



WORKING PAPERS

61

Iveta Pauhofová

VYBRANÉ ASPEKTY FUNGOVANIA SUVERÉNNYCH FONDŮ VO SVETE

ISSN 1337-5598 (elektronická verzia)

Edícia WORKING PAPERS prináša priebežné, čiastkové výsledky výskumných prác pracovníkov alebo tímov EÚ SAV riešených v rámci výskumných projektov, ktoré môžu byť obsahom aj ďalších publikácií.

AUTOR

doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc., host'ujúca profesorka

RECENZENTI

prof. Ing. Peter Staněk, CSc.

Ing. Boris Hošoff, PhD.

Práca je súčasťou projektu VEGA 2/0004/12 „*Paradigmy budúcich zmien v 21. storočí (geopolitické, ekonomické a kultúrne aspekty)*“.

ABSTRAKT

Vybrané aspekty fungovania suverénnych fondov vo svete

Práca je zameraná na skúmanie súvislostí vývoja suverénnych fondov ako subjektov rastúceho významu vo finančnej architektúre sveta. Analyzované sú regionálne charakteristiky suverénnych fondov z pohľadu objemu finančných aktív, investičné stratégie, geopolitické súvislosti ich fungovania a investičné regulačné mechanizmy. Práca obsahuje aj pohľad na čínske suverénne fondy. Súčasťou práce je tiež diskusia o mieste a funkciách suverénnych fondov vo finančnom systéme najmä v období pokračujúcej globálnej finančnej a hospodárskej krízy. Názory uvedené v práci vytvárajú istý manévrovací priestor pre nové úvahy v oblasti formovania finančnej a hospodárskej politiky na Slovensku. Zároveň má práca prispieť k zväčšeniu povedomia odbornej verejnosti o problematike fungovania suverénnych fondov vo finančnej architektúre sveta.

KLÚČOVÉ SLOVÁ: suverénne fondy, finančný systém, priame zahraničné investície, geopolitické súvislosti, regulácia investícií

ABSTRACT

Selected aspects of sovereign funds in the world

The work is aimed at exploring the development context of sovereign funds as entities of growing importance in world financial architecture. The regional characteristics of sovereign fund in terms of the financial assets volume, investment strategies, geopolitical relations of their activities and investment regulatory mechanisms are analyzed. The work also includes a view of the Chinese sovereign funds. The position and functions of sovereign funds in the financial system is discussed, especially in the continued global financial and economic crisis. The views expressed in the work create some scope for the new reasons and options in financial and economic policy in Slovakia. The work contributes to an increasing in awareness of the professional public about the operation of sovereign funds in the world financial architecture.

KEYWORDS: sovereign funds, financial system, foreign direct investment, geopolitical context, the regulation of investments

JEL CLASSIFICATION: F21, F38, G15, G23

Za obsah a jazykovú úroveň zodpovedá autor.

Technické spracovanie: Mária Lacková

Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava, www.ekonom.sav.sk

KONTAKT: ipauhofova@yahoo.com

© Ekonomický ústav SAV, Bratislava 2014

O B S A H

ÚVOD	4
1. ČO SÚ SUVERÉNNÉ FONDY, CHARAKTERISTIKY A RÁMEC ICH FUNGOVANIA	5
1.1. ČÍM SÚ SUVERÉNNÉ FONDY OSOBITÉ	5
1.2. SUVERÉNNÉ FONDY A FINANČNÝ SYSTÉM	10
1.3. DISKUSIA K VÝZNAMU A FUNKCIÁM SUVERÉNNYCH FONDOV Z POHLADU OBÁV A PROBLÉMOV	18
2. REGIONÁLNA ALOKÁCIA A INVESTIČNÁ STRATÉGIA SUVERÉNNYCH FONDOV	30
2.1. ALOKÁCIA SUVERÉNNYCH FONDOV VO SVETE A PÔVOD ICH ZDROJOV	30
2.2. INVESTIČNÉ STRATÉGIE SUVERÉNNYCH FONDOV A PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE	39
2.3. SUVERÉNNÉ FONDY ČÍNY	46
3. GEOPOLITICKÉ SÚVISLOSTI A REGULÁCIA ŠTÁTNYCH SUVERÉNNYCH FONDOV	58
3.1. SUVERÉNNÉ FONDY AKO GEOPOLITICKÝ NÁSTROJ	58
3.2. REGULÁCIA SUVERÉNNYCH FONDOV	65
LITERATÚRA	78

Úvod

Suverénne fondy predstavujú signifikantné reálne objemy štátmi vlastnených a kontrolovaných finančných prostriedkov. Tieto sú investované v závislosti od stratégie, väčšinou mimo územie krajín, ktoré ich vlastní a tiež v domácej krajine. Rast ich významu možno postrehnúť v 90. rokoch 20. storočia a tesne pred začiatkom finančnej a hospodárskej krízy v roku 2007. Tým sa rozšírili obavy v zmysle zásadných zmien globálnej štruktúry bohatstva a otvorilo sa množstvo otázok o ďalšej úlohe vlád v riadení tohto bohatstva. Na druhej strane práve suverénne fondy boli tými, ktoré najviac pomohli dôležitým západným finančným inštitúciám počas krízy. Vzhľadom na špecifické úlohy finančného systému v globalizujúcej sa ekonomike je na mieste i otvorenie tém geopolitických súvislostí fungovania suverénnych fondov. Tým je umožnené nastaviť optiku sledovania ďalšieho vývoja globálnej ekonomiky, tak z pohľadu regionálneho, ako aj z aspektu kľúčových a vitálnych oblastí v budúcnosti, napr. energetiky, zdravotníctva vo väzbe na starnutie populácie, či poľnohospodárstva a potravinárstva v súvislosti s klimatickými zmenami. Možno očakávať, že práve nepenzijné suverénne fondy budú významnými aktérmi v adaptačných procesoch 21. storočia.

Nakoľko sa vo vedeckej i odbornej literatúre možno stretnúť s polaritnými názormi na miesto a funkcie suverénnych fondov nielen vo finančnom systéme, ale i v rámci platformy ekonomickej teórie a politickej ekonómie, je ambíciou sa v práci dotknúť aj tejto polemiky, prispieť k názorovej štruktúre a zorientovať čitateľov v jednoznačne prozápadnom vnímaní tohto fenoménu v európskych podmienkach.

Základom pre predmetné formulácie sú výsledky analýz z databázy a kvartálnych „spravodajov“ Inštitútu štátnych suverénnych fondov (ISWFs) v USA od roku 2009, zahraničná odborná literatúra v oblasti finančných trhov, medzinárodných investícií a medzinárodných vzťahov, ako aj výskumné správy relevantných vedeckých a výskumných inštitúcií a tiež state renomovaných odborníkov v oblasti suverénnych fondov a investícií.

Práca je súčasťou riešenia projektu VEGA *Paradigmy budúcich zmien v 21. storočí (geopolitické, ekonomické a kultúrne aspekty)* a voľným pokračovaním už ukončeného projektu VEGA *Determinanty polarizácie bohatstva v globalizovanom svete (súčasnosť a budúcnosť)*.

Názory uvedené v práci tiež vytvárajú istý manévrovací priestor pre nové úvahy v oblasti formovania finančnej a hospodárskej politiky na Slovensku. Práca má prispieť k zväčšeniu povedomia odbornej verejnosti o problematike fungovania suverénnych fondov vo finančnej architektúre sveta. Zároveň je ambíciou oboznámenie o možnostiach „súťaženia“ transnacionálnych korporácií a vlád vlastniacich a kontrolujúcich suverénne fondy v súčasnom ekonomickom priestore v geopolitických súvislostiach mocenských procesov.

1. ČO SÚ SUVERÉNNE FONDY, CHARAKTERISTIKY A RÁMEC ICH FUNGOVANIA

V odbornej literatúre neexistuje jediná a výhradná definícia suverénnych fondov. Ide o štátne, vládou kontrolované, finančné zdroje. Primárne, ale nie výhradne, sú suverénne fondy napĺňané z naakumulovaných prebytkov zahraničnej meny, často, ale nie vo všetkých prípadoch ide o finančné prostriedky získané priamo alebo nepriamo z exportu prírodných zdrojov. Za základný činiteľ nástupu a expanzie suverénnych fondov možno považovať proces globalizácie a zároveň úlohu vlád v súčasnom svete. Do popredia sa dostáva otázka vplyvu suverénnych fondov v autoritársky riadených krajinách, ktoré majú záujem „usadiť sa“ v strategických segmentoch jednotlivých regionálnych trhov. Táto obava má svoj základ v mimoriadne silnejšej pozícii, ktorú získavajú rastom svojej ekonomickej sily. Kým v roku 2008 predstavovali aktíva suverénnych fondov 3,5 bilióna USD, v roku 2014 je to už viac ako 6,7 bilióna USD (podľa SWFI, august 2014).

1.1. Čím sú suverénne fondy osobité

V súčasnom procese globalizácie sú štáty vťahované do širokého rámca ekonomických a finančných aktivít, čo sa deje v rámci meniaceho sa geopolitického prostredia. Tieto aktivity predstavujú akumulovanie finančných aktív v pestrej variete štruktúr vo väzbe na ich použitie. Suverénne fondy slúžia na financovanie a podporu rôznych aktivít štátov v danom období priebežne, resp. sú nasmerované na ciele v budúcnosti.

Podľa Trumana (2010) sa termín „štátne suverénne fondy“, ktoré takto pomenovali štáty vlastniace tieto fondy, objavuje až v roku 2005. Sám Truman používa názov štátne suverénne fondy ako tzv. popisný, ktorým identifikuje samostatné zdroje vlastnené, alebo kontrolované vládami krajín, ktoré zahŕňajú aj zahraničné aktíva. Podľa IWG (2008) sú suverénne fondy fondmi so špeciálnym investičným účelom alebo investičnými opatreniami urobenými vládami. Vo všeobecnosti sú vytvárané pre makroekonomické účely. Sú vlastnené, riadené a spravované vládami na dosiahnutie finančných cieľov a podriadené investičným stratégiám, ktoré zahŕňajú investovanie do zahraničných aktív. Bežne sú zakladané z prebytkov platobnej bilancie, oficiálnych operácií so zahraničnou menou, z výnosov z privatizácie, z fiškálnych prebytkov a z príjmov plynúcich z exportu komodít. Truman (2010), tiež IWG (2008), považujú aj štátne penzijné fondy za suverénne fondy. V štatistike Inštitútu suverénnych fondov (SWFI, USA) figuruje delenie štátnych fondov na penzijné a nepenzijné, pričom nepenzijné sú označené ako suverénne fondy. Niektorí odborníci robia rozdiely i medzi penzijnými fondmi, teda tými, ktoré sú rezervnými fondmi sociálneho zabezpečenia a dôchodkovými rezervnými fondmi a tými, ktoré sú napĺňané predovšetkým z fiškálnych transferov štátu (suverénnymi dôchodkovými rezervnými fondmi).

Podľa ISWF (2014) je suverénny fond štátom vlastnený investičný fond alebo entita, ktorý je vytváraný z prebytkov platobnej bilancie, z oficiálnych devízových operácií, z výnosov z privatizácie, z vládnych transferových platieb, fiškálnych prebytkov a/alebo z príjmov plynúcich z exportu komodít. Definícia suverénnych fondov nezahŕňa majetok fondov, cudzie meny ako rezervné aktíva vo vlastníctve menových orgánov na účely menovej politiky, štátne podniky v tradičnom slova zmysle, zamestnanecké dôchodkové fondy (financované z príspevkov zamestnanca/zamestnávateľa) alebo spravované aktíva jednotlivcov. Suverénne fondy existujú na národnej i subnárodnej úrovni (fondy provincií a štátov, napr. v rámci federácie). Podľa IWG (2008) medzi nimi rozdiely nie sú.

Podľa IMF (2008) môžu mať suverénne fondy množstvo diferencovaných cieľov:

- stabilizáciu rozpočtov alebo ekonomík v prípade cenových výkyvov,
- vytvárať finančné zdroje pre zabezpečenie budúcich generácií,
- zabezpečiť rozvoj variety sociálno-ekonomických cieľov vo vlastnej krajine alebo v zahraničí (fondy môžu mať podobu holdingových finančných inštitúcií),
- zabezpečiť dofinancovanie penzijného štátneho fondu, tzv. podmienený penzijný rezervný fond.

Praktické skúsenosti ukazujú, že väčšina suverénnych fondov má tzv. mix cieľov, ktoré sa v závislosti od ekonomických a finančných okolností menia. Medzi základné ciele a orientácie suverénnych fondov podľa SWFI (2014) vo všeobecnosti patria:

- stabilizácia a ochrana rozpočtu a ekonomiky pred volatilitou v príjmoch a exporte,
- zameranie sa na podporu vývozu iných ako neobnoviteľných komodít,
- získať vyššie príjmy ako z rezerv zahraničných mien,
- pomáhať menovým orgánom rozptýliť nežiaducu likviditu,
- zvýšiť úspory pre budúce generácie,
- financovanie sociálneho a ekonomického rozvoja,
- v cieľových krajinách udržať stabilný dlhodobý rast kapitálu a
- politické stratégie.

Tak ako sa činnosť suverénnych fondov postupne profilovala (ako vidno v rozdieloch medzi definovanými cieľmi suverénnych fondov za MMF, 2008 a SWFI, 2014), tak počet cieľov pribúdala a geopolitika začala zohrávať významnejšiu úlohu pre a pri ich naplňaní. Podľa cieľa možno suverénne fondy klasifikovať nasledovne:

- stabilizačné fondy,
- sporiace fondy (fondy budúcich generácií),
- penzijné rezervné fondy,
- investičné rezervné fondy,
- fondy strategického rozvoja.

Pôvod finančných zdrojov suverénnych fondov je *komoditného a nekomoditného charakteru*. V prípade komoditného pôvodu zdroje pochádzajú z exportu komodít ako napr. ropa,

plyn, meď, minerály, diamanty, fosfáty a pod. Ide o komodity buď zdanené, alebo vo vlastníctve štátu. U nekomoditného pôvodu ide spravidla o to, že do fondov plynú prostriedky vytvorené transfermi aktív z oficiálnych devízových rezerv.

Nasledujúca tabuľka udáva zoznam najväčších suverénnych fondov vo svete podľa veľkosti ich aktív, krajiny, ktorá ich vlastní, dátumu vzniku, pôvodu finančných zdrojov a indexu transparentnosti. Tabuľka obsahuje 75 najväčších suverénnych fondov, ktoré vlastní 59 krajín. S niektorými výnimkami ide prevažne o nepenzijné suverénne fondy.

T a b u ľ k a 1.1

Najväčšie štátne suverénne fondy vo svete podľa aktív a správy aktív*

Krajina	Názov suverénneho fondu	Aktíva v mld. \$	Rok vzniku	Pôvod	L-M Index
Nórsko	Government Pension Fund – Global	\$878	1990	ropa	10
SAE – Abú Zabí	Abu Dhabi Investment Authority	\$773	1976	ropa	5
Saudská Arábia	SAMA Foreign Holdings	\$737.6	n/a	ropa	4
Čína	China Investment Corporation	\$652.7	2007	nekomoditný	7
Čína	SAFE Investment Company	\$567.9**	1997	nekomoditný	4
Kuvajt	Kuwait Investment Authority	\$410	1953	ropa	6
Čína – Hongkong	HKMAIP	\$326.7	1993	nekomoditný	8
Singapur	GIC	\$320	1981	nekomoditný	6
Čína	National Social Security Fund	\$201.6	2000	nekomoditný	5
Singapur	Temasek Holdings	\$177	1974	nekomoditný	10
Katar	Qatar Investment Authority	\$170	2005	ropa a plyn	5
Austrália	Australian Future Fund	\$95	2006	nekomoditný	10
SAE – Abú Zabí	Abu Dhabi Investment Council	\$90	2007	ropa	n/a
Rusko	National Welfare Fund	\$88	2008	ropa	5
Rusko	Reserve Fund	\$86.4	2008	ropa	5
Kazachstan	Samruk-Kazyna JSC	\$77.5	2008	nekomoditný	n/a
Alžírsko	Revenue Regulation Fund	\$77.2	2000	ropa a plyn	1
Kazachstan	Kazakhstan National Fund	\$77	2000	ropa	2
Južná Kórea	Korea Investment Corporation	\$72	2005	nekomoditný	9
SAE – Dubaj	Investment Corporation of Dubai	\$70	2006	ropa	5
Líbya	Libyan Investment Authority	\$66	2006	ropa	1
SAE – Abú Zabí	International Petroleum Investment Company	\$65.3	1984	ropa	9
Irán	National Development Fund of Iran	\$62	2011	ropa a plyn	5
SAE – Abú Zabí	Mubadala Development Company	\$60.9	2002	ropa	10
US – Aljaška	Alaska Permanent Fund	\$51.7	1976	ropa	10
Malajzia	Khazanah Nasional	\$40.5	1993	nekomoditný	5
Brunej	Brunei Investment Agency	\$40	1983	ropa	1
Azerbajdžan	State Oil Fund	\$36.6	1999	ropa	10
US – Texas	Texas Permanent School Fund	\$30.3	1854	ropa a plyn	9
Írsko	National Pensions Reserve Fund	\$27.4	2001	nekomoditný	10
Francúzsko	Strategic Investment Fund	\$25.5	2008	nekomoditný	9
Nový Zéland	New Zealand Superannuation Fund	\$21.8	2003	nekomoditný	10
US – Nové Mexiko	New Mexico State Investment Council	\$19.8	1958	ropa a plyn	9
Irak	Development Fund for Iraq	\$18	2003	ropa	n/a
Východný Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	\$16.6	2005	ropa a plyn	8

Kanada	Alberta's Heritage Fund	\$16.4	1976	ropa	9
US – Texas	Permanent University Fund	\$15.3	1876	ropa a plyn	n/a
Čile	Social and Economic Stabilization Fund	\$15.2	2007	meď	10
Spojené arabské emiráty (SAE)	Emirates Investment Authority	\$15	2007	ropa	3
Rusko	Russian Direct Investment Fund	\$13	2011	nekomoditný	n/a
Omán	State General Reserve Fund	\$13	1980	ropa a plyn	4
Bahrajn	Mumtalakat Holding Company	\$10.5	2006	nekomoditný	9
Peru	Fiscal Stabilization Fund	\$7.1	1999	nekomoditný	n/a
Čile	Pension Reserve Fund	\$7.0	2006	meď	10
Botswana	Pula Fund	\$6.9	1994	minerály	6
Mexiko	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	\$6.0	2000	ropa	4
Omán	Oman Investment Fund	\$6.0	2006	ropa	4
Taliansko	Italian Strategic Fund	\$6.0	2011	nekomoditný	n/a
US – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$5.6	1974	minerály	9
Trinidad a Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$5.5	2000	ropa	8
Brazília	Sovereign Fund of Brazil	\$5.3	2008	nekomoditný	9
Saudská Arábia	Public Investment Fund	\$5.3	2008	ropa	4
Čína	China-Africa Development Fund	\$5.0	2007	nekomoditný	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	\$5.0	2012	ropa	n/a
US – Alabama	Alabama Trust Fund	\$2.5	1985	ropa a plyn	9
Kazachstan	National Investment Corporation	\$2	202	ropa	n/a
US – Severná Dakota	North Dakota Legacy Fund	\$1.7	2011	ropa a plyn	n/a
Nigéria	Nigerian Sovereign Investment Authority	\$1.4	2012	ropa	9
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	\$1.2	2012	nekomoditný	n/a
SAE – Rás al-Chajmá	RAK Investment Authority	\$1.2	2005	ropa	3
US – Louisiana	Louisiana Education Quality Trust Fund	\$1.1	1986	ropa a plyn	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	\$1	2012	nekomoditný	n/a
Palestína	Palestine Investment Fund	\$0.8	2003	nekomoditný	n/a
Venezuela	FEM	\$0.8	1998	ropa	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0.6	1956	fosfáty	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0.5	2006	nekomoditný	4
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	\$0.4	1998	ropa	n/a
Indonézia	Government Investment Unit	\$0.3	2006	nekomoditný	n/a
Mauritánia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0.3	2006	ropa a plyn	1
Austrália	Western Australian Future Fund	\$0.3	2012	minerály	n/a
Mongolsko	Fiscal Stability Fund	\$0.3	2011	minerály	n/a
Rovníková Guinea	Fund for Future Generations	\$0.08	2002	ropa	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	\$0.07	2011	ropa	n/a
Papua-Nová Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	plyn	n/a
Turkménsko	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	ropa a plyn	n/a
	Spolu ropa a plyn	\$4 015.60			
	Spolu ostatné	\$2 700.10			
	SPOLU	\$6 715.70			

* August 2014.

** Expertný odhad.

*** Údaje sú z oficiálnych zdrojov. V prípade, že dotknuté inštitúcie nevydávajú štatistiku svojich aktív, sú z iných verejne dostupných zdrojov. Niektoré z údajov sú odhadom ich trhovej hodnoty.

Prameň: Spracované podľa SWFI Fund rankings: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Kým na západnej pologuli sa postupne vyprofilovali transnacionálne korporácie (TNK) ako vecné branžové systémy, ázijské krajiny chápali ako nutnosť vytvoriť najskôr finančné TNK a až na základe nich neskôr vznikli ázijské branžové TNK. Transnacionálne *chaeboly*¹ sú produktom dlhodobej stratégie vlád a slúžia na zabezpečenie najzraniteľnejších oblastí ekonomík, ako je energetika, vodné hospodárstvo, automobilový priemysel a pod. Kým TNK na západnej pologuli uskutočňujú svoju politiku tak, že ovplyvňovali a ovplyvňujú rozhodnutia jednotlivých vlád vo svoj prospech, tak ázijské TNK sú ovplyvnené priamo rozhodnutím národných vlád. Pritom obe skupiny TNK používajú identické nástroje expanzie, ako *outsourcing* a *offshoring*. Lepšie zázemie v procese spájania sa uvedených druhov TNK majú ázijské, za ktorými stojí národná vláda. Všetky TNK budú v budúcnosti závisieť od globalnej infraštruktúry. Preto sa ázijské TNK snažia už dnes túto infraštruktúru ovládnuť, pričom v rozhodujúcej miere používajú suverénne fondy. Euroatlantické TNK sa snažia získať len odbytišťa.

Výrazný boom v zakladaní suverénnych fondov nastal v roku 2000 a po roku 2000 (Irán, Taiwan, Katar, Kazachstan, Austrália, Južná Kórea, Dubaj, Čína, Líbya, Rusko, Alžírsko). Až hypotekárna kríza prispela k tomu, že informácie o suverénnych fondoch a ich aktivitách začali byť viditeľnejšie nielen v odborných kruhoch, ale prenikli aj do sféry prístupnej laickej verejnosti. Suverénne fondy sa identifikovali ako súčasť novej finančnej architektúry v globalizovanom svete spájaním sa do investičných aliancií so súkromnými investičnými bankami a fondmi, čím práve v súčasnosti dochádza k výraznejšiemu prelínaniu štátneho a súkromného kapitálu.

V prípade suverénnych fondov nemožno hovoriť o jedinom inštitucionálnom rámci, existuje veľká pestrosť v druhoch rámcov v závislosti od variability aktivít vlád vo vlastnej krajine a v zahraničí, taktiež od existujúcich podmienok v krajinách, v ktorých sa nachádzajú záujmy investorov. Medzi najrozšírenejšie však patria dva inštitucionálne rámce:

- model rozvoja spoločnosti (podniky) a
- model manažérsky.

Pri *modeli rozvoja spoločnosti* sa spravidla vláda rozhodne vytvoriť investičnú spoločnosť, ktorá bude spravovať štátne aktíva. Táto investičná entita má stanovené vlastné strategické ciele, ktoré nie sú/nemali by byť v rozpore so záujmami vlády krajiny, ktorá vlastní zakladajúce zdroje. V tomto modelovom rámci majú spoločnosti tendenciu konať podobne ako veľké štátne konglomeráty. Zaujímavé je, že podľa SWFI (2014) takýto model umožňuje spoločnostiam navyšovať dlhy a spravovať aktíva tretích strán. Pri *manažérskom modeli* je vlastníkom zdrojov vláda, ktorá koná prostredníctvom ňou vybraných aktérov (inštitúcií). Môže nimi byť ministerstvo financií alebo národná banka. Vláda takto prenáša svoj rozhodovací mandát v oblasti investícií na správcu aktív. Modelovo je možné spravovanie aktív kategorizovať nasledovne:

¹ O vytvorení chaebolov rozhodla Čína ešte začiatkom 90. rokov.

- *manažérsky model centrálnej banky*: aktíva spravuje centrálna banka (v smere od národnej banky až po ministerstvo financií),
- *model priameho riadenia ministerstvom financií*: ministerstvo financií alebo národná banka svoj mandát rozširuje na správcov aktív,
- *model investičnej spoločnosti*: vytvorenie samostatne manažovaného fondu na hospodárenie s aktívami, ktorý je vo vlastníctve štátu.

Ani v jednom prípade nejde o model zhodný s modelom, v ktorom štát úplne vlastní všetky podniky a riadi ich prostredníctvom ministerských nariadení. Štát vystupuje ako väčšinový alebo menšinový akcionár a ako nepriamy investor.

Podľa Pauhofovej (2010) sú investičné portfóliá suverénnych fondov tvorené výhradne investíciami do aktív podložených reálnou hodnotou – do firiem, nerastného bohatstva a pôdy – s cieľom zhodnotiť investíciu alebo dosiahnuť strategický zámer investície.

1.2. Suverénne fondy a finančný systém

Manévrovací priestor, v ktorom pôsobí súčasná finančná architektúra sveta, je poznačený globálnou krízou s výrazne diferencovanými regionálnymi dopadmi. Táto finančná a hospodárska kríza síce vyžaduje globálne reakcie, ale zodpovednosť zostáva na národnej úrovni. Stimulačné opatrenia, o ktorých sa stále intenzívne hovorí, potrebujú takmer všetky krajiny, veľa rozvojových krajín však na to nemá finančné prostriedky. A dostatočné nie sú ani v existujúcich medzinárodných inštitúciách.

V rámci pokračovania finančnej a hospodárskej krízy sa ekonomická a politická moc postupne presúva zo Západu na Východ. Niektorí americkí a európski ekonómovia otvorene hovoria o tom, že v žiadnej inej časti sveta „nespí“ toľko peňazí ako v Ázii a že suverénne fondy môžu za istých okolností podporiť chorý finančný systém Západu, vrátane USA. Podľa nich americký model finančného sveta pravdepodobne patrí minulosti, jeho piliere, veľké investičné banky, zmizli zo scény.² Európsky model, ktorý inštitúciu špecializovaných investičných bánk nepoznal a opiera sa o univerzálne banky, sa len pomaly spamätáva.

Podľa Pauhofovej (2009) suverénne fondy (ako jedny z hlavných súčasných aktérov v oblasti investičných projektov z dôvodu vysokej likvidity svojich zdrojov) sa hneď na začiatku finančnej krízy aktívne podieľali na poskytovaní finančných injekcií americkým finančným inštitúciám, v obmedzenom rozsahu aj európskym. Z regionálneho pohľadu išlo o účasť takmer všetkých veľkých fondov z Ázie, Blízkeho východu a Európy. Prvým bol jeden zo suverénnych fondov Číny – China Investment Corporation (CIC). Všetky operácie boli poznamenané skutočnosťou, že pred krízou neboli bohatí investori zo Stredného východu,

² Z pohľadu záchranného plánu v USA sa vynárala obava, aby banky namiesto poskytovania pôžičiek nehromadili dodatočný kapitál na neskoršie financovanie akvizícií. Problém spočíval v tom, že úvery, ktoré poskytovali obchodné banky, predstavovali len 30 % zo všetkých pôžičiek poskytnutých domácnostiam a nebankovým inštitúciám.

Číny a Ruska v západnej Európe a v USA „vítaní“. Poukazovalo sa na nejasný pôvod ich finančných zdrojov a predovšetkým na obavu z ovládnutia strategických podnikov. Situácia sa zmenila začiatkom roka 2008, keď už mali suverénne fondy umožnené do krachujúcich bánk pumpovať stá miliónové sumy. Po šiestich mesiacoch sa však ukázalo, že takéto vlievanie prostriedkov do finančného sektora nebolo najlepším rozhodnutím. Vysoké straty podstatným spôsobom obmedzili snahu suverénnych fondov v týchto rizikových aktivitách pokračovať, a to aj napriek tomu, že boli k tomu nabádané významnými predstaviteľmi finančných a politických skupín z USA a Európy. Odpisy, ktoré suverénne fondy urobili v prípade stratového investovania, neboli, v porovnaní s celkovou disponibilitou ich zdrojov, zničujúce.³ Sanovaním problémov finančných inštitúcií sa však suverénne fondy mali možnosť dostať k niektorým údajom o klientoch bánk, a hlavne k informáciám o ich strategických zámeroch. Konkrétne straty viedli k tomu, že každá ďalšia investícia suverénnych fondov už vyžaduje náročnejšie schvaľovanie. Nasleduje tabuľka udávajúca transakcie suverénnych fondov do veľkých finančných inštitúcií koncom roka 2007 a v roku 2008 v USA, vo Švajčiarsku a Veľkej Británii.

T a b u ľ k a 1.2

Transakcie suverénnych fondov v súvislosti s krízou v období 2007 – 2008 (v mld. USD)

Suverénny fond	Cieľ transakcie	Objem transakcie
KIA, GIC	Citigroup (USA)	12,50
GIC	UBS (Švajčiarsko)	11,53
ADIA	Citigroup (USA)	7,50
KIA, KIC	Merrill Lynch (USA)	6,60
Temasek Holdings	Merill Lynch (USA)	5,60
China Development Bank	Barclays (Veľká Británia)	2,98

Poznámka: KIA – Kuwait Investment Authority; GIC – Government Investment Corporation (Singapur); ADIA – Abu Dhabi Investment Authority (SAE); KIC – Korea Investment Corporation; Temasek Holding – Singapur.

Prameň: Spracované z Thomson Financial (2008), marec.

Rast medzinárodných investičných aktivít krajín odzrkadľuje trendy ekonomickej a finančnej globalizácie. Za viac ako dve posledné dekády expandovali cezhraničné investície zásadne rýchlejšie a vo väčších objemoch ako medzinárodný obchod tovarov a služieb. Tento trend reflektuje rast integrácie v globálnej ekonomike, ako aj proces diverzifikácie investičného portfólia u všetkých subjektov krajín – od súkromných osôb (domácností), cez inštitúcie až

³ Podľa odhadov McKinsey Co. investovali suverénne fondy za obdobie koniec roka 2007 a za rok 2008 do bánk a finančných inštitúcií približne 60 mld. USD. Bola to cca hodnota suverénneho fondu Líbye. Naproti tomu Stephen Jen z banky Morgan Stanley v Londýne tvrdí, že suverénne fondy v roku 2008 stratili 18 – 25 % hodnoty, čo je cca 700 mld. USD. Najtransparentnejší fond, nórsky suverénny fond, poklesol za uvedené obdobie o 7,7 % z celkovej hodnoty 300 mld. USD. Vo všeobecnosti sa možno prikloniť skôr k väčšiemu objemu strát, čo podporuje aj zloženie portfólia najväčšieho suverénneho fondu emirátu Abú Zabí (ADIA), ktorý mal cca 28 % zdrojov v nehnuteľnostiach, hedžových fondoch a v súkromnom kapitále. Dopady krízy na dubajský emirát boli oveľa výraznejšie, riešenie sa našlo v podobe vydania dlhopisov, ktoré nakúpila centrálna banka SAE. Okrem konzervatívnejšie investujúcej Saudskej Arábie mala v dotknutom období väčšie straty významná časť arabských suverénnych fondov.

po investičné portfóliá vlád. V období kedy sa redukovali možnosti všetkých subjektov v oblasti investovania, čo prispelo ku globálnej nerovnováhe v oblasti financií, bolo možné registrovať viac vybalancované globálne portfólia aktív. Čo sa týka trendov, ešte donedávna ich rýchlo sa rozvíjajúce trhy a rozvíjajúce sa krajiny nezdíeľali. Na začiatku tohto storočia bolo možné registrovať mierne expandovanie cezhraničných investícií menej rozvinutých krajín, ktoré v porovnaní s rastom ich HDP bolo len o niečo vyššie. Išlo o približne taký rast ako bol zaznamenaný na trhu tovarov a služieb. Tento model sa však vzápätí zmenil. Už za obdobie 2002 – 2007 vzrástli medzinárodné investičné aktíva rozvíjajúcich sa krajín o 198 % kým za rozvinuté ekonomiky o 185 %. Tento rozdiel sa po roku 2007 viac zvýraznil.

Odhaduje sa, že za obdobie 2002 – 2007 vzrástli globálne kapitálové trhy o 60 % (na 241 biliónov USD), ale medzinárodné aktíva za všetky krajiny vzrástli približne o 200 %. V tom istom čase sa celkové rezervy zahraničných mien zvýšili o 166 % (na 6,4 bilióna USD) a medzinárodné aktíva nepenzijných suverénnych fondov sa zvýšili nie menej ako o 300 % (na približne 3 bilióny USD). Takže medzinárodné aktíva kontrolované vládami (štátmi) rástli podstatne rýchlejšie ako kapitálové trhy celkom, ich podiel nie je zatiaľ veľký ale rastú impozantne rýchlo. V súvislosti s uvedeným vývojom sa možno v odbornej literatúre, predovšetkým západnej proveniencie, stretnúť s určitou formou kritiky zameranej na to, že v prevažnej miere ide o akumuláciu aktív v privátnych a verejných holdingoch väčšej veľkosti ako vo vyspelých ekonomikách. Suverénne fondy sa podľa týchto odborníkov „vynorili“ v roku 2007 ako symbol dvoch pnutí v rámci globalizácie medzinárodného finančného systému. Prvé pnutie odrážalo dramatickú redistribúciu príjmov a bohatstva do krajín, ktoré z historického hľadiska nepredstavujú hlavných „hráčov“ v oblasti medzinárodných financií. Pod paľbou kritiky je vplyv či neovplyvňovanie pravidiel finančného systému. Kritici tvrdia, že noví „hráči“ mali malý, resp. žiaden vplyv na formovanie praktík, noriem a konvencií v rámci systému. Lídri a obyvatelia vo vyspelých krajinách to vraj vnímajú tak, že noví „hráči“ sa málo podieľali na zdraví a stabilite finančného systému. Ide však o veľmi zúžený pohľad na miesto štátnych suverénnych fondov v globálnom finančnom systéme, v ktorom absentuje potreba presahu do oblasti súvislostí geopolitických procesov v 21. storočí. Druhé pnutie podľa kritikov odráža ten fakt, že štáty vlastnia alebo kontrolujú podstatný podiel novovytvoreného bohatstva. Z pozícií teórií, ktoré majú neoliberalný základ ide o problém, kde redistribúcia z privátneho do verejného sektora ukazuje na potenciál reorientácie rozhodovania (cez suverénne fondy a delegované právomoci zo strany štátu aj u ďalších inštitúcií a aktérov). Odborníci tvrdia, že je to v rozpore s tradičným trhovým orientovaným systémom, kde sa vo fungujúcom súkromnom sektore „cítia“ politici a obyvatelia viac komfortne. Avšak len s veľkým nadhľadom možno pripustiť, že sa obyvatelia v tradične orientovanom trhovom prostredí za súčasnej krízy cítia komfortne.

Názory odborníkov na pôsobenie štátnych suverénnych fondov sa diferencujú aj v oblasti kritiky. Kým niektorí poukazujú na tlaky v smere protekcionizmu, iní poukazujú na

to, že v „boji“ štátneho a demokratického kapitalizmu (kde dominujú súkromné a nie verejné spoločnosti) môže dôjsť k zániku voľného trhu.

Existencia a expandovanie štátnych suverénnych fondov predstavuje manifestáciu širších zmien v globálnom ekonomickom a finančnom systéme a je potrebné dodať, že prispieva k preformátovaniu hegemonie vo svete. Aktivity týchto fondov odrážajú množstvo záujmov: od záujmov obyvateľov a vlád krajín, ktoré ich vlastnia, cez záujmy obyvateľov a lídrov krajín, ktorí sú aktuálne i potenciálne prijímateľmi týchto aktivít až po záujmy v oblasti finančných trhov všeobecne.

Z pohľadu prúdenia „nových“ peňazí na svetový finančný trh sú rozhodujúcimi investori z krajín ťažiacich ropu a ázijské centrálné banky, za nimi nasledujú hedžové fondy a private equity firmy (spolu tzv. petrodolároví investori). U centrálnych bánk je hlavným cieľom stabilizácia domácej meny, nie maximalizácia výnosov, preto zahraničné rezervy držia v hotovosti a v dlhodobých štátnych cenných papieroch, zvlášť amerických. Suverénne fondy sú štátne investičné fondy exportérov ropy, ktorých cieľom je investovať výnosy z ropy do svetových finančných aktív. Na rozdiel od centrálnych bánk majú viac diverzifikované portfólio, ktoré siaha od cenných papierov spoločností obchodovaných na burze, nehnuteľností, bankových vkladov, až po investície do hedžových fondov a private equity firiem. U vládnych investičných korporácií ide o menších a viac cielených investorov na konkrétne projekty, kým suverénne fondy sa orientujú na portfóliový prístup. Mnohé z týchto korporácií fungujú podobne ako private equity firmy a priamo nakupujú a riadia jednotlivé spoločnosti (napr. spoločnosti zo SAE, Dubai International Capital, Istithmal a Mubadala). Top bohatí jednotlivci využívajú na investovanie finančných sprostredkovateľov vo významných finančných centrách, zvlášť v Londýne. Štátne podniky získavajú od štátu finančné prostriedky priamo, alebo nepriamo, so zámerom investovať ich v zahraničí. Vzhľadom na malé trhy v týchto krajinách, kde sú tieto štátne podniky alokované, sú zamerané predovšetkým na akvizície. Poslednou skupinou petrodolárových investorov sú súkromné spoločnosti ako napr. kuvajtská Mobile Telecommunication Company, National Bank of Kuwait, egyptská Orascom Group atď.

Ale vytvorenie skupín investorov znamenalo i koncentrované vyjadrenie postupného sústredovania bohatstva v rukách nových skupín. Na jednej strane to boli jednotlivci, ktorí získali významné zdroje špekulatívnymi obchodmi na kapitálových trhoch, burzách a komoditných trhoch. Na druhej strane išlo o skupiny investorov, ktorí využili získaný kapitál na to, aby založili jednotlivé fondy. Tieto fondy sústredovali ďalšie finančné zdroje od rôznych skupín súkromných investorov. Predstavovali istý koncentrovaný výraz novej skupiny moci, ktorá zásadným spôsobom ovplyvňovala svetové finančné trhy.

V priebehu 90. rokov skupiny hedžových fondov objemovo značne narástli, extrémne sa zvýšila ich finančná a kapitálová výkonnosť (podľa Sovereign Wealth Quarterly, apríl 2011). Jedným z hlavných dôvodov uvedeného vývoja bola forma ich nižšej transparentnosti a kontroly (otázka vlastníckej štruktúry hedžových fondov, problémy s identifikáciou skutočných podielnikov a ich finančnej sily, diferencovanosť zdaňovania a pod.). V roku 2007, pred

začiatkom finančnej krízy, sa celková výška finančnej sily hedžových fondov odhadovala približne na 4 bil. USD a celkový počet hedžových fondov bol odhadovaný na 8 tisíc. Najdôležitejšiu pozíciu mali hedžové fondy americkej proveniencie. V tomto období bolo možné registrovať také celkové legislatívne zázemie, ktoré umožňovalo uvedeným fondom osobitné a výsadné postavenie. Kontrolné mechanizmy, ktoré sa týkali tradičných skupín investorov, boli podstatne prísnejšie. Ukázalo sa to v období pádu veľkých amerických a európskych firiem, kde miera regulovania podnikovej sféry nebola síce dostatočná a nezaväzovala investorov ku korektným operáciám, avšak skupina investorov reprezentovaná hedžovými fondmi nepodliehala takmer „žiadnej kontrole“ (Pauhofová, 2008).

Po vzniku obrovskej finančnej bubliny a zásadného odtrhnutia vývoja finančného sektora od vývoja reálnej ekonomiky došlo v roku 2008 k nástupu rozsiahlej krízy, ktorá sa v rôznych podobách preliala do všetkých regiónov sveta. Situácia v oblasti skupín investorov sa začala radikálne meniť. Tradiční investori, ako banky, investičné domy či fondy, začali masovo strácať finančnú silu. Ukázalo sa, že podstatnú časť prostriedkov, ktoré získali mnohokrát obchodovaním s toxickými produktmi, použili na nákup ďalších problémových aktív (Staněk, 2010). Z tohto pohľadu išlo jednoznačne o kumulovanie finančných rizík v snahe maximalizovať výnosy, bez ohľadu na morálne a etické aspekty. Kumulované finančné riziko sa však prenieslo nielen do signifikantného objemu toxických úverov v bankovom sektore, ale zasiahlo aj hedžové fondy v podobe nárastu objemu toxických aktív v ich portfóliu. Znamenalo to, že hodnota aktív, ktoré spravovali hedžové fondy, sa nielen zásadne znížila, ale premietla sa aj do celkového poklesu významnosti a etickej kredibility týchto fondov ako kľúčových investorov.

Významné straty utrpeli aj mnohé penzijné fondy, ktoré sa zúčastnili obchodovania s toxickými produktmi (Pauhofová, 2010). Aj keď v dlhšom období boli konzervatívne orientované na nákupy štátnych dlhopisov, postupne hľadali zdroje výraznejšieho finančného zhodnotenia, ako sú akcie alebo podnikové akcie firiem v strategických infraštruktúrnych oblastiach. Súvislosti takéhoto angažovania penzijných fondov sú podstatné zvlášť pre sektor energetiky, kde ide o uvádzanie akcií kľúčových energetických firiem na svetových burzách. Je dôležité registrovať, že po kolapse veľkých technologických firiem v USA v rokoch 2003 a 2005 došlo na základe sprísnenia obchodovania s akciami firiem energetického sektora k zásadným zmenám. Až 90 % lukratívnych akcií firiem zo sektora energetiky, ktoré boli uvádzané predovšetkým na newyorskej burze, bolo prenesených na frankfurtskú alebo londýnsku burzu práve vzhľadom na kontrolu a rozsah regulovania. Firmy začali preskupovať uvádzanie svojich akcií na londýnsku burzu aj z toho dôvodu, že emitovanie akcií bolo lacnejšie približne o jednu tretinu. O takto presmerované akcie sa zaujímali penzijné fondy a anglické penzijné fondy sa stali jedným z rozhodujúcich investorov do akcií anglických energetických firiem (British Petroleum). Ide o ukážku novej vzájomnej väzby medzi tradičnými skupinami investorov a tradičnými odvetviami. Mnohé penzijné fondy okrem investovania do tradičných odvetví (energetika), investovali aj do nových odvetví (informačné technológie).

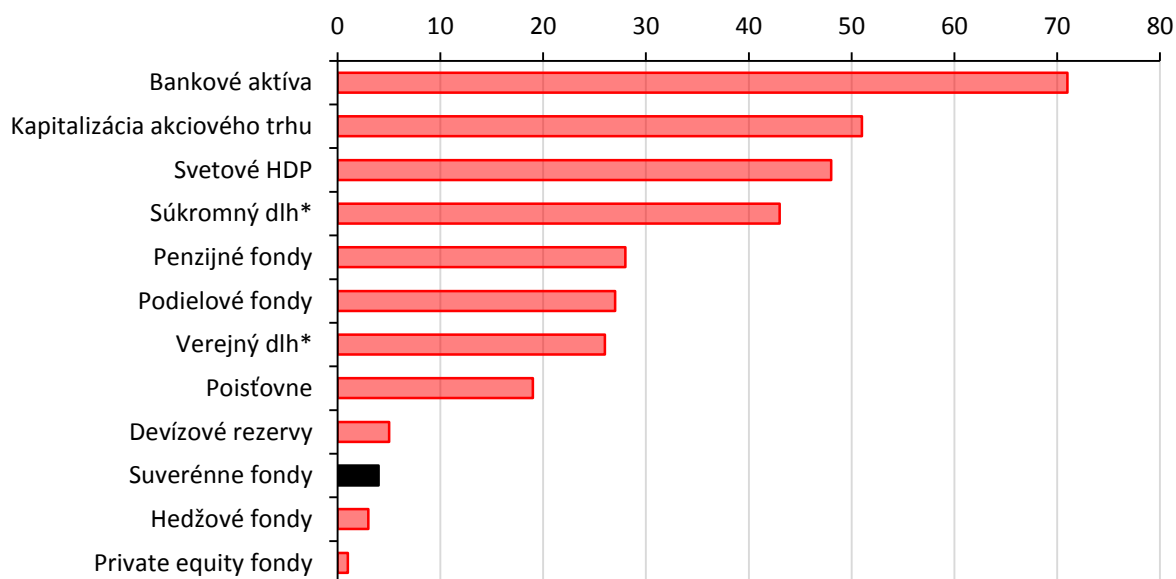
Dôsledkom tohto vývoja bol nielen presun uvádzania akcií na jednotlivých burzách, ale aj zmena štruktúry a angažovania investorov. Súčasne s naštartovaním uvedených tendencií sa realizovalo investovanie i v oblasti štátnych dlhopisov.

Pri pokračujúcom postupnom raste previsu dovozu nad vývozom sa v USA zvýrazňovala nutnosť externých kapitálových zdrojov. Tie mali vykrývať veľký deficit zahraničnoobchodnej bilancie, a zároveň „ošetrovať“ obrovský vnútorný deficit v rámci rozpočtového hospodárenia. USA ročne uvádzali na trh okolo 800 mld. až 1 bilión štátnych dlhopisov. Dôvodom bola nielen potreba 700 – 800 mld. USD externého kapitálu na vyrovnanie zahraničnoobchodnej bilancie, ale aj emitovanie štátnych dlhopisov. Tento proces viedol ku generovaniu novej skupiny investorov, ktorú reprezentujú centrálné banky rozvojových krajín (predovšetkým ázijských krajín a krajín Južnej Ameriky) a štátne suverénne fondy z krajín, ktoré sú významnými producentmi ropy a zemného plynu (Spojené arabské emiráty, Saudská Arábia, Kuvajt, Katar), ako aj z krajín, ktoré majú finančné zdroje z obchodných prebytkov (Čína, Singapur).

V prvom slede sa pri nákupoch amerických štátnych dlhopisov angažovali centrálné banky a situácia sa vyvíjala prijateľne. V druhom slede sa začali viac aktivovať štátne suverénne fondy, predovšetkým z Číny a arabských krajín (Pauhofová – Cmorej, 2010). Situácia začala byť napätá, hlavne v strategických otázkach, a najmä po rozvinutí finančnej a hospodárskej krízy. Postupne sa však stále výraznejšie ukazovalo, že rozhodujúcim nákupcom amerických štátnych dlhopisov bola predovšetkým centrálna banka Číny, čínske suverénne fondy a suverénne fondy Singapuru. Rozsah ročného nákupu amerických štátnych cenných papierov, ale aj akcií firiem zo strany Číny predstavoval v období 2005 – 2009 približne 450 mld. USD. Išlo o tok financií, ktorý znamenal značnú koncentráciu amerických štátnych cenných papierov v portfóliu centrálnej banky Číny. To spôsobilo, že veľkú časť emitovaných dlhopisov USA vlastní len jedna krajina, vyrovnávajúca dlhopismi deficit vzájomného obchodu. Takto vytváraný tlak na USA sa však postupne pretavoval do nárastu obáv aj na čínskej strane. Súvisel s turbulentným vývojom kurzu USD a s očakávaním protipatrení pripravovaných americkou stranou. Na takýto vývoj vplývala aj neodhadnuteľnosť vývoja kurzov hlavných medzinárodných mien, čo nutne viedlo k obavám o reálne udržanie a zhodnocovanie kapitálových zdrojov vlastnených čínskymi suverénnymi fondmi, a najmä centrálnou bankou Číny. Následne sa to premietlo do obáv z ďalšieho smerovania investícií čínskych finančných inštitúcií do nákupov amerických štátnych dlhopisov. Pre pokračovanie tohto procesu bolo významné, že došlo k postupnému prenosu hlavného objemu obchodovania s americkými štátnymi dlhopismi z newyorskej burzy na londýnsku burzu. Objemy obchodovaných amerických dlhopisov boli podstatne menšie, pohybovali sa na úrovni o 8 až 10-krát nižšej. Tieto dlhopisy začali znova skupovať skupiny individuálnych investorov. Vo veľkej miere boli nakupované zo zdrojov suverénnych fondov arabských krajín a niektorých krajín Ázie.

Pre ilustrovanie proporcií v rámci štruktúry globálnych finančných aktív slúži nasledujúci graf. Ide o veľmi dôležité obdobie, obdobie odštartovania finančnej krízy.

Graf 1.1

Finančné aktíva vo svete podľa alokácie (2008, bil. USD)

* Dlhové cenné papiere súkromného sektora (najmä podnikové dlhopisy), respektíve verejného sektora (najmä štátne dlhopisy).

Prameň: Market Comparison SWFI (máj 2010): <www.swfinstitute.org/research/assetcomparison.php>.

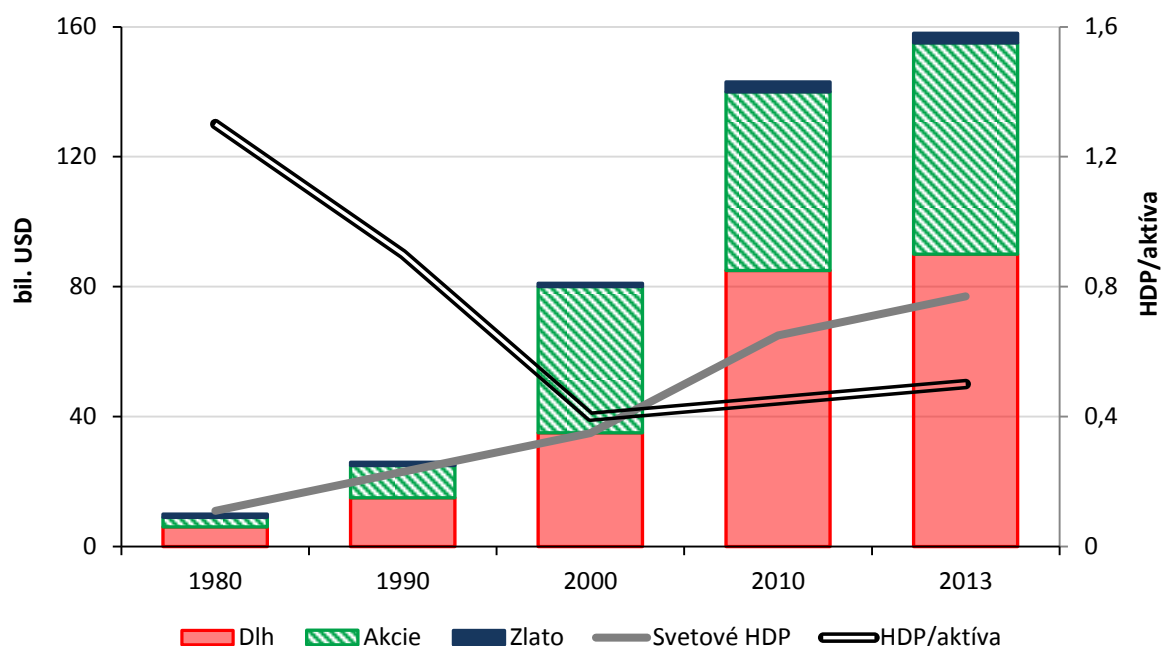
Ako ukazujú údaje v grafe, suverénne fondy nepredstavovali pri nástupe krízy výrazný podiel v štruktúre finančných aktív. Napriek tomu sú vnímané ako nástroje moci. Toho sa obávajú odborníci, ktorí tvrdia, že suverénne fondy by nemali byť považované za niečo, čo existuje mimo finančného systému. Je faktom, že nie sú jedinými poskytovateľmi kapitálu na globálnych finančných trhoch. Ale považovať ich za dajaké „recyklátory“ globálnych finančných tokov, ako to tvrdí napríklad Truman (2010), je neadekvátne. Podobné názory sú súčasťou –lógie spolu s vnímaním, že suverénne fondy nie sú liekom pre stabilizovanie finančného systému. Možno nie sú „spasením“, ale v každom prípade ich fungovanie odráža meniaci sa „tvar“ finančnej architektúry sveta a úzko súvisí s prístupmi k riešeniu viacerých otázok polarizácie bohatstva.

Nasledujúci graf približuje vývoj a charakteristiku globálnych finančných aktív od roku 1980 po rok 2013. Finančné aktíva sa za posledných desať rokov takmer stonásobili (zvýšenie na 156 biliónov USD), a to aj napriek obrovskému výkyvom v cenách aktív. Tento nárast nepredstavuje len zväčšenie bohatstva, ale znamená aj isté riziko. Podľa grafu je preukázateľný priamy vzťah medzi rastom globálneho hrubého domáceho produktu a finančných aktív. V období 2000 až 2013 sa celkové zadlženie vo svete zvýšilo z 33 biliónov USD na 90 biliónov najmä ako dôsledok kombinácie nasledujúcich faktorov: starnutie populácie v mnohých vyspelých krajinách, nárastu averzie k riziku, politiky nízkych úrokových sadzieb a zvýšených vládnych výdavkov na ozdravenie ekonomík. Pritom americký dlh sa viac ako zdvojnásobil, zo 4,5 bilióna USD v roku 2007 na 11,9 bilióna v roku 2013 a veľká časť uvedeného

dlhu je v „rukách“ zahraničných investorov. Akciové trhy taktiež rástli, ale oveľa nižším tempom, zo 49 biliónov USD v roku 2000 na 66 biliónov USD v roku 2013 (o 35 %). Príčiny tohto vývoja sú v oblasti hospodárskeho rastu na rozvíjajúcich sa trhoch, v lepšom výhľade na oživenie vyspelých ekonomík a vo zvýšení počiatkovej verejnej ponuky (IPO). Pokiaľ sa do objemu finančných aktív zarátajú aj dlhopisy, možno hovoriť o úrovni až 200 biliónov USD. Do tohto objemu finančných aktív nie je zahrnutý trh s derivátmi, kde sa nominálna hodnota pohybuje na úrovni cca 639 biliónov USD.

Graf 1.2

Vývoj globálnych finančných aktív (bil. USD)



Prameň: Business Insider: <<http://www.businessinsider.com/156-trillion-global-financial-assets-2014-3>>.

Tak ako sa menia finančné trhy, budú sa meniť aj suverénne fondy. Je pravdepodobné, že pokusy o ich limitovanie či usmerňovanie sú odsúdené na neúspech. Od svojho vzniku nastavujú zrkadlo procesom na finančných trhoch. Sú „napádané“ za svoju netransparentnosť, ale pokiaľ by aj iné fondy boli aspoň také transparentné, mnohé problémy finančného sveta by boli, veľmi zjednodušene vyjadrené – menšie. Ak má nová medzinárodná finančná architektúra vnieť transparentnosť a stabilitu na finančné trhy, potom jednotlivé podmienky transparentnosti musia platiť pre všetky subjekty na týchto trhoch, nie len pre suverénne fondy.

Aktuálnou otázkou, okrem nutnosti zvýšenia transparentnosti subjektov globálneho finančného trhu, sú súvislosti rozširovania ekonomického vplyvu Číny na Západ, resp. snaha Číny disponovať významnejšou úlohou vo svetovej ekonomike. K tomu má prispieť i novovznikajúci finančný ústav Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB), ktorého cieľom je vytvoriť protiváhu najmä Svetovej banke a Ázijskej rozvojovej banke, kde majú dominanciu Američania a ich spojenci. Vklad Číny do novej inštitúcie je 100 mld. USD, 10 krajín už

podpísalo predbežné zmluvy o svojej účasti v banke a ďalších 12 krajín prejavilo o účasť záujem (vrátane krajín Blízkeho východu). Taktiež sa pripravuje založenie finančnej inštitúcie krajín BRICS,⁴ ktorej iniciátorom je Rusko. Vklady vlád zakladajúcich štátov budú predstavovať spolu 100 mld. USD, najviac vloží Čína – 41 mld. USD. Čína môže vďaka objemu USD, ktorými v súčasnosti disponuje, do svojho vplyvu v zahraničí investovať viac než ktorýkoľvek regionálny konkurent. Založením oboch finančných inštitúcií ide s veľkou pravdepodobnosťou nielen o zabezpečenie realizácie veľkých infraštruktúrnych projektov, ale aj o snahu ukončiť dominanciu dolára ako rezervnej meny a nahradiť ho menou, ktorá lepšie vystihne úlohu nových, rýchlo rastúcich ekonomík vo svete.

1.3. Diskusia k významu a funkciám suverénnych fondov z pohľadu obáv a problémov

Vlády na dosiahnutie širokej palety svojich cieľov zakladajú suverénne fondy v mnohých diferencovaných formách, ktoré naplňajú prostriedkami v závislosti od ich pôvodu. Z pohľadu zahraničných investícií predstavujú štátne suverénne fondy istú manifestáciu globalizácie, ako aj posunu síl vo vzájomných ekonomických a finančných vzťahoch. Mnohí západní odborníci nepovažujú za najvýznamnejšiu manifestáciu v podobe ich prejavu, ale to, že v poslednom desaťročí signifikantne rastú. Tým sa vytvárajú obavy v rovine úloh vlád a štátov v medzinárodnom ekonomickom a finančnom priestore. Práve tu sa začína polemika a diskusia o význame a funkciách štátnych suverénnych fondov. Do zreteľa sa berie skutočnosť, že rozhodnutia vlád v oblasti medzinárodných investícií, vrátane rozhodnutí prostredníctvom suverénnych fondov, ktoré majú pod kontrolou, sú odrazom záujmov prinajmenšom v štyroch rovinách. Ide o:

- špecifické záujmy samotných vlád, ktoré fondy vlastnia, resp. kontrolujú,
- záujmy obyvateľstva v krajinách vlastniacich suverénne fondy,
- záujmy domácich a zahraničných účastníkov finančných trhov,
- záujmy vlád a obyvateľov v ostatných krajinách.

Na základe uvedených rovín je možné otvoriť diskusie a predmetnú polemiku, ktoré sa dotýkajú problémov a obáv v súvislosti s fungovaním suverénnych fondov. Sú zamerané na:

- zlé riadenie investícií suverénnych fondov, ktoré vedú k stratám v krajine vlastniacej fond/y,

⁴ Krajiny BRICS sú v súčasnosti bohatšie ako boli mnohé vyspelé krajiny v čase, keď vznikla Svetová banka a Medzinárodný menový fond. Zo strany týchto krajín je už dlhodobo kritika vplyvu, ktorý v najväčších rozvojových bankách majú USA a Európa. V Svetovej banke má Čína menej hlasov ako napr. krajiny Beneluxu. V novej inštitúcii by mali mať krajiny BRICS rovnaký podiel hlasov a v rámci banky by mal fungovať aj rezervný fond (100 mld. USD). Združenie štátov BRICS tvorí v súčasnosti už viac ako štvrtinu svetového HDP (v PPS). V súčasnosti predstavuje základný kapitál Svetovej banky 232 mld. USD a Ázijskej rozvojovej banky 165 mld. USD.

- následky presadzovania politickej či ekonomickej moci prostredníctvom suverénnych fondov,
- prenos finančného protekcionizmu vyvolaného prostriedkami suverénnych fondov,
- nepokoj a neistota na finančných trhoch v súvislosti s aktivitami suverénnych fondov,
- konflikt záujmov medzi krajinami vlastniacimi suverénne fondy a krajinami, ktoré prijímajú investície z krajín s fondmi.

Orientácia na uvedené problémy a obavy iste nie je vyčerpávajúca, jej úlohou je poskytnúť predstavu o tom, čo sa v odborných kruhoch najčastejšie diskutuje. Prvé dve obavy sú primárne zamerané na politiky a správanie tých krajín, ktoré fondy vlastnia. Podľa odborníkov sa obavy netýkajú všetkých vládami podporovaných inštitúcií, vrátane finančných, ale len tých, ktoré sú zviazané so suverénnymi fondmi. Dôvodom je pomerne slabý argument, že suverénne fondy zväčšujú objemy svojich aktív a stávajú sa dôležitými pre veľa krajín najmä v období krízy. Ďalšie dve obavy sú formulované v súvislosti s postojmi, politikami a trhmi v krajinách z pohľadu prílevu investícií. Posledná obava sa dotýka formovania vzájomných vzťahov krajín poskytujúcich investície a krajín, ktoré sú z aspektu investícií ich prijímateľmi. Spolu predstavujú konglomerát obáv a potenciálnych problémov, ktoré sú skôr v hypotetickej rovine nakoľko doteraz publikované empirické štúdie ich jednoznačne nepotvrdili. Mnohé argumentácie sú založené skôr na výsledkoch z interview a dotazníkového prieskumu.

Zle riadené investície suverénnych fondov?

Z pohľadu západných odborníkov v oblasti finančných trhov je pre ekonomickú a finančnú stabilitu krajín najväčším rizikom akumulácia ohromných zásob aktív v suverénnych fondoch. Podľa nich ide o vysoké riziko „premárnenia“ bohatstva. Je zjavné, že akumulácia uvedených zdrojov predstavuje pre autority v krajinách zásadné výzvy tak v oblasti politiky, ako aj bezpečnosti. Je teda pochopiteľné, že tieto zdroje sú „pokušením“ pre politikov v mnohých krajinách, vrátane krajín ekonomicky vyspelých. Pod programami a projektmi národného charakteru sa snažia tieto aktíva použiť na podporu domáceho ekonomického rozvoja, alebo na dosiahnutie sociálnych cieľov. V dotknutej literatúre sa geopolitické ciele neprezentujú. Ako uvádzajú Dewentera a Malatesta (2000), odborná ekonomická literatúra ponúka celý rad príkladov investovania cez štátom vlastnené podniky, z ktorých veľká časť viedla k relatívne neefektívnym výstupom. Podľa niektorých odborníkov môže ekonomická neefektívnosť spojená so štátnym riadením ovplyvniť i ďalšie krajiny bez fondov. Park (2008) vo svojej publikácii udáva príklad zástupcu z Asian Development Bank, ktorý tvrdí, že nie je a priori dôvod, prečo by pre investovanie prebytkov bežného účtu krajiny mal byť verejný sektor lepší ako sektor súkromný. Dokumentuje to na skúsenostiach, na základe ktorých považuje pôsobenie suverénnych fondov za agresívne, bez ekonomických benefitov, nielen zvyšujúce náklady suverénnych fondov, ale aj celého finančného systému cez disipáciu aktív. Berrigan, Moreno a Bosma (2008) zase tvrdia, že akvizície firiem v Európe cez suverénne

fondy sú nekonzistentné, idú proti domácejmu vplyvu vlád v oblasti výroby tovarov. Tým sa zvyšuje riziko neefektívneho riadenia, nakoľko suverénne fondy ako štátom riadené subjekty, nie sú podriadené „normálnej“ trhovej disciplíne. Je to isté odmietanie princípov štátneho kapitalizmu a tiež nepochopenie zložitosti procesov v rámci krízového obdobia. Nepomáhajú napríklad investície suverénnych fondov udržať zamestnanosť v určitých segmentoch trhu problémových regiónoch a šetria tak zdroje domácich krajín, ktoré v prípade rastúcej nezamestnanosti musia vynaložiť nemalé finančné prostriedky na sociálne podpory? Samozrejme, že sa to nedotýka všetkých akvizičných prípadov. Nemali by byť podobné obavy aj v prípade veľkých transnacionálnych korporácií, ktoré nie sú povinné riešiť po ukončení svojho „pôsobenia“ nárast nezamestnanosti? Tvrdenia odborníkov majú určitú oporu v klasickej ekonomickej teórii, ale treba sa pozrieť na to, že často dokumentovaná neefektívnosť štátnych podnikov, pôsobiacich vo sfére verejného úžitku, je vo všeobecnosti spájaná s domácimi politickými cieľmi a tlakmi sociálnych programov (udržiavanie nízkych cien tovarov a služieb, zvyšovanie zamestnanosti pri vysokej miere nezamestnanosti, veľké projekty dopravnej infraštruktúry a pod.). Z pohľadu viacerých aspektov národnej bezpečnosti vo vyspelých ekonomikách sa však môže stať, že zahraniční investori či už z verejného alebo súkromného sektora, v závislosti od ich proveniencie, sa stávajú menej dôveryhodnými. Ďalšie argumentácie dotknutých autorov, že Európania nedôverujú investíciám suverénnych fondov z dôvodu svojich antiprivatizačných postojov nie sú úplne „na mieste“. Ako reakcia na obavy z vplyvu suverénnych fondov v európskych firmách boli postupy iba niektorých vlád v oblasti privatizácie odmietavého charakteru, a to pred nástupom krízy a v prvých rokoch krízy. Napríklad v Holandsku sa presadzovala myšlienka neprivatizovať toľko verejných spoločností, ako sa pôvodne uvažovalo. Znamená to ponechanie firiem v štátnom vlastníctve, pokiaľ neexistuje zásadný dôvod spoločnosť privatizovať.⁵ Ide o podiely v podnikoch, ktoré predstavujú strategicky dôležité oblasti a reprezentujú národnú bezpečnosť (letecká spoločnosť Shiphol Group, prístav Rotterdam Port, železnice Dutch Railways NS či energetická spoločnosť TeeneT). Pozastavenie privatizácie bolo krokom, ktorý mal zabrániť zvyšovaniu vplyvu suverénnych fondov z krajín, ako je Čína, Rusko a z krajín Perzského zálivu. Bola to reakcia na už uskutočnené aktivity, napríklad čínskeho suverénneho fondu, ktorý získal podiel v Blackstone, ktorý je nepriamo, prostredníctvom svojich spoločností, jedným z najväčších zamestnávateľov v USA. V tom prípade sa obavy z negatívneho vplyvu čínskeho suverénneho fondu na zamestnanosť nepotvrdili.

Príkladom opaku v prístupe k účasti suverénnych fondov na privatizácii je účasť fondov z Ázie v krajinách ako Grécko, Poľsko, či Španielsko po roku 2007. Ich väčšia účasť je však v oblasti investícií v EÚ prísne kontrolovaná. Pravdepodobne teda nepôjde iba o otázky neefektívnosti investícií suverénnych fondov, ale o obavy z vplyvu krajín, predovšetkým Číny a Ruska v európskom priestore a o potenciál postupného „vytlačenia vplyvu najzápadnejšieho Západu“.

⁵ Z politiky „privatizuj všetko, ak tomu nič nebráni“, sa pre obavy z vplyvu suverénnych fondov stala politika „ponechaj v štátnom vlastníctve, ak tomu nič nebráni“.

Ďalšou obavou zo strany odborníkov je možnosť zväčšenia korupcie v súvislosti s fungovaním suverénnych fondov. Opäť je to spájané s významným rastom aktív suverénnych fondov. Pripúšťajú, že korupcia a kleptokracia sú kľúčovými problémami v súčasnosti pre mnoho krajín, a to nie len v súvislosti so suverénnymi fondmi. Reuter a Truman (2004) poukazujú na to, že suverénne fondy vo väčšine krajín „pracujú“ s enormnými balíkmi peňazí a že tieto môžu byť „vtečené“ do investícií nie v prospech obyvateľov danej krajiny, ale, ako ukazuje prax, byť benefitom pre úzke skupiny ľudí. Najväčšie obavy z korupcie sa dotýkajú investovania do tzv. projektov „bielych slonov“ v rozvojových krajinách (nikto ich nikdy nevidel, ale všetci veria, že existujú). V menšej miere sa podľa odborníkov korupcia prejavuje vo vtečení investícií po „priateľskej“ linke. Ale i vo vyspelých krajinách sa možno stretnúť s príkladmi korupcie, ako to dokumentuje i prípad bývalého komisára Eliota Broydiho, ktorý bol odsúdený za korupčné praktiky v rámci penzijného fondu v USA. Nemožno tvrdiť, že korupcia sa nepenzijných suverénnych fondov nedotýka. Na začiatku 90. rokov sa Kuvajtský investičný úrad (časť súčasného Kuwait Investment Authority, KIA) bránil obvineniam z podvodu v spojení s kolapsom španielskej investičnej spoločnosti. V roku 2007 bol riaditeľ KIA Bader M. Al-Saad obvinený opozičnými členmi parlamentu z nezákonných finančných benefitov z fondu, ktorý spravoval. V tom istom roku bol uväznený ruský minister financií Sergej Storčak za spreneveru prostriedkov štátneho rozpočtu, súčasne viedol Ruský ropný stabilizačný fond. Podpredseda Dubai Istithmar World suverénneho fondu bol v roku 2008 uväznený v rámci antikorupčného zásahu. Je to len malý výpočet prípadov, ale každý z nich ilustruje problém s korupciou a spreneverou. Treba dodať, že minimálne taký istý počet prípadov by sa našiel aj mimo fungovania suverénnych fondov.

Empirické štúdie orientujúce sa na medzinárodný kontext korupcie v oblasti vzťahu prírodných zdrojov a suverénnych fondov, ktoré sú napĺňané ich exportom, dokázali platnosť vzťahu medzi príjmami z ropy, korupciou a stabilitou krajiny (Arezki a Bruckner, 2009). V roku 2002 iniciovala skupina neštátnych organizácií verejnú kampaň nasmerovanú na zahraničné spoločnosti principiálne využívajúce prírodné zdroje v rozvojových krajinách. V tom istom roku na Svetovom summite o trvalo udržateľnom rozvoji v Johannesburgu bol predstavený balík zásad aj vo väzbe na potrebnú transparentnosť a antikorupčné praktiky, čo následne viedlo k založeniu Extractive Industry Transparency Initiative (EITI). Iniciatíva bola kodifikovaná a oficiálne podpísaná už v nasledujúcom roku. Odvtedy Revenue Watch Institute pracoval na monitorovaní tých, ktorí prijímali platby za predaj prírodných zdrojov a ako sa štandardy EITI uplatňovali v praxi. Podľa Humphreysa a Sandbu (2007) bola sledovaná väčšina osôb, ktoré patrili do podkategórií suverénnych fondov a poukázali na to, že vo všetkých sa dokázal potenciál pre zlé riadenie a korupciu. Z výsledkov vyplynula dôležitosť zjednotených, resp. integrovaných rozpočtových postupov Natural Resource Funds a suverénnych fondov a zároveň odporučili, aby poradcu v tejto oblasti robil Medzinárodný menový fond!

Je vysoko pravdepodobné, že za vyhláseniami odborníkov americkej a anglickej proveniencie v otázke zlého riadenia, ktorého sa vraj vo všeobecnosti dopúšťajú vlády, a preto

ich ako investorov nemožno považovať za skúsených,⁶ stoja obavy o stratu postavenia súkromného sektora a z možnej redukcie funkcií napríklad transnacionálnych korporácií, ktoré v mnohých oblastiach tie štátne „substituujú“. Truman (2010) uvádza niekoľko príkladov mimoriadnej neúspešnosti vlád prostredníctvom aktivít suverénnych fondov, a aj keď sú podmienky v krajinách diferencované, za spoločné považuje to, že politické sily „neriešia“ fondy.⁷

Snád' najviac sa pozornosť verejnosti voči stratám suverénnych fondov sústredila počas prvých rokov krízy 2008 a 2009. Avšak nešlo o otázky efektívnosti či korupcie, ale o vzťah medzi aktuálnymi investičnými rozhodnutiami manažérov a výškou ich odmien. Veľmi dôležitou je aj otázka vzťahu obyvateľov krajiny, ktorá investície prijíma, k riadeniu suverénnych fondov. Zlé riadenie v podobe napr. korupcie sa takto dostáva cez hranice. S autormi je však možné súhlasiť v plnej miere v tom, že korupcia a nerozumné investovanie v podobe projektov napríklad tzv. bielych slonov vytvára destabilizujúce ekonomické a finančné prostredie, v ktorom krajiny schudobnievajú a stávajú sa dlhoročnými „vazalmi“ Svetovej banky a Medzinárodného menového fondu.

Presadzovanie politickej či ekonomickej moci prostredníctvom suverénnych fondov?

Zahraničné aktíva krajín vlastniacich suverénne fondy môžu byť nasmerované na dosahovanie externých ekonomických alebo politických cieľov a tieto môžu byť zhodné alebo v rozpore so záujmami hostiteľských krajín. Často sa namieta, že suverénne fondy investujú len kvôli ekonomickým cieľom, pre dosiahnutie čo najvyšších výnosov. Nemožno s tým úplne súhlasiť, nakoľko manažment suverénnych fondov je vo významnej miere tlačенý verejnosťou a politickými autoritami k tomu, aby boli uprednostnené určité typy investícií v domácej ekonomike, aj keď je tiež záujem o to, aby sa finančná návratnosť aktív suverénnych fondov adekvátne zvyšovala.

V skupine medzinárodných politických ekonómov sa možno stretnúť s tvrdením Braunsteina (2009), podľa ktorého sú suverénne fondy už svojou konštrukciou politické. Na druhej strane, aj keď podľa výsledkov výskumu Roseho (2008) suverénne fondy ako celok investujú kvôli vyššej ekonomickej návratnosti, respondenti mimo suverénnych fondov uvádzali v rámci výskumu, že fondy kladú väčší dôraz na strategické prínosy, ktoré môžu mať variétu implikácií – od zabezpečovania technickej podpory projektov až po niečo viac „obávané“. V odpovediach za suverénne fondy sa ale možno stretnúť s väčšinovými odpoveďami typu, že suverénne fondy sú motivované dlhodobými cieľmi zameranými na spoluprácu, nie však v nejakej strategickej oblasti. Tomu je vzhľadom na praktiky suverénnych fondov najmä v období krízy ťažko uveriť. V prieskume odpovedali i respondenti za private equity firmy

⁶ Vládami vlastnené banky nepatria medzi najziskovejšie. Podľa nich mnoho krajín zakladá suverénne fondy na rozhádzanie a likvidáciu zdrojov, ktoré boli dané „bokom“ v rámci krátkodobých politických pnutí.

⁷ Ecuadors Stabilization Fund a Nigerias Petroleum Trust Fund. Podobne sú kritizované i suverénne fondy Venezuely, Čadu a Papui-Novej Guinei, ktoré vraj upadajú. V prvom rade si treba uvedomiť o aké krajiny z pohľadu prírodných zdrojov a existujúcej infraštruktúry ide.

a ďalší investori z privátneho sektora, napr. za univerzitné nadácie, ktorí suverénne fondy považujú za konkurentov. Signifikantný počet respondentov vidí suverénne fondy ako nezávislých investorov, ktorí sa len vo výnimočných prípadoch ocitajú v rovine spoluinvestorov.

Už v začiatkoch krízy sa diskutovalo o suverénnych fondoch na rôznych fórach, no najčastejšie na fóre bankárov. Často sa dospelo k takým záverom, že suverénne fondy sú síce štátne, ale ich investičné rozhodnutia sú založené viac na ohľade politickom, komerčnom a zahraničnej politiky, ako výhradne na ekonomických prínosoch. Preto sa niektoré vlády, napr. Veľkej Británie, obávali, dnes už menej „vďaka“ regulačnému mechanizmu, ekonomickej sily a možných dopadov investícií suverénnych fondov na konkurencieschopnosť domácich spoločností, ich pohlcovania a akvizičných procesov. V USA boli v tom období najväčšie debaty v súvislosti so suverénnymi fondmi v rovine rozsahu pákových efektov, trhových deformácií a profitovania suverénnych fondov z insiderských informácií o podnikoch. V tejto súvislosti prieskum robený Hill-Knowltonom a Berlandom (2010) udáva, že viac ako 50 % z respondentov považovalo za hlavný motív pri investovaní suverénnych fondov pokus získať politický vplyv.⁸ Pri čítaní Washington Post z októbra 2007 sa nemožno vyhnúť nesúhlasu s diskriminačnými formuláciami, že dobrou vyhliadkou pri investovaní je len tá ak ten kto nakupuje je napr. Nór, člen NATO. Naopak, za frustrujúce sa považuje ak za „chrbtom“ vládnych peňazí stojí Čína, Rusko alebo Venezuela. S tvrdením, že vlády vlastniace suverénne fondy sú politické organizácie, snáď možno súhlasiť. Nakoniec Drezner (2008) pekne formuluje svoj názor, ktorý možno zhrnúť tak, že suverénne fondy sú križovatkou veľkých peňazí a veľkej politiky. S týmto spojením sa možno stretnúť takmer vždy v aktivitách politických organizácií. Dokonca aj keď v niektorých aktivitách suverénnych fondov nevidno priamo neekonomickú motiváciu, bolo resp. je ju možné prečítať v rámci niektorých ich rozhodnutí. Niekoľko príkladov na podporu tvrdenia. V roku 2006, v čase malej finančnej krízy na Islande, ktorá prispela ku veľkej kríze v roku 2008 a 2009 Nórsky penzijný fond predal, resp. hedžoval islandské štátne dlhopisy, ktoré mal v držbe. Islandská vláda protestovala voči vláde Nórska, že participuje na nepriateľskej aktivite a vôbec nepostupuje v rámci severskej solidarity. V tom istom roku Nórsky penzijný fond znížil investovanie do Walmart, vzhľadom na praktiky tejto spoločnosti na pracovnom trhu v Mexiku. Týmto Nórsko upozornilo cez investície na problémy s etikou v amerických spoločnostiach pôsobiacich nielen v Mexiku.⁹

Obavy z akvizičných procesov cez suverénne fondy môžu byť do istej miery potlačené ak sa bude brať do úvahy skutočnosť, že len menšia časť suverénnych fondov bežne sleduje akvizičnú stratégiu. V súčasnosti ide o menej ako dvanásť štátov, v ktorých suverénne fondy

⁸ Respondenti boli z 19 krajín. Získanie politického vplyvu ako kľúčová motivácia bolo evidované za 17 krajín z 19-tich (neplatilo to v prípade Nórska a Singapuru, s čím však možno polemizovať). Rusko a Čína viedli v zozname krajín so suverénnymi fondmi, u ktorých je hlavnou motiváciou získanie politického vplyvu – uviedlo 87 % respondentov.

⁹ Na tomto mieste je vhodné uviesť, že viac ako neetické správanie sa amerických spoločností v rozvojových a niektorých rozvíjajúcich sa krajinách je verejnosti známe časté medializovanie neetických praktík čínskych a kórejských firiem.

majú v strategickom portfóliu v pozícii signifikantná – akvizíciu. Ide o: Brunej, Kanadu, Čínu, Kuvajt, Malajziu, Holandsko, Katar, Singapur, Spojené arabské emiráty a Vietnam. V prípade Kanady a Malajzie ide o národné spoločnosti. Niektoré suverénne fondy, vrátane penzijných, realizujú politiky, v rámci ktorých je limitovaná veľkosť ich podielov. Tejto politiky sa „striktne“ držia i americké nepenzijné fondy. Niektoré akvizície suverénnych fondov sa dotýkajú národných bezpečnostných záujmov, nielen záujmov ekonomických. V tejto súvislosti sú v USA nastavené veľmi prísne rámce prostredníctvom Foreign Investment and National Security Acts (FINSAs), ktoré boli „náhodou“ v roku 2007 revidované. Regulácia je zreteľná a v prípade nutnosti je možná blokáda akejkoľvek akvizície suverénnych fondov alebo zahraničných vládnych entít. V niektorých prácach zahraničných autorov (tak z Východu ako aj zo Západu) sa možno stretnúť s tým, že zahraničné investície považujú v mnohých prípadoch za prostriedky tzv. 5. kolóny, použité na činnosť proti záujmom hostiteľskej krajiny (napr. Graham a Krugman, 1995 alebo Graham a Marchick, 2006; Šmelev, 2013).

Podľa Trumana (2010) sú suverénne fondy politickým nástrojom a môžu byť používané na dosiahnutie mocenských politických alebo obchodných cieľov. V prípade ak je v krajine zaznamenaná zvýšená ekonomická či politická špionážna činnosť, odporúča aby vláda krajiny zintenzívnila činnosť tajných služieb (autor sa vyjadril v zmysle činnosti uvedených služieb v súvislosti s aktivitami suverénnych fondov v USA). Nie je známy názor autora v prípade ak ide o inú krajinu ako USA a investičné spoločnosti kontrolované americkou vládou. Je zrejmé, že suverénne fondy predstavujú dôležitý nástroj, ktorý môže byť ešte častejšie a intenzívnejšie ako doteraz využívaný v rámci geopolitiky.

Finančný protekcionizmus stojaci za suverénnymi fondmi?

Vo všeobecnosti sú kapitálové trhy otvorené priamym zahraničným investíciám, ako aj iným formám kapitálových tokov. Existuje však celý rad krajín, ktoré bariérujú širokú škálu typov zahraničných tokov. V tom možno vidieť určitý skepticizmus týkajúci sa výhod otvorených kapitálových trhov a slobody princípov národného rámca pre priame zahraničné investície.

Určitá forma protekcionizmu sa nachádza pod povrchom rôznych aktivít vo všetkých krajinách. Je zaujímavé, že podľa výsledkov Pew Research Center (2009) až dve tretiny respondentov sa vyjadrili v tom zmysle, že finančný protekcionizmus je dobrá idea ak sa napr. vezme do úvahy, že vláda USA tým bude stimulovať fondy z dôvodu udržania pracovných miest. Iba jedna štvrtina uviedla, že je to myšlienka zlá, lebo vnáša riziko do obchodných vzťahov. Tieto odpovede neboli s akcentom politickým, lebo v odpovediach nebola žiadna diferenciacia medzi demokratmi, republikánmi či nezávislými, teda podľa otázky k politickej príslušnosti. Mediálne „masírovanie“ amerického obyvateľstva prinieslo ovocie aj v prípade analýzy ďalších odpovedí, keď 49 % opýtaných si myslí, že investície zahraničných vlád majú negatívny dopad na ekonomiku USA a 55 % si myslí, že majú negatívny vplyv na národnú bezpečnosť. Keď potom z odpovedí o suverénnych fondoch vyplynulo, že len 6 % z 1 000

respondentov ich nevníma ako problematické, z toho možno usúdiť, že povedomie o tom čo vlastne suverénne fondy sú, je v rámci americkej verejnosti pomerne chabé.

Vo väzbe na otázky finančného protekcionizmu je okrem makroekonomickej roviny potrebné brať do úvahy aj rovinu mikroekonomickú a už niekoľkokrát spomínanú rovinu národnej bezpečnosti. V nich je často pozornosť orientovaná najmä na bezpečnosť ekonomickú. Najväčším rizikom pre ekonomickú bezpečnosť je to, keď prijímatelia investícií zavádzajú nevhodné bariéry pre voľný tok kapitálu, čím v tomto procese prakticky prispievajú k zavádzaniu podobných bariér aj v ďalších krajinách. Síce vo všetkých prípadoch nemožno súhlasiť s konkvenciami voľného trhu financií a investovania doma a v zahraničí, ale pre podporu finančnej stability, konkurencieschopnosti a efektívnosti je to vo všeobecnosti prospešné. Tak učí i novodobá ekonomická teória. Ale nie všetky potenciálne hostiteľské krajiny majú robustný a flexibilný rámec pre riešenie otázok spojených s priamymi zahraničnými investíciami tak, ako to má napr. väčšina veľkých otvorených vyspelých ekonomík. Ak krajina chce zabezpečovať svoje domáce záujmy dôsledne a pritom potrebuje zahraničné investície, nie je logické, keď vytvára bariéry pre kapitálové toky i priame zahraničné investície. Vyrovnané partnerské vzťahy v tejto oblasti nie sú časté. Najčastejším príkladom sú vzťahy založené na disparite ekonomickej sily zastúpených strán, kedy priame zahraničné investície môžu predstavovať zaviazanosť alebo dokonca podriadenosť voči zahraničným vládam. V niektorých prípadoch predstavujú priame zahraničné investície vážnu konkurenciu domácim odvetviam. Pre konkrétne príklady sa nemusí chodiť ďaleko, stačí zostať v Európe, v niektorej z „transformovaných“ krajín.

Jednoznačný pohľad na aktivity suverénnych fondov sa komplikuje aj tým, že pri investovaní vo veľkej miere používajú štátom vlastnené alebo kontrolované finančné či nefinančné entity. Ich vzájomná previazanosť na rôznom hierarchickom stupni vytvára dojem, že aktíva suverénnych fondov sú „rozmiestnené“ vo veľkom množstve „hrncov rôznej veľkosti a farby“. Táto málo priehľadná štruktúra suverénnych fondov umožňuje, zdá sa, jednoduchší prienik k miestu plánovaného alokovania investícií suverénnych fondov. Preto potom zvýšenie dopytu po investíciách suverénnych fondov a reakcie vlád na ich investovanie predstavujú riziko rastu finančného protekcionizmu. Za dôležité sa považuje, aby politiky v krajinách prijímajúcich investície nedegenerovali v rámci ultimatívnych podmienok investorov k finančnému protekcionizmu. Určité prejavy sprísnenia režimov pre investovanie boli postupom času zaznamenané, avšak nástup krízy „prinútil“ veľké množstvo krajín investičné politiky uvoľniť.

Nepokoj a neistota na finančných trhoch v súvislosti s aktivitami suverénnych fondov?

Východiská pre úvahy o nepokoji a neistote na finančných trhoch, ktoré môžu byť spôsobené aktivitami suverénnych fondov je najlepšie uviesť príkladmi. Roeller a Veron (2008) robia rozdiely medzi mikroekonomickým pohľadom na potenciálny dopad suverénnych fondov (na konkurencieschopnosť a ekonomickú efektívnosť) a makroekonomickým aspektom vplyvu suverénnych fondov (na celkovú ekonomiku a finančné trhy). Na základe

skúmania správania sa majiteľov a manažérov suverénnych fondov nedospeli vo výsledkoch k takým ich aktivitám, ktoré by ohrozovali stabilitu finančných trhov. K podobným záverom dospeli aj O'Neill, Nielson a Bahaj (2008). Tvrdia, že pozornosť západných politikov je zameraná na limitované vyhľadávanie chýb v riadení a v investičných stratégiách s orientáciou na investície podriadené čistej ekonomike a menej na politické motivácie. Podľa nich je veľká časť suverénnych fondov sofistifikovanými investormi, sú podobní súkromným investorom na Západe. Demarolle (2008) vo svojej správe pre francúzske vládne úrady uvádza, že suverénne fondy zohrávajú fundamentálnu stabilizačnú úlohu v medzinárodnom finančnom systéme, čo je zjavné v rámci súčasnej krízy likvidných financií. Považuje investície suverénnych fondov za pozitívne tak pre domáce, ako aj hostiteľské krajiny. Podobne aj El-Erian (2008) vo svojich komentároch vyzdvihuje stabilizačnú funkciu suverénnych fondov v globálnej finančnej architektúre. S uvedenými tvrdeniami a komentármi nesúhlasí Truman (2010), ktorý suverénne fondy považuje za významný destabilizačný faktor finančných trhov a ekonomík. Vhodným príspevkom k uvedeným tvrdeniam budú informácie o proveniencii autorov: Demarolle je Francúz, jeden z významných investičných bankárov, El-Erian je hlavným ekonomickým poradcom Allianz, nadnárodnej spoločnosti poskytujúcej finančné služby¹⁰ a Truman, Američan, od 1977 do 1998 riadil oddelenie medzinárodných financií vo Federálnom rezervnom systéme, neskôr pôsobil v Peterson Institute for International Economics.

Je však nutné pripustiť, že rozoznanie potenciálu vplyvu štátnych suverénnych fondov na stabilitu finančného systému je komplikované z dôvodu relatívne nízkej úrovne transparentnosti aktivít. Mnohí odborníci sú toho názoru, že dlhodobé strategické ciele uvádzané suverénnymi fondmi by mali mať vo všeobecnosti na trhy stabilizačný vplyv. Hill-Knowlton a Berland (2010) však vo výsledkoch svojho výskumu dokumentujú, že len 26 % respondentov vníma suverénne fondy ako viac spoľahlivé v porovnaní s ostatnými zdrojmi. Skutočne, bez objasnenia investičných stratégií suverénnych fondov je zložitá odhadnúť tvrdenia o dlhodobých cieľoch suverénnych fondov aj v súvislosti s ich aktivitami, keď stratili časť svojho portfólia v prvej fáze krízy (IMF, 2007). Podľa Komisie EÚ (2008) expanzia suverénnych fondov ilustruje nevyváženosť bežných účtov v globálnej ekonomike, spôsobenej riadením mien v krajinách s prebytkami, v ktorých sa akumulácia rezerv pre investovanie suverénnych fondov môže stať koncom ich samých. Avšak v tom istom dokumente Komisie sa uvádza, že investície suverénnych fondov môžu zohrať úlohu medzinárodnej podpory eura v strednodobom časovom horizonte. Pre zahraničné menové rezervy je cieľom likvidita a bezpečné aktíva denominované v mene s nízkymi nákladmi na konverziu.

Významný počet empirických štúdií je zameraných na odhadnutie preferenčného portfólia suverénnych fondov: na to ako tieto preferencie a ich zmeny ovplyvnia ceny a relatívne výnosy z aktív v čase a kedy krajiny „smerujú“ svoje rezervy do suverénnych fondov z dôvodu očakávania vyšších výnosov. Morgan Stanley v *The Economist* (2008) odhadli nárast aktív

¹⁰ El-Erian je aj predseda Rady pre globálny rozvoj amerického prezidenta Baracka Obamu.

suverénnych fondov z 2,5 bilióna USD na 17,5 bilióna USD v roku 2017 a rezerv zahraničnej meny z 5,3 bilióna USD na 9,9 bilióna USD. V tom istom období ich expertný odhad globálnych finančných aktív predstavoval dvojnásobný nárast zo 100 biliónov USD v roku 2007 na 209 biliónov USD v roku 2017. Scenár MMF 2008 je mierne diferencovaný a počíta sa s tým, že 25 % až 50 % tokov zahraničnej meny má byť umiestňovaných cez suverénne fondy (podiel USD má byť menší). Podľa analytikov Kozacka, Laxtona a Srimivisana (2007) predstavovala projekcia rastu aktív suverénnych fondov pre rok 2014 6 biliónov USD, čo je relatívne blízke číslo k realite (viď výsledky k augustu 2014 za najväčšie fondy).

Pokusy kvantifikovať globálne makroekonomické dopady portfólia stratégií suverénnych fondov bez precizovania premenných (z dôvodu ich nízkej transparentnosti) zostávajú väčšinou v polohe „cvičení“, aj keď niektoré základné znaky dopadov indikované byť môžu. Interpretácie obsahujú väčšinou vyjadrenia, že realokácia portfólia je rozložená v čase a je pravdepodobne plná rôznych vplyvov. K interpretačným problémom sa pridružujú i názory na to, že analytici koncom roku 2007 a začiatkom roku 2008 urobili chybu, keď investície suverénnych fondov zahrnuli ako vstupy čerstvého kapitálu, pričom zahraničné investície suverénnych fondov sú vždy mimo domácu krajinu. Mení sa len forma týchto investícií, napr. keď sa kupuje podiel v určitej finančnej inštitúcii. Najpravdepodobnejšie je, že ani mena, ani alokácia investície sa nezmení, keď fond predáva jedno zahraničné aktívum a kupuje iné, denominované v tej istej mene a v tej istej krajine.

Avšak suverénne fondy ako investori riadiaci veľké finančné holdingy môžu trhy potenciálne ovplyvniť pozmenením svojho portfólia. Jedným z príkladov je „vrhnutie“ investícií do finančných inštitúcií v roku 2007 a 2008. Reakcia trhu na tieto investície bola v zásade pozitívna. Avšak po ohlásení a vyčíslení podielov akcií, ktoré mali dotknuté fondy nakúpiť, to bolo s ohľadom na dlhodobé ciele suverénnych fondov ťažko predstaviteľné a realizovateľné. Obrancovia stabilizačného vplyvu investícií suverénnych fondov sa ich s „vypätím síl“ snažili obhajovať s tým, že nie sú ako hedžové fondy a private equity firmy, čo sa týka špekulatívnych praktík. Medzi obhajcami stabilizačnej funkcie suverénnych fondov bol napr. predseda správnej rady China Investment Corporation, či riaditeľ Kuwait Investment Authority. Áno, suverénne fondy sú odlišné, ak v menšej miere ako hedžové fondy používajú pákové efekty. Nemusia byť tak agresívne v tlaku na absolútne dosiahnutie cieľov pri výnosoch ako hedžové fondy. A odlišné sú aj tým, keď sú subjektom vyššieho stupňa implicitnej regulácie vo svojej krajine. Avšak v súčasnosti je už registrovaných nie málo investičných vstupov suverénnych fondov do hedžových fondov a private equity firiem, tiež do finančných inštitúcií používajúcich pákové efekty. Truman (2010), ktorý má značné výhrady voči aktivitám suverénnych fondov ich odlišuje od hedžových fondov najmä veľkosťou aktív, kedy hedžové fondy ich nadobúdajú v miliónoch USD, kým suverénne fondy v miliardách USD. Ďalší odborníci nachádzajú podobné charakteristiky suverénnych fondov a hedžových fondov v tom, že sú fungujúce samostatne, neregulované balíky kapitálu riadia odborníci na investície, znalí praktík ako získať veľké balíky akcií verejne obchodovaných spoločností.

Uvedené názorové prúdy smerujú k tomu, že aktívny vstup suverénnych fondov na finančné trhy zvýšil pozornosť autorít a pozorovateľov v oblasti vplyvu týchto fondov na stabilitu trhov. Čo sa týka nepokoja a neurčitosti na finančných trhoch, tieto možno spojiť s existenciou a aktivitami všetkých finančných entít. Či suverénne fondy prispievajú k zvýšeniu nepokoja a neurčitosti na globálnom finančnom trhu bude závisieť od ich zodpovednosti a vyššej miery transparentnosti. Nie všetky suverénne fondy sú v tomto smere rovnaké. Pre vlastníkov fondov a manažérov nie je a nebude jednoduché, zvlášť v krízových podmienkach, prehlásiť verejne „verte nám“.

Konflikt záujmov medzi krajinami vlastniacimi suverénne fondy a krajinami, ktoré investície prijímajú?

Investície štátnych suverénnych fondov a im podobných vládou vlastnených či kontrolovaných entít rastú a tým sa zvyšuje i potenciál konfliktu záujmov medzi verejným a súkromným sektorom, tiež medzi vládami (krajinami) navzájom. Takéto konflikty môžu mať charakter ekonomický, politický či finančný, resp. môže ísť o ich kombinácie. Realokácia bohatstva medzi krajinami a zo súkromného sektora do verejného môže nepriamo vplývať na medzinárodné vzťahy.

Záujmy napríklad USA, Číny alebo Ruska z pohľadu predstáv o operovaní v rámci ekonomického a finančného systému sú zásadne diferencované. Tak ako existujú krajiny podobné USA v ich filozofickej orientácii spoliehania sa na striktný trhovú mechanizmus a „transparentnosť“ (deklarovanú), tak existujú i krajiny, ktoré sa prikláňajú viac k východným filozofiám a fungujú s vyšším podielom štátnych zásahov rôzneho typu. Viacerí autori západnej proveniencie majú „obavy“ o tie krajiny, ktoré „nezdieľajú“ orientáciu USA a z pohľadu výziev, ktoré predstavujú investície suverénnych fondov, sú podľa nich málo pripravené. Majú na mysli predovšetkým krajiny produkujúce strategicky dôležité tovary a tie, ktoré majú veľké zásoby prírodných zdrojov.

Potenciálny konflikt niektorí autori vidia v investíciách suverénnych fondov vo finančných inštitúciách. Vo väčšine krajín sú finančné inštitúcie subjektmi špeciálnych regulačných režimov. Je preto podľa nich otázne či zahraniční vlastníci (suverénne fondy vlastnené vládami iných krajín) pôsobiaci priamo alebo nepriamo, sú s týmto špeciálnym statusom kompatibilní.

Nie je však v tejto súvislosti rovnako významnou otázkou, či pri veľkom zlyhaní bankového a finančného sektora, ktoré je zreteľné počas krízového obdobia (kedy manažovanie finančných inštitúcií viedlo k všeobecnému morálnemu hazardu), možno jednoznačne uprednostňovať filozofiu presadzovanú USA, založenú na privilegovaní súkromného sektora, uplatňovaní prísneho trhového mechanizmu a deklarovanej transparentnosti? Nepôjde skôr o potenciál konfliktu uvedeného charakteru? Teda o to, že problémom sú investície suverénnych fondov ako verejných finančných zdrojov?

Západní odborníci sú presvedčení o primeranej transparentnosti finančných inštitúcií (napr. v USA), ako subjektov vplyvu a kontroly vlády, politického procesu a preferencií. To je dôvod a problém. Nemôže sa predsa stať, aby boli napr. americké finančné inštitúcie kontrolované zahraničnými vládami, alebo aby v nich tieto mali „podstatný“ podiel! Je treba poznamenať, že časť veľkých ázijských suverénnych fondov sa ani nepokúša získať významné podiely vo finančných inštitúciách západných krajín. Na získanie insiderských informácií im úplne postačuje 5 % akcií (v niektorých prípadoch i menej).

Nejde však len o otázky priameho investovania suverénnych fondov do finančných inštitúcií. Výhrady sú i voči suverénnym fondom v oblasti ich koinvestovania v zahraničí prostredníctvom súkromných alebo štátnych podnikov domácej proveniencie. Príkladom opäť negatívneho postoja voči suverénnym fondom bolo založenie suverénneho fondu v objeme 5 mld. USD, ktorý mal pomôcť indickým spoločnostiam zvýšiť ich medzinárodnú prestíž prostredníctvom akvizícií a zabezpečiť vyššie výnosy z naakumulovaných devízových rezerv, ktoré sú v prípade Indie jedny z najmenších na svete. Aj pohľad na prvú investíciu čínskeho CIC v Hong Kong IPO of the China Railway Group, štátnej stavebnej spoločnosti, bol kritický. Tento typ investovania či koinvestovania prostredníctvom suverénnych fondov do štátnych spoločností alebo do národných šampiónov sa považuje minimálne za zvýšenie medzinárodnej konkurenčnej výhody a tým predstavuje potenciálny konflikt. Je na tomto mieste potrebné uviesť spôsoby ako niektoré vlády v Európe podporujú svojich šampiónov?

Potenciál konfliktov medzi suverénnymi fondmi a trhmi, suverénnymi fondmi a vládami a medzi vládami navzájom je v konečnom dôsledku súčasťou procesov, ktorých koncovky sa nachádzajú skôr v geopolitickej ako v čisto ekonomickej alebo politickej rovine. V tomto zmysle možno reálne fungovanie štátnych suverénnych fondov považovať za prejav aplikácie ekonomických nástrojov, ktoré môžu prispieť k lepšiemu zviditeľneniu mocenských procesov. Na druhej strane záujem o suverénne fondy otvára mnoho otázok súvisiacich s „odkrývaním“ vzťahov súťaže demokratického kapitalizmu a štátneho kapitalizmu. Je preto vhodné sledovať ako budú začlenené tak v rámci ekonomickej teórie, ako aj v politickej ekonómii.

2. REGIONÁLNA ALOKÁCIA A INVESTIČNÁ STRATÉGIA SUVERÉNNYCH FONDŮ

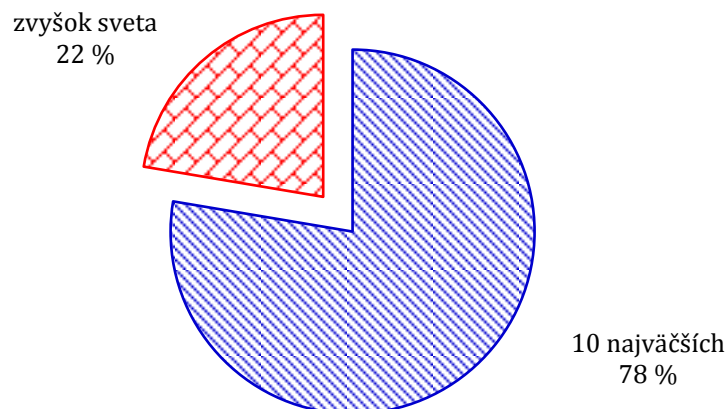
Pre prácu s informáciami o suverénnych fondoch je základným, okrem pochopenia inštitucionálneho rámca ich fungovania a jednotlivých východiskových charakteristík, poznať ich regionálnu alokáciu podľa krajín a veľkosti objemu zdrojov, ktorými disponujú. Dôležité je pritom vnímať aký je pôvod týchto zdrojov. V ďalšom je potrebné sústrediť pozornosť na jednotlivé investičné stratégie fondov a spôsoby dosahovania stanovených cieľov. V kapitole je uvedená časť o suverénnych fondoch Číny z toho dôvodu, že tieto v súčasnosti reprezentujú nielen najväčších disponentov reálneho kapitálu, ale sú z pohľadu odbornej literatúry západnej proveniencie považované za „zložito odhadnuteľné z pohľadu ich zámerov“ a v niektorých prípadoch sú vnímané ako „agresívne v spôsoboch investovania“. Zámerom je preto uviesť dostatočné množstvo informácií pre adekvátne zorientovanie sa. Taktiež je potrebné sústrediť pozornosť na to, ako sa vyvíja pomer medzi likvidnými a nelikvidnými časťami investičného portfólia entít reprezentujúcich suverénne fondy či samotných fondov, ak investujú priamo.

2.1. Alokácia suverénnych fondov vo svete a pôvod ich zdrojov

Pohľad na umiestnenie jednotlivých suverénnych fondov v krajinách je dôležitý nielen z hľadiska toho, či ide o fondy penzijného alebo nepenzijného charakteru, ale tiež ako sú tieto suverénne fondy umiestnené v regiónoch sveta v smere Západ a Východ. Zistenie tejto charakteristiky napomáha v geopolitickej orientácii z aspektu mocenských procesov, nakoľko suverénne fondy, najmä nepenzijného charakteru, sú považované za investične najaktívnejšie a s najväčšou disponibilitou likvidných finančných zdrojov v súčasnom krízovom období.

G r a f 2.1

Podiel 10 najväčších suverénnych fondov (v mld. USD, 2014, 100 = 6 715)



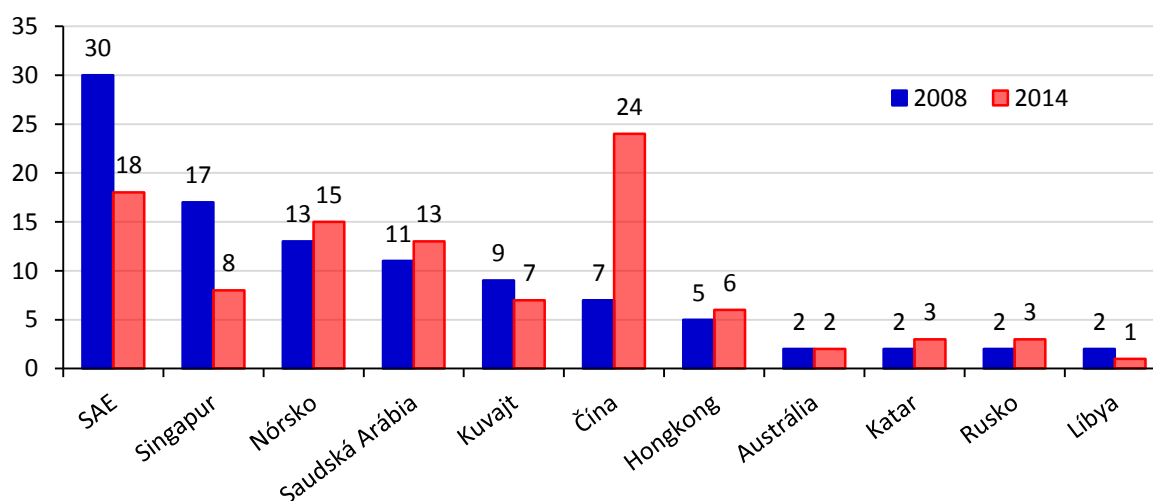
Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

V štruktúre 75 suverénnych fondov podľa SWFI (2014), v celkovom objeme 6,73 bil. USD (august 2014), dominuje 10 najväčších fondov (s hodnotou aktív nad 100 mld. USD), čo predstavuje až 78 % z hodnoty finančných aktív. Krajiny, ktoré tieto najväčšie fondy vlastnia či kontrolujú, sa významne podieľajú na ekonomických, finančných a politických zmenách súčasnej globálnej spoločnosti.

Nasledujúce grafy približujú štruktúru aktív suverénnych fondov podľa ich alokácie v jednotlivých krajinách. Vybrané sú krajiny, v ktorých suverénne fondy disponujú aktívami väčšími ako 50 mld. USD.

G r a f 2.2

**Regionálna štruktúra suverénnych fondov podľa objemu aktív
(%, nad 50 mld. USD, 2008, 2014)**



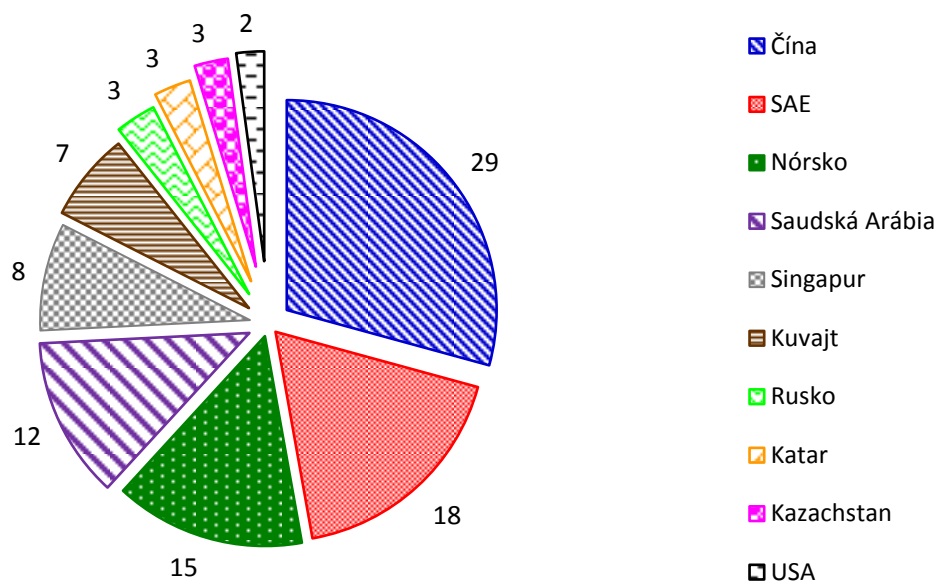
Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Zo zmien, ktoré sú zreteľné z porovnania údajov v predchádzajúcich dvoch grafoch je zrejmé, že svoju váhu v štruktúre aktív suverénnych fondov podľa krajín za obdobie 2008 až 2014 zvýšila zásadným spôsobom Čína, ďalej Nórsko, Saudská Arábia, Katar a Rusko. Naopak, k miernemu zníženiu váhy v štruktúre aktív suverénnych fondov došlo za krajiny, ako Spojené arabské emiráty, Singapur, Kuvajt a Líbya. Podľa dostupných informácií je možno za poklesom váhy petrodolárových suverénnych fondov v štruktúre, napriek priaznivému vývoju cien ropy, vidieť straty spojené so zlými investičnými rozhodnutiami v prvých rokoch finančnej krízy. V prípade Číny stojí za významným zvýšením váhy v štruktúre aktív i celkového objemu aktív vytvorenie nových suverénnych fondov pred nástupom krízy, permanentný a objemovo veľký nákup amerických štátnych dlhopisov a niektoré úspešné investičné operácie zamerané na nehnuteľnosti, infraštruktúru a private equity firmy (napr. akvizície).

Ako dokumentuje nasledujúci graf s údajmi podľa štruktúry krajín so suverénnymi fondmi s objemom aktív nad 100 mld. USD, váhu nad 10 % majú krajiny ako Čína, Spojené arabské emiráty, Nórsko a Saudská Arábia.

Graf 2.3

Regionálna štruktúra najväčších suverénnych fondov (% nad 100 mld. USD, 2014, 100 = 5 997)

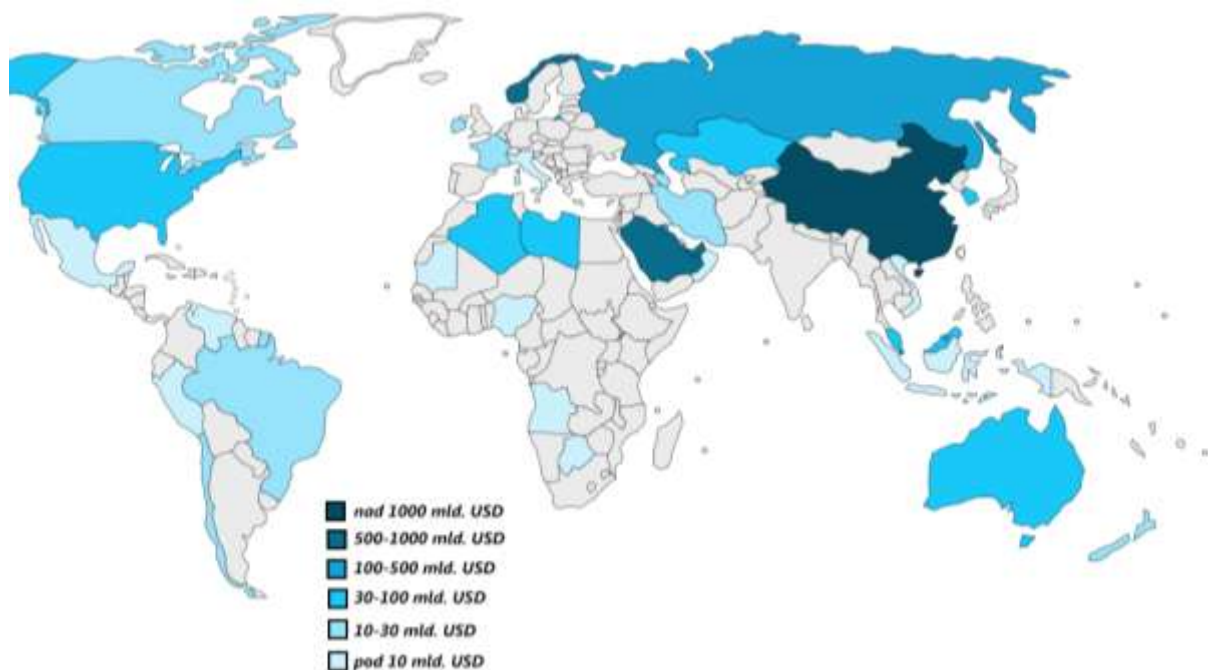


Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Ak sa pristúpi k rozdeleniu krajín podľa regiónov, potom je zastúpenie krajín s najväčšími nepenzijnými suverénnymi fondmi nasledovné: Ázia (Čína, Singapur, Kazachstan) 40 %, arabské krajiny (Spojené arabské emiráty, Saudská Arábia, Kuvajt, Katar) 40 %, Európa (Nórsko, Rusko) 18 % a USA 2 %. Pri zohľadnení vývoja za obdobie 2008 – 2014 možno usúdiť, že za Čínu, Nórsko, Spojené arabské emiráty a Saudskú Arábiu aj z pohľadu obrovských objemov aktív ich suverénnych fondov v porovnaní s ostatnými, rastie ich významnosť v domácom regióne. V prípade Číny extrémne. Tento fakt je potvrdzujúci skutočnosť, že Čína sa javí nielen silná vo svojej stratégii v oblasti výroby tovarov a služieb a obchodnej stratégii, ale na podporu celkovej expanzie krajiny využíva významný ekonomický nástroj mocenského charakteru, ktorým sú suverénne fondy.

Uvedené, ako aj pohľad na nasledujúci obrázok, umocňuje predstavu o tom, že Východ sveta je „silnejší“ v objeme aktív nepenzijných suverénnych fondov, ako Západ. Do úvahy sa berie nielen Čína a ďalšie ázijské krajiny, ale aj arabské krajiny a Rusko. V roku 2014 uzavreté dohody o úzkej, nielen hospodárskej, spolupráci medzi Čínou a Ruskom umožňujú i rozmanité smerovanie zdrojov suverénnych fondov. Pri posudzovaní veľkosti objemu suverénnych fondov a jednotlivých investičných stratégií nejde len o aspekty ekonomického a finančného charakteru, ale aj geopolitického.

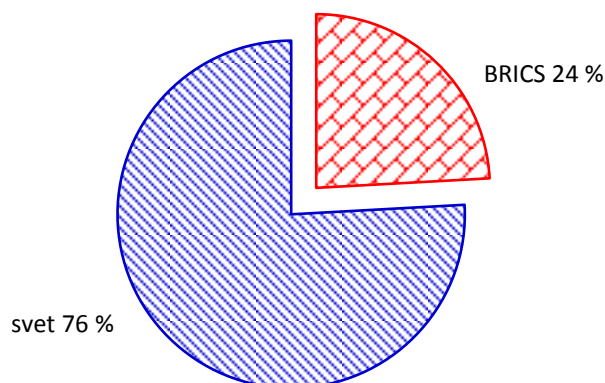
Obrázok 2.1

Mapa alokácie aktív suverénnych fondov vo svete

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Nie menej podstatným príspevkom k uvedeným úvahám je skutočnosť, že krajiny BRICS sa na celkových finančných aktívach suverénnych fondov vo svete podieľajú až 24 %-tami, pritom len dve z krajín BRICS majú „silné“ suverénne fondy – Čína a Rusko. Nasledujúci graf udáva pomer finančných aktív suverénnych fondov krajín BRICS k aktívam za svet.

Graf 2.4

Podiel finančných aktív suverénnych fondov za krajiny BRICS a svet (nad 50 mld. USD, 2014, 100 = 6 253)

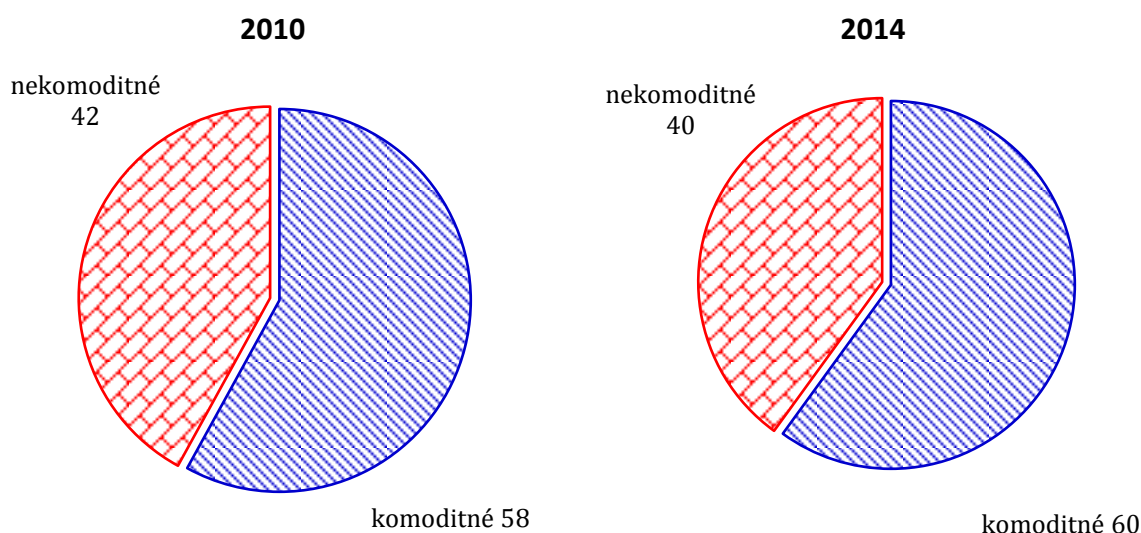
Poznámka: Krajiny BRICS – Brazília, Rusko, India, Čína a Juhoafrická republika.

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

V objeme aktív suverénnych fondov prevládajú zdroje, ktorých pôvod je komoditného charakteru. Dokumentujú to údaje z nasledujúcich grafov, kedy sa podiel aktív na báze komodít, na celkových aktívach za obdobie 2010 až 2014, zvýšil na 60 %. Pre uvedené je charakteristická samotná idea založenia a využívania suverénnych fondov, ktorú realizovali predovšetkým krajiny vyvážajúce ropu. K vývoju istým spôsobom prispel nástup krízy a rastúci dopyt po rope a zemnom plyne, spojený s potrebami rozvíjajúcich sa ekonomík v oblasti surovín a nových technológií. V štruktúre aktív s pôvodom zdrojov komoditného charakteru prevládajú z 99 % ropa a zemný plyn. Ostatné, ako meď, diamanty, fosfáty a pod. predstavujú len 1 %.

G r a f 2.5

Štruktúra aktív suverénnych fondov podľa pôvodu zdrojov (% , 2010, 2014)



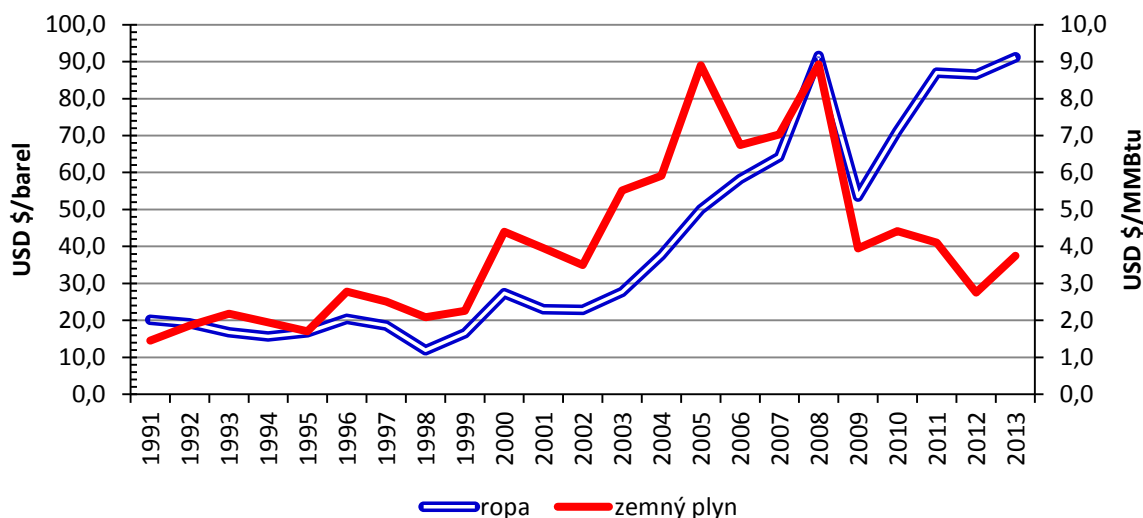
Poznámka: Komoditné – ropa, zemný plyn, minerály; nekomoditné – tvorené na báze predaja nekomoditných tovarov.

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Ďalšie zmeny v oblasti podielu aktív suverénnych fondov na báze komodít úzko súvisia s vývojom cien ropy, ako jednej z najdôležitejších surovín pre zabezpečenie spotreby. Z pohľadu vývoja cien ropy je možné v ďalšom období očakávať permanentný rast. Naznačený vývoj posilní príjmy tých krajín, ktoré produkujú energetické médiá. Znamená to ďalšie významné posilnenie suverénnych fondov. Pokračujúce „znehodnocovanie“ amerického dolára časť sily tohto nárastu cien zrejme utlmí. Zatiaľ nie je reálne počítať s otvorením druhej silnej burzy ropy, ktorá by uskutočňovala operácie v eurách. Istým pokusom regionálneho charakteru ako sa vzdialiť obchodu na báze USD je obchod s ropou na báze rubľa Ruska a Číny, Ruska a niektorých krajín Latinskej Ameriky.

Graf 2.6

Vývoj cien komodít (1991 – 2013)



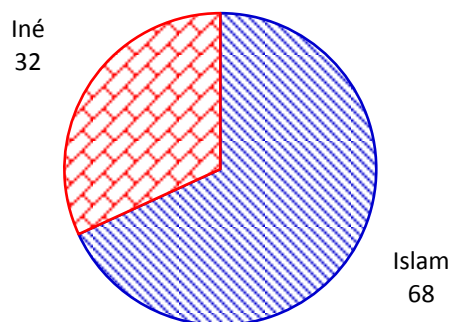
Poznámka: MMBtu – milión britských termálnych jednotiek.

Prameň: Ropa: <http://inflationdata.com/inflation/inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp>; zemný plyn: <<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=natural-gas&months=360>>.

Signifikantný podiel v štruktúre objemu finančných aktív petrodolárových suverénnych fondov prináleží tým fondom, ktoré patria krajinám s praktizovaním náboženstva islam. Hodnota ich aktív predstavuje až 2,72 bil. USD (august 2014).

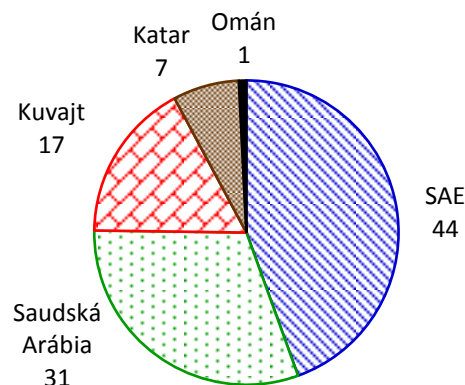
Graf 2.7

Významné petrodolárové suverénne fondy za moslimské krajiny a svet (% , 2014)



Graf 2.8

Štruktúra aktív suverénnych fondov za krajiny arabského sveta (% , 2014)



Poznámka: Medzi arabské krajiny patrí ešte Bahrajn (10,5 mld. USD).

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

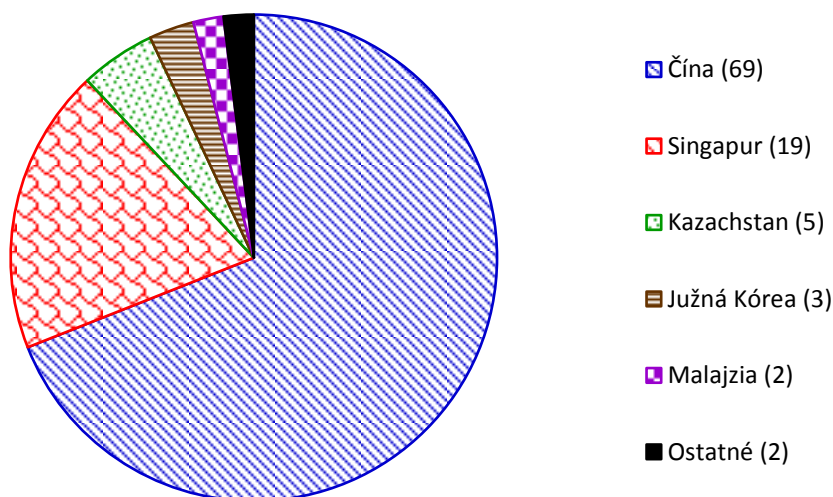
Vo vysokom zastúpení suverénnych fondov za krajiny kde sa praktizuje islam majú svoje špecifické miesto arabské krajiny. Nejde len o ich „kompaktnú silu“ v rámci domáceho

územia, ale aj vplyv, ktorý arabská kultúra prostredníctvom náboženstva islam prenáša do jednotlivých regiónov sveta, predovšetkým do Ázie a Európy v rámci prehlbovania obchodných vzťahov a smerovania investícií suverénnych fondov. Na druhej strane dochádza k ekonomickému oslabovaniu niektorých krajín, ktorých príjmy z ropy i zemného plynu sa koncentrujú v ich suverénnych fondoch. Ide o krajiny, v ktorých sa praktizuje islam a kde sa „zvonku naštartovaný“ proces demokratizácie, alebo pokusy o jeho naštartovanie premietol aj vo výraznom oslabení domácich suverénnych fondov. Dotýka sa to predovšetkým krajín ako Líbya, Irak, Irán, ale aj Alžírsko (súčasný objem aktív ich suverénnych fondov je 223,2 mld. USD). Na druhej strane je silné postavenie Saudskej Arábie v objeme aktív jej suverénneho fondu a významné sú aj „priateľské vzťahy“ tejto krajiny s elitami USA.

Krajinami s dominanciou objemu finančných aktív suverénnych fondov v Ázii sú Čína a Singapur. V oboch prípadoch sú zdrojom ich suverénnych fondov príjmy nekomoditného pôvodu. Sila čínskych suverénnych fondov v období 2008 až 2014 (august) výrazne vzrástla a singapurských, ktoré sú staršie, mierne poklesla. Ďalšie krajiny, s výnimkou Malajzie, Brunejského sultanátu a Azerbajdžanu, svoje suverénne fondy zakladali až po roku 2000. Krajiny s menším objemom aktív v suverénnych fondoch ich zakladali z dôvodu vytvárania rezerv pre dosiahnutie sociálno-ekonomických cieľov krajiny v budúcnosti. Krajiny s väčším objemom suverénnych fondov sú orientované tiež na investovanie v zahraničí. Pôvod zdrojov suverénnych fondov v dotknutých krajinách je rôzneho charakteru, u niektorých komoditného, u iných nekomoditného.

G r a f 2.9

Štruktúra finančných aktív suverénnych fondov v Ázii 2014 (%)



Poznámka: Ostatné: Východný Timor, Vietnam, Indonézia, Mongolsko, Papua Nová Guinea, Turkménsko, Brunejský sultanát.

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

V európskom priestore sú dve krajiny s veľkým objemom finančných aktív v suverénnych fondoch – Nórsko a Rusko. Nórsky suverénny fond (Government Pension Fund – Global) je najväčším fondom spomedzi všetkých suverénnych fondov sveta s objemom 893 mld. USD. Je považovaný za vzor transparentnosti správy fondu, riadenia a realizovania investičných aktivít. Aj keď má v názve penzijný, nejde o fond dôchodkový, nakoľko pôvod jeho zdrojov nie je na báze dôchodkov zamestnancov ako u klasických penzijných fondov, ale z predaja ropy. Rusko má tri suverénne fondy, ktoré vznikli po roku 2007. Dva väčšie majú pôvod zdrojov z ropy (National Welfare Fund a Reserve Fund), v treťom, menšom, sa sústreďujú zdroje nekomoditného pôvodu (Russian Direct Investment Fund). Celkový objem finančných aktív suverénnych fondov Ruska je 187,4 mld. USD. Ďalšie suverénne fondy majú Írsko (27,4 mld. USD), Francúzsko (25,5 mld. USD) a Taliansko (6 mld. USD). Írsky suverénny fond (National Pensions Reserve Fund) je penzijným fondom, teda vytvorený zo zdrojov nekomoditného charakteru, s cieľom podporiť domáce investície aj v súvislosti s trendom starnutia írskej populácie. Francúzsky suverénny fond (Strategic Investment Fund) je vytvorený zo zdrojov nekomoditného charakteru, a jeho hlavným cieľom je podpora stability francúzskych firiem. Taliansky suverénny fond (Italian Strategic Fund) je tiež zo zdrojov nekomoditného charakteru, zameraný na podporu konkurencieschopnosti kľúčových talianskych spoločností v globálnom meradle.

Podľa Andera a Teplého (2011) sa Česká republika zaoberala teoretickou možnosťou založenia suverénneho fondu, ale jeho praktické vytvorenie autori považujú za nereálne z dôvodu kontrastu medzi strategickými dlhodobými cieľmi suverénneho fondu a krátkodobými cieľmi českých politikov. Potrebu založenia fondu autori vidia v súvislostiach neodvratného demografického trendu (starnutie populácie) a nachádzajú tri zdroje pre akumuláciu kapitálu v suverénnom fonde: komoditné (vývoz uránu cez podnik DIAMO), devízové rezervy ČNB (z prebytku kladného salda obchodnej bilancie), dividendy a zisky štátom vlastnených spoločností. Téma založenia suverénneho fondu bola skúmaná aj vo väzbe na dôchodkovú reformu v ČR. Možnosť vytvorenia suverénneho fondu na báze finančného ohodnotenia a využitia vodných rezerv existuje i na strane Slovenska. Nikdy sa však oficiálne ani teoreticky s touto ideou nepracovalo. Celkový objem finančných aktív v európskom priestore nie je zanedbateľný (1,12 bil. USD), je však rozmiestnený len v niekoľkých liberálne orientovaných krajinách, s výnimkou Ruska. Rusko má v tejto oblasti väčšiu potrebu využitia zdrojov pre vnútorné potreby krajiny a v rámci možností, ktoré reprezentuje nový priestor Euroázijskej únie (Rusko, Bielorusko, Kazachstan) a aktívna spolupráca s Čínou, Indiou a ďalšími ázijskými krajinami. Nevyhnutnosť hľadania likvidných reálnych zdrojov na riešenie problémov národných ekonomík v európskom priestore v období krízy je skôr politického, nie menej i ekonomického charakteru. Preto je otázka možnosti založenia suverénnych fondov v krajinách EÚ mimo starej pätnástky málo reálna. Dôsledkom privatizácie v krajinách zostal minimálny objem 100 %-tne štátom vlastnených spoločností a zdroje z prebytku kladného salda obchodnej bilancie sú nielen nízke, ale pokrývajú nevyhnutné rozpočtové potreby týchto ekonomík. Oblasť prírodných

zdrojov je v EÚ buď pod hierarchickou jurisdikciou, alebo sú národné ekonomiky málo flexibilné v ich ochrane pred ďalšími privatizačnými „krokmi“. Je však možné, že vytvorenie suverénnych fondov v týchto krajinách by posilnilo napĺňanie funkcií štátu tak, že operabilita nadnárodných korporácií by bola sťažená. Vzhľadom na trend starnutia, v uvedených krajinách s miernym časovým posunom 10 rokov oproti starej EÚ pätnástke, by zdroje vytvoreného suverénneho fondu mohli slúžiť na aspoň čiastočné pokrytie nákladov dôchodkového zabezpečenia v kritickom období „nástupu seniorov“.

V regióne Afriky sa suverénne fondy nachádzajú len v malom počte krajín, aj keď predpoklady ich založenia z pohľadu obrovských zásob nerastných surovín, ktorými disponuje väčšina krajín, jednoznačne sú. Celkový objem finančných aktív 10tich suverénnych fondov regiónu je len 158,35 mld. USD. Všetky suverénne fondy, s výnimkou Botswany a Gabonu, vznikali od roku 2000. Len Alžírsko (Revenue Regulation Fund) a Líbya (Libyan Investment Authority) sú krajiny, ktorých suverénne fondy disponujú s objemom finančných aktív nad 50 mld. USD (Alžírsko 77,2 mld. USD, Líbya 66 mld. USD). V ostatných krajinách je disponibilita dotknutých suverénnych fondov od 6,9 mld. USD po 0,3 mld. USD. Okrem Senegalu, kde je pôvod zdrojov suverénneho fondu nekomoditného charakteru, sú zdrojom suverénnych fondov príjmy z predaja ropy, u Botswany z predaja diamantov a minerálov. V regióne Afrika boli prirodzene rozvíjané aktivity v rámci krajín Maghrebu (na severe Sahary a na Západ od Nílu), pripravovali sa základy pre vytvorenie Africkej rozvojovej a investičnej banky, ako aj aktivity na založenie Menového fondu Afriky. Vedúcim iniciátorom týchto ambiciózných a náročných projektov bola Líbya. Naštartovanie „demokratizačných procesov“ na severe Afriky, ako aj rozsiahle vojnové konflikty v jednotlivých častiach Afriky, nastúpený smer k suverénnemu rozhodovaniu jednotlivých krajín o svojej budúcnosti bez asistencie Svetovej banky a Medzinárodného menového fondu, zastavilo. Po roku 2011 sa v Afrike objavili len dva nové suverénne fondy, ktorých príprava sa v tom roku začala a oficiálna registrácia bola v roku 2012. „Podvyživený“ vlastný finančný kapitál afrických krajín, ktorý je nevyhnutný pre rozvoj a stabilitu jednotlivých národných ekonomík sa stretáva aj s pomocou v podobe gradácie spolupráce cez suverénny fond Číny (China-Africa Development Fund).

V regiónoch Latinskej Ameriky má v súčasnosti suverénny fond iba osem krajín. Celkový objem finančných aktív je len 48,1 mld. USD. Najväčší fond má Chile (15,2 mld. USD) z príjmov z predaja medi, ostatné fondy sú od 7 do 0,8 mld. USD. Brazília, ktorá sa radí medzi krajiny BRICS má suverénny fond (Sovereign Fund of Brazil) s aktívami v hodnote 5,3 mld. USD. Venezuela, ktorej vytvorenie suverénneho fondu (FEM) bolo odporučené priamo Medzinárodným menovým fondom má vo fonde 0,8 mld. USD. V Brazílii, Peru a Paname sú zdroje suverénnych fondov pôvodu nekomoditného a do fondov v ostatných krajinách plynú prostriedky väčšinou z predaja ropy. Latinskoamerické suverénne fondy boli vytvárané od roku 2000, s výnimkou Peru a Venezuely (1998, 1999).

2.2. Investičné stratégie suverénnych fondov a priame zahraničné investície

V počiatkoch svojho fungovania (60. – 80. roky 20. storočia) suverénne fondy orientovali investičné aktivity na domáce ekonomiky, čo možno charakterizovať ako pasívne investovanie v zmysle „nakúp a drž“. V polovici 90. rokov sa ich investičné správanie začalo meniť a od roku 2003 možno registrovať rast medzinárodných investičných aktivít suverénnych fondov, čiže postupný prechod od pasívnych investičných stratégií k aktívnym. Znamenalo to preberanie aktívnej kontroly nad spoločnosťami pri cezhraničných fúziách a akvizíciách, alebo získavanie menšinových podielov (do 50 %). Suverénne fondy nadobudli tieto menšinové podiely takmer v dvoch tretinách realizovaných akvizícií (The City UK, 2011).

Ešte nedávno sa v súčasnosti najväčšie suverénne fondy orientovali skôr na nákup štátnych dlhopisov. Viedlo to k všestrannej spokojnosti politikov svetových veľmocí, ktorí takto získali silných záujemcov o financovanie svojich rozpočtových deficitov. V súčasnosti sa orientácia záujmu suverénnych fondov mení a niektoré sú pravdepodobne „účelovo“ obviňované z dravosti, s ktorou idú tvrdo a nekompromisne za získaním podielov v najrenomovanejších firmách sveta. Chcú sa „uchytiť“ v strategických odvetviach spojených s *high-tech* priemyselnými odvormi, v ťažbe a v spracovaní surovín a v poslednom období aj v úverových inštitúciách, ktoré poskytujú financie reálnemu hospodárstvu a pri posudzovaní úverov majú k dispozícii tie najcitlivejšie informácie o zámeroch jednotlivých klientov. Vplyv suverénnych fondov v bankách znamená otvorenie dverí k tým naj dôvernejším poznatkom, preto sú fondy výzvou nielen pre hospodárstvo, ale aj pre politiku. Preto ich prenikanie do samotného srdca západných ekonomík vyvoláva potrebu „spriehľadniť“ ich aktivity a zámery.

Zmeny v investičných stratégiách

Je reálny predpoklad, že niektoré fondy zotrávajú pri stratégii investovania do akcionárskych podielov aj v budúcnosti. Očakáva sa však, že prevládne stratégia získavania väčších balíkov akcií. Pôjde teda o prechod od získavania informácií vnútri podnikov a spoločností (insiderské informácie) na reálne ovplyvňovanie smerovania korporácií. Pritom mala by byť zásadne rozšírená stratégia spoluvlastníctva a spolupodieľania sa s inými skupinami investorov (*private equity*). Najpravdepodobnejšie sa táto stratégia bude realizovať pri investíciách do tzv. strategických odvetí (ale nie z aspektu bezpečnosti, tam prístup zatiaľ nie je). Očakáva sa, že novú stratégiu zvolia i suverénne fondy z arabských krajín. Keďže na realizáciu ekologických projektov bude potrebné zabezpečiť veľký objem finančných zdrojov a technológie, oba uvedené determinanty rozvoja majú možnosť ponúknuť práve suverénne fondy cez podniky, ktoré ovládajú. Pôjde najmä o projekty v rámci verejného sektora, čo bude garantovať nielen ich splácanie, ale aj spoločenskú akceptovateľnosť investorov (ďalšie a rozsiahlejšie projekty na získavanie a úpravu vody, spracovanie odpadov, infraštruktúrne projekty a projekty ekologických energetických zdrojov). Budú vyžadovať aplikovanie nových technológií s ešte vyššou finančnou náročnosťou ako doteraz. Pritom využitie zdrojov zo súkromného sektora

bude nákladnejšie, investície cez suverénne fondy budú pre vlády pravdepodobne prijateľnejšie. Uvedené skutočnosti s veľkou pravdepodobnosťou povedú k diferenciacii suverénnych fondov nielen z aspektu krajín, ale aj ich investičného smerovania. Táto diferenciácia sa prehĺbi i tým, že pokračujúce problémy na finančných trhoch „prinúti“ vlády krajín k reštrukturalizačným krokom. To znamená, že sa očakáva zvýšená potreba zdrojov na financovanie národných reforiem, ako aj zvýšená tvorba hotovostných rezerv. Penzijné fondy, ako aj fondy tvorené z prebytkov rozpočtov štátov budú potrebovať *likvidné zdroje* na riešenie národných programov reforiem. Aj postupné adaptačné procesy na meniace sa prírodné podmienky budú zo strany jednotlivých krajín vyžadovať významné objemy likvidných finančných prostriedkov. To predpokladá, že od suverénnych fondov je možné očakávať v tomto smere ďalšiu teritoriálnu a odvetvovú reorientáciu ich investičného portfólia.

Riziko veľkej časti nelikvidného portfólia aktív

S nástupom roku 2014 veľká časť odborníkov v oblasti financií a medzinárodných investícií začala vnímať suverénne fondy ešte výraznejšie ako veľké zdroje kapitálu, ktoré výrazne nahradia doterajšie aktivity amerických penzijných fondov. Dôvodom nie je len samotný rast investičnej triedy suverénnych fondov so súčasným bohatstvom 6,73 bil. USD (SWFI, august 2014), ale aj skutočnosť, že suverénne fondy začali významne zväčšovať objem alokovaných investícií do private equity skupín. V období 2000 – 2012 smerovala len polovica suverénnych fondov do private equities, od roku 2013 v tejto triede aktív participujú dokonca i menšie suverénne fondy. Niektorí veľkí penzijní investori sa z investovania do private equity stiahli pre vysoké riziká pred rokom 2011. Anemická výnosnosť a isté ozdravenie private equity firiem ich však postupne navádza späť k tejto triede aktív. Zároveň možno registrovať vysokú mieru orientácie suverénnych fondov na investovanie do nehnuteľností.

Z pohľadu suverénnych fondov je však otázne, či riziko ich nelikvidného portfólia (private equity a nehnuteľnosti) posudzujú správne. Veľké penzijné fondy, ktoré zdá sa môžu tlačiť záväzky do budúcnosti, majú istú dispozíciu zapojiť sa do nelikvidného investovania. Držba veľkého množstva nelikvidných aktív je v súčasnosti charakteristická tak pre penzijné, ako aj pre suverénne fondy. Príklady: California Public Employees' Retirement System v roku 2013 držal 20 % v private equity a v nehnuteľnostiach, pokúša sa však časť týchto aktív redukovať. Singapurský suverénny fond GIC ma v portfóliu zahrnuté 25 %-tné zameranie sa na private equity a nehnuteľnosti. V súčasnosti tento podiel zvyšuje preberaním zdravých podielov v spoločnostiach priamo. Vyššia výnosnosť je naviazaná na dlhodobý investičný horizont verejných investorov, a ako sa zdá, má to zmysel. Existujú však skryté riziká držby veľkého nelikvidného portfólia. Potreba vyšších objemov likvidných zdrojov sa môže prejavíť v ďalšom období pokračovania krízy, kedy môžu vlády suverénne fondy vyzvať k monetárnej asistencii. Už sa to stalo, napríklad v roku 2007, kedy bol Irish National Pension Reserve Fund (NPRF) použitý pri záchrane dvoch írskych bánk, Allied Irish Bank a Bank of Ireland.

Pred krízou alokoval írsky NPRF miliardy do private equity fondov, ktoré boli riadené firmami ako CVC Capital Partners a Clayton Dubilier & Rice. Keď írsky vláda potrebovala peniaze, obrátila sa na NPRF kvôli vytvoreniu likvidity pre štátne nástroje. Kapitál bol z portfólia uvoľnený a presunutý do riadeného portfólia (masívna držba írskych bánk). V horúčkovitom predaji v rámci krízy likvidity boli prvou triedou „utopených“ aktív aktíva s fixným výnosom a cenné papiere. Dovtedy, kým vláda začala tieto zdroje využívať v najzložitejšom období, sa „stratili“ miliardy eur (predajom na trhu). Ďalším príkladom je napodobenie nadačného modelu typu Yale viacerými suverénnymi fondmi. Verili, že vydržia veľké výkyvy v objemoch nelikvidných aktív. Nadačný model sa ukázal ako vysoko rizikový pre obrovský objem dotácií súkromných vysokých škôl v USA (najmä Harvard). Za jeden rok nadačný fond Harvardu stratil 10 mld. USD pre svoj 39 % podiel v nelikvidných triedach ako private equity, nehnuteľnosti a lesy. Nadačný model typu Yale prijal napr. singapurský suverénny fond, ale po neúspechu tento model zmenil na model referenčného portfólia, ako má napr. New Zealand Superannuation Fund.

K uvedenému riziku prispieva skutočnosť, že suverénne fondy v investovaní do kľúčových nehnuteľností¹¹ súperia s globálnymi poisťovacími gigantmi, ako je napr. Allianz. Historicky boli inštitucionálne nehnuteľnosti významnou triedou aktív práve pre poisťovne. Veľký príklon k nehnuteľnostiam nastal v období, keď centrálné banky znižovali úrokové miery, čo inštitucionálnych investorov aktivizovalo v oblasti investovania do tejto nelikvidnej triedy aktív. Pri ponukách inštitucionálnych nehnuteľností pre suverénne fondy došlo k nafúknutiu cien. Konfliktom medzi penzijnými fondmi, poisťovacími spoločnosťami a suverénnymi fondmi pri obstarávaní nehnuteľností dochádza na určitých trhoch k vytváraniu bubliny.¹²

Vývoj priamych zahraničných investícií

Priame zahraničné investície (PZI) suverénnych fondov predstavujú najvýznamnejší pohyb kapitálu, ktorým fondy naplňajú svoje dlhodobé ciele. Pritom nejde len o samotný pohyb finančných prostriedkov, ale aj o presun manažmentu, v niektorých prípadoch v priemysle a infraštruktúre doslova i o presun robotníckych profesií,¹³ skúseností, obchodného tajomstva, technológií, know-how, marketingových stratégií a pod. Ako ukážu nasledujúce grafy, oblasti investovania predstavujú širokú odvetvovú škálu. Nejde len o stále najatraktívnejší finančný sektor a nehnuteľnosti, ale tiež o energetiku, priemysel a infraštruktúru. Vedúcu úlohu

¹¹ Priame transakcie suverénnych fondov v nehnuteľnostiach boli v roku 2012 na úrovni 16,35 mld. USD a vzrástli na 17,83 mld. USD v roku 2013 (t. j. o 9,1 %).

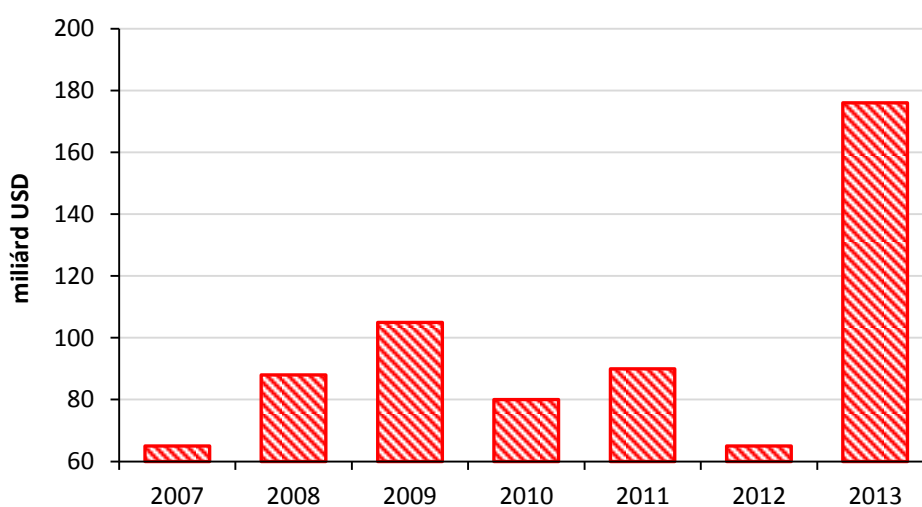
¹² Niektoré suverénne fondy a penzijné fondy sa preto radšej zameriavajú na priame investície do nehnuteľností, alebo zvyšujú podiely v už zabezpečenej investícii do nehnuteľnosti, napr. Norway's Government Pension Fund Global, China Investment Corporation (cez špeciálne nástroje). Nórsky suverénny fond dokonca poisťovne financuje.

¹³ Investície napríklad čínskych suverénnych fondov sprevádzajú do afrických krajín okrem projektových a výrobných manažérov aj špecializovaní robotníci.

v smerovaní PZI majú najväčšie suverénne fondy (nad. 100 mld. USD), ktoré determinujú zmeny v odvetvovej štruktúre PZI. Vo významnej miere sú investície smerované do fúzií a akvizícií firiem a do podnikov rôznej veľkosti. Dochádza k vytváraniu spolupráce s veľkými private equity fondmi. V prípade čínskych PZI ide i o získavanie prístupu k novým technológiám a know-how vytváraním joint ventures. Z regionálneho pohľadu sa suverénne fondy začínajú viac orientovať na zvýšené objemy PZI do krajín BRICS.¹⁴ Nasledujúci graf udáva vývoj PZI suverénnych fondov v období 2007 až 2013 spracovaný zo zdrojov SWFI, ktoré obsahujú 11 tisíc investičných transakcií za suverénne fondy evidované v databáze inštitútu.

G r a f 2.10

Vývoj priamych zahraničných investícií suverénnych fondov (USD, 2007 – 2013)

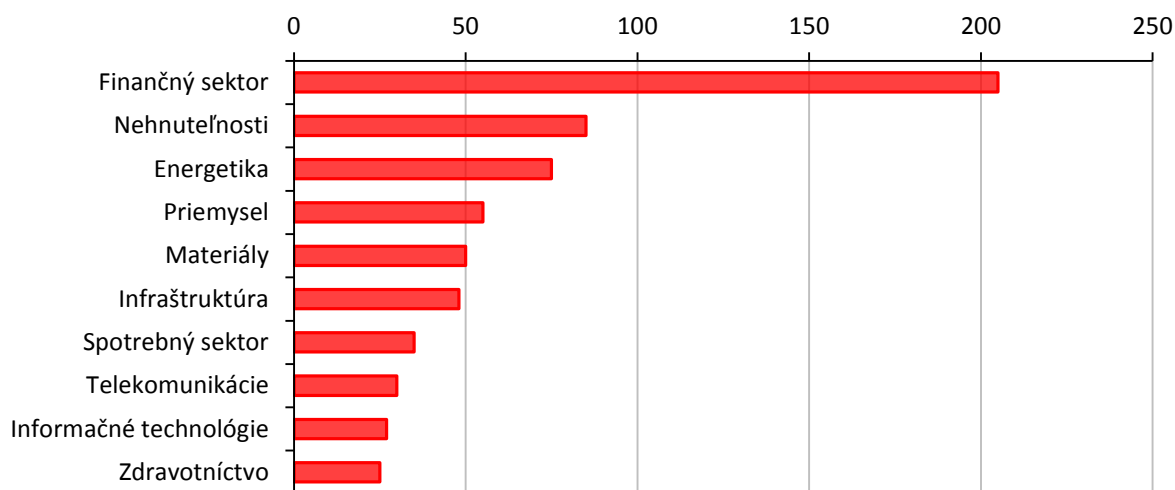


Prameň: Spracované zo Sovereign Wealth Quarterly (April 2014).

Údaje z grafu dokumentujú v sledovanom období nerovnomerný vývoj PZI. Dôvodom sú predovšetkým podmienky na všetkých trhoch v krízovom období, ktoré priniesli vysokú mieru neurčitosti v stabilných oblastiach investovania a taktiež nedostatok a nejasnosti nových projektov infraštruktúrneho charakteru v prvých rokoch krízy. Mierny rast po roku 2007 bol poznačený investičnými aktivitami spojenými s pomocou pri záchrane finančných a bankových inštitúcií. Neúspech pri niektorých operáciách uvedeného charakteru vniesol medzi inštitucionálnych investorov opäť neistotu a hľadali sa okrem akvizíčných foriem investovania najmä stabilné oblasti ako napr. nehnuteľnosti, predovšetkým vo vyspelých krajinách. Prudký nárast PZI v roku 2013 vyvolali okrem nehnuteľností aj nové infraštruktúrne projekty a finančný sektor. Rastie záujem suverénnych fondov o investovanie v krajinách BRICS.

¹⁴ V roku 2013 to bolo 18,5 mld. USD oproti 11,3 mld. USD v roku 2012. Trhy krajín BRICS sú zaujímavejšie aj napriek sankciám Západu uvaleným na Rusko, zlým úverom indických bánk, bubline na trhu nehnuteľností (dotýka sa to najmä suverénnych fondov Singapuru, arabských fondov a nórskeho, ktoré majú svoje kancelárie v Číne). Russian Direct Investment Fund dokonca prilákal viacero suverénnych fondov k spolupráci podľa transakcií, ktoré sa dotýkajú Ust-Luga LPG prístavného terminálu. Čínsky SAFE zase navýšilo emirátskemu ADIA investičnú kvótu o ďalších 500 mil. USD (2014).

Graf 2.11

Investície suverénnych fondov podľa odvetví (mld. USD, 2007 – 2013)

Prameň: Spracované z SWFI: <<http://www.swfinstitute.org/swf-article/sovereign-wealth-funds-attractive/>>.

K najvýznamnejším posunom v odvetviach investovania v porovnaní s obdobím pred rokom 2007 došlo za finančný sektor, nehnuteľnosti, energetiku, infraštruktúru a priemysel, teda nie v poradí podľa objemu investícií za obdobie 2007 – 2013, uvedenom v predchádzajúcom grafe. Najväčší suverénni investori sú prezentovaní v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 2.1

Najväčší investori v skupine suverénnych fondov za obdobie 2007 – 2013

Krajina	Názov Fondu	Počet transakcií	Miliardy USD
Nórsko	Norway GPFG	5 757	175,75
Singapur	GIC Private Limited	1 105	103,62
Katar	Qatar Investment Authority	99	82,07
Singapur	Temasek Holding	448	79,88
Čína	China Investment Corporation	149	47,49
Kuvajt	Kuwait Investment Authority	536	42,08
SAE	IPIC	37	31,93
SAE	Abu Dhabi Investment Authority	588	28,77
Írsko	NPRF	6	25,21
Čína	SAFE Investment Company	91	16,35
Čína	National Social Security Fund	390	12,86
Azerbajdžan	SOFAZ	11	12,69
Malajzia	Khazanah Nasional	51	11,37
SAE	Mubadala	23	10,86
Austrália	Future Fund	9	10,30

Prameň: Prevzaté zo Sovereign Wealth Quarterly (2014), apríl.

Pri pohľade na údaje v tabuľke je potrebné brať do úvahy aj otázku transparentnosti jednotlivých suverénnych fondov. Je pravdepodobné, že tie, ktoré majú nízky index transparentnosti, nemajú v databáze SWFI uvedené všetky investičné transakcie. Dotýka sa to suverénnych fondov arabských krajín, ako aj Číny a Malajzie. Nespochybniteľné prvenstvo však

patrí nórske mu suverénne mu fondu nielen čo do objemu PZI, ale aj v počte transakcií. Inštitucionálni investori však stoja pred otázkou výberu z dvoch ciest či možností, investovať „zajtra“ v podobe alfa alebo beta, teda aktívne, alebo pasívne? Znamená to adekvátne vyhodnotiť budúci vývoj trhov, ako aj súčasné riziká spojené s požiadavkami vysokej miery likvidity aktív.

Odpovedalo sa na otázku kto sú najväčší investori, ktoré sú najatraktívnejšie krajiny pre investovanie a aká je odvetvová štruktúra PZI za posledné obdobie. Nevyčerpali sa tak všetky možnosti objasniť ani na jednej, ani na druhej strane otázky smerovania investícií. Je potrebné si tiež uvedomiť, že suverénne fondy sú jednou časťou verejných investorov a na trhoch sa spolu s nimi „pohybujú“ i ďalší verejní investori, ako napr. penzijné fondy. Taktiež to, že investori môžu mať i podľa regiónov, v ktorých sa nachádzajú, ako aj podľa pôvodu zdrojov svojich finančných aktív podobné, alebo diferencované preferencie v investovaní podľa spôsobu, cieľového odvetvia, či krajiny. Že ich investičné rozhodovania budú závisieť aj od toho či sa orientujú globálne, alebo úzko regionálne. Významné sú pre nich informácie, ktoré sa dotýkajú hlavného geopolitického smerovania a ako sa tieto informácie mediálne spracovávajú. Preto sa z krátkodobého pohľadu a bez pochopenia informácií tak preferovaných Západom, ako aj Východom môže vytvoriť ideová línia o bezproblémovom vývoji Západu a o nebezpečenstvách „číhajúcich“ na Východe.

10 bodov súčasného smerovania suverénnych fondov:

1. Výraznejšia orientácia na private equity skupiny

Veľké private equity skupiny oceňujú účasť suverénnych fondov na pomoci v krízovom období a verejní investori majú rastúci záujem alokovať svoje zdroje do tejto triedy aktív, dôraz je kladený na limitovanie počtu vzťahov a rast objemov investícií (pozrieť späť na tabuľku najväčších investorov).

2. Dosahovanie výnosov

V roku 2013 mnoho suverénnych fondov viac profitovalo z pozícií vykonaných počas globálnej finančnej krízy.

3. Získavanie logistických a priemyselných nehnuteľností

V roku 2013 nórsky suverénny fond kúpil portfólio logistických nehnuteľností v USA i v Európe. Americký California Public Employees' Retirement System (CalPERS) vytvoril partnerstvo s Bentall Kennedy, aby získal kľúčové americké priemyselné nehnuteľnosti. Singapurský GIC, kanadský CPPIB a China Investment Corporation alokovali viac aktív do logistických nehnuteľností v Ázii.

4. Priame energetické a utility investície

Od roku 2013 čoraz viac suverénnych fondov skupuje energetické aktíva priamo. Singapurský Temasek Holdings rozšíril podiel v Repsol SA, najväčšej španielskej ropnej spoločnosti. Podľa databázy Inštitútu suverénnych fondov, od začiatku r. 2008 do augusta 2013, bolo priamo investovaných viac ako 76,3 mld. USD v aktívach a spoločnostiach

v oblasti energii. Uvedené ilustruje história päťročného trendu suverénnych fondov – vkladať miliardy do energie, aby tak pokryli dopyt. 76,3 mld. USD zahŕňa energetické spoločnosti, prieskumné firmy, energetickú infraštruktúru, nezahŕňa energetické technológie a nehnuteľnosti.

5. *Hľadanie stimulov rastu v problémových ekonomikách*

Popri akceptovaní investovania do private equity fondov sa Ireland's National Pension Reserve Fund (NPRF) primárne orientuje na investovanie vo vlastnej krajine. Ide o stimulovanie ekonomiky a podporu rastu zamestnanosti. Krajiny ako Francúzsko, Taliansko, Gruzínsko, Rusko a SAE majú suverénne fondy strategického a rozvojového charakteru. Sú vytvorené na to, aby stimulovali rast lokálnych ekonomík, rozvoj infraštruktúr, lákali súkromný kapitál, posilnili domáce štátne podniky a dosahovali rastúce výnosy.

6. *Stagnácia rozvíjajúcich sa trhov*

Suverénne fondy boli na rozvíjajúcich sa trhoch do roku 2013 na vzostupe, ale ich investície sa zastavili. Jedine fondy zo Zálivu dokázali na rozvíjajúcich sa trhoch rozšíriť equity alokáciu.

7. *Dopyt po kanceláriách triedy A na kľúčových trhoch*

Súvisí s otváraním kancelárií dcérskych spoločností významných suverénnych fondov pre rozširovanie činnosti a blízkosť k trhom.

8. *Vlastníci aktív sa častejšie neformálne stretávajú*

Veľkí vlastníci finančných aktív sú častými účastníkmi konferencií a summitov, napr. stretnutí IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds). Čoraz viac suverénnych fondov, veľkých poisťovní a penzijných fondov prejavuje záujem o analýzy ich pozorovateľov a v súvislosti s tým s nimi uzatvára dohody o spolupráci.

9. *Proticyklické investovanie*

Mnoho dlhodobých investorov sa pokúša redukovať stav smerujúci k návratu, či pokračovaniu nežiaduceho cyklu. Koncept strategickej alokácie aktív pomáha inštitucionálnym investorom rozvinúť správny investičný horizont. Suverénne fondy analyzujú históriu rizikových faktorov krajín. Pre rozvojové krajiny, ktoré sú závislé na vonkajšom dopyte, môže byť ich riziko takýmto smerovaním investícií kontrolované (riziko úniku kapitálu a šoky vonkajšieho dopytu). Rozvinuté ekonomiky budú mať záväzky v podobe starnúcej populácie alebo podmienené záväzky veľkých bánk.

10. *Rozvinuté trhy*

Predvídaním rastu na rozvinutých trhoch otvorili suverénne fondy a veľké penzijné fondy zahraničné kancelárie v kľúčových mestách ako Londýn, Hongkong a New York. Verejní investori tak majú lepší prístup k informáciám o potenciálnych možnostiach investovania na jednotlivých trhoch.

2.3. Suverénne fondy Číny

Všetky charakteristiky vývoja suverénnych fondov Číny priamo korešpondujú s hospodárskou expanziou krajiny smerom von a s veľkými premenami spoločnosti vo vnútri krajiny. V ich vývoji sa odráža hospodársky i zahranično-politický rámec smerovania krajiny, formovaný na základe vedenia jedinou politickou stranou, pri stále výraznejšom uplatňovaní širokej variety prvkov štátneho kapitalizmu, predovšetkým na mikroekonomickej úrovni. Investičné stratégie boli postupne zosúladované s potrebami rozvoja ekonomiky v rámci geopolitického priestoru tak, ako sa krajina stále viac „otvárala svetu“. Zároveň sa prostredníctvom umiestňovania rastúceho objemu nielen PZI „prenáša“ i časť kultúrneho vzorca ázijského civilizačného modelu.

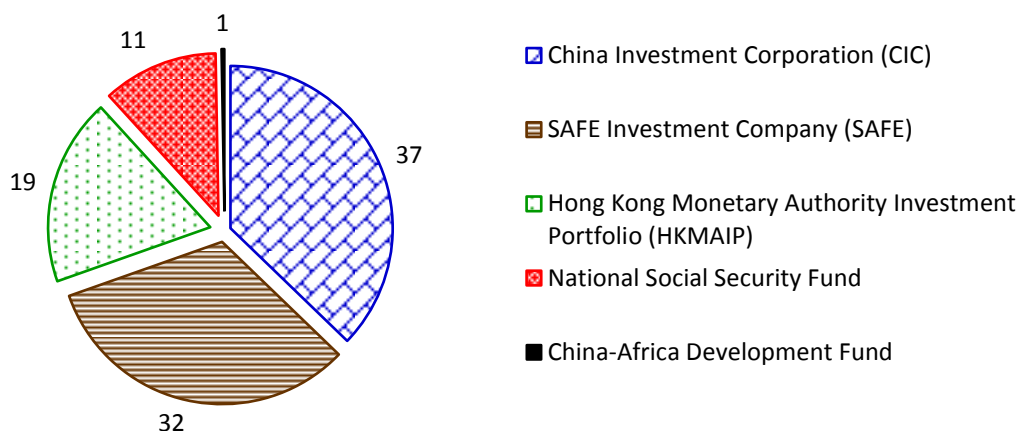
Ešte v nedávnom období bola čínska zahraničná investičná stratégia vo veľkej miere zameraná na získanie kontroly nad strategickými surovinami, ktoré krajina potrebovala. Išlo o energie, kovy a potraviny, a tento trend sa stal dominantným. V súčasnosti chcú byť čínske spoločnosti menej závislé na výrobnom, na pracovnú silu náročnom, manufaktúrnym procese. V mnohých prípadoch je jedinou možnosťou ako to dosiahnuť získanie prístupu k výrobným technológiám a k odborným znalostiam, ktorými disponujú spoločnosti v rozvinutých ekonomikách. Možno to zabezpečiť získaním licencovanej technológie alebo vytvorením partnerstva pre technologický transfer, ale čínske spoločnosti vyhľadávajú formálne skôr joint venture príležitosti a viac akvizujú západné firmy.

Čína sa na ekonomický rast pozerá menej zo štatistickej stránky alebo finančnej perspektívy, dôležitejšia je pre ňu schopnosť udržať v krajine sociálnu stabilitu. Krajina sa za 35 rokov zmenila z nerozvinutej na svetového vodcu v priemyselnej výrobe. Počas tejto doby významná časť vidieckeho obyvateľstva migrovala do miest, kde bola vyššia životná úroveň. Možno tvrdiť, že politická kontrola v krajine je v zásade akceptovaná, nakoľko systém je zameraný na permanentné vytváranie pracovných miest pre väčšinu populácie. Vychádzajúc z priebežného hodnotenia hospodárskej politiky Číny je možné konštatovať, že Čína bude naďalej aktívne hľadať spôsoby ako ekonomiku stimulovať využitím jej naakumulovaných finančných rezerv v suverénnych fondoch. Aj keď sa kríza od roku 2008 na objeme rezerv „podpísala“, ekonomickí plánovači sa zameriávajú na investície do veľkých infraštruktúrnych projektov, predovšetkým tých, ktoré pomôžu posilniť pozíciu Číny ako svetového vodcu v produkcii. V rámci infraštruktúrnych investícií je preto dôležitá orientácia napr. na rozvoj nákladnej železničnej dopravy, ktorá bude prínosnou pre dlhodobú konkurencieschopnosť a prispeje ku zníženiu logistických výdavkov. Čína bude ešte určitý čas pokračovať v exportovaní manufaktúrne vyrobených produktov, a to do krajín s rýchlorastúcou populáciou. Nedávno vyhlásila svoj zámer upustiť od politiky jedného dieťaťa, čo zníži trend populačného poklesu. Predstavitelia dôležitých finančných inštitúcií v Číne veria, že investície do infraštruktúr budú tými najdôležitejšími na všetkých trhoch. Ide o logický záver, založený i na nevyhnutnosti adaptačných procesov nielen z pohľadu globalizácie, ale aj výziev, vyplývajúcich z klimatických zmien.

Pre Čínu (a nakoniec i pre USA) je istým problémom vysoký podiel držby amerických štátnych dlhopisov na úrovni 3,8 bil. USD. Čína sa pokúša svoje rezervy diverzifikovať, a ako najväčší zahraničný veriteľ USA za posledné dva roky, znížila objem držaných amerických štátnych dlhopisov o 48 mld. USD. Sleduje vývoj hodnoty dotknutých dlhopisov a zrejme bude v znižovaní ich objemu pokračovať. Odborníci v oblasti financií však tvrdia, že ak sa Čína rozhodne ich držbu znižovať ďalej, môže to mať devastačné následky pre globálny finančný systém, pritom nejde len o znižovanie, ale i len o obmedzenie ich nákupu. Následne sa totiž vynára otázka, kto zastúpi nákup dlhu USA?¹⁵

G r a f 2.12

Štruktúra finančných aktív v suverénnych fondoch Číny (% , 2014)



Poznámka: HKMAIP možno pod Čínu zaradiť z dôvodu správy Číny nad Hongkongom od roku 1997. Ide však o dva rôzne ekonomické systémy.

Prameň: Spracované z Fund Rankings SWFI (august 2014): <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Podľa SWFI 2014 sú „najsilnejšími“ suverénnymi fondmi Číny China Investment Corporation (652,7 mld. USD) a SAFE Investment Company (567,9 mld. USD). Oba fondy sú z pohľadu medzinárodného smerovania krajiny kľúčové. Za nimi nasledujú Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (326,7 mld. USD, ktorý investuje aj v lokálnej mene Hongkongu Hang Seng) a National Security Fund (201,6 mld. USD). Najmenším suverénnym fondom s objemom 5 mld. USD je China-Afrika Development Fund.

China Investment Corporation (CIC)

Fond bol založený v roku 2007 za účelom zhodnocovania naakumulovaných finančných rezerv krajiny. Vznikol zo štátnej investičnej agentúry. Zodpovedá sa Čínskemu národnému zhromaždeniu (ČNZ). Je finančne najviac disponovaným suverénnym fondom Číny. Patrí medzi fondy, ktorých zdroje podľa pôvodu sú nekomoditného charakteru (zdrojom príjmu fondu sú štátne devízové rezervy). Podľa plánu ČNZ vydalo Ministerstvo financií obligácie v objeme 200 mld. USD (1,55 bil. jüanov), za ktoré si CIC od Centrálnkej banky Číny odkúpil

¹⁵ Výnosy 10-ročných dlhopisov môžu rásť, ak bude Čína v nákupoch pokračovať. Pre USA predstavuje Čína najlikvidnejší trh a najsť nový trh, kam bude umiestňovať stovky miliárd rezerv, sa zdá byť obrovskou misiou.

devízové rezervy. Primárne investície fondu boli politického charakteru a smerovali do podpory rozvoja ekonomiky. V CIC sú inkorporované dve samostatne fungujúce entity China Investment Corporation International Co., Ltd. (CIC International) a Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin). CIC International bol založený v roku 2011 s mandátom investovať a riadiť všetky zverené aktíva podľa investičných princípov CIC. Zahŕňa CIC International (Hong Kong) Co., Ltd. v Hongkongu a kanceláriu v kanadskom Toronte. Central Huijin je pod úplnou kontrolou CIC a zameriava sa na kontrolu všetkých akcií v kľúčových štátom vlastnených finančných inštitúciách Číny. Taktiež rekapitalizuje vybrané domáce finančné inštitúcie.

Stratégia alokácie aktív CIC definuje triedy aktív a investičné oblasti s ohľadom na toleranciu rizika v dlhodobom časovom horizonte. Politika portfólia aktív CIC predstavuje plán alokácie aktív založený na strednodobej ekonomickej projekcii a analýzach hodnoty aktív. Po troch rokoch sa táto politika prehodnocuje. Externe spravované aktíva predstavujú až 67,2 %. CIC investuje v rámci širokej variety finančných produktov globálne. Investičné portfólio je nasledovné:

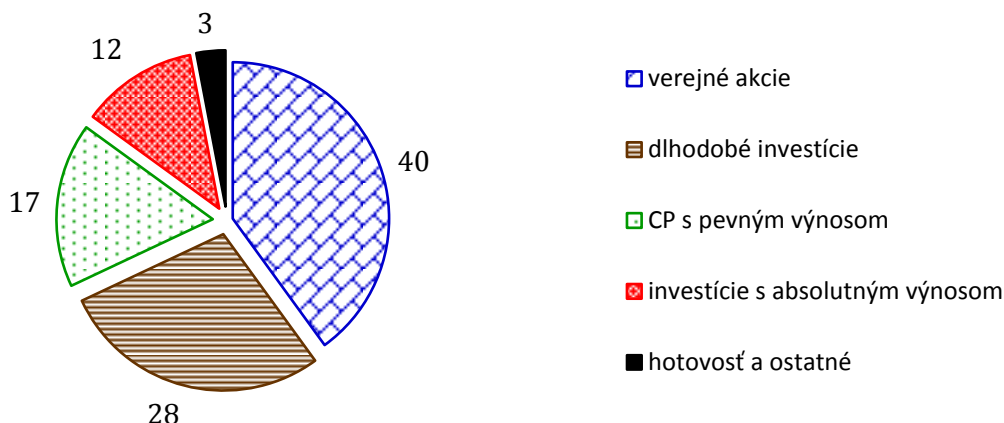
- verejné equity (equity investície do verejne obchodovaných spoločností),
- dlhopisy (štátne dlhopisy a podnikové dlhopisy),
- hedžové fondy,
- dlhodobé investície (všetky odvetvia pre priame investície, všetky odvetvia pre private equity, prírodné zdroje/komodity, nehnuteľnosti a infraštruktúra),
- hotovosť, depozity a pokladničné poukážky USA.

Hneď na začiatku fungovania fondu sa jeho riadiaca zložka zamerala obchodne, s cieľom maximalizovania návratnosti investícií, čoho príkladom je v roku 2007 kúpa akcií v sektore finančných služieb: 9,9 % akcií americkej spoločnosti Morgan Stanley za 5,6 mld. USD a 9,4 % akcií v hodnote 3 mld. USD v holdingu hedžových fondov Blackstone Group (USA). V ďalšom roku nakúpila 0,5 % akcií v hodnote 100 mil. USD v spoločnosti VISA (USA) a investovala 5,4 mld. USD do amerického investičného fondu Reserve Primary Fund. V roku 2009 CIC opäť investoval v rámci Morgan Stanley v sume 2,2 mld. USD, nakúpil 40 % akcií za 250 mil. USD v čínskej CITIC Capital (finančné služby) a rozšíril svoju investičnú orientáciu o oblasť energetickú tým, že nakúpil 17,5 % akcií za 1,5 mld. USD v kanadskej Teck Resources Limited a 500 mil. USD smeroval do SouthGobi Energy Resources Limited. CIC v tom istom roku nakúpil za oblasť energetiky 10,6 % akcií za 940 mil. USD v JSC KazMunaiGas Exploration Production (Kazachstan), 45 % akcií za 270 mil. USD v ruskej Nobel Oil Group, 20,1 % akcií v GCL-Poly Energy Holdings Limited v Hong Kongu, 1,9 mld. USD investoval v indonézskej PT Bumi Resources a kúpil 15 % akcií za 1,6 mld. USD v americkej AES Corporation. V oblasti prírodných zdrojov investoval v roku 2009 do 14,9 %-tného podielu za 858 mil. USD v singapurskom Noble Group Limited a 500 mil. USD do Iron Mining International v Hong Kongu. V roku 2010 sa CIC zamerl na kúpu 45 % akcií kanadskej spoločnosti Penn West Energy Trust (equity akvizícia), na získanie 15,8 %-tného podielu v čínskej spoločnosti Changsha Zoomlion Heavy Industry Science and Technology

Development a equity akvizíciou získal za 956 mil. USD 2,3 % investičného fondu Apax Partners vo Veľkej Británii. Uskutočnil aj investičné operácie s BlackRock, investičným fondom v sume 714 mil. USD. Uvedené informácie sa dotýkajú len hlavných portfóliových investičných aktivít CIC.¹⁶

G r a f 2.13

Štruktúra globálneho investičného portfólia CIC (% , 2013)

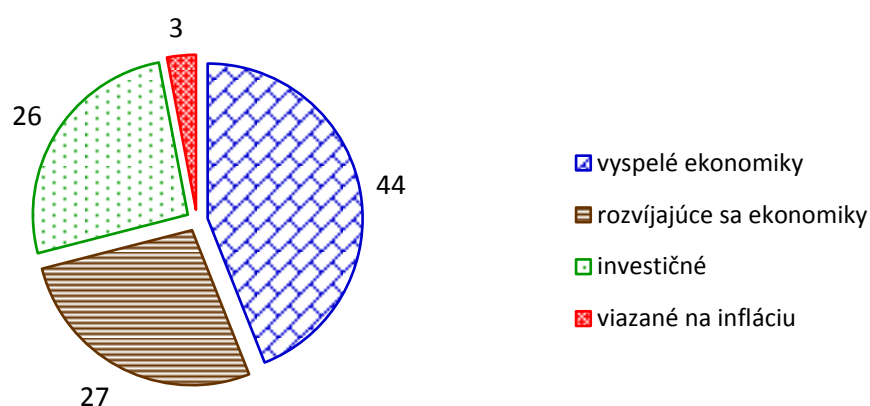


Prameň: Spracované z CIC Annual report 2013: <<http://www.china-inv.cn/china-invTheme/themes/html/ztnb/2013e.html>>.

Regionálna investičná orientácia CIC je podľa nasledujúceho grafu charakteristická významným záujmom o dlhopisy vyspelých ekonomík, predovšetkým USA. Zo sledovania vývoja smerovania investícií je však zrejmé, že podiel dlhopisov rozvíjajúcich sa ekonomík bude v investičnom portfóliu rásť.

G r a f 2.14

Diverzifikácia investícií CIC v dlhopisoch (% , 2013)



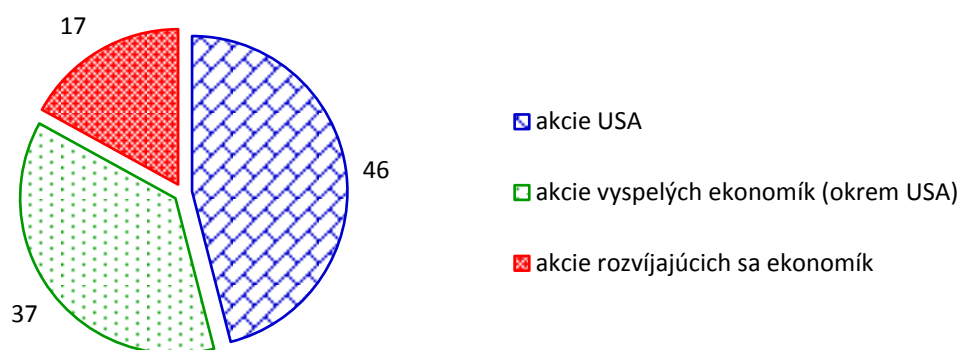
Prameň: Spracované z CIC Annual report 2013: <<http://www.china-inv.cn/china-invTheme/themes/html/ztnb/2013e.html>>.

¹⁶ Portfólio má vyvážený charakter, dlhodobé investície predstavujú signifikantnú časť a rizikové investície sú na prijateľnej úrovni. Dlhodobé investície zahŕňajú investície do private equity, enegetiky, ťažby, nehnuteľností a infraštruktúry.

Mimoriadne vysoký podiel investícií v equities v USA súvisí s previazanosťou exportnej politiky Číny orientovanej na spotrebiteľský trh a so získavaním prístupu k novým technológiám a know-how. Vývoj ukazuje, že sa v tejto súvislosti zvyšuje záujem aj o európsky priestor, predovšetkým od nástupu krízy po roku 2007. Investície sú v tejto oblasti diverzifikované v smere zvyšovania podielu do equities v rozvíjajúcich sa a vyspelých ekonomikách a znižovaní ich podielu v USA.

G r a f 2.15

Diverzifikácia investícií CIC v equities podľa regiónov (% , 2013)

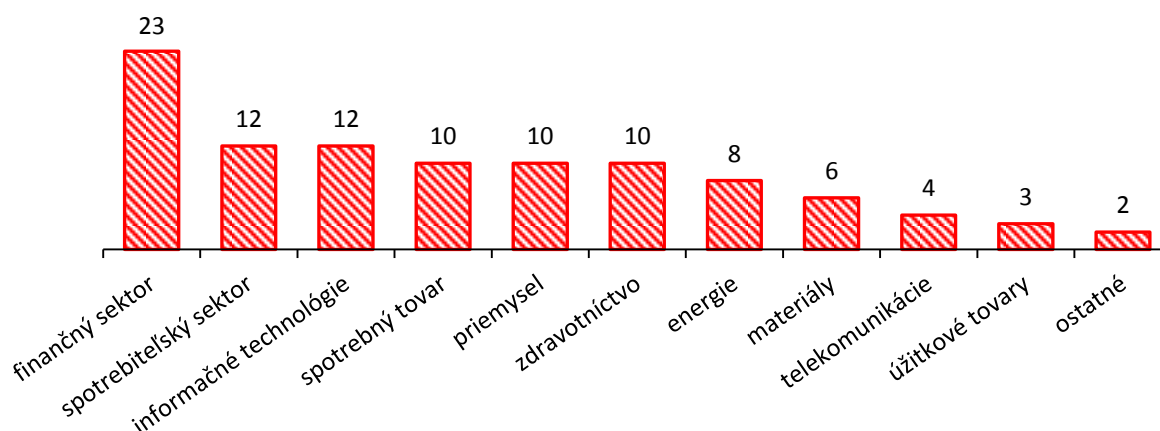


Prameň: Spracované z CIC Annual report 2013: <<http://www.china-inv.cn/china-invTheme/themes/html/ztnb/2013e.html>>.

Diverzifikáciu investícií CIC do equities podľa regiónov dokresľuje členenie podľa odvetví, kde možno registrovať vysoký podiel investícií do akcií finančných inštitúcií, za nimi nasleduje spotrebiteľský sektor a informačné technológie, spotrebný tovar, priemysel a zdravotníctvo.

G r a f 2.16

Diverzifikácia investícií CIC v equities podľa odvetví (% , 2013)



Prameň: Spracované z CIC Annual report 2013: <<http://www.china-inv.cn/china-invTheme/themes/html/ztnb/2013e.html>>.

Ako ukazuje nasledujúca tabuľka, celková výkonnosť investičného portfólia v sledovanom období rástla. Vývoj je výsledkom smerovania investícií charakterizovaný v predchádzajúcich grafoch.

Tabuľka 2.2

Výkonnosť globálneho investičného portfólia CIC (% , 2008 – 2013)

Rok	Ročný kumulatívny výnos	Ročný výnos
2008	-2,10	-2,10
2009	4,10	11,70
2010	6,40	11,70
2011	3,80	-4,30
2012	5,02	10,60
2013	5,70	9,33

Prameň: Prevzaté z CIC Annual report 2013: <<http://www.china-inv.cn/china-invTheme/themes/html/ztnb/2013e.html>>.

CIC sa počas svojej nie dlhej histórie stal predmetom záujmu amerického Kongresu hneď z niekoľkých dôvodov:

- nepriaznivé účinky na niektoré finančné trhy a celú ekonomiku USA,
- nebezpečenstvo diverzifikácie devízových rezerv z vládnych cenných papierov USA do iných foriem investícií, o čo sa Čína v súčasnosti usiluje,
- obavy o národnú bezpečnosť USA,
- objem likvidných prostriedkov CIC by mohol byť použitý na presadzovanie geopolitických cieľov Číny.

Index transparentnosti fondu je 7.

State Administration of Foreign Exchange Investment Company (SAFE)

SAFE je v odbornej literatúre, podobne ako State Development and Investment Corporation (SDIC) a National Social Security Fund (NSSF), označovaný tiež ako kvázy suverénny fond.

Suverénny fond je zodpovedný za správu čínskych devízových rezerv. Má dcérsku spoločnosť v Hongkongu s názvom SAFE Investment Company, ktorá sa zaoberá nákupom zahraničných majetkových účastí. Dcérska spoločnosť v Hongkongu vznikla v roku 1997 so základným kapitálom 20 mld. USD. Je riadená ako súkromná firma, administratíva je však z radov pracovníkov SAFE. SAFE vytvorila čínska vláda v roku 1955 ako dcérsku spoločnosť People's Bank of China. Hlavnou úlohou SAFE je riadiť zahraničné devízové rezervy krajiny, vrátane návrhov politiky reformných krokov pre spravovanie devíz, sledovať štatistiku platobnej bilancie a všetkých potenciálnych rizík pre odklon od smerovania k vyrovnanej platobnej bilancii, implementovať politiku postupných krokov ku konvertibilite RMB, kultivovať a rozvíjať devízový trh. Monitoruje platobné bilancie krajín, externé kredity a dlhy, zverejňuje relevantné informácie o reguláciách a sleduje zahraničné kapitálové toky.

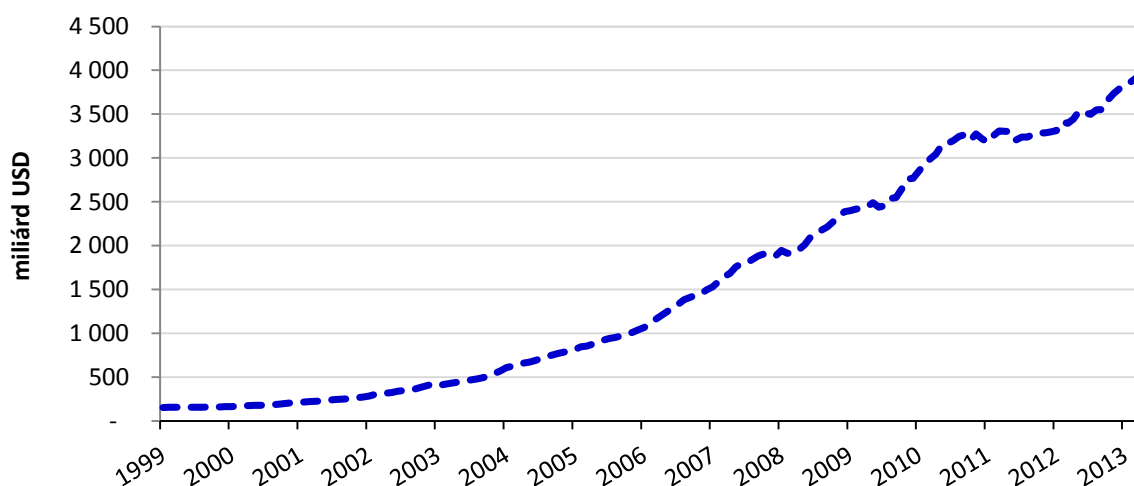
Vo všeobecnosti SAFE investuje čínske devízové prostriedky do tradičných finančných produktov, ako sú napr. americké štátne dlhopisy. Tak ako sa postupne začala meniť

politika investovania a následne investičné portfólio CIC, je možné aj u SAFE zaznamenať istú zmenu v diverzifikácii jeho investičného portfólia. Už v roku 2007 SAFE získal menšinové podiely ($> 1\%$) v troch veľkých austrálskych bankách: ANZ Bank, Commonwealth Bank of Australia v National Australia Bank (v každej investoval 176 mil. USD). Čína si takto pravdepodobne „vyrovnávala“ svoj vzťah k austrálskemu doláru. V ďalšom roku sa SAFE orientoval na investície do ropného priemyslu. Do francúzskej ropnej spoločnosti vložil v sérii malých rýchlych nákupov 2,8 mld. USD. Podobný postup uplatnil v roku 2008 ešte raz v prípade British Petroleum za 2 mld. USD. SAFE pokračoval v diverzifikácii aktív do equities a v roku 2008 získal podiely ($> 1\%$) v 50 britských obchodovaných spoločnostiach, napr.: Barclays, British Gas, Cadbury, Drax Group, Royal Bank of Scotland, Tesco. Je faktom, že SAFE a CIC sa pri niektorých investičných operáciách „stretli“ a v hre boli okrem súťaže aj otázky sľubov neinvestovania a ochoty investovať do politicky citlivých odvetví priemyslu.

Z nasledujúceho grafu je zrejmé, že obdobie po roku 2000 do 2003 bolo pre SAFE charakteristické plíživým a miernym rastom devízových rezerv, od 2004 do 2006 je rast významnejší a po roku 2007 až do súčasnosti možno hovoriť o zásadnom zvyšovaní objemu devízových rezerv. Otázne je však pozadie ďalšieho vývoja, nakoľko Čína sa sústreďuje na vytvorenie finančných inštitúcií, ktoré budú podporovať obchodovanie, ďalšie formy výmeny, ako aj investovanie v mene RMB, tak v rámci krajín BRICS, ako aj v širšom priestore ázijského regiónu. S ťažším odhadnutím jednotlivých nasledujúcich „krokov“ Číny v tejto oblasti súvisí aj veľmi nízky koeficient transparentnosti SAFE (4).

G r a f 2.17

Vývoj devízových rezerv v SAFE (mld. USD, 1999 – 2014)



Poznámka: Údaje k 31.12.

Prameň: Spracované zo The Scale of China's Foreign Exchange Reserves (December 1999 – March 2014): <www.safe.gov.cn>.

Posledné oficiálne údaje o investíciách SAFE a len za niektoré premenné udáva nasledujúca tabuľka. Nárast PZI je zreteľný predovšetkým od nástupu finančnej krízy. Z pohľadu

portfóliových investícií je za akcie viditeľný rast ich objemu až za roky 2009 a 2010, kým za dlhopisy je vývoj poznačený výkyvmi, s najvyššími hodnotami v roku 2007.

T a b u ľ k a 2.3

Vývoj investícií SAFE – vybrané premenné (mld. USD, 2004 – 2010)

Rok	2004	2005	2007	2008	2009	2010
Priame zahraničné investície (1)	0,645	0,906	1,160	1,857	2,458	3,108
Portfóliové investície (2)	1,167	2,652	2,846	2,525	2,428	2,571
Akcie	0	0,150	0,196	0,214	0,546	0,630
Dlhopisy	1,167	2,637	2,650	2,311	1,882	1,941
Spolu (1 + 2)	1,812	3,558	4,006	4,382	4,886	5,679

Prameň: Spracované zo SAFE: <www.safe.gov.cn>.

Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (HK MAIP)

V roku 1935 bol v Hongkongu založený Exchange Fund. Po zlúčení úradu správy burzy a úradu komisára bankovníctva vznikol v roku 1993 Hong Kong Monetary Authority (HKMA), ktorý Exchange Fund v súčasnosti spravuje. Fond funguje ako stabilizátor a investuje predovšetkým v miestnej mene Hang Seng. Všetky aktíva fondu môžu byť použité na podporu hongkongskeho dolára. Pri investovaní globálne fond u približne jednej tretiny svojich aktív využíva externých manažérov (vrátane akciového portfólia a ďalších aktív). Exchange Fund má tri portfólia, jedným z nich je investičné. Je zamerané predovšetkým na trhy dlhopisov a akcií krajín OECD. V ďalšom portfóliu sú držané likvidné aktíva v amerických dolároch za účelom poskytovania plnej podpory menovej bázy v Hongkongu podľa požiadaviek Menovej rady. Tretím je strategické portfólio, vytvorené v roku 2007.

Fond má v plnom vlastníctve štátnu investičnú spoločnosť Real Gate Investment Company (RGIC), ktorá investovala do dvoch nezverejnených realitných joint venture spoločností. Tieto spoločnosti pracujú mimo Hongkongu a investujú samostatne. V jednej zo spoločností má RGIC 74 % podielov a v druhej 51 %. V roku 2009 vznikla Eight Finance Investment Company, ktorá sa zaoberá alternatívnymi investíciami pre HKMA. Operuje cez dve spoločnosti: Debt Capital Solutions Company a Drawbridge Investment.

Je potrebné uviesť, že Hongkong je zvláštnou administratívnou zónou Číny od roku 1997, predtým bol pod správou Veľkej Británie. Historicky bol Hongkong vždy stretom záujmov Číny a Európy. Hongkong bol a je mimoriadne zaujímavým teritóriom z pohľadu obchodných a finančných príležitostí. V súčasnosti je Hongkong významným svetovým finančným centrom. Čína sa po „prevzatí“ Hongkongu zaviazala, že podľa zásady „jedna krajina, dva systémy“, nebude v Hongkongu praktizovať svoj ekonomický systém a že súčasný kapitalistický systém a životný štýl v Hongkongu zostane nezmenený 50 rokov, teda do roku 2047. Podľa princípu prináležania pod správu teda Hongkong patrí Číne a fond je priradený k suverénnym fondom Číny. Finančné operácie a transakcie, ktoré „prechádzajú“ Hongkongom má Čína možnosť ovplyvňovať.

Index transparentnosti fondu je 8.

National Social Security Fund (NSSF)

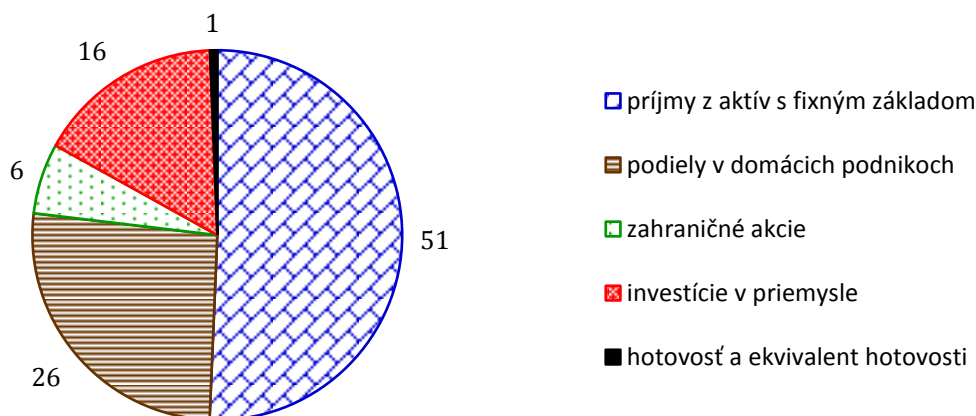
Fond bol vytvorený v roku 2000 ako strategický rezervný fond na zabezpečenie budúcich sociálnych výdavkov Číny na základe trendu starnutia populácie. Bol založený Ústredným výborom Komunistickej strany Číny a je riadený Národnou Radou pre fond sociálnej bezpečnosti, ktorá je vládnu agentúrou na úrovni ministerstva. Do fondu plynú prostriedky ako príjmy získané predajom alebo prevodom štátneho majetku, z prerozdelených daní, z lotérií, a z investičných výnosov. Schválením Štátnej rady fond od roku 2012 disponuje aj časťou prebytku základného dôchodkového poistenia zamestnancov podnikov v provincii Kuang-tung.

Národná Rada pre fond sociálneho zabezpečenia spravuje jednotlivé účty fondu a investičné výnosy, smeruje finančné prostriedky do provincií a autonómnych oblastí, v ktorých sú spustené pilotné projekty. V súlade s dočasnými opatreniami implementácie podpory pre investície do základného individuálneho dôchodkového zabezpečenia zamestnancov boli v roku 2006 podpísané dohody o riadení investícií ako rôzne pilotné projekty provincií, autonómnych oblastí a miest. Išlo o: provincie Shanxi, Jilin, Heilongjiang, Šan-tung, Che-nan, Hubei, Hunan, autonómnu oblasť Xinjiang a mesto Tianjin. Medzi povinnosti fondu patrí formulovanie investičnej stratégie fondu a vykonávanie investičných operácií. Vyberá investičných manažérov, sleduje investičnú činnosť a stará sa o správu a riadenie zverených aktív v rozsahu povolenom zákonmi a predpismi Číny. Je zodpovedný za finančné riadenie a účtovníctvo, pravidelne vyhotovuje a zverejňuje finančné účtovné správy. Finančné prostriedky poskytuje podľa návrhov a odsúhlasení Ministerstva financií a Ministerstva práce a sociálneho zabezpečenia. Vykonáva aj ďalšie činnosti podľa poverenia Štátnej Rady.

Podľa informácií z web stránky fondu predstavovala celková výška spravovaných aktív v roku 2011 868,8 mld. RMB a celková suma čistých aktív 838,6 mld. RMB. Z čistých aktív predstavuje vlastný kapitál 772,8 mld. RMB a equity kapitál v jednotlivých fondoch je 65,8 mld. RMB. Štruktúru aktív udáva nasledujúci graf.

G r a f 2.18

Štruktúra aktív National Social Security Fund (% , 2011)



Prameň: Spracované z NSSF: <http://www.ssf.gov.cn/Eng_Introduction/201206/t20120620_5603.html>.

Výnosy z aktív predstavovali v roku 2011 7,3 mld. RMB pri miere výnosnosti 0,84 %. Bola sledovaná investičná stratégia: „hodnotné, dlhodobé a zodpovedné investície“. V spôsoboch investovania prevládajú priame investície a investovanie prostredníctvom mandátov. V roku 2011 to bol pomer 58,02 % ku 41,98 %. V súčasnosti vo fonde pracuje 18 domácich investičných manažérov a pre fond 22 zahraničných. Medzi jednotlivé typy investícií fondu možno zahrnúť domáce: bankové depozity, dlhopisy, investičné úvery, akcie, podielové listy fondov, investície do vlastného kapitálu a pod., zahraničné: produkty menového trhu ako bankové depozity, bankové účty a veľké transferované depozity, dlhopisy, akcie a podielové fondy, finančné deriváty ako swapy a forwardy za účelom riadenia rizík. Pri riadení investičného portfólia fondu majú byť dodržiavané v štruktúre aktív nasledujúce zásady:

- vlastné aktíva ≤ 40 %
- bankové depozity + štátne dlhopisy ≥ 40 %
- podnikové dlhopisy ≤ 10 %
- aktíva sekuritizovaných produktov ≤ 10 %
- investície v priemysle ≤ 20 %
- investície do vlastného kapitálu fondu ≤ 10 %
- zahraničné investície ≤ 20 %
- investičný fond ≤ 5 %

Fond má po inštitucionálnej stránke prispieť v krajine k vybudovaniu a k riadeniu sociálneho zabezpečenia na vysokej úrovni. Odkaz k vytvoreniu a fungovaniu fondu vyplýval ešte zo záverov 17. zjazdu Komunistickej strany Číny, ktorá vytýčila úlohy na 12 päťročných s tým, že sústredila pozornosť vedenia krajiny do oblasti vedecko-technického rozvoja, urýchlenia premeny ekonomiky, ako primárneho cieľa udržania bezpečnosti krajiny a zlepšenia životnej úrovne obyvateľstva, zrýchlenie transformácie hospodárskeho rozvoja. Najbližšie obdobie sa budovanie sociálneho zabezpečenia Číny podstatne zrýchli aj z aspektu vytýčeného cieľa dosiahnuť úroveň 1,5 bil. RMB do roku 2015. Predpokladá sa totiž, že miera ziskovosti bude vyššia ako v ostatných inštitúciách v rovnakom odvetví a systém riadenia v oblasti sociálneho zabezpečenia sa dostane na kvalitatívne vyššiu úroveň. Index transparentnosti fondu je 5.

China-Afrika Development Fund (CADF)

Fond bol vytvorený cez China Development Bank (CDB) v roku 2007, ktorá je pod priamou kontrolou vlády a založená bola ešte v roku 1994. CDB je akcionárom fondu. Fond funguje nezávisle na komerčnej báze. Vznikol na základe jednej z najväčších operácií na emitovanie dlhopisov, ktoré sú garantované centrálnou vládou Číny. Ide o rozvojový fond, ktorý má svoje fungovanie realizovať v troch etapách pri objeme 5 mld. USD. Prvou etapou bolo samotné založenie fondu. Prečo sa Čína rozhodla tento fond vytvoriť nie je zložité pochopiť.

Čína permanentne potrebuje suroviny a energiu pre svoj ťažký priemysel, prvky vzácnych zemín pre priemysel založený na špeciálnych materiáloch (informačné technológie, telekomunikačné technológie, vesmírne programy a zbrojárstvo) a v neposlednom rade získať poľnohospodársku pôdu pre zabezpečenie dostatku potravín pre vlastné obyvateľstvo z dôvodu zhoršovania domácich podmienok v dôsledku klimatických zmien (na jednej strane vysušanie pôd, na druhej strata pôdy z dôvodu stúpania vodnej hladiny). Všetky potreby v uvedených oblastiach môžu byť spoluprácou s krajinami Afriky saturované.

Zameraním na investície Číny do Afriky ide o prvý fond s takouto orientáciou v krajine. Má významne povzbudzovať a podporovať čínske podniky a firmy v investíciách v Afrike tak, aby dochádzalo k vytváraniu čínsko-afrických obchodných väzieb. Fond je zameraný aj na oblasť podporných služieb pre čínske podniky, ktoré chcú v Afrike investovať: projekty a finančné poradenstvo, identifikáciu potenciálnej investície, africkým subjektom pomáha nájsť čínskeho investičného partnera a manažuje investičný transfer podnikov do Afriky. V procese hodnotenia projektov využíva štandardné metódy s prísnyimi ukazovateľmi hodnotenia rizika pri investíciách do projektov. V poslednom období ide o priamy spôsob investovania Číny v Afrike, spojený s rozširovaním podielu na trhu s cieľom byť bližšie ku konečnému spotrebiteľovi a so zameraním na prístup k prírodným zdrojom. Ide o vytváranie nového strategického partnerstva medzi krajinami. V roku 2009 bolo otvorené zastúpenie fondu v Johannesburgu, Južná Afrika, v roku 2010 v Addis Abeba, v Etiópii, v Lusake, v Zambii, v Akre v Ghane.

Fond však nealokuje jednotlivé investície cez projekty podľa krajín, ale prostredníctvom trhových princípov a prijateľnej miery rizika. Podporu jednotlivým projektom fond získava stretnutiami s vedením tej ktorej krajiny Afriky, napr.: Egypt, Sudán, Etiópia, Gabon, Mozambik, Tanzánia, Mali, Malawi, Libéria, Ghana, Južná Afrika, Sierra Leone a ďalšími „neoficiálnymi“ stretnutiami. Dôležitým momentom však je podpísanie tzv. Memoranda o porozumení s krajinami ako: Južná Afrika, Maurícius, Angola, Zambia, Keňa a pod. Od svojho založenia fond realizoval viac ako 20 investičných projektov v celkovej hodnote 400 mil. USD. Tieto projekty majú aktivovať čínske podniky v ďalšom investovaní v objeme viac ako 2 mld. USD, ktoré majú významne podporiť hospodársky rozvoj a pozdvihnúť životnú úroveň africkej populácie. Uzatvorili sa joint venture partnerstvá: SINOHYDRO projekt na zabezpečenie elektrickej energie, projekty letísk a v hotelierstve, projekty obchodu a infraštruktúry, spoločné investičné projekty s Wuhan Iron pre využitie prírodných zdrojov a na vybudovanie s YTO Group fabriku na montáž poľnohospodárskych strojov a s Tianjin TEDA vybudovanie zahraničného priemyselného parku. Realizované už boli: zariadenia na výrobu elektrickej energie v Ghane, kontajnerový prístav v Lagose, v Nigérii, fond spolu s HNA Group, SAS Financial Group a SSNIT of Ghana investovali do Africa World Airlines. Projekt na pestovanie a spracovanie bavlny v Malawi a v Mozambiku má priniesť 100 tisíc pracovných príležitostí, projekt spracovania koží v Etiópii vytvoril 50 tisíc pracovných miest a projekt pestovania sisalu v Tanzánii má priniesť 2 tisíc pracovných miest. Jedným z najviac cenených spoločných

projektov tak na strane Číny, ako aj Egypta je Suezský spoločný ekonomický a obchodný park (fond a Tianjin TEDA), ďalším projektom s vysokou pridanou hodnotou je Lekki Free Zone v Nigérii, do ktorej spolu s fondom investovala China Railway Construction Corporation a China Construction Engineering Corporation, ktorá má slúžiť tak pre výrobu, skladovanie ako aj ďalšie logistické služby. Známe sú i projekty na výstavbu fabrík na výrobu stavebných materiálov, napr. výroba skla a cementu v Etiópii, cementáreň v Južnej Afrike a pod.

Aktivity fondu predstavujú akési predmostie záujmu Číny pre realizovanie významných cieľov svojej zahraničnej, ako aj domácej hospodárskej politiky, v ktorej je obsiahnutá tak podpora expandovania čínskych spoločností a firiem, ako aj zabezpečenie súčasnej, ale predovšetkým budúcej spotreby čínskej populácie. Index transparentnosti fondu je 5. Svoje aktivity fond zverejňuje s veľkým časovým odstupom.

Po rekapitulácii záverov z jednotlivých investičných transakcií suverénnych fondov Číny za poslednú dekádu možno dospieť k syntéze niekoľkých obmedzení, ktoré môžu ovplyvniť napĺňanie základného cieľa – zvýšiť hodnotu národných rezerv v dlhodobom časovom horizonte:

- zvyšovanie podielu aktív v triede top nehnuteľností, ktorých jadro je z pohľadu cien nadhodnotené (v New Yorku, Londýne, Paríži a dokonca v Tokiu),¹⁷ samotný vysoký podiel nehnuteľností v portfóliu znamená nižší podiel likvidity,
- čínske suverénne fondy sa dlhodobo snažia o veľké investície do technológií, špeciálne v USA, investície do technológií v súčasnosti predstavujú nielen vysoké výnosy, ale sú súčasne strategického charakteru, vstup fondov do tejto investičnej oblasti je v USA špeciálne chránený právom, čínske suverénne fondy (predovšetkým CIC) sa preto musí spoliehať len na sprostredkovateľov, teda na správcovské spoločnosti, čo znamená zvyšovanie nákladov na investičné operácie a zároveň dodanie malého objemu insiderských informácií,
- investičný projekt v rámci energetického sektora v Kanade znamenal pre CIC významnú stratu a dokumentuje nie práve priateľské „naladenie sa“ severoamerických prijímateľov investícií voči čínskemu fondu a jeho spoločnostiam,
- pre značnú časť veľkých suverénnych fondov sú charakteristické vysoké poplatky, čo platí aj pre veľké čínske fondy, najvyššie poplatky sa totiž týkajú investovania do najaktívnejších tried aktív, ktorými sú private equity fondy a fondy nehnuteľností, na ktoré sa čínske fondy v súčasnosti orientujú významnejšie.

¹⁷ Prax v obstarávaní nehnuteľností ukázala, že tam kde bol CIC neúspešný z pohľadu vysokých cien, nehnuteľnosti nakoniec získal singapursky GIC Private Limited. Nadhodnotené ceny boli pravdepodobne zámerne nastavené tak, aby CIC k nehnuteľnostiam triedy A prístup nezískal. Singapurské suverénne fondy sú pre Západ prijateľnejšie.

3. GEOPOLITICKÉ SÚVISLOSTI A REGULÁCIA ŠTÁTNYCH SUVERÉNNYCH FONDOV

Nahliadanie na suverénne fondy, predovšetkým nepenzijné, iba z pozície toho, že sú subjektom finančnej architektúry, a len tam ich nechať „pôsobiť“, by nebolo namieste a dostatočne vyčerpávajúce. Ak sa vezme do úvahy, že sa voči ich aktivitám permanentne objavujú kritické stanoviská, tak zo strany významných finančných inštitúcií, ako aj širokého auditória západných odborníkov na financie (aj keď nie všetkých), možno za tým vidieť pravdepodobne viac, ako len ich potenciálny vplyv na vyvolanie neistoty a „zmätku“ na finančných trhoch, ktorý sa im pripisuje. Zdá sa, že odborná literatúra sa „najradšej“ zaoberá spektrom fungovania suverénnych fondov z pohľadu ich prínosov, alebo negatív vo väzbe na finančné a ostatné trhy a len okrajovo sa dotýka geopolitického vplyvu, ktorý možno vidieť cez zlepšovanie alebo zhoršovanie vzťahov medzi krajinami či skupinami krajín.

Priamy útok na suverénne fondy sa vedie v rovine otázok ich transparentnosti a verejnej zodpovednosti. Pritom pod transparentnosťou možno vnímať aj enormný záujem o zistenie predovšetkým investičných stratégií, ktoré vysvetľujú tak najbližšie, ako aj dlhodobé smerovanie k cieľom krajín, ktoré suverénne fondy vlastnia. Nejde o jediný spôsob kontroly ich fungovania. Ďalším je regulačný rámec pre investovanie, v ktorom sa suverénne fondy dostávajú pod isté formy kontroly tak individuálneho národného charakteru, ako aj pod regulačné režimy či mechanizmy inštitucionalizovaných skupín krajín, ako napr. OECD.

3.1. Suverénne fondy ako geopolitický nástroj

Rastúca sila suverénnych fondov, ktorú je snaha kontrolovať zvonku, najmä zo strany Západu, modeluje obraz možného postupného, v ďalšom období takmer istého, „prepólovania“ sveta, alebo preformátovania hegemonie vo svete. Dá sa preto uvažovať aj v takých intenciách, ktoré naznačujú plánovitosť a prípravu tohto rastu a expandovania dotknutých skupín investorov od konca 80. rokov, a to vo väzbe na odhady vývoja spotreby, ťažby ropy a dostupnosti nových nálezísk ropy a zemného plynu, ako aj v súvislostiach odhadovaných dôsledkov klimatických zmien v jednotlivých regiónoch sveta. Od 80. rokov stúpa aj snaha o úverovanie nadnárodných korporácií cez kapitálové trhy. Expandovanie suverénnych fondov, ale aj ďalších skupín investorov by teda nebolo možné, keby sa široko nerozvinulo úverovanie podnikov cez kapitálové trhy, pri formovaní ktorých bolo jedným z významných cieľov odstránenie transparentnosti vlastníckych štruktúr v podnikoch. Je to možno fikcia, alebo tvrdo postavená hypotéza. Faktom však je, že finančná kríza ukázala slabiny liberálnych ekonomík a poukázala na schopnosť suverénnych fondov tieto slabiny využiť.

Niektoré geopolitické súvislosti aktivít suverénnych fondov od 90. rokov

Nové investičné nástroje suverénnych fondov sú nielen zdrojom rizík a takmer tektonického presunu vplyvov vo svete, alebo inak – nie sú jednoducho iba prostriedkom na umiestnenie dolárových hotovostných rezerv, pochádzajúcich z deficitov americkej obchodnej bilancie. Majú mať aj stabilizačnú funkciu. Tá spočíva v tom, že vzájomné spoluvlastníctvo produktívnych aktivít znižuje riziká politicky motivovaných strategických konfliktov. Inak povedané – suverénne štáty si navzájom „nebombardujú“ vlastné majetky.¹⁸ História vojnových konfliktov dokumentuje, že vždy išlo o bombardovanie cudzieho majetku. Vojny boli (a sú) politicky motivované a zamerané na získanie, alebo zničenie zahraničných aktív.¹⁹ V súčasnom období sa skupiny štátov spájajú so súkromným kapitálom a zahraničné aktíva získavajú pomocou suverénnych fondov. Do spoločných aktivít vstupujú i krajiny vlastniace suverénne fondy.²⁰

Od obdobia pôsobenia Margaret Thatcherovej bol trendom predaj štátnych spoločností a podnikov. V súčasnom období suverénne fondy menia orientáciu tohto smeru, avšak nie v zmysle nového zoštátnenia, ale prelínania štátneho a súkromného kapitálu.²¹ Čo znamená táto štátno-súkromná symbióza suverénnych fondov z aspektu rozloženia politickej a ekonomickej moci vo svete? Nástup Číny, Indie, Taiwanu, Singapuru, Japonska a Spojených arabských emirátov je znepokojujúci predovšetkým pre členov Európskej únie. Tradičná ekonomika i politika sa podstatne menia, celkový objem priamych zahraničných investícií celosvetovo rastie. Až dve tretiny týchto investícií sú umiestňované do tradičných krajín (najviac do USA a EÚ), zvyšok do Ruska, Číny a na nové trhy.

Vzhľadom na vývoj deficitov mnohých štátov, a vo väčšine týchto krajín aj ukončenie možností ďalšej privatizácie, zostáva a uplatňuje sa ako jedna z reálnych ideí – vtiahnutie silných aktérov, ktorými suverénne fondy jednoznačne sú, do riešenia globálnych ekonomických a sociálnych problémov. Pritom ide o uvedomenie si istých rizík na oboch stranách, v snahe nepresadzovať protichodne pôsobiace protekcionistické prístupy. Éra tzv. voľných trhov, teda bezmyšlienkovité ponechávanie strategického rozloženia ekonomických síl na „neviditeľnej ruke trhu,“ ustupuje viditeľnejšiemu a priehľadnejšiemu strategickému riadeniu, účelovým investíciám a snád' aj múdrejšiemu určovaniu priorít. Niektoré štáty sa začínajú správať ako súkromné kapitalistické podniky. Namiesto konkurencie sa výraznejšou hnacou silou stáva spolupráca vo forme vytvárania aliancií, podielového spoluvlastníctva, spoločných podnikov, a to nielen medzi firmami a štátmi, ale zvlášť medzi súkromnými spoločnosťami a suverénnymi štátmi.

¹⁸ Príkladom môžu byť krajiny ako Afganistan, Irak, Líbya, v súčasnom období Sýria a Ukrajina. Cez Ukrajinu, Gruzínsko a Sýriu – smer na Rusko.

¹⁹ Suverenita štátu nie je definovaná politickými deklaráciami a uzurpovaním moci, ale pochádza zo skutočnej moci a rešpektu ku globálnemu spoluvlastníctvu a hospodárskemu vplyvu.

²⁰ Príkladom sú krajiny BRICS.

²¹ Investovanie suverénnych fondov do private equity skupín a hedžových holdingov.

V dôsledku aktivít globálne pôsobiacich suverénnych fondov sa presúvajú sféry vplyvu a začína sa signifikantne prejavovať proces, ktorý by sa dal nazvať „štiepením“ Európskej únie. Je to badateľné, ak sa vezmú do úvahy snahy a pokusy o vytvorenie únie krajín okolo Stredozemného mora. Vytvorenie takejto únie by bolo pre EÚ zásadnou výzvou, vyžaduje však prepracovanie strategických plánov všetkých členských štátov. Ťažko je ale predstaviť si podriadenú úlohu Francúzska v tandeme s Nemeckom. Rovnako zložitá je predstaviť si, že Nórsko a Švédsko následne nevytvoria úniu spoločne s pobaltskými štátmi, ako protiváhu stredomorskej únii. Navyše, Bulharsko, Ukrajinu, Bielorusko či Rumunsko nepovažujú za rovnocenných partnerov aj z historického aspektu. Ukrajina zápasí s vnútorným občianskym konfliktom a s ekonomikou padajúcou do priepasti, očakávajú pomoc Západu, ktorý ju na ceste k vnútornej občianskej deštrukcii podnecoval a finančne podporoval. Bielorusko si nachádza svoje miesto ekonomickej spolupráce smerom na Východ. Turecko, čakajúce na členstvo v EÚ, sa aj „bez neho“ vydalo na cestu k lepšiemu zajtrajšku. Nemecko spolu s Veľkou Britániou sú zo strany USA tlačené do realizovania opatrení na „sfunkčnenie“ transatlantickej únie, ktorá počítala s rozšíreným spotrebiteľským trhom smerom na Východ. Stredná Európa nemá svoju spoločnú strategickú platformu deklarovanú vzájomnými záväzkami v rámci silnej stredoeurópskej únie. A keďže takáto únia neexistuje, dostáva sa historicky významná stredná Európa opäť do realizačných plánov Ruska a postupne i Číny a ich silnejúcich suverénnych fondov. Ukazuje sa aj v tomto prípade, že žiadny politický útvar nemá nádej dlhodobo prežívať, pokiaľ nie je útvarom prirodzených, v súčasnosti nadnárodných, geopolitických a hospodárskych záujmov. Otázka je – koho prirodzených záujmov?

Zatiaľ národné vlády používajú a predpoklad je, že ešte nejaký čas budú používať potenciálnu hrozbu suverénnych fondov na zakrytie pragmatickosti vlastných krokov pri ochrane tzv. národných šampiónov (energetika, finančný sektor, doprava, Francúzsko, Taliansko). Táto „nutná“ ochrana prioritných podnikov nie je v skutočnosti len ochranou pred suverénnymi fondmi, ale najmä pred inými zahraničnými finančnými skupinami.²² Hlasné artikulovanie obáv o vplyv private equity fondov nie je totiž jednoduché. Okamžite sa z mnohých súkromných fondov ozývajú hlasy proti neoprávnenému zasahovaniu vlád do súkromného podnikania, aj keď v súčasnej etape krízy likvidity finančných zdrojov tieto hlasy mierne zoslabli. Na druhej strane, investície saúdskoarabských, katarských suverénnych fondov a v súčasnosti už aj čínskych fondov do nehnuteľností v EÚ nevzbudzujú takmer žiadnu pozornosť a nepovažujú sa za hrozbu, ani riziko. Naopak, možno povedať, že sú veľmi vítané. Najčastejšie sú však obavy z aktivít suverénnych fondov spájané s otázkami národnej bezpečnosti a dotýkajú sa citlivých a strategických odvetví predovšetkým veľkých (a zadlžených) ekonomík.

Obavy vyplývajúce z aktivít suverénnych fondov majú aj krajiny, ktoré ich samé vlastnia. Na finančnú „silu“ suverénnych fondov vplýva celý rad faktorov, z ktorých sú signifikantnými výkyvy menových kurzov. Čiastočne negatívne sa to prejavilo v prípade suverénnych

²² Krajiny, ktorých sa to v Európe zvlášť dotýka sú Francúzsko a Taliansko, samé vlastniace suverénne fondy.

fondov Ruska, kedy sa približne 50 % zdrojov použilo na stabilizáciu kurzu rubľa v roku 2008. Je reálny predpoklad, že ďalší priebeh hospodárskej krízy bude v tejto súvislosti v Rusku vyžadovať použitie väčšieho objemu zdrojov suverénnych fondov na riešenie vnútorných problémov ekonomiky a vo väzbe na medzinárodnú politiku i v línii koncepcie verejnej bezpečnosti. Nebude to však Rusku brániť pokračovať v rozsiahlych investíciách v oblasti energetiky, v závislosti od vývoja na Ukrajine najmä na teritóriu Európy, ďalej Ázie, Afriky a Južnej Ameriky. Vyplýva to nielen z odštartovania veľkých projektov, ale aj z odhadu disponibilných súčasných devízových rezerv Ruska. Zlúčený ruský fond zvrchovaného majetku (Vládny rezervný fond a Fond národného blahobytu a vytvorenie tretieho fondu) zase môže konkurovať singapurskému Temasek Holdings v snahách o získanie viacerých západných znížených aktív. Niektorí poprední ekonómovia Ruska sú však presvedčení, že voči investíciám ruskej vlády sú celosvetovo rozšírené nepriateľské nálady, ktoré sú v súčasnosti vyhrtené až na úroveň sankčných postihov.

Spoluprácu centrálnej banky a suverénnych fondov krajiny je možné registrovať v prípade riešenia menových otázok i v Číne. Menová problematika v súvislosti s vývojom čínskej ekonomiky, predovšetkým s vývojom jej obchodnej regionálnej výmeny tovarov a služieb, a postupná snaha o vytvorenie ďalšej konvertibilnej silnej ázijskej meny, je široko diskutovanou otázkou, s jednoznačným globálnym vplyvom. Od začiatku 21. storočia evidentne stúpa vplyv čínskeho jüanu (CNY) vo vzájomnom obchode s okolitými krajinami. Ide o veľkú príležitosť k ďalšiemu stupňu internacionalizácie CNY v čase, keď sa hlavné svetové meny oslabujú a akceptácia CNY sa stále viac rozširuje. Ázijský región po vypuknutí finančnej krízy čelil nebezpečenstvu reverzného toku kapitálu, ktorý sa premietal aj v nedostatku USD a nedostatočnom prietoku financií. V tejto situácii Čína s východoázijskými krajinami uzatvárala dohody o menovom swape, čo znamená aj poskytnutie podpory priepustnosti kapitálu svojim hlavným partnerom (Severná Kórea, Južná Kórea, Hongkong, Malajzia, Bielorusko, Indonézia, Vietnam a Argentína). Tým sa zabezpečuje finančná stabilita regiónu a použitie CNY na vyrovňovanie obchodov v rámci regiónu pomáha stabilizovať vnútroregionálny obchod. Z dlhodobého pohľadu je možné potenciál regionalizácie čínskej meny považovať za zvyšovanie ekonomickej nezávislosti Číny. Táto stratégia, samozrejme, zahŕňa aj ďalší vývoj USD. V tomto kontexte napomáha rýchly vývoj pozície CNY vytvárať protiváhu dominantnému, aj keď slabnúcemu USD a pôsobí pozitívne na rozvoj medzinárodného menového systému v smere regulácie. Z krátkodobého hľadiska je pre Čínu dôležitá účasť na budovaní rôznych menových spojenectiev, ako napríklad ASEAN 10. Krajina, ktorá chce vydávať svetovú menu, by mala mať rozvinutý a otvorený finančný trh a povoliť relatívne slobodný pohyb kapitálu. Predpokladá to splniť aj ďalšie podmienky, ktoré súvisia s uskutočnením, resp. ukončením hospodárskych štrukturálnych reforiem. Zatiaľ je vo finančnej oblasti náhradnou voľbou *offshore market* CNY v Hongkongu, ktorý pre zahraničných držiteľov CNY vytvára investičné kanály. V súčinnosti so suverénnym fondom Čína-Hongkong (Hong Kong Monetary Authority), ide o významný priestor nielen na stabilizovanie finančného systému v čase krízy, ale

predovšetkým ide o veľký investičný potenciál najmä pre región Ázie. Výrazným úspechom Číny je, že od júna 2014 sa na medzibankovom devízovom trhu začalo priame obchodovanie RMB Číny voči anglickej libre. Ide o mimoriadne dôležitú aktivitu, ktorá prispeje k ďalšiemu pokroku čínsko-britských bilaterálnych hospodárskych a obchodných vzťahov a k upevneniu finančnej spolupráce medzi oboma krajinami.²³

Súčasná a budúca smerovanie suverénnych fondov vo svetle ich investičných aktivít a geopolitického vplyvu

Orientácia suverénnych fondov v ďalšom období krízy je pri napĺňaní ich cieľov, najmä dlhodobého charakteru, determinovaná vývojom v nasledujúcich oblastiach a smeroch:

- primárne sa orientovať na investície v materských krajinách, predovšetkým do oblasti technológií (vrátane investičných stimulov podporujúcich zelené podniky), a na finančné krytie tých projektov, ktorými je možné získať predstih, a to nielen technologický;²⁴ veľakrát je tento smer investícií spojený so stanovením podmienok popredným svetovým nadnárodným spoločnostiam, ktoré, ak sa chcú dostať na trh, odovzdávajú svoje odborné poznatky a priemyselné postupy;
- vytváraním podnikov rôznej veľkosti investovať do infraštruktúry (nielen do oblasti energetiky,²⁵ ale aj dopravnej infraštruktúry – zvlášť železníc,²⁶ leteckej dopravy, lodnej dopravy, zvýšený dôraz sa kladie na investovanie do budovania celej infraštruktúry vody²⁷);

²³ Čínska centrálna banka autorizovala pobočku China Construction Bank (CCB) v Londýne, aby sa stala zúčtovacou bankou v RMB.

²⁴ Typickým príkladom je smerovanie investícií do čistých technológií v Číne, čím sa v niektorých kategóriách dostáva do popredia. Vďaka výrobcovi Suntech Power je Čína v súčasnosti najväčším výrobcom fotovoltaiických solárnych panelov na svete, je druhým najväčším svetovým trhom pre veterné turbíny a rýchle doháňa USA. Významným úspechom domáceho investovania je prvý hromadne vyrábaný automobil hybrid F3DM, ktorý je napájaný zo zásuvky. Keďže suverénny fond Saudskej Arábie investuje konzervatívnejšie, neutrpel finančnou krízou toľko škôd ako ďalšie krajiny Perzského zálivu, preto môže pokračovať v rozsiahlych investíciách do zdravotníctva, školstva a infraštruktúry. Budú pokračovať megaprojekty rafinérií a stavby novej prístavnej metropoly na brehu Červeného mora. Čínske fondy majú byť smerované do projektov na podporu zrýchlenia samostatnej tvorivosti a úpravu ekonomickej štruktúry, má ísť predovšetkým o investície do aplikovaných špičkových technológií. Taktiež má byť podporovaná výstavba ekonomického bývania a založený vidiecky finančný systém. Väčší dôraz sa venuje podpore životného prostredia, podporu získavajú biostanice a čističky odpadových vôd.

²⁵ Významnými investičnými aktivitami je naplnenie snáh Ruska prostredníctvom Gazpromu na teritóriu EÚ. Rieši sa otázka, ktorá sa ponecháva na rozhodnutí jednotlivých vlád, či na svoje územie pustia investora z tretích krajín, ktorý nemá vlastníctvo sietí oddelené od produkcie.

²⁶ Významné investície v tejto oblasti sa majú realizovať v Číne. Do roku 2020 má byť vybudovaných 120 000 km nových tratí za približne 248 mld. USD. Čínske železnice v súčasnosti prevádzajú 1/4 celosvetového železničného nákladu a osôb na len 6 % svetových tratí, čo znamená, že čínska železničná sieť je najvyťaženejšia na svete. Kontrolu nad železnicami má ministerstvo, v niektorých prípadoch aj orgány miestnej správy.

²⁷ Nedostatok vody je hlavným problémom poľnohospodárstva, ktoré v celosvetovom meradle spotrebúva až 70 % sladkej vody. V Austrálii už 10 tisíc farmárov opustilo miesto svojho pôsobenia a mestá, ako je Melbourne, majú len 30 % zásob vody v nádržiach. Na suchom severe Číny trpí nedostatkom vody 490 miliónov obyvateľov. Čína chce do roka 2050 vybudovať rozsiahlu sieť potrubí, prečerpávajúcich staníc a nádrží, ktoré vodu na sever priveďú. Klimatické zmeny sa podpisujú aj na nedostatku vody na juhozápade USA, vysychajú nádrže na rieke Colorado, ktoré zásobujú cca 30 miliónov ľudí. Sýria, Jordánsko, Singapur a Cyprus vodu dovážajú už dnes. Izrael a Španielsko vo veľkom vyrábajú sladkú vodu odsolovaním morskej vody. Uvažuje sa aj o tom, že pri opravách infraštruktúry a výstavbe nových miest by bolo dobré rozdeliť vodovodné potrubie na pitnú a úžitkovú vodu. Nedostatkem pitnej vody dnes trpí takmer jeden a pol miliardy ľudí v 50 krajinách sveta. Najväčšie spory o vodu vznikajú na Blízkom a Strednom východe, nehovoriac o sporoch v Afrike.

- investície podporujúce a zabezpečujúce vstup na spotrebiteľské trhy vytvorením kvalitatívne nových a luxusných výrobkov (týka sa to predovšetkým čínskych a singapurských suverénnych fondov, ktoré budú mať záujem podporovať expandovanie na teritórium Európy, v podstate dochádza k prerozdeleniu trhu EÚ medzi staré európske a americké značkové luxusné firmy a nové ázijské značkové firmy);²⁸
- pokračovanie teritoriálnej finančnej expanzie do Afriky a Južnej Ameriky;²⁹
- nákup nehnuteľností, uvážlivá expanzia realitných portfólií³⁰ (Veľká Británia, Stredný východ, Japonsko).

Je možné počítať s ďalšou koordináciou postupov Ruska a Číny v centrálnych bankách a suverénnych fondoch, s cieľom vytvoriť novú rezervnú menu. Jednou z úvah je, aby sa ňou nestalo euro. Pripravuje sa kôš mien so zlatým štandardom. Čím rýchlejšie sa táto príprava zrealizuje, tým rýchlejšie sa bude USD oslabovať. Tak sa čas potrebný na investovanie v USD, ktorý predstavuje významné rezervy tak centrálnych bánk, ako aj likvidných zdrojov suverénnych fondov, podstatne skráti. V tejto súvislosti je možné uviesť, že to podporuje ideu vzniku regionálneho Medzinárodného menového fondu viazaného na ázijské krajiny a najmä novej rozvojovej banky.³¹

Významnú oblasť investovania suverénnych fondov a spolupráce s centrálnymi bankami predstavuje poskytnutie 25 mld. USD čínskou centrálnou bankou a čínskymi suverénnymi fondmi Rusku, ako pôžičku na vybudovanie ropovodov a plynovodov do Číny. Pomocou nich bude Rusko počas dvadsiatich rokov dodávať do Číny ropu a plyn, za tzv. „spravodlivú cenu ropy“. Analogicky ide o zmluvu medzi Ruskom a Južnou Kóreou, kde suverénne fondy poskytnú zdroje na výstavbu plynovodov a ropovodov, ako aj zdroje na výskumné vrty pre nové náleziská ropy na pobreží. Zdroje suverénnych fondov sa budú využívať i pri výstavbe jadrových reaktorov v Južnej Kórei a v Japonsku.³²

²⁸ Kým v 90. rokoch pracovali v niektorých krajinách EÚ ilegálne čínske dielne (napr. vo Francúzsku), produkuje výrobky pre značkové európske firmy, tak v súčasnosti nastúpila etapa štátnej podpory čínskych firiem, ako napríklad Zhang-Hai, ktorá založila svoje firmy v Nemecku a vo Francúzsku, produkuje výrobky pod svojou značkou. Tie majú porovnateľnú kvalitu ako napríklad Luis Vuitton, Addidas, ale len tretinové ceny. Týmito parametrami jednoznačne vytláčajú európske a americké značkové firmy z trhu EÚ, ktoré sa začínajú preto viac orientovať na také parametre tovarov, ako je dlhodobosť a ekologickosť, čo čínskym značkovým tovarom na európskom trhu zatiaľ väčšinou chýba. Zo strany čínskych značkových firiem ide o nastúpenie trendu tzv. individualizácie výrobkov.

²⁹ Rýchlostné komunikácie v smere východ – západ v Alžírsku realizujú čínske firmy využívajúce čínskych robotníkov. Čína a Venezuela zdvojnásobili kapitál v spoločnom investičnom fonde (ide o výstavbu podnikov na výrobu mobilných telefónov, montážne haly na domáce spotrebiče a zakladanie spoločných poľnohospodárskych podnikov vo Venezuele). Spolupráca týchto krajín je založená predovšetkým na rope z Venezuely. Vďaka Číne spustila Venezuela v roku 2007 svoj prvý geostacionárny satelit.

³⁰ Uvážlivá preto, lebo sa ukazuje, že veľká časť suverénnych fondov sa na túto časť nelikvidného portfólia aktív zamerala v období 2008 – 2013 prednostne.

³¹ Nová rozvojová banka by s kapitálom 100 mld. USD mala konkurovať Svetovej banke a Medzinárodnému menovému fondu. Takto jej zakladajúce krajiny, Brazília, Rusko, India, Čína a Južná Afrika, dávajú na vedomie, že chcú získať silnejšie slovo vo svetovom diani.

³² Zmluva z mája 2009 medzi Ruskom, Južnou Kóreou a Japonskom.

Podobne možno počítať s koordináciou postupov suverénnych fondov krajín Blízkeho východu a Ázie. Dôvodom je spojenie zlepšovania podmienok investovania v Ázii oproti Európe a USA³³ a dedičstva obchodných stykov medzi Áziou a Blízkym východom ešte z čias karaván, využívajúcich tzv. Hodvábnu cestu a morskú cestu z Perzského zálivu cez Indický oceán.³⁴ Obnovenie tzv. Hodvábnej cesty je jednou z kľúčových priorít Číny, je dôležitou súčasťou aj budovania panázijskej dopravnej infraštruktúry. Ide o najväčší projekt budúcnosti, jeho cieľom je vytvoriť na území celej Ázie sieť rýchlostných železníc (budúcnosť dopravnej infraštruktúry Ázie je založená predovšetkým na železniciach, nie diaľniciach, čo má z pohľadu znižovania emisií mimoriadny význam). Pôjde o vybudovanie dopravných systémov nielen vo východno-západnom, ale aj severojužnom smere a investície do tejto oblasti sa odhadujú na približne 1 bilión USD. Zo suverénnych fondov Spojených arabských emirátov, najväčší z nich ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), smeruje takmer 15 % svojich investícií do akcií novovznikajúcich trhov, pričom hlavnou destináciou je Ázia. Pretože viac ako polovica objemu ropy zo Saudskej Arábie sa vyváža do Ázie, národná ropná spoločnosť Aramco sa snaží zabezpečiť si trhy aj v tomto regióne. Má podiely v hodnote 5 mld. USD v rafinérskom a petrochemickom komplexe v čínskej provincii Fu-tien. Na 31 čerpacích staniciach čínskeho Sinopec-u visia vlajky Aramca a Sinopec.

Kým sa krajiny vyvážajúce ropu snažia zabezpečiť trhy pre svoju surovinu, krajiny ako napr. Egypt, sa usilujú orientovať investície partnera do oblastí, ktoré prinesú tvorbu nových pracovných miest. V prípade Egypta je faktom to, že import z Číny sa od roka 2003 zvýšil na takmer osemnásťnásobok egyptského exportu do Číny. Kompenzovanie spočíva vo vybudovaní výrobnéj zóny neďaleko ústia Suezského prieplavu, do ktorého sa postupne umiestňuje cca 50 podnikov v čínskom vlastníctve, ktoré majú zamestnať až 10 tisíc Egyptanov a tisíc Číňanov. Zónu má na starosti TEDA – jedna z najväčších developerských čínskych spoločností.³⁵

Podstatným je vidieť pôsobenie dotknutých suverénnych fondov v niekoľkých strategických líniách. Jednou z nich je podpora hospodárskej expanzie, kde dominujú Rusko a arabské krajiny. V ďalšom slede ide o pôsobenie suverénnych fondov ako politického nástroja, ktorý využívajú napríklad Venezuela a Brazília. Výraznou strategickou líniou je použitie suverénnych fondov ako mocenského nástroja, kde je top predstaviteľom Čína. Nemožno nespomenúť skutočnosť, že akýkoľvek spôsob umiestnenia zdrojov suverénnych fondov zároveň znamená aj isté implantovanie prvkov svojej kultúry na území prijímateľa. Typickým príkladom je Čína, ktorá pri umiestňovaní finančných zdrojov využíva v celom rade projektov

³³ „Odpor“ voči ľuďom z Blízkeho východu po 11. septembri 2001 reorientoval viaceré obchodné spoločnosti z regiónu, aby hľadali iné miesta na investovanie. Tradičné a dôležité vzťahy, ktoré boli so Západom, sa vo významnej miere kopírujú a presúvajú do Ázie.

³⁴ Nová Hodvábna cesta dnes vedie zo Šanghaja, Hongkongu a Singapuru do Perzského zálivu a z letiskových hál v Dubaji a Rijáde späť do ázijských miest.

³⁵ Už v súčasnosti tam pôsobí sedem spoločností, vrátane jedného čínsko-egyptského podniku, ktorý montuje vrtné zariadenia, ďalší vyrába odevy na jedno použitie pre nemocnice a reštaurácie.

pracovnú silu vlastnej proveniencie. Je reálny predpoklad, že jednotlivé suverénne fondy budú pôsobiť v rámci strategickej línie regionálne diferencovane, t. j. uplatňovaním rozdielnej sily a dôrazu v krajinách Európy, Afriky, Ameriky a v Austrálii.

3.2. Regulácia suverénnych fondov

Regulácia je istou formou politiky, ktorou sa reaguje na suverénne fondy, predovšetkým v oblasti ich investovania v zahraničí. Pritom, v investičných regulačných mechanizmoch sa neuvádzajú konkrétne dôvody v súvislosti s aktuálnymi geopolitickými procesmi. Dôraz je kladený na otvorenosť voči priamym zahraničným investíciám na jednej strane a na zohľadňovanie otázok národnej bezpečnosti na strane druhej. To, ako sú jednotlivé predpisy upravené nasvedčuje, že záujem o investičné aktivity suverénnych fondov je zrejmý, predovšetkým z aspektu ich veľkého objemu reálnych likvidných zdrojov. Pritom je možno registrovať významné rozdiely medzi reguláciami v krajinách EÚ, USA a krajinami v ázijskom priestore, Afrike a Južnej Amerike. Dá sa tvrdiť, že tie hostiteľské krajiny, ktoré sú ekonomicky vyspelé a nepenzijné suverénne fondy nemajú, resp. tieto nie sú veľké, do určitej miery kladú pri investovaní suverénnych fondov väčšie prekážky. Tieto prekážky úzko súvisia s obavami nielen ekonomického vplyvu krajín, ktoré suverénny fondy vlastnia, ale predovšetkým ide o vplyv politický (napr. USA-Čína, EÚ-Rusko, Čína).

Politika reagovania na suverénne fondy – regulácia

V súvislosti s reguláciou investícií suverénnych fondov sú najčastejšie pertraktované otázky, ktoré sa dotýkajú samotného popisu regulácie v hostiteľských krajinách so špecifikáciou ekonomických dôvodov, bez definovania dôvodov politických. Existuje veľa jurisdikcií upravujúcich investovanie suverénnych fondov, ktoré sú výsledkom nekoordinovaných národných prístupov, čím sa stávajú rozdielnymi vzormi pre reguláciu.

Vo všeobecnosti sú národné finančné regulačné mechanizmy zamerané buď na domáce finančné inštitúcie a ich aktivity, alebo na investície prichádzajúce zvonku, a tieto sa často prekrývajú. Keď regulácia smeruje k dosiahnutiu vyššej úrovne bezpečnosti krajiny a k ochrane integrity trhov a zúčastnené fondy sú pritom spotrebiteľmi finančných služieb, ide o národný pohľad. Na obidvoch stranách sa pritom môžu vyskytnúť prvky morálneho hazardu. Z vonkajšieho pohľadu smeruje regulácia k ochrane účastníckej krajiny. V tomto všeobecnom pohľade na regulačný rámec nie je obsiahnutá banková regulácia, ktorá by sa dotýkala suverénnych fondov ako takých, ani obsah ich investovania v bankách a investície do bánk nie sú v existujúcej regulácii pokryté.

Teoretické úvahy, ako aj empirické štúdie sa súhrnne zaoberajú nasledujúcimi možnými prístupmi k regulácii suverénnych fondov:

- detailná regulácia všetkých aktivít,
- zákaz špecifických investícií,
- limitovanie investičných aktivít,

- recipročná regulácia.

Pod *detaillnou reguláciou* sa má na mysli taký prístup, pri aplikovaní ktorého by neboli robené rozdiely medzi domácimi a zahraničnými investormi a využil by sa potenciál existujúceho práva na reguláciu a kontrolu, alebo by boli všetky zahraničné investície štátov (vlád) zahrnuté pod národnú bázu investícií. Primárnym cieľom by malo byť zistenie či investície suverénneho fondu môžu vyvolať zmätok a neurčitosť na domácom trhu. Takto krajiny môžu „vyskúšať“ svoju konkurencieschopnosť a odhaliť niektoré nedostatky v regulačnom rámci. Dotýka sa to najmä akvizícií, integrity trhu, zverejnení podielov v spoločnostiach a pod. Časťmi príkladmi adekvátnej regulácie zahraničných investícií bývajú priemyselne vyspelé krajiny. Napríklad v USA majú FED a ostatní bankovní regulátori tak mandát na ochranu bankovníctva a financií, ako aj na ochranu strategických odvetví alebo na ochranu konkurencieschopnosti trhu. Národný regulačný rámec USA je konceptom, ktorý je považovaný za nediskriminačný, aj keď prax už niekoľkokrát poukázala na výnimky oboma smermi. Má sa na mysli napr. daňový systém. Suverénnym fondom boli poskytnuté niektoré výnimky s časovým obmedzením, ale zároveň s výnimkami pre ostatných zahraničných investorov, ktorí bývajú v USA v zásade „ošetrovaní“ lepšie ako investori domáci.³⁶

Vo všeobecnosti by sa očakával prístup k regulovaniu investícií suverénnych fondov podobný ako k ostatným formám regulácie zahraničných investícií. Tieto sú na národnej úrovni detailne rozpracované vo všetkých krajinách, nakoľko ide o historicky najbežnejšiu ochranu domácich trhov. Týka sa to krajín, ktoré investovaním cez svoje suverénne fondy naplňujú vlastné národné politické a ekonomické ciele. Prístup preto môže zahŕňať niektoré obmedzenia, aby sa zabránilo konfliktom medzi krajinami. Podmienkou fungovania tohto prístupu je, aby bol medzinárodne široko aplikovaný prostredníctvom dohôd tak, aby neboli znevýhodnené krajiny, ktoré sa pohybujú v rámci dotknutého regulačného režimu oproti tým, ktoré sú mimo neho. Výzvou pre uplatnenie uvedeného prístupu je tiež vysporiadať sa s tzv. formálnou reguláciou, kedy sa jej krajiny so suverénnymi fondmi môžu vyhnúť tak, že zmenia formu fondu, aby už pod regulačný mechanizmus nespadal. Vzhľadom na súčasnú krízu a antiglobalistické tendencie sa tento prístup považuje za reštriktívny, kontraproduktívny a dokonca úplne mylný, preto je malá pravdepodobnosť jeho prijatia. V podmienkach investovania v niektorých štátoch nie je navyše vytvorená deliaca čiara pre odlíšenie tzv. pasívneho investovania od toho čo sa považuje za kontrolované.³⁷ Uvedený prístup detailného regulačného režimu by nebolo možné širšie regionálne technicky implementovať bez dramatických

³⁶ Priame zahraničné investície sú v USA zdaňované ako ostatné formy komerčných aktivít, ostatné investície sú v podstate nezdaňované.

³⁷ Committee of Foreign Investment in the United States (CFIUS) „obhospodaruje“ mechanizmus, ktorý existuje od roku 1950, v roku 1988 bol upravený a v roku 2007 boli vykonané zmeny cez kodifikáciu Foreign Investment National Security Act. Zahŕňa procedúry, ktoré sa dotýkajú všetkých zahraničných investícií, prezidentovi USA dávajú právo neschváliť také investície, ktoré môžu negatívne ovplyvniť národnú bezpečnosť (Graham a Krugman 1995, Graham a Marchick 2006). Tento osobitný režim rozlišuje medzi domácimi a zahraničnými investormi a vzťahuje sa tak na štátne, ako aj neštátne investície, ale len v tom prípade ak ide o kontrolované investície. Legislatívne však v USA nie je upravené čo sa myslí pod národnou bezpečnosťou. Existujú len smernice, obsahujúce typy transakcií, ktoré sa dotýkajú národnej bezpečnosti.

zmien súčasného globálneho finančného systému. Otázne je však, či by to malo zmysel z pohľadu fungovania tých suverénnych fondov, ktoré sa mnohým prekážkam vyhýbajú zintenzívňovaním spolupráce s private equity fondmi a investovaním do hedžových fondov, kedy následne vystupujú „kryté“ súkromnými spoločnosťami a sú priechodnými partnermi v oblasti investovania.

Pod regulačným prístupom *zákaz špecifických investícií* sa rozumie vytvorenie zoznamu odvetví, v ktorých suverénne fondy, alebo vládami kontrolované entity nebudú môcť investovať. Znamená to, že do takto vytvoreného „negatívneho“ zoznamu budú mať suverénne holdingy prístup zakázaný. Ak sa berie do úvahy, že suverénne fondy môžu mať okrem ekonomickej motivácie investovania aj politickú motiváciu, možno tento prístup považovať za prirodzený v prípade, ak sú za odvetviami, do ktorých je zakázané investovať, reálne ohrozenia národnej bezpečnosti. V mnohých prípadoch však ide aj o odmietnutie vstupu do odvetví, ktoré disponujú technológiami, o ktoré často investorom ide. Tento prístup korešponduje so súčasnými regulačnými mechanizmami pre zahraničné investície vo viacerých krajinách OECD. Nepoužíva sa primárne vo všetkých prípadoch, ale skôr len ako druhá najlepšia alternatíva. Ak je však zo strany suverénnych fondov apetít alokovať investície i do iných odvetví rastúci a boli by obavy, že ide aj v týchto odvetviach o napĺňanie len vlastných cieľov krajín so suverénnymi fondmi, potom by to mohlo viesť k vytvoreniu siahodlhého zoznamu špecifických odvetví so zákazom vstupu. Resp. krajiny sa tak či tak budú snažiť investovať do zvyšných „nezakázaných“ odvetví, ak sa pritom sledujú i geopolitické ciele.

Rozšírenie národných zoznamov špecifických odvetví môže byť vyvolané aj sledovaním lokálnych záujmov danej ekonomiky. Alternatívou je vytvorenie „pozitívneho“ zoznamu odvetví pre určitých investorov. Prístup môže byť zjednodušený tým, že hostiteľské authority vyjadria svoje áno investíciám, u ktorých investora poznajú, a sú s ním spokojné, a nie, ak hostiteľské authority investora nepoznajú, resp. o ňom majú negatívne referencie. V tejto súvislosti však koncept dostáva podobu ťažšej aplikovateľnosti vzhľadom na faktor diskriminácie. Je rozumné opýtať sa, prečo by hostiteľské krajiny mali suverénne fondy posudzovať osobitne s ohľadom na odvetvia, do ktorých majú záujem investovať? Do odvetví, do ktorých prichádzajú investície aj ostatných foriem vládnych investícií cez štátom vlastnené alebo kontrolované entity, ktoré by to dovoľené mali? V konečnom dôsledku sa ohľadom zákazu prístupu do špecifických odvetví môže objaviť otázka, ktorá má v praxi celkom viditeľné kontúry, a to, že suverénne fondy obídu zákaz cez nepriame investovanie prostredníctvom špeciálne vytvorených kanálov napr. v niektorej Karibskej oblasti, alebo cez investovanie v hedžových fondoch, private equity firmách, či cez iné skupiny investorov. Z toho dôvodu by zákaz investovania v špecifických odvetviach pre suverénne fondy priniesol len obmedzené výsledky.

Krátkodobé zavedenie zákazu investovania suverénnych fondov v niektorých odvetviach možno považovať za *obmedzovanie investičných aktivít*. Tento prístup je motivovaný myšlienkou o potenciálnom prerušení fungovania trhu vyvolanom aktivitami suverénnych fondov, aj ako príklad presadzovania politickej a ekonomickej moci. Z tohto pohľadu môžu

byť suverénne fondy obmedzované vo veľkosti svojich podielov vo finančných alebo nefinančných spoločnostiach, môžu mať odmietanú činnosť svojich členov v radách spoločností, môžu mať obmedzený podiel na hlasovaní, alebo zákaz hlasovať podľa podielovej účasti, alebo sa vytvorí kanál pre ich investície cez prostredníkov. Možno konštatovať, že mnoho suverénnych fondov tieto typy obmedzení dobrovoľne prijalo. Táto dobrovoľnosť je však diferencovaná v závislosti od miery konkrétneho obmedzenia. Sú prijateľnejšou alternatívou než zákaz. Pri bližšom skúmaní je však možné zistiť, že predmetom obmedzenia sú mnohé z technických otázok implementácie, najmä čo sa týka hlasovacích práv vo väzbe na veľkosť akcií či podielov, rozdielov medzi malými podielníkmi triedy suverénnych fondov a penzijných fondov v hlasovacích právach. Komplikácie sú najmä v prípadoch ak suverénne fondy fungujú prostredníctvom svojich prostredníkov, u ktorých sa môžu objaviť dodatočné záujmy (hedžové fondy a private equity fondy).

Recipročná regulácia spočíva v tom, že krajina prijímajúca investície, alebo skupina hostiteľských krajín, požaduje od krajín so suverénnymi fondmi garanciu recipročných podmienok pri investovaní. Znamená to, že ak by boli zavedené určité ochranné opatrenia, druhá strana by ich mohla zaviesť tiež.

Európska únia je nielen otvorená zahraničným investíciám, ale princípy vnútorného trhu „ladia“ s fungovaním suverénnych fondov a ostatných investorov tak, aby sa pre investorov z EÚ otvorili i trhy tretích krajín (v podstate malý pákový efekt).

Na otázky spojené s reciprocitou regulácie existuje veľmi veľa názorov, od „prenasledovania“ tých krajín so suverénnymi fondmi, ktoré majú enormný záujem investovať do finančných inštitúcií Západu, cez názor, že krajiny, ktoré svoje trhy ochraňujú môžu počítať, že tým zabránia investovaniu v Európe, až po vyjadrenie, že reciprocita by mala byť vyžadovaná od všetkých krajín, ktoré chcú investovať v USA alebo v Európe. Všetky potenciálne hostiteľské krajiny by vo všeobecnosti mali zahraničné investície vítať, prítoky zahraničného kapitálu prinášajú dodatočné čisté úspory, väčšie investície produkujú ďalšie ekonomické benefity, aj keď nie vždy bez rizika následných makroekonomických problémov.

Možno tvrdiť, že v mnohých krajinách existuje také množstvo rôznych foriem investícií ako je vytvorených obmedzení pre zahraničné investície. Aj z tohto dôvodu by bolo nemožné administrovať široký program reciprocity od krajiny ku krajine a od kategórie ku kategórii reciprocity pre krajiny so suverénnymi fondmi. Potreba vytvorenia štandardov pre reciprocitu z dôvodu existencie a fungovania suverénnych fondov v oblasti investícií sa popularizuje politickými reakciami z dôvodu ovplyvňovania verejnej mienky. Uprednostňuje sa dialóg, ktorý by „mal otvoriť dvere“ investíciám spoločností v hostujúcich krajinách v krajinách so suverénnymi fondmi, ako napr. Rusko, Čína. Dialóg má zabrániť asymetrii vo vzťahoch. Demarolle (2008) argumentuje v prospech dialógu tým, že suché uplatňovanie princípu reciprocity zatiaľ neprinieslo identické výsledky.

Väčšina doteraz navrhnutých politík vo vzťahu k suverénnym fondom je zameraná na krajiny prijímajúce investície suverénnych fondov a viac menej sa „skryte“ dotýkajú politických

a ekonomických mocenských cieľov krajín, ktoré fondy vlastnia. Pri zhrnutí výsledkov je možné konštatovať, že mechanizmy detailnej regulácie by boli nákladné a neefektívne, pre hostujúce krajiny by vo väčšine prípadov mali negatívny dopad a následne i pre globálny finančný systém. Zákaz investovania v špecifických odvetviach by suverénne fondy viedol (a niekedy aj vedie) k orientovaniu sa na využívanie menej transparentných kanálov pre investovanie, čo by bolo kontraproduktívne. Produktívnym je vyhnúť sa vedeniu regulačných arbitráží, v prípade arbitráže dotýkajúcej sa suverénnych fondov je zložitá precízne definovať zdroje ich oficiálneho kapitálu. Prijímanie formálnych či neformálnych recipročných opatrení voči suverénnym fondom je komplikované aj z dôvodu významu ich súčasnej expanzie. Ako povedal niektorý z klasikov: „Je lepšie pozorovať, ako rozdúchávať plamene finančného protekcionizmu“. V rámci multinárodného kontextu problematiky recipročných podmienok pre investície je totiž evidentné, že existujú krajiny, ktoré suverénne fondy vlastnia, ale zároveň sú prijímateľmi zahraničných investícií suverénnych fondov z iných krajín. Ďalšie, už praktické rozvíjanie tejto problematiky by mohlo viesť skôr k nárastu konfliktov, ako k ich redukcii. Podľa Trumana (2010) je najlepšou kombináciou prístupu k suverénnym fondom vytvorenie medzinárodného štandardu pre reguláciu a prijatie najlepších postupov pre zabezpečenie transparentnosti činnosti suverénnych fondov. Možno s ním súhlasiť len do takej miery, ktorá by v otázke transparentnosti minimalizovala požiadavku verejne „vystaviť“ citlivé informácie a vytvorenie medzinárodného štandardu pre reguláciu by bolo v spolupráci rovnocenných partnerov krajín Východu a Západu, ktorá v súčasnosti nie je (viď napr. hlasovacie práva v Svetovej banke).

Od obdobia 90. rokov tradičné priemyselné krajiny hlásali doktríny otvorených trhov a podporu cezhraničných kapitálových tokov, predovšetkým vo forme priamych zahraničných investícií. Transfer bohatstva z ekonomicky vyspelých ekonomík do rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sa v období 2002 až 2007 mierne spomalil, ale v súčasnosti sa nachádza v stave, v ktorom sú viditeľní mnohí noví zahraniční investori – vlády. Objavujú sa preto, lebo atraktívnejšími ako hypokríza v medzinárodných financiách sa stávajú oblasti spoločenských interakcií globálneho charakteru, ktoré úzko súvisia s novými paradigmami zmien v 21. storočí (prírodné, kultúrne, ekonomické a geopolitické zmeny). Riešenie načrtnutých oblastí úzko súvisiacich s adaptáciou globálnej spoločnosti je primárne v „kompetencii“ vlád jednotlivých krajín a skupín krajín, ako zástupcov všetkých vrstiev populácie.

K transparentnosti suverénnych fondov

Je potrebné položiť si otázku k čomu a komu má prospieť väčšia a aká väčšia transparentnosť suverénnych fondov? A ako zabezpečiť, aby sa dotkla rovnako aj ďalších subjektov finančného systému? Aby nedochádzalo následkom väčšej transparentnosti suverénnych fondov oproti súkromným fondom, ako sú hedžové a private equity fondy, k znevýhodneniam na trhoch v dôsledku zverejnenia podstatných strategických cieľov v alokovaní investícií a pod.?

Rámec pre vypracovanie medzinárodného štandardu transparentnosti má svoje „korene“ už v období ázijskej finančnej krízy na konci 90. rokov. V roku 1998 dotknutý rámec vytvorila pracovná skupina podľa záveru zasadnutia skupiny krajín G20. Záver obsahoval: „Nedostatok transparentnosti spôsobil finančné oslabenie na podnikovej i národnej úrovni a skomplikoval úsilie krízy vyriešiť“. V ďalšom sa v správe G22 1998 konštatuje: „Transparentnosť prispieva k efektívnej alokácii zdrojov zabezpečením toho, že účastníci trhov majú dostatok informácií pre identifikáciu rizík a rozoznanie podmienok fungovania jednotlivých podnikov v rôznych krajinách. Transparentnosť pomáha pri predikciách vývoja trhov, čím pomáha stabilizovať trhy počas obdobia neistoty a tiež prispieva k efektívnosti vyhlásených politík“.

Voči praktikám zostavovania medzinárodných štandardov rôzneho zamerania možno mať niektoré vážne výhrady. Napriek tomu, že v pracovných skupinách pri ich vytváraní participujú zástupcovia krajín z rôznych kultúrnych civilizačných modelov, konečné výsledky ukazujú, že škály prvkov, podľa ktorých je transparentnosť a zodpovednosť posudzovaná, sú založené na kultúrnej báze Západu a uprednostňovaní jeho záujmov. Nie sú zohľadňované špecifiká v spôsoboch rozhodovania v krajinách „arabského a ázijského sveta“, ich ne kolektívne zdieľanie citlivých informácií, diferencovaný spôsob riešenia motivácie a konfliktov oproti podmienkam na Západe.³⁸ Rovnaký prístup posudzovania v škále je pritom použitý pre suverénne nepenzijné i penzijné fondy. Nemožno sa čudovať, že v otázkach hodnotenia transparentnosti sú „vpredu“ penzijné fondy, ktoré mnohé majú zo zákona povinné zverejňovanie výsledkov svojej činnosti, nakoľko ide o fondy viazané na individuálne dôchodky zamestnancov. Preto je namieste otázka k čomu má vlastne slúžiť hodnotenie transparentnosti suverénnych fondov? A prečo proti niektorým prvkom v škále transparentnosti neprotestujú fondy, ktoré ani nemajú záujem o ich plnenie? Prečo sa krajiny ako Čína, Rusko a pod. zúčastnili na vypracovaní „Santiago Principles“?

The Santiago Principles – diskusia

Ako reakcia na širokú podporu prijatia najlepších či optimálnych praktík pre fungovanie suverénnych fondov sa niektoré krajiny vlastniace fondy spojili do pracovnej skupiny pod záštitou Medzinárodného menového fondu. Podľa IWG (2008) táto skupina v krátkom čase vypracovala zásady Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) pre suverénne fondy, prijaté v roku 2008 ako „Santiago Principles“.

Prijatie uvedených praktík má svoju genézu od roku 2007, v období, kedy pre mimoriadne intenzívne aktivity suverénnych fondov vznikla bublina, ktorá ohrozovala relatívne

³⁸ Príkladom sú výsledky výskumu 53 suverénnych fondov, 4 penzijných rezervných fondov a 9 ďalších penzijných suverénnych fondov za 37 krajín (Truman 2010, s. 72). Podľa škály skúmaných prvkov transparentnosti sa napr. suverénne fondy SAE nachádzajú v spodnej časti rebríčka, teda ako málo transparentné. Pritom emirátsky fond ADIA sa zúčastňoval pracovnej skupiny pre zostavovanie prvkov škály transparentnosti, ktorá následne viedla k vytvoreniu The Santiago Principles. ADIA má výbornú reputáciu na finančných trhoch, preto neskôr došlo k prehodnoteniu jeho zaradenia.

voľný tok medzinárodného kapitálu. „Zodpovední“ úradníci podnikli protiofenzívu. Na summite G8 v Nemecku na konci roka 2007, lídri odporučili minimalizovať národné reštrikcie pre zahraničné investície. Uplatnené mohli byť len tie, ktoré súviseli s ohrozením národnej bezpečnosti. Úmysel rozvinutia spoločných princípov transparentnosti pre cezhraničné investovanie tak súkromných, ako aj štátom vlastnených entít, bolo v súlade s líniou krajín OECD a s ďalšími fórami. „Predprípravu optimálnych postupov a praktík“ pre investovanie suverénnych fondov realizovala Svetová banka a Medzinárodný menový fond! Obsahovala postupy, ktoré zdôrazňovali dôležitosť informačných konzultácií o akumulácii zahraničných aktív, potrebu zabezpečenia mechanizmu zisťovania informácií o priamych zahraničných investíciách na úrovni vlád tak, aby sa chránila národná bezpečnosť (bez vytvárania nepotrebných a kontraproduktívnych bariér). Na konci roku 2007 ministri a guvernéri centrálnych bánk krajín G7 vyhlásili, že suverénne fondy sú dôležitými účastníkmi medzinárodného finančného systému a že ekonomiky (G7) môžu profitovať z otvorenia sa investičným tokom suverénnych fondov. Dôraz kládli na identifikáciu praktík suverénnych fondov v oblasti inštitucionálnych štruktúr, riadenia rizika, transparentnosti a zodpovednosti. Za mimoriadne dôležité považovali to, aby hostiteľské krajiny prijímajúce investície kontrolované zahraničnými vládami, postavili transparentné a predvídateľné nediskriminačné princípy. Ministri a guvernéri požiadali Medzinárodný menový fond, Svetovú banku a zastúpenie krajín OECD o testovanie nastolených otázok. Medzinárodný monetárny a finančný výbor MMF skúmal jednotlivé prípady a zaznamenal rastúcu dôležitosť suverénnych fondov na medzinárodných finančných trhoch v smere ich pozitívnej úlohy pri zvyšovaní likvidity a „spôsobe“ alokovania finančných zdrojov.

V rámci politiky USA vo väzbe na suverénne fondy boli prijaté nasledujúce postupy: investičné rozhodnutia môžu byť založené výhradne na ekonomickom základe, nie na politickom, či zohľadňujúc zahraničnú politiku, inštitucionálna integrita má zahŕňať transparentnosť investičných politík, pevný systém riadenia rizika, vládnych štruktúr a medzinárodnej kontroly, férové súťaženie so súkromným sektorom a rešpektovanie pravidiel hostujúcich krajín. Nie málo. V roku 2008 USA, Singapur a Abú Zabí spoločne vyhlásili prijatie týchto princípov. Pripravili tiež princípy pre krajiny prijímajúce investície suverénnych fondov. Súčasne Komisia EÚ prijala v oblasti governance opatrenia, na základe ktorých má pri investovaní ísť o jasnú alokáciu a rozlíšenie zodpovednosti (vláda a suverénne fondy štátov). Suverénne fondy majú definovať všetky ciele svojej investičnej politiky, operačnú autonómiu pre dosiahnutie týchto cieľov, zverejniť princípy vzájomných vzťahov medzi nimi a ich vládnyimi autoritami, zverejniť princípy riadenia pre zabezpečenie vnútornej integrity a zverejniť politiky riadenia rizika. Zároveň Komisia EÚ vyzvala vo väzbe na transparentnosť suverénne fondy:

- zverejniť investičné pozície a alokáciu aktív,
- preskúmať vlastnícke práva,
- zverejniť používanie operácií s pákovým efektom,
- zverejniť aktíva podľa meny,

- zverejniť veľkosť a pôvod zdrojov,
- zverejniť regulačné rámce v krajinách vlastniacich suverénne fondy a celkové riadenie fondov.

Mnohé reakcie autorít krajín vlastniacich suverénne fondy boli voči prístupom tak MMF, ako aj Komisie EÚ kritické, napr. guvernér centrálnej banky SAE považoval vylúčenie suverénnych fondov zo skupiny inštitucionálnych investorov za neadekvátne, ak sa vezme do úvahy prístup k hedžovým a private equity fondom s nízkou mierou transparentnosti. Odvolával sa na to, že vyhlásenie princípov a podmienok sa uskutočnilo bez urobenia šetrení vplyvu investícií suverénnych fondov na finančné toky z pohľadu transparentnosti a zodpovednosti. Poukázal na to, že čas pokým sa takáto expertíza uskutoční a samotná politická dimenzia tohto procesu, môžu spôsobiť isté prerušenie tokov veľmi potrebného dlhodobého kapitálu a vynorí sa zásadný problém likvidity na rôznych trhoch.

V roku 2008 už bolo 23 krajín členmi³⁹ a 3 krajiny pozorovateľmi⁴⁰ v medzinárodnej pracovnej skupine pre suverénne fondy.⁴¹ Predložili GAPP, ktorý pokrýval tri oblasti:

- rámce fungovania suverénnych fondov, ciele a koordináciu s makroekonomickými politikami,
- inštitucionálny rámec a štruktúra riadenia,
- rámec pre riadenie investícií a rizika.

Konkrétne princípy a ich rozvinutie však identifikované neboli. Možno to považovať na jednej strane za neochotu prijať riešenia, ktoré by mohli po zverejnení požadovaných informácií znevýhodniť postavenie niektorých suverénnych fondov v súťaži so súkromnými investormi, ktorých sa tieto rámce netýkali. Na druhej strane sa takýto výsledok mohol očakávať, nakoľko zastúpenie krajín reprezentuje široké kultúrne zázemie, v ktorom môžu jednotlivé špecifiká rámca byť vnímané veľmi rozdielne. Možno prijať i taký záver, že Santiago Principles boli dobrým prvým krokom, aj keď nie sú také obsiahle a robustné ako by podľa niektorých odborníkov mali byť. V ďalšom sa členovia pracovnej skupiny dohodli, že vytvorené rámce prijímajú ako vlastníci suverénnych fondov a informácie o svojich rozhodnutiach poskytnú regulátorom hostiteľských krajín, aby boli zverejnené ako schopné aplikácie v rámci lokálneho práva a regulácie. Aj keď je táto formulácia zásadnou, je potrebné si uvedomiť, že vlastníci suverénnych fondov, regulátory v hostiteľských krajinách, ako aj verejnosť, predstavujú diferencované kategórie subjektov. To, čo je významné pre jedných, môže byť menej významné, či nevýznamné pre druhých. Preto nie je prekvapujúce, že zo 14 prvkov škály

³⁹ Členovia: Austrália, Azerbajdžan, Bahrajn, Botswana, Čile, Čína, Irán, Írsko, Južná Kórea, Kanada, Katar, Kuvajt, Líbya, Mexiko, Nový Zéland, Nórsko, Rovníková Guinea, Rusko, Singapur, Spojené arabské emiráty, Spojené štáty americké, Východný Timor, Trinidad a Tobago. V roku 2014 už členmi Pracovnej skupiny pre suverénne fondy nie sú Mexiko, Rovníková Guinea a Bahrajn.

⁴⁰ Pozorovatelia: Omán, Saudská Arábia a Vietnam.

⁴¹ Išlo o 24 krajín s nepenzijnými suverénnymi a penzijnými fondmi, ktoré v tom období držali 3,6 bil. USD v aktívach a 2,6 bil. USD v zahraničných aktívach (61 % a 71 % zo všetkých aktív a zahraničných aktív suverénnych fondov), vrátane Saudskej Arábie.

transparentnosti a zodpovednosti bolo v GAPP identifikovaných len 8 a polovica z nich, týkajúca sa zverejňovania, nebola explicitne doporučená.⁴² V pracovnej skupine chýbala ochota pre právne ukotvenie viacerých zásad dotýkajúcich sa zverejňovania relevantných finančných informácií. Najčastejším bolo vypúšťanie zverejňovania veľkosti aktív skôr ako bude uzavreté vyhodnotenie na základe odhadu expertov sledujúcich trhy.

Pohľad na politickú motiváciu investovania

V GAPP je uvedené, že pokiaľ majú mať investičné rozhodnutia iný základ ako ekonomický a finančný, mali by byť jasne uvedené v investičnej politike a zverejnené.

Suverénne fondy sú z pohľadu ich vlastníctva reálne štátnymi a teda i politicky orientovanými subjektmi. Preto je pri posudzovaní činnosti suverénnych fondov v zmysle GAPP veľmi komplikovanou otázkou to, že všetky pozorovania a hodnotenia chcú mať apolitický charakter, ale reálne aktivity suverénnych fondov majú v nemálo prípadoch i politickú dimenziu (napr. investovanie do propagácie potreby riešenia klimatických zmien, alebo investovanie všeobecne do rozvojových krajín). V tejto súvislosti ide niekedy o priamu výzvu k politickému jednaniu suverénnych fondov, napr. keď riaditeľ Svetovej banky v roku 2009 vyzval suverénne fondy, aby pri investovaní v Afrike umiestňovali do akcií 1 % z objemu svojich investícií (z celkovej investičnej platformy to predstavovalo 3 bil. USD). Aj keď táto žiadosť bola artikulovaná jazykom prístupu k atraktívnym finančným výnosom, podporujúca transparentnosť a bez priameho politizovania, predsa len išlo o akési „hojdanie suverénnych fondov.“ Pritom premiér Veľkej Británie navrhol Svetovej banke, aby podporila mechanizmus financovania a manažovania súkromného sektora, čím by sa zatriktívili investície suverénnych fondov, ktorých rezervy môžu byť cez súkromný sektor investované do infraštruktúry rozvojových krajín efektívnejšie. Pekné spojenie však? A skoro „bez“ politiky. V tejto súvislosti nie sú nezáujímavé názory niektorých odborníkov, ako napr. Curta (2010), ktorý varoval, že niektoré prijímajúce krajiny Afriky sú zasiahnuté veľkým domácim dlhom, ďalšími ekonomickými problémami a majú nedostatok inštitucionálnej kapacity na vyselektovanie vysoko výnosných projektov, a že suverénne fondy môžu zvýšiť svoje náklady cez pôžičky rozvojových krajín. Znamená to, že podľa Curta je nerealistické myslieť si, že suverénne fondy budú hľadať rizikovo podmienené výnosy v krátkodobom časovom horizonte práve investovaním v chudobných rozvojových krajinách. Kým riaditeľ Svetovej banky a premiér Veľkej Británie uvažovali viac politicky, Curto bral do úvahy len čisto ekonomické hľadisko investovania, pritom ako už bolo vyššie uvedené, záujmy nepenzijných suverénnych fondov predovšetkým z Ázie majú o investovanie v Afrike eminentný záujem nielen z ekonomického pohľadu.

Vzhľadom na súčasné geopolitické procesy a proporcie politických vzťahov nie je vo väzbe na „Santiago Principles“ reálne počítat s tým, že USA presadia „svoju cestu“ v GAPP v tom, že investičné rozhodnutia suverénnych fondov by mali vychádzať výhradne z ekonomického základu. Celková pozícia „Santiago Principles“ je pravdepodobne nadhodnotená

⁴² Doporučené nebolo najmä zverejňovanie alokácie niektorých citlivých investícií, správ za rôzne kategórie investovania v čase kratšom ako 1 rok, nezávislé audity, publikovanie mandátov a pod.

v tom, že sa na mnohých fórach považujú za schopné pri ich používaní a dodržiavaní „urobiť svet bezpečnejším z pohľadu fungovania suverénnych fondov“. Od vytvorenia „Santiago Principles“ spel vývoj v oblasti sledovania aktivít suverénnych fondov podľa medzinárodných štandardov k vytvoreniu Medzinárodného fóra suverénnych fondov (IFSWF).

Podľa IWG (2009), sa Kuvajtskou Deklaráciou 23 členských krajín Pracovnej skupiny suverénnych fondov oznámilo vytvorenie Medzinárodného fóra suverénnych fondov (IFSWF). Ide o organizáciu s dobrovoľnou účasťou krajín vlastniacich suverénne fondy rôznej veľkosti finančných aktív. Organizácia akceptuje vstup len tých ďalších krajín, ktoré akceptujú „Santiago Principles“. Fórum má za cieľ vytvárať pozitívne náhľady na aktivity suverénnych fondov, deliť sa o názory aplikácie „Santiago Principles“ a prehlbovať spoluprácu s krajinami, prijímajúcimi investície suverénnych fondov. Prvé zasadnutie Fóra bolo v meste Baku v Azerbajdžane. Na svojich stretnutiach členovia opätovne vyzývajú krajiny prijímajúce investície suverénnych fondov, aby svoje investičné režimy robili viac transparentnými a menej diskriminačnými, vyhýbali sa protekcionizmu najmä v súčasnom krízovom období. Pokračujú v hodnotení aplikácie „Santiago Principles“. V roku 2010 sa novým členom na zasadnutí Fóra v Sydney stala Malajzia. V roku 2014 sa novými členmi IFSWF stali Angola, Nigéria a Rusko. Organizácia vydáva ročné Správy a má svoju webovú stránku.

Všeobecne sa má za to, že „Santiago Principles“ by nemali byť statické, ale ich obmednou sa má reagovať na zmeny globálneho ekonomického prostredia. Zároveň sú členovia toho názoru, že ak sa budú princípy príliš sprísňovať v smere kontroly, niektoré suverénne fondy budú mať ambíciu „niečím“ sa od suverénnych fondov odlíšiť.

Reakcie host'ujúcich krajín na fungovanie suverénnych fondov

Globálna distribúcia príjmov a bohatstva sa posunula v smere od tradičných vyspelých ekonomík k rozvíjajúcim sa ekonomikám. Súčasne sa vlády stali významnejšími „hráčmi“ v manažovaní národného finančného bohatstva. Neplatí to pre všetky regióny sveta celkom. Veľké transnacionálne korporácie nestrácajú svoje pozície, naopak, zväčšujú svoju individuálnu veľkosť a menia portfólio produkčného i finančného charakteru. Na pozadí veľkej súťaže štátov a nadnárodných korporácií sa odohráva boj a zároveň spolupráca svetových elít o všetky finančné zdroje v ich rôznych formách. Tomu sú prispôsobené dômyselne vypracované politiky kontroly a regulácie tak na národnej, ako aj globálnej úrovni.

Len 11 z 54 krajín vlastniacich suverénne fondy sú krajinami OECD a mnohé z nich majú aj fondy penzijné. Niektoré z krajín OECD vlastniace nepenzijné suverénne fondy i penzijné fondy sú členmi Pracovnej skupiny pre suverénne fondy (IWG) a participujú aj na práci IFSWF. Možno načrtnúť, že pri činnosti týchto krajín v IWG a IFSWF ide o tzv. súbeh záujmov. IWG v Kuvajte v roku 2009 privítalo komuniké krajín G20 o zintenzívnení činnosti na podporu globálneho obchodu a investovania, so súčasným odmietnutím protekcionizmu. V postoji krajín OECD voči suverénnym fondom bola istá komplikácia, išlo o otázky host'ujúcich krajín v oblasti investícií. Systém pracoval s priamymi zahraničnými investíciami

štátnych entít a ich kontrolou, ale režim pre investície suverénnych fondov do roku 2011 nezahŕňal.

OECD krajiny zvažovali či investície suverénnych fondov v členských krajinách by mohli byť predmetom špeciálneho režimu. Verdikt znel – nie. Podľa OECD (2008) sú suverénne fondy kľúčovými hráčmi v novom finančnom priestore. Ministri krajín OECD sa vyjadrujú v tom zmysle, že protekcionistické bariéry pre zahraničné investície by mohli byť prekážkou hospodárskeho rastu. Ešte v roku 2007 sa podľa „Freedom of Investment at the OECD“ s ohľadom na suverénne fondy zistilo, že pozitívne výsledky vplyvu investícií suverénnych fondov neboli až také „sľubné“ ako sa očakávalo. Príčinou boli niektoré reštrikcie v 29 členských krajinách, vzťahujúce sa až na 16 odvetví na jednej strane a nízka transparentnosť niektorých suverénnych fondov v oblasti cieľov a foriem investovania na strane druhej. V roku 2008 krajiny OECD plne obhajovali nediskrimináciu, transparentnosť a schopnosť predvídania výsledkov, internú a externú zodpovednosť. Toto smerovanie sa vzťahovalo na všetky formy investícií, nielen na štátom kontrolované investície, alebo len na investície suverénnych fondov. Išlo o vypracovanie a kodifikáciu OECD odporúčaní pre mechanizmus prístupu k investíciám, neznamenalo to však motiváciu členských krajín, aby porozumeli rozdielom v zahraničných investíciách od vládnych alebo súkromných investorov. Znamená to teda, že nebola snaha kolektívneho prijatia národných investičných režimov pre suverénne fondy, alebo pre akékoľvek ďalšie typy vládnych alebo súkromných investorov. Nediskriminačné provízie OECD, investičné kódy a štandardy zostali na úrovni uplatňovania len pre členov OECD. Demarolle (2008) kritizuje pokračovanie v nových reštriktívnych opatreniach v štátnom investovaní najmä kvôli podmienkach krízy globálnej ekonomiky.

Súčasný smerovanie investovania z aspektu bezpečnostných záujmov krajín OECD ako celku je progresom tým, že zásadné otázky sú dopodrobna kodifikované. Na národnej úrovni sa však stávajú prekážkou vytvorenia pravidiel národných investičných politík, na základe čoho môžu finančné a ďalšie formy protekcionizmu expandovať. Esenciálna bezpečnosť je v niektorých krajinách pretavená do verejnej bezpečnosti (Francúzsko), verejného poriadku (Francúzsko, Nemecko a Japonsko), verejného bezpečia (Nemecko a Japonsko), čistých benefitov (Kanada), veľkých benefitov (Nový Zéland) a do národného záujmu (Austrália).

USA je typickým príkladom mimoriadne opatrného prístupu k zahraničným investíciám, ktoré chcú smerovať nielen do strategických odvetví. Transakčné náklady na zahraničné investície sa zvyšujú predovšetkým pre vládnych investorov a tým rastie ich neochota tieto finančné a politické náklady platiť. Za menej „úspešne“ investujúci suverénny fond v USA, čínsky CIC, jeden z jeho vedúcich predstaviteľov vyhlásil, že pokiaľ americká ekonomika bude používať národnú bezpečnosť ako kritérium pre vstup investícií suverénnych fondov, bude sa fond zdráhať „dotknúť“ sa trhu, resp. je otázne ako sa zariadi. V tom istom roku ako vyšlo prehlásenie za CIC bolo v USA realizovaných 165 akvizícií zahŕňajúcich citlivú oblasť technológií, z toho len 16 sa týkalo investícií najväčších suverénnych fondov. V USA sa za najväznejšie ohrozenia považujú *akvizície*, ktoré zvyšujú závislosť krajiny na zahraničných

dodávateľoch strategických tovarov a služieb, na tých, ktorí by mohli transferovať technológie, ktoré by mohli byť použité proti USA, a tých, ktorí predstavujú potenciál pre infiltráciu, kontrolu alebo sabotáž.

V Európskej únii má „exkluzívne“ kompetencie ohľadom priamych zahraničných investícií Európska komisia. V budúcnosti možno očakávať ďalšie konflikty v rámci dohôd EÚ s tretími krajinami a existujúcimi dohodami členských štátov. Reštrikcie pohybu kapitálu medzi členskými štátmi a medzi členskými štátmi a tretími krajinami sú zakázané. Podľa Mezzacapo 2009, Európsky súdny dvor ospravedlňuje opatrenia založené na výnimkách z dôvodu verejnej politiky alebo verejnej bezpečnosti. Na druhej strane európska legislatíva ponúka národným autoritám rámec pre aplikovanie výnimiek, ktoré vychádzajú z prispôsobovania sa požiadavkám s ohľadom na investície vo finančnom sektore. Vhodnejšie by bolo, keby sa aplikovali prístupy k investíciám podľa OECD v kombinácii s jednoduchým právnym prístupom podľa „Santiago Principles“. V Nemecku prijatá legislatíva dáva vláde mandát blokovať všetky akvizície prichádzajúce zvonku EÚ a všetky podiely nad 25 % sú testované podľa toho ako zodpovedajú národným záujmom. Otázky národného záujmu sa zaoberajú aj aspektom zamestnanosti. Pred rokom 2005 bolo „pod reštrikciami“ pre zahraničný kapitál z krajín mimo EÚ 11 odvetví alebo aktivít (7 sa týkalo verejnej bezpečnosti – od hazardných hier po informačné technológie). Veľmi pragmaticky v súčasnom dianie viacerí autori obhajujú dialóg reciprocity s krajinami so suverénnymi fondmi, ktoré chcú v EÚ investovať. Pritom nejde iba o reciprocitu vzhľadom na veľkosť a formy investovania, ale aj o reciprocitu zodpovednosti.

Recipročná zodpovednosť a budúcnosť suverénnych fondov

Predpokladá sa, že proces recipročnej zodpovednosti medzi domácimi krajinami so suverénnymi fondmi a hostiteľskými krajinami bude dlhodobým procesom, až kým sa nedospeje k prijateľným záverom pre obe strany. Ešte komplikovanejšie je to v prípade zadlžených krajín EÚ. Okrem toho sú významným limitujúcim faktorom progresu otvárania sa ďalším zahraničným investíciám, alebo iba udržiavania existujúcej otvorenosti kultúrne rozdiely, podporné či stimulačné diferencie. Autority v nových „bohatnúcich“ krajinách citlivo vnímajú dvojaký štandard v prístupe k ich investorom.

Pre recipročnú zodpovednosť sa vyslovuje celá škála autorov. Niektorí sú za detailný multilaterálny prístup k recipročnej zodpovednosti priamo pod WTO, čím by sa „otupili“ protekcionistické tendencie a vyhlo by sa heterogénnym pozostatkom národných štandardov a monitorovaniu či sú štandardy zhodné. V rámci General Agreement on Trade in Services (GATS), zmluva WTO, sú ustanovené časti o výhodách, ktoré sa dotýkajú suverénnych fondov priamo, v oblasti investícií do priemyslu a služieb. GATT (všeobecná dohoda o clách a obchode) obsahuje ďalšie zvýhodnenia investícií suverénnych fondov. Sú v nej vymenované predpisy, ktoré sa môžu aplikovať na štátne obchodné spoločnosti a niektoré vzťahy so suverénnymi fondmi možno upravovať priamo podľa pravidiel WTO. V jednoduchosti v tomto prípade nie je krása, ale múdrosť.

Význam suverénnych fondov ako subjektov globálneho finančného systému bude signifikantne rásť. Veľká perspektíva založenia ďalších fondov tohto typu sa črtá v krajinách Afriky vo väzbe na disponibilitu prírodných zdrojov a snád' i múdrejších hospodárskych a finančných politík týchto štátov. S rastom objemu finančných aktív suverénnych fondov rastú aj možnosti vlád, ktoré ich vlastnia či kontrolujú, reagovať na všetky kľúčové nevyhnutné adaptačné procesy spoločnosti v súvislosti s nastupujúcimi ekonomickými zmenami a výzvami v oblasti zmien prírodného charakteru. V súčasnosti je už zrejmé čo suverénne fondy sú a čo nie sú.

Rastom bohatstva krajín so suverénnymi fondmi sa zvyšuje aj zodpovednosť vlád pri zabezpečovaní dlhodobého bohatstva populácie. Je potrebné, aby sa súčasne zvýšil záujem obyvateľstva vládam pri riadení finančného bohatstva, vrátane bohatstva prírodných zdrojov, pomáhať, a tak zabezpečovať pre seba i pre budúce generácie neubúdanie všetkých potrebných zdrojov pre život. Zvratnosť tohto procesu je skutočne závislá aj na zodpovednosti populácie, aby táto nedevalvovala. Rastom bohatstva sa totiž zasahovanie vlád pri manažovaní bohatstva populácie zväčšuje.

Svetová ekonomická a finančná kríza spomalila medzinárodnú finančnú integráciu, napriek tomu je globalizovanie alokácie všetkých foriem finančného investovania prostredníctvom diverzifikácie signifikantné. Zreteľnými sú tri hlavné trendy pôsobenia suverénnych fondov:

- celkový nárast bohatstva spoločnosti a jeho polarizácia (rast meraný cez HDP),
- rastúci vplyv vlád pri riadení tohto bohatstva,
- príspevok k preformátovaniu hegemonie vo svete.

Obavy z ďalších aktivít suverénnych fondov, najmä ázijských, sú predovšetkým na strane Západu. Nejde len o to, že tieto suverénne fondy sú zdrojmi „veľkých peňazí“ a principiálne sa vždy veľkým peniazom neverí, či ich majú v rukách vlády, banky, hedžové fondy alebo nejaké iné súkromné investičné entity. Ide aj o to, že spolu s investíciami suverénnych fondov sa do hostiteľských krajín dostáva časť kultúry s diametrálne rozdielnymi prvkami. Špecifiká krajín so suverénnymi fondmi sú diferencované od krajiny ku krajine tak v kultúre, histórii, politickej štruktúre, ako aj v ekonomických a finančných podmienkach. Preto možno očakávať nielen rôznu varietu ich vplyvu na finančný systém (viď arabské krajiny), ale aj vplyvu na zmenu geopolitického prostredia. Suverénne fondy naozaj nie sú „iba subjektmi“ finančnej architektúry sveta.

LITERATÚRA

ANDER, J. – TEPLÝ, P. (2011): Suverénní fondy. Praha: Karolinum. 91 s. ISBN 978-80-246-023-7.

AREZKI, R. – BRUCKNER, M. (2009): Oil rents, Corruption and State Stability. Evidence from Panel Data Regressions. IMF Working Paper 09/267. Washington: International Monetary Fund. 29 p.

BERRIGAN, J. – MORENO, B. – BOSMA, CH. (2008): A Common European Union Approach to Sovereign Wealth Funds in New Perspectives on Sovereign Asset Management. ed. Maran Rietveld. London: Central Banking Publications. ISBN 978-19-021-825-82.

BRAUNSTEIN, J. (2009): Sovereign Wealth Funds. The Emergence of State-Owned Financial Power Brokers. University of Vienna and the Australian National University. PhD dissertation.

BUSINESS INSIDER (2014): CHART OF THE DAY: The Rise Of The \$156 Trillion Market For Global Financial Assets. Online: <<http://www.businessinsider.com/156-trillion-global-financial-assets-2014-3>>.

CMOREJ, P. – PAUHOFOVÁ, I. (2010): Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia. In Working papers [EÚ SAV] [online seriál], č. 25, 32 s. ISSN 1337–5598.

CURTO, S. (2010): Sovereign Wealth Funds in the Next Decade. The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network. Economic Premise 8. online: <www.worldbank.org/economicpremise>.

DEMAROLLE, A. (2008): Report to the Government of France on Sovereign Wealth Funds. In Sovereign Wealth Funds. Treat or Salvation by Truman, E. (2010).

DEWENTER, K. – MALATESTA, P. H. (2000): State-owned and Privately-owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. American Economic Review 91, no. 1, 320 – 334.

DREZNER, D. (2008): Sovereign Wealth Funds and the Security of Global Finance. Journal of International Affairs 62, no. 1. p. 115 – 131.

EL-ERIAN, M. (2008): Toward a Better Understanding of Sovereign Wealth Funds. In Debating China's Exchange Policy, eds. Morris Goldstein and Nicholas Lardy. Washington: Peterson Institute for International Economics.

EL-ERIAN, M. (2008): When Markets Collide. Investment Strategies for the Age of Global Economic Change. The McGraw Hill Companies. 343 p. ISBN 978-0-07-159281-9.

GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION. Online: <<http://www.gic.com.sg/>>.

GOVERNMENT PENSION FUND. Online: <<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund.html?id=1441>>.

GRAHAM, E. M. – KRUGMAN, P. R. (1995): Foreign Direct Investment in the United States, 3rd edition. Washington: Institute for International Economics. 224 p. ISBN -88132-204-0.

GRAHAM, E. M. – MARCHICK, D. M. (2006): US National Security and Foreign Direct Investment. Washington: Institute for International Economics.

GREENE, C. D. – TURNER, R. L. (eds.) (2011): China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications. New York: Nova Science Publishers, Inc., 147 s. ISBN 978-1-61209-272-0.

HILL & KNOWLTON, BERLAND, P. SCH. (2010): Sovereign Brands Survey 2010, May. London. Online: <<http://www.slideshare.net/hillandknowlton/sovereign-brands-survey-2010>>.

HUMPHREYS, M. – SANDBU, M. E. (2007): The Political Economy of Natural Resource Curse. In HUMPHREYS, M. – SACHS, J. – STIGLITZ, J. E. (eds.): Escaping the Resource Curse. New York: Columbia University Press. 432 p. ISBN 978-0-231-14196-3.

CHINA INVESTMENT CORPORATION. Online: <<http://www.china-inv.cn/>>.

IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds). <<http://www.ifswf.org/>>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007): Sovereign Wealth Funds. Annex 1.2 in Global Financial Stability Report. World Economic and Financial Surveys. Washington: International Monetary Fund.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008): Sovereign Wealth Funds. A Work Agenda. Washington: International Monetary Fund. Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments.

IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) (2008): SWF generally accepted principles and practices „Santiago Principles“. Washington. Online: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>>.

IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) (2009): Kuwait Declaration. Kuwait City. Online: <<http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm>>.

KOMISIA EÚ (Commission of the European Communities) (2008): A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Document COM 115/2008. Brussels. Online: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf>.

KOZACK, J. – LAXTON, D. – SRINIVASAN, K. (2010): The Macroeconomic Impact of Sovereign Wealth Funds. Economics of Sovereign Wealth Funds, Chapter 14, p. 187 – 204. Washington: International Monetary Fund.

KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY. Online: <<http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>>.

LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY. Online: <<http://www.lia.ly/english.html>>.

MEZZACAPO, S. (2009): The So-Called „Sovereign Wealth Funds“: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision. Economic Paper 378. Brussels: European Commission.

NATIONAL PENSIONS RESERVE FUND. Online: <<http://www.nprf.ie/home.html>>.

NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY. Online: <<http://nsia.com.ng/>>.

O'NEILL, J. – NIELSEN, E. F. – BAHAI, S. (2008): In Defense of Sovereign Wealth Funds. Global Economics Paper. No. 167. London: Goldman Sachs.

OECD. Freedom of investment at the OECD. Online:

<<http://www.oecd.org/investment/investment-policy/foi.htm>>.

PARK, D. (2008): Capital Outflows, Sovereign Wealth Funds and Domestic Financial Instability in Developing Asia. ADB Economics Working Paper 129. Manila: Asian Development Bank. 30 p. ISSN 1655-5252.

PAUHOFOVÁ, I. (2008): Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov. In WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 217 – 240. ISBN 978-80-7144-166-3.

PAUHOFOVÁ, I. (2009): Suverénne fondy a nová finančná architektúra sveta. In WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-175-5.

PAUHOFOVÁ, I. (2010): Sú suverénne fondy nástroj alebo cieľ globálneho vývoja? In WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Ozdravenie svetovej ekonomiky: Realita alebo mýtus? Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 197 – 230. ISBN 978-80-7144-178-6.

PAUHOFOVÁ, I. (2011): Globálne investičné súvislosti a suverénne fondy. In OBADI, S. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Spomalenie rastu a vysoká nezamestnanosť. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 205 – 230. ISBN 978-80-7144-185-4.

PAUHOFOVÁ, I. (2012): Súvislosti príjmovej polarizácie a kontrolovanej spoločnosti. In PAUHOFOVÁ, I. – ŽELINSKÝ, T. (eds.): Paradigmy budúcich zmien v 21. storočí: infraštruktúra spoločnosti, infraštruktúra človeka, kontrolovaná spoločnosť. Zborník statí. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 225 – 234. ISBN 978-80-7144-198-4.

PAUHOFOVÁ, I. – CMOREJ, P. (2010): Sovereign wealth funds – do they change global wealth and poverty polarisation? In IVANIČKA, K.: Economic aspects of social justice and human rights. Bratislava: Ekonóm, p. 127 – 147. ISBN 978-80-225-3004-0.

PAUHOFOVÁ, I. – CMOREJ, P. (2010): Transformácia finančnej architektúry sveta. Working papers [EÚ SAV] [online seriál], č. 23, s. 1 – 23. ISSN 1337-5598.

PAUHOFOVÁ, I. – CSANKOVÁ, B. (2014): Aktuálne súvislosti vývoja globálnej ekonomiky a formovanie finančnej architektúry (vybrané aspekty). In PAUHOFOVÁ, I. – ŽELINSKÝ, T. (eds.): Paradigmy budúcich zmien v 21. storočí. Globálny svet – spolupráca alebo konfrontácia? Zborník statí. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 129 – 138. ISBN 978-80-7144-220-2.

PAUHOFOVÁ, I. – SIVÁK, R. – STANĚK, P. (2007): Megatrendy a finančné trhy v 21. storočí (vybrané aspekty). Bratislava: Sprint, 207 s. ISBN 978-80-89085-90-3.

PAUHOFOVÁ, I. – SVOČÁKOVÁ, S. (2013a): Aká je úloha štátnych suverénnych fondov v súčasnej kríze? In Working papers [EÚ SAV] [online seriál], č. 45, s. 1 – 41. ISSN 1337-5598.

PAUHOFOVÁ, I. – SVOCÁKOVÁ, S. (2013b): Kríza a aktivity suverénnych fondov v Európe. In PAUHOFOVÁ, I. (eds.): Paradigmy budúcich zmien v 21. storočí. Európa, Slovensko – súvislosti globálneho ekonomického a mierového potenciálu. Zborník statí, Smolenice 16. – 18. 9. 2013. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 104 – 112. ISBN 978-80-7144-212-7.

PAUHOFOVÁ, I. – SVOCÁKOVÁ, S. (2014): Analýza zahraničných investícií Číny (rozhodovacie procesy počas krízy). In Working papers [EÚ SAV], č. 58, s. 1 – 34. ISSN 1337-5598.

PEW RESEARCH CENTER FOR THE PEOPLE AND THE PRESS (2009): Support for Stimulus Plan Slips, but Obama Rides High. Washington: <<http://people-press.org/report/490>>.

QATAR INVESTMENT AUTHORITY. Online: <<http://www.qia.qa/>>.

REUTER, P. – TRUMAN, E. M. (2004): Chasing Dirty Money. The Fight Against Money Laundering. Washington. Peterson Institute for International Economics. 218 p. ISBN 0881323705.

ROELLER, L. H. – VÉRON, N. (2008): Safe and Sound: An EU Approach to Sovereign Investment. Bruegel Policy Brief 2008. Brussels. Bruegel.

ROSE, P. (2008): Sovereigns as Shareholders. North Carolina Law Review 87, no. 1. p. 83 – 150.

RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND. Online: <http://rdif.ru/Eng_Index/>.

SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE (SWFI). Online: <<http://www.swfinstitute.org>>.

SOVEREIGN WEALTH QUARTERLY (April 2014). Dostupné po zaplattení predplatného.

SOVEREIGN WEALTH QUARTERLY (January 2014). Dostupné po zaplattení predplatného.

SOVEREIGN WEALTH QUARTERLY (July 2014). Dostupné po zaplattení predplatného.

STANĚK, P. (2010): Globálna kríza – hrozba alebo výzva? Elita. Bratislava. 219 s. ISBN 978-80-89393-24-4.

SWFI (2009): Bidders ready for EDF's network sale. Online: <<http://www.swfinstitute.org/other-swfi-news/bidders-ready-for-edfs-network-sale/>>

SWFI (2010): Intel Capital and China Investment Corporation Announce Collaboration Agreement. Online: <<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/intel-capital-and-china-investment-corporation-announce-collaboration-agreement/>>.

SWFI (2010): Market Comparison – Investor Classes and Asset Classifications. Online: <www.swfinstitute.org/research/assetcomparison.php>.

ŠMELEV, B. A. (2013): Война или мир: инструменты политики глобальных элит. In PAUHOFOVÁ, I. a kol.: Paradigmy zmien v 21. storočí. Súvislosti globálneho ekonomického a mierového potenciálu. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, 55 – 74 s. ISBN 978-80-7144-209-7.

TRUMAN, E. M. (2010): Sovereign Wealth Funds: Threat Or Salvation? Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 186 s. ISBN 978-0-88132-498-3.

YUANN, J. K. – INCH, J. (2008): Supertrends of Future China: Billion Dollar Business Opportunities for China's Olympic Decade. World Scientific Publishing Co., 286 s. ISBN-13 978-981-281-439-5, ISBN-10 981-281-439-6.