naftowej i gazu, stracą na znaczeniu, natomiast wzrośnie ranga funduszy pozasurowcowych. Przemianie ulegnie również strategia inwestowania. Tendencja ta jest już teraz zauważalna. Fundusze będą inwestować w firmy trudniące się zaawansowaną technologią³⁴. Oczywiście zaprezentowane przewidywania mogą być obarczone błędem, ponieważ SWF z reguły nie ujawniają swoich długoterminowych strategii³⁵. Jednak niepodważalny jest fakt, że rola SWF w procesach globalizacji

²⁹ Zob. *Och-Ziff Capital Management Group LLC*, <http://www.dubaic.com/en/portfolio/chairman-office-portfolio/och-ziff-capital-management-group-llc.html> (11.03.2008).

³⁰ Zob. J. Politi, *Carlyle Sells Stake to Abu Dhabi*, „Financial Times” 2007, 20 September.

³¹ Zob. H. Sender, *Qatar Fund Buys Credit Suisse Stake*, „Financial Times” 2008, 18 February.

³² Zob. J. Irish, *Qatar und Favoring European Banks Over Ones In U.S.*, „Herald Tribune” 2008, 25 February.

³³ Zob. W. McSheehy, G. Carey, *Global Sovereign Wealth Funds to Manage \$9 Trillion*, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aAurgUMi11wg> (9.03.2008).

³⁴ Zob. Morgan Stanley *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, Morgan Stanley, „Morgan Stanley Research Global” 2007, May 3, s. 1–2.

³⁵ Warto zaznaczyć, że strony internetowe wielu funduszy narodowych, szczególnie arabskich i chińskich, nie podają żadnych informacji statystycznych odnośnie do prowadzonej aktywności inwestycyj-

będzie rosnąć w najbliższym czasie, a ich aktywa wielokrotnie wspomogą instytucje finansowe dotknięte skutkami kryzysu segmentu *subprime*.

Tabela 3. Zestawianie największych transakcji przepływu kapitałów pomiędzy narodowymi funduszami inwestycyjnymi a instytucjami rynku finansowego w latach 2007–2008

Podmiot wspomagany	Państwowy fundusz inwestycyjny	Wartość transakcji (w mld USD)
Citigroup	Kuwait Investment Authority wraz z Government of Singapore Investment Corporation	12,50
UBS	Government of Singapore Investment Corporation wraz z innymi niezidentyfikowanymi funduszami	11,54
Citigroup	Abu Dhabi Investment Council	7,50
Merrill Lynch	Kuwait Investment Authority wraz z Korea Investment Corporation	6,60
Merrill Lynch	Temasek Holdings	5,60
Morgan Stanley	China Investment Corp	5,00
OMX	Dubai International Financial Centre	3,55
Barclays	China Development Bank	2,98
London Stock Exchange	Dubai International Financial Centre	1,65
Related Companies	Mubadala Development Co	1,40
Carlyle Group	Mubadala Development Co	1,35
Och-Ziff Capital Management Group	Dubai International Capital	1,26

Źródło: <http://www.thomson.com/>.

WNIOSKI

Działalność SWF poddawana jest skrajnym ocenom. Jedni upatrują w inwestycjach dokonywanych przez fundusze intencji wyłącznie ekonomicznych, czyli chęci zrealizowania zysku. Inni doszukują się dodatkowych motywów aktywności SWF,

nej, opierają się jedynie na zaprezentowaniu misji SWF, bardzo ogólnego obszaru ich działalności oraz prozaicznych prognoz na przyszłość.

zarzucając funduszom, że ich działania mają związek z polityką i zmiierzają do objęcia kontrolą strategicznych obszarów gospodarek państw będących odbiorcami ich inwestycji. Jednak kraj, którego korporacje finansowe stały się w ostatnich miesiącach największymi beneficjentami narodowych funduszy – Stany Zjednoczone (od początku wybuchu kryzysu prawie 24 mld USD ulokowano w bankrutujących instytucjach USA)³⁶, wydał oficjalne oświadczenie, iż nie dopatruje się zagrożenia dla suwerenności amerykańskiej gospodarki w wyniku działalności funduszy. Jednocześnie zaznacza, że wskazanym byłoby oficjalne publikowanie raportów z aktywności SWF³⁷.

Pomimo formalnych deklaracji obserwuje się znaczne obawy polityków przed SWF. Powoduje to, że realny staje się kres funkcjonowania konsensusu waszyngtońskiego³⁸. Coraz częściej sygnalizowane możliwości nałożenia restrykcji na przepływ kapitałów i zagrożenie przyjęcia postawy protekcjonizmu przez wiele państw będących celem funduszy nie są już tylko groźbą słowną, lecz możliwym do wprowadzenia w najbliższej przyszłości faktem. Sporą rolę w zachowaniu dotychczasowych zasad wolnego przepływu kapitałów można przypisać międzynarodowym instytucjom, takim jak OECD, Bankowi Światowemu czy Międzynarodowemu Funduszu Walutowemu. Organizacje powinny wspierać procesy internacjonalizacyjne i promować otwartość państw na transfery kapitałowe. Jednocześnie winny popierać najlepsze praktyki przeprowadzania transakcji inwestycyjnych i monitorować przejrzystość dokonywanych przez SWF lokat. Również należałoby przyłączyć do systemu „kontroli” SWF banki centralne. Ich zadania mogłyby się opierać na sprawnym przepływie informacji o dokonywanych inwestycjach, zintegrowanym nadzorze nad transferami środków z SWF oraz ewentualnej ingerencji w sytuacjach zagrożenia niezawisłości kraju.

Jednakże wskazane działania nie mogą uderzać w suwerenność funduszy narodowych. W przeciwnym wypadku SWF, broniąc się przed takimi akcjami, zaczną kierować zarządzane rezerwy do państw rozwijających się. Gospodarki wschodzące, mające ogromne zapotrzebowanie na kapitał, raczej powstrzymają się od drastycznych ograniczeń w stosunku do aktywności funduszy. Efektem takiego stanu może być stagnacja w rozwoju dotychczasowych mocarstw w wyniku zahamowania napływu kapitału, a w skrajnym przypadku zmiana ładu światowego i przesunięcie punktu ciężkości w kierunku Azji.

Realizacja zaprezentowanego scenariusza oczywiście nie jest przesądzona, jednak roztaczając taką wizję, można przestrzec władze państw najwyżej rozwiniętych przed

³⁶ Zob. S.G. Alvarez, *Sovereign Wealth Funds*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/alvarez20080305a.htm> (10.03.2008).

³⁷ Zob. Reuters, *Sovereign Wealth Funds Not Harmful: U.S. Officials*.

³⁸ W Stanach Zjednoczonych powołano nawet Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), który zajmuje się badaniem wpływu zagranicznych akwizycji na bezpieczeństwo wewnętrzne.

pochopnym zwalczaniem i wstępowaniem w konflikty z funduszami narodowymi. Znacznie bardziej racjonalnym i korzystnym dla obu stron rozwiązaniem są negocjacje z SWF oraz „wymuszanie” na nich transparentności. Jednak najważniejszą kwestią współczesnego świata powinno być radykalne oddzielenie polityki międzynarodowej od międzynarodowych inwestycji. Czasy, kiedy handel uzależniano od relacji dyplomatycznych, odeszły wraz z nastaniem ery globalizacji. Należy pamiętać, że ekonomia, a szczególnie kapitał, podążają własnymi ścieżkami, które znacznie bardziej kształtują wyznaczniki charakterystyczne dla zachowania *homo oeconomicus* niż polityka.

LITERATURA

- Anderlini J., *Citic and Bear Renegotiate Tie-Up*, „Financial Times” 2008, 14 February.
- Aslund A., *The Truth About Sovereign Wealth Funds*, „Foreign Policy” 2007.
- Chen J., *Singapore Investment Arm To Sink Billions Into UBS*, „Forbes” 2007.
- Guerrera F., Sender H., *JP Morgan to Buy Bear Stearns For \$236m*, „Financial Times” 2008, 16 March.
- How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, Morgan Stanley, „Morgan Stanley Research Global” 2007, May 3.
- Irish J., *Qatar und Favoring European Banks Over Ones In U.S.*, „Herald Tribune” 2008, 25 February.
- Kimmit R.M., *Public Footprints in Private Markets*, „Foreign Affairs” 2008.
- Morgan Stanley Deal With CIC Sparks Fears*, „Financial Times” 2007, 21 December.
- Politi J., *Carlyle Sells Stake to Abu Dhabi*, „Financial Times” 2007, 20 September.
- Pszczółkowska D., *Bruksela nie boi się narodowych funduszy*, „Gazeta Wyborcza” 2008, nr 50.
- Radwan A., *Ciemna strona kapitału czy jasna imperium?*, „Rzeczpospolita” 2008, 12 stycznia.
- Reuters, *Sovereign Wealth Funds Not Harmful: U.S. Officials*.
- Sender H., *CIC Close to Fund Deal With JC Flowers*, „Financial Times” 2008, 8 February.
- Sender H., *Qatar Fund Buys Credit Suisse Stake*, „Financial Times” 2008, 18 February.
- Simonian H., Sender H., *UBS Faces Rebellion Over Fund Injection*, „Financial Times” 2007, 20 December.
- The Invasion of the Sovereign Wealth Funds*, „The Economist” 2008, 17 January.
- White B., *Zagranica wesprze amerykańskie banki*, „Gazeta Prawna” 2008, nr 12 (2134).

POZOSTAŁE ŹRÓDŁA

- Alvarez S.G., *Sovereign Wealth Funds*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/alvarez20080305a.htm>.
- China CITIC Securities Announce Collaboration With Bear Stearns*, http://news.xinhuanet.com/english/2007-11/02/content_6997689.htm.
- CIC May Hold Blackstone Stakes For 5 to 7 Years*, http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-03/06/content_6514855.htm.

- CIC Suffers Huge Loss from Holding of Blackstone*, <http://www.tradingmarkets.com/.site/news/Stock%20News/1106606/>.
- Evans E., *Merrill Lynch Gets \$ 6.6 Billion Frm Kuwait*, Mizuho; <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601080&sid=aemJmc6g2Mis&refer=asia>.
- <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/126&format=HTML&aged=0&>.
- http://news.xinhuanet.com/english/2007-11/02/content_6997689.htm.
- http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2007-12/20/content_6335134.htm.
- <http://www.imf.org/external/np/ext/glossary/index.asp>.
- http://www.investorrelations.barclays.co.uk/INV/A/Content/Files/230707_Announcement.pdf.
- http://www.temasekholdings.com.sg/our_portfolio_portfolio_highlights_sector.htm.
- <http://www.thomson.com/>.
- http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf.
- Kaplan E., *The UAE Purchase of American Port Facilities*, <http://www.cfr.org/publication/9918/>.
- McSheehy W., Carey G., *Global Sovereign Wealth Funds to Manage \$ 9 Trillion*, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aAurgUMi11wg>.
- Merrill Lynch Posts \$7.8bn Loss, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7193915.stm>.
- Och-Ziff Capital Management Group LLC*, <http://www.dubaic.com/en/portfolio/chairman-office-portfolio/och-ziff-capital-management-group-llc.html>.
- Temasek Holdings Show 9.4% Stake in Merrill Lynch*, [http://www.streetinsider.com/13Gs/Temasek+Holding+Shows+9.4%25+Stake+in+Merrill+Lynch+\(MER\)/3234448.htm](http://www.streetinsider.com/13Gs/Temasek+Holding+Shows+9.4%25+Stake+in+Merrill+Lynch+(MER)/3234448.htm).