

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

**Vlastimil Kreysa**

**Suverénní fondy (SWFs) a jejich regulace  
(Sovereign wealth funds and their regulation)**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: Mgr. Ing. Aleš Borkovec

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): červenec 2011

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci sepsal samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených, že všechny prameny a literatura v ní použité byly řádně citovány a že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 3. července 2011

Podpis:

### **Poděkování**

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucímu diplomové práce Mgr. Ing. Aleši Borkovcovi za cenné rady, připomínky a metodické vedení práce.

<b>1. ÚVOD.....</b>	<b>5</b>
<b>2. CHARAKTERISTIKA SUVERÉNNÍCH FONDŮ.....</b>	<b>10</b>
2.1 <i>Definice pojmu „suverénní fond“ a jejich právní charakter .....</i>	<i>10</i>
2.1.1 Možnosti vymezení pojmu „suverénní fond“ dle jejich charakteristických znaků .....	10
2.1.2 Právní povaha suverénních fondů.....	15
2.2 <i>Role suverénních fondů na finančních trzích.....</i>	<i>21</i>
2.2.1 Suverénní fondy a objem jimi obhospodařovaných aktiv .....	21
2.2.2 Důvody značného rozmachu suverénních fondů .....	27
2.2.3 Investice a investiční strategie suverénních fondů.....	29
2.2.4 Potenciální rizika investičních aktivit suverénních fondů.....	33
2.2.5 Nejvýznamnější současné suverénní fondy .....	35
<b>3. REGULACE SUVERÉNNÍCH FONDŮ .....</b>	<b>42</b>
3.1 <i>Možnosti regulace činnosti suverénních fondů.....</i>	<i>42</i>
3.1.1 Komplexní regulace.....	42
3.1.2 Zákaz specifických investic .....	42
3.1.3 Omezování investičních aktivit .....	43
3.1.4 Oboustranné dohody.....	44
3.1.5 Shrnutí .....	44
3.2 <i>Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - Santiago Principles .....</i>	<i>44</i>
3.2.1 International Working Group of Sovereign Wealth Funds.....	45
3.2.2 Rozbor Santiago Principles .....	47
3.2.3 Budoucí vývoj spojený se Santiago Principles.....	53
3.3 <i>Regulace ze strany OECD.....</i>	<i>54</i>
<b>4. ZÁVĚR.....</b>	<b>60</b>
<b>5. SEZNAM ZKRATEK.....</b>	<b>63</b>
<b>6. SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>64</b>
<b>7. PŘÍLOHA: SANTIAGO PRINCIPLES .....</b>	<b>72</b>

## 1. ÚVOD

Suverénní fondy (anglicky: *Sovereign wealth funds, SWFs*) jsou obecně definovány jako státem ovládané (veřejné) investiční entity, které spravují část (zejména zahraničních) aktiv svého státu. Tyto investiční subjekty nejsou přes relativně nedávný intenzivní mediální zájem o ekonomické, právní a politické aspekty jejich působení na finančních trzích novými entitami ovlivňujícími světové hospodářství. Historie suverénních fondů totiž sahá až do roku 1953, kdy dle Kuwait Investment Authority byla zřízena Kuwait Investment Board mající za cíl investovat přebytečné příjmy z ropy za účelem snížení míry závislosti Kuvajtu na svých vyčerpatelných ropných zásobách. Některé další investiční fondy existují často již téměř 30 let, a to zejména v zemích, které disponují značnými finančními prostředky z exportu nerostných surovin, převážně zemního plynu a ropy (Norsko, země Arabského poloostrova), či opakovaně dosahují přebytků ve svojí obchodní bilanci se zahraničím (Čína, Singapur). Podle dostupných informací<sup>1</sup> 44% největších světových suverénních fondů bylo založeno před rokem 2000 (tzv. suverénní fondy první generace). Nicméně až po roce 2000 suverénní fondy začaly rapidně posilovat svoji roli na finančních trzích. V této době tudíž dochází ke zvyšování počtu existujících suverénních fondů a celkového objemu jimi obhospodařovaných finančních prostředků.

Dalším zajímavým jevem posledních let jsou změny v ekonomickém prostředí, ve kterém suverénní fondy vyvíjejí své investiční aktivity a v celkovém charakteru těchto fondů (jak z individuálního, tak celkového hlediska). Vzhledem ke skutečnosti, že toto z nich činí jedny z nejdůležitějších subjektů na globálních finančních trzích, stávají se suverénní fondy objektem zájmu regulátorů, politiků a dalších investorů. Problematika regulace suverénních fondů je spojena s obavami z nedostatečné průhlednosti investičního chování a politické zainteresovanosti těchto fondů a z toho plynoucích potenciálních rizik pro stabilitu globálního

---

<sup>1</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 3.

finančního systému. Někteří odborníci například namítají, že suverénní fondy mohou prostřednictvím investičních strategií orientovaných na vysokou míru návratnosti přispívat k rozšíření nerovnovah na světových finančních trzích a ohrozit systém finančních rezerv založený na investicích do vládních dluhopisů denominovaných v amerických dolarech. Další nejistota souvisí s otázkou, zda jsou suverénní fondy schopny narušovat cenu aktiv s ohledem na možné prodeje a nákupy cenných papírů, které jsou motivovány čistě politickými záměry.

Nedávný rozmach suverénních fondů odráží zřejmý posun role rozvíjejících se států ve světovém hospodářství (anglicky: *emerging economies, developing countries*) z pozice dlužníků do pozice věřitelů rozvinutých zemí, kdy od roku 1999 rozvíjející se země vykazují pravidelné přebytky v běžném účtu platební bilance a poskytují kapitál pro zbytek světa.<sup>2</sup> Tento přebytek se značně zvyšoval a v roce 2006 dosáhl přibližně 685 miliard USD. Nejen asijské ekonomiky jsou typickým příkladem tohoto jevu. V tomto ohledu totiž roste i význam zemí exportujících ropu.<sup>3</sup> Z tohoto důvodu začaly rozvíjející se země hromadit disponibilní prostředky. Poté, co se ukázalo, že tato aktiva již převyšují množství finančních rezerv potřebných pro účely případné stabilizace jejich ekonomik, vlády rozvíjejících se zemí se rozhodly tento kapitál investovat, aby zvýšily míru jeho zhodnocení. Dochází proto k rostoucí diverzifikaci jejich investic a z toho vyplývajícího odklonu od tradiční preference nákupu dluhových cenných papírů (státní dluhopisy a státní pokladniční poukázky) k aktivním investicím prostřednictvím zřízených suverénních fondů<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> TOLOUI, Ramin. *When Capital Flows Uphill: Emerging Markets as Creditors*. PIMCO Capital Perspectives, červen 2007. Strana 1.

<sup>3</sup> *Významnějšími výjimkami jsou pouze Indie, Turecko, JAR a země východního Evropy.*

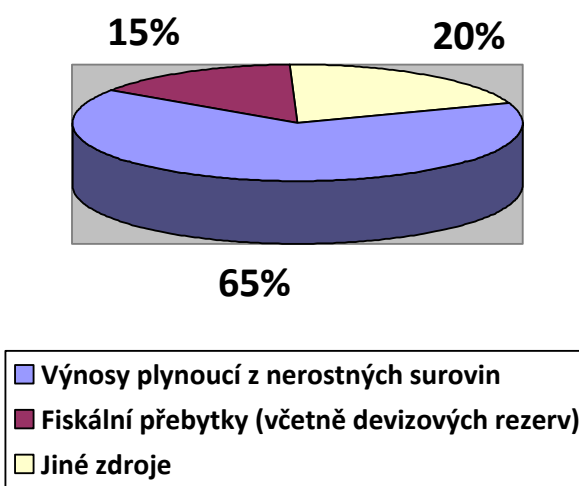
TOLOUI, Ramin. *When Capital Flows Uphill: Emerging Markets as Creditors*. PIMCO Capital Perspectives, červen 2007. Strana 2.

<sup>4</sup> *Cizoměnové rezervy v dispozici centrálních bank rozvíjejících se států výrazně převýšily prostředky nezbytné ke krytí jejich krátkodobých závazků vůči zahraničí a dosáhly odhadem 3 bilionů USD.*

Hlavní skupinou zemí jsou státy, ve kterých suverénní fondy slouží částečně rovněž ke stabilizaci vládních příjmů z exportu a s tím souvisejícím snížením míry náchylnosti k volatilitě tržních cen ropy a jiných surovin. Dalším účelem suverénních fondů je shromažďování a správa úspor států pro budoucí generace jejich obyvatel, jelikož zdroje nerostných surovin ve vlastnictví těchto států jsou neobnovitelné, a proto jejich vlády musí nutně počítat s budoucím vyčerpáním surovinového bohatství. Typickým příkladem v tomto aspektu je norský Government Pension Fund, dále Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), který obhospodařuje majetek emirátu Abú Dhabí ve Spojených arabských emirátech, a další suverénní fondy z arabských zemí či ruský Oil Stabilization Fund. Další skupinu představují země, zejména v Asii, kde byly suverénní fondy zřízeny, jelikož, jak již bylo uvedeno, se zde objevily akumulované finanční rezervy, které přesahovaly objem prostředků nezbytných pro případné měnové intervence či splácení závazků vůči zahraničí. Zdroje akumulovaných rezerv takových států nepramení většinou z vývozu primárních surovin, nýbrž, mimo jiné, ze zásahů do hodnoty jejich vlastní měny ve vztahu k zahraničním měnovým jednotkám umožňujícím dosahovat přebytků ze zahraničního obchodu s jejich obchodními partnery. Přebytky z exportu se poté soustřeďují do ovládaných suverénních fondů, které mohou investovat svěřené peníze do rizikovějších aktiv než tamní ústřední banky. Příkladem takových fondů jsou singapurská Government Investment Company (GIC), Korea Investment Corporation (KIC), Exchange Fund pod správou Hong Kong Monetary Authority či před několika roky založená China Investment Corporation (CIC).

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG-SWF), panel sdružující většinu nejvýznamnějších suverénních fondů, rozčlenil fondy z hlediska primárního zdroje jejich finančních prostředků v tomto Grafu č.1<sup>5</sup>:

### Graf č. 1: Zdroje finančních prostředků suverénních fondů (v % respondentů)



Zdroj: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>

Cílem mojí diplomové práce je tudíž podat ucelený výklad o problematice spojené se současnou rolí a působením suverénních fondů na finančních trzích a dopadem a riziky jejich ekonomických aktivit na globální hospodářství. Tato diplomová práce by proto měla sloužit jako příspěvek do odborné diskuze o právně-ekonomických aspektech fungování suverénních fondů, a to zejména prostřednictvím snahy o analýzu finančních, ekonomických a právních otázek charakteru nejvýznamnějších soudobých suverénních fondů a jejich investičních strategií. V neposlední řadě má tato diplomová práce za cíl pokusit se o shrnutí nynějšího mezinárodního regulatorního rámce a rovněž nastínění eventuálních změn v tomto systému právních norem a budoucí podoby limitů a omezení pro investiční činnost

---

<sup>5</sup> SEKRETARIÁT INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (ve spolupráci s členy International Working Group of Sovereign Wealth Funds). *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practice*. 15. září 2008. Strana 4.



suverénních fondů. Otázka shrnutí a rozboru těchto regulačních opatření bude vycházet z popisu a interpretace nejdůležitějších mezinárodních „soft-law“ pravidel - tzv. Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices) a legislativy OECD vztahující se k tématu suverénních fondů.

Důvodem pro volbu tohoto tématu diplomové práce je skutečnost, že otázkám spojeným s existencí suverénních fondů a jejich právní regulací nebyla v českých odborných a laických kruzích dosud dle mého názoru věnována taková pozornost, která by umožnila důkladné porozumění významu suverénních fondů pro současnou celosvětovou ekonomiku. Tato práce se ve své první části zaměřuje na vymezení pojmu „suverénní fond“, kategorizaci těchto fondů na základě jejich charakteristických znaků, analýzu právní povahy fondů a vzájemných odlišností mezi nimi, jejich roli a vliv na finanční trhy (včetně jejich pozice v současné ekonomické krizi), odhaduje rovněž velikost jednotlivých fondů a rozebírá příčiny jejich rozmachu, investiční strategie suverénních fondů, rizika a hrozby, které jejich aktivity přináší a přináší charakteristiku nejvýznamnějších světových suverénních fondů. Ve své druhé části se moje diplomová práce soustřeďuje na regulatorní aspekty spojené s existencí suverénních fondů, tj. na teoretické koncepce regulace a zejména na soubor „soft law“ pravidel - tzv. Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices). V této části bude rovněž analyzován přístup OECD k regulaci suverénních fondů.

Při zpracování této diplomové práce s právně-ekonomickým zaměřením budu používat zejména metodu induktivní analýzy, při které budu vycházet z výsledků statistik a ekonomických rozborů týkajících se působení suverénních fondů na globálních finančních trzích. S ohledem na interdisciplinární charakter této práce a zjevný nedostatek dostupné odborné literatury v českém jazyce týkající se uvedeného tématu budu vycházet z převážně cizojazyčných zdrojů ekonomického a právního zaměření v podobě monografií, odborných článků, vědeckých statí, ekonomických analýz a relevantních právních předpisů.

## **2. CHARAKTERISTIKA SUVERÉNNÍCH FONDŮ**

### **2.1 Definice pojmu „suverénní fond“ a jejich právní charakter**

#### **2.1.1 Možnosti vymezení pojmu „suverénní fond“ dle jejich charakteristických znaků**

Přes zjevnou neexistenci jednotné definice fenoménu suverénních fondů převážná většina těchto investičních subjektů vykazuje několik společných znaků<sup>6</sup>:

- (1) suverénní fondy jsou státem vlastněné;
- (2) suverénní fondy jsou spravovány odděleně od běžných státních cizoměnových rezerv;
- (3) suverénní fondy disponují velice omezeným objemem „explicitních“ (krátkodobých) závazků.<sup>7</sup>

Nehledě na výše uvedené majorita těchto subjektů sdílí určité společné charakteristiky pramenící z jejich specifické právní a ekonomické povahy. Suverénní fondy kupříkladu sledují podobné dlouhodobé investiční strategie pramenící ze skutečnosti, že disponují omezenými krátkodobými závazky.<sup>8</sup> V tomto ohledu se suverénní fondy zcela odlišují od státních penzijních fondů<sup>9</sup>, které čelí nutnosti krátkodobého vypořádání svých závazků vůči účastníkům státního penzijního systému. Z tohoto důvodu je charakter suverénních fondů bližší povaze soukromých investičních fondů či hedgeových fondů.

---

<sup>6</sup> Např. Committee on Balance of Payments Statistics IMF v současné době intenzivně pracuje z důvodu zlepšení možnosti monitorování těchto fondů na jejich sjednoceném vymezení.

<sup>7</sup> Někdy dokonce nemají žádné takové závazky.

<sup>8</sup> Tento princip nelze aplikovat všeobecně na všechny finanční instituce. Např. banky v rámci své činnosti rovněž mnohdy převádějí krátkodobé závazky na dlouhodobá aktiva. Investiční strategie nicméně sledují odlišné.

<sup>9</sup> Penzijní fondy spojují svoje explicitní závazky (vyplývající z nutného budoucího odlivu finančních prostředků-v podobě výplaty důchodů) s investicemi do instrumentů s pevným budoucím výnosem (zejm. dluhopisy).

Absence „explicitních“ závazků rovněž zapříčiňuje nižší averzi těchto fondů vůči jimi podstupovaným investičním rizikům. Důsledkem je tudíž skutečnost, že suverénní fondy drží ve svých portfoliích komparativně méně instrumentů s nižším rizikovým profilem a zajištěným, avšak relativně nižším, budoucím výnosem než většina standardních podílových fondů. V neposlední řadě je třeba zmínit fakt, že suverénní fondy se koncentrují převážně (či dokonce výlučně) na investice do zahraničních aktiv.

IMF definuje suverénní fondy pro účely svojí Zprávy o globální finanční stabilitě jako:

- (1) investiční fondy zvláštní povahy
- (2) zřízené či vlastněné vládami jednotlivých států
- (3) za účelem dlouhodobých investic do zahraničních aktiv.

Dle Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) jsou suverénní fondy v podstatě:

- (1) státem vlastněné investiční entity
- (2) financované z cizoměnových prostředků.

Všechna výše specifikovaná vymezení se zaměřují na způsob, jakým jsou suverénní fondy financovány, tj. prostřednictvím cizoměnových aktiv, druh investic, které drží ve svých portfoliích, tj. zahraniční aktiva a rovněž na způsob, jakým jsou tyto fondy spravovány, tj. separátně od běžných („oficiálních“) rezerv svých států. Přestože uvedené definice jsou schopny pojmout většinu fondů, není možné je aplikovat restriktivně. V opačném případě by totiž byly vyloučeny z fenoménu suverénních fondů některé státní investiční fondy, které jsou v praxi považovány za představitele suverénních fondů. Mezi takové investiční entity patří fondy Temasek Holdings (Singapur), Khazanah Nasional Berhad (Malajsie) či

National Stabilisation Fund (Tchaj-wan), které buď investují svěřené prostředky v rámci svojí země či nečerpají finanční prostředky ze zahraničních aktiv. Obdobnými příklady jsou Korea Investment Corporation nebo Exchange Fund řízený prostřednictvím Hong Kong Monetary Authority, u kterých nejsou běžné rezervy plně odděleny od prostředků v investičních portfoliích těchto fondů.

IMF proto předložil i další, rozšířenou definici suverénních fondů, ve které tvrdí, že některé vlády zřizují:

- (1) vládní fondy zvláštního určení;
- (2) investující do aktiv za účelem sledování dlouhodobých záměrů;
- (3) kdy investované prostředky obvykle plynou z prodeje surovin, privatizačních výnosů a/nebo akumulace zahraničních finančních aktiv orgány veřejné moci daného státu.

Širší formulaci tohoto pojmu zvolila také Evropská centrální banka<sup>10</sup>, která suverénní fondy definuje jako:

- (1) veřejné investiční organizace,
- (2) které spravují část (zahraničních) aktiv národních států.

Evropská komise tyto fondy vymezuje komplexně jako<sup>11</sup>:

- (1) státy vlastněné investiční subjekty,
- (2) které obhospodařují diverzifikovaná portfolia vnitrostátních i mezinárodních finančních aktiv.

---

<sup>10</sup> EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Beck, Roland; Fidora, Michael. *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. Occasional Paper, č. 91/2008, červenec 2008. Strana 7.

<sup>11</sup> EVROPSKÁ KOMISE. *A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds*. 27. února 2008. Strana 4.

Evropská komise v této souvislosti navíc dodává, že suverénní fondy jsou typicky (nikoliv však bezpodmínečně):

- (1) financovány z akumulovaných cizoměnových rezerv jejich zemí; a
- (2) spravovány separátně od „oficiálních“ rezerv za účelem nutnosti podstupovat vyšší rizika při snaze o vyšší výnosnost.

S ohledem na určitou rozdílnost výše uvedených definic je třeba stanovit společné kritérium, které je společné pro všechna zmíněná vymezení a které zároveň umožní dostatečně odlišit suverénní fondy od ostatních institucionálních investorů a investičních subjektů. Toto kritérium bezesporu spočívá ve specifickém vlastnickém režimu, ve kterém se nacházejí suverénní fondy (tj., že suverénní fondy jsou státem vlastněné entity řízené, přímo či nepřímo, v zájmu svých národních států).

Přesná definice suverénních fondů je klíčová nejen pro jejich odlišení od ostatních subjektů působících na finančních trzích, ale zejména z regulačních důvodů, kdy je nezbytné přesně určit povahu suverénních fondů za účelem vytvoření právního rámce a podniknutí regulačních opáření vztahujících se k jejich investičnímu chování.

Z tohoto důvodu se jeví užitečnou definice podle společnosti State Street Corporation<sup>12</sup>, která suverénní fondy vymezuje negativním způsobem jako:

- (1) „sdružení (anglicky: *pools*) kapitálu a aktiv” ve vlastnictví státu,
- (2) která svým charakterem nejsou běžnými veřejnými penzijními fondy, ani rezervami k podpoře národních měn.

---

<sup>12</sup> STATE STREET CORPORATION. *Sovereign Wealth Funds, Assessing The Impact*. Vision, svazek III, 2. vydání, 2008. Strana 19.

Podle této definice jsou určitá aktiva ve vlastnictví států považována za aktiva suverénních fondů, pokud jsou přímo či nepřímo organizována za účelem naplňování veřejných zájmů odlišných od měnových a devizových politik či obhospodařování veřejných penzijních systémů a jestliže zároveň nepředstavují měnové rezervy ve správě centrálních bank či obdobných měnově-politických orgánů. Specifičnost aktiv, která jsou v dispozici suverénních fondů, je zaručena skrze jejich faktickou, organizační i personální separaci ve formě těchto opatření:

- (1) požadavků na majetkovou oddělenost a právní oddělenost entit spravujících státní aktiva (což může mít za následek i nízkou provozní efektivitu a zvýšené náklady na správu těchto aktiv);
- (2) finanční a účetní oddělenost; a
- (3) systém „čínských zdí“ v rámci subjektů odpovědných za správu státních aktiv.

Pro účely formulace souboru pravidel „Generally Accepted Principles and Practices“ (též nazývané „Santiago Principles“)<sup>13</sup>, která budou analyzována ve druhé části této práce, byly suverénní fondy charakterizovány jako: „Investiční fondy zvláštního určení ve vlastnictví států, které byly zřízeny vládami těchto států. Tyto fondy za účelem naplnění makroekonomických cílů svých vlád drží, investují a obhospodařují aktiva a aplikují investiční strategie, které zahrnují nabývání zahraničních finančních aktiv. Suverénní fondy jsou obvykle zakládány z přebytků obchodní bilance, státních operací s cizími měnami, privatizačních výnosů, fiskálních přebytků či příjmů plynoucích z vývozu nerostných surovin.“ Z rozsahu vymezení byly tudíž vyloučeny:

- (1) devizové rezervy v držení centrálních bank určené pro vypořádání plateb a realizaci měnové politiky;
- (2) finanční operace běžných státních podniků;

---

<sup>13</sup> INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, “Santiago Principles“*. Říjen 2008. Strana 34.

- (3) finanční prostředky z národních penzijních systémů vázané smluvními závazky, které znemožňují jejich využití k makroekonomickým účelům;
- (4) aktiva spravovaná v zájmu a na účet jednotlivců;
- (5) státní, veřejné a vládní fondy vnitrostátního charakteru (určené zejména k poskytování půjček a úvěrů); a
- (6) státem vlastněné banky (tj. národní exportní či rozvojové banky).

Z výše uvedeného je možné proto vyvodit, že aktiva ve správě suverénních fondů jsou právně i provozně vyloučena z rozsahu pravomoci centrálních bank tak, aby tyto instituce nemohly použít aktiva fondů k plnění svých úkolů (např. péče o měnovou stabilitu). Z tohoto důvodu vykazují aktiva suverénních fondů často relativně nízkou míru likvidity.

Typickým rysem suverénních fondů je navíc i fakt, že jsou zatíženy velmi nízkou výší závazků (příp. pouze závazky s dlouhodobou splatností) umožňující sledování dlouhodobých makroekonomických záměrů skrze:

- (1) koncentraci na zahraniční investice;
- (2) vyšší míru podstupovaného rizika; a
- (3) širokou škálu investičních strategií dlouhodobého (či min. střednědobého) charakteru.

Suverénní fondy jsou tedy výrazně méně náchylné vůči poklesu hodnoty jimi vlastněných aktiv než většina ostatních institucionálních investorů.

### **2.1.2 Právní povaha suverénních fondů**

Při analýze právní formy suverénních fondů je nezbytné poznamenat, že tyto fondy v mnoha zemích nesplňují zákony stanovená kritéria aplikovaná subjekty

považovanými za „(investiční) fondy”, kterým byla většinou udělena příslušná licence pro podnikání v oboru specifických investičních služeb.

Investiční fondy jsou dle definice IMF „kolektivní investiční systémy, které získávají finanční prostředky investorské veřejnosti prostřednictvím emise akcií či podílových listů. Investiční fondy mohou být zřízeny dle smluvního práva, práva trustů, veřejného práva či jiným způsobem majícím obdobný účinek”.<sup>14</sup> Z tohoto důvodu jsou suverénní fondy považovány spíše za státní fondy *sui generis*, a to zejména s ohledem na povahu jejich závazků.

Z podobné příčiny nepodléhají suverénní fondy v evropském právu předpisům regulujícím subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (anglicky: *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS*). Suverénní fondy je na druhou stranu možné do určité míry subsumovat pod pojem „obchodník s cennými papíry” (anglicky: *Investment Firm*) tak, jak je vymezen ve Směrnici o trzích finančních instrumentů (anglicky: *The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*). Za obchodníka s cennými papíry je v tomto kontextu považována „jakákoliv právnická osoba, která pravidelně v rámci svého podnikání poskytuje investiční služby třetím osobám nebo vykonává profesionálně některou z následujících investičních činností.” Mezi taxativně uvedené investiční činnosti patří rovněž „portfolio management”, tj. obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. *6th Balance of Payment and International Investment Position Manual*. 13. ledna 2010. ISBN 978-1-58906-812-4. Strana 82.

<sup>15</sup> § 4 písm. d) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, do kterého byla promítnuta ustanovení směrnice MiFID



V souladu s výše uvedenými skutečностями Evropská centrální banka v rámci svojí publikační činnosti<sup>16</sup> uvádí, že na základě dostupných informací o největších světových suverénních fondech lze konstatovat, že investiční chování těchto fondů se značně odlišuje od běžného výkonu správy devizových rezerv a namísto toho je přibližuje k soukromým správcům aktiv (anglicky: *asset manager*).

V rámci přípravy pravidel „Santiago Principles” provedli členové IWG-SWF analýzu zabývající se tématem právní povahy suverénních fondů. Z jejích výsledků vyplynulo, že právní forma a právní základ těchto fondů jsou rozličné v jednotlivých jurisdikcích. Ve 50% případů bylo nicméně zjištěno, že suverénní fondy jsou založeny a existují jako subjekty oddělené od státu či ústřední banky státu. Zbytek fondů funguje jako neoddělené právní entity (jsou tedy pouhým „sdružením kapitálu a jiných aktiv”<sup>17</sup>). První kategorie suverénních fondů má právní subjektivitu odvozenou od zvláštních zákonů, kterými byly zřízeny nebo tyto fondy byly založeny jako soukromoprávní obchodní společnosti v souladu s právem obchodních společností příslušné země. Suverénní fondy spadající do druhé uvedené kategorie, jsou většinou právně kontrolovány ministerstvem financí daného státu a z provozního hlediska řízeny centrální bankou či specifickým zákonem zřízeným správním úřadem. Statisticky jsou uvedené výsledky znázorněny v následujících Grafech č. 2 a 3<sup>18</sup>:

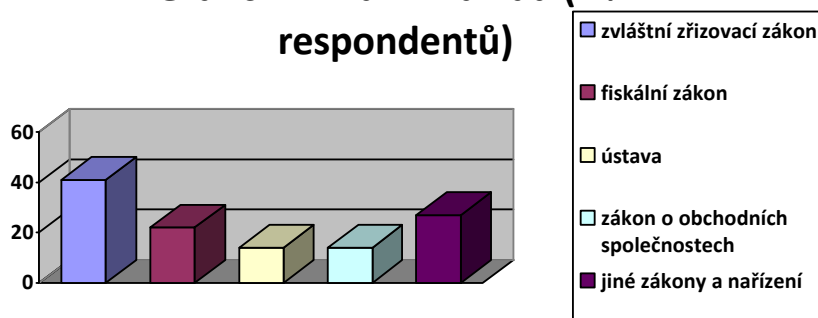
---

<sup>16</sup> EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Beck, Roland; Fidora, Michael. *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. Occasional Paper, č. 91/2008, červenec 2008. Strana 13.

<sup>17</sup> V originále „pools of assets”.

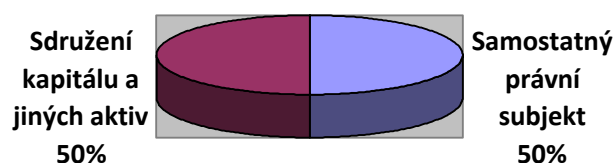
<sup>18</sup> SEKRETARIÁT INTERNACIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (ve spolupráci s členy International Working Group of Sovereign Wealth Funds). *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practice*. 15. září 2008. Strana 5.

**Graf č. 2: Právní základ (v % respondentů)**



Poznámka: Některé suverénní fondy odvozují svoji existenci z vícero právních předpisů.

**Graf č. 3: Právní forma (v % respondentů)**



Zdroj (Graf č. 2 a 3): <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>

Z výše uvedeného proto vyplývá, že termín „suverénní fondy“ označuje velmi rozmanitou množinu právních subjektů, kterou lze na jedné straně ohraničit státem vlastněnými podniky a na straně druhé centrálními bankami.<sup>19</sup> V rámci rozpětí této množiny se jednotlivé fondy liší s ohledem na jejich právní povahu, objem obhospodařovaných prostředků, zdroj finančních prostředků, rok zřízení, investiční strategie a cíle, přístup k riziku, způsob řízení a správy atd.

<sup>19</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2009*. Březen 2009. Strana 1.

Z perspektivy investičních strategií těchto fondů lze suverénní fondy rámcově kategorizovat na:

- (1) fondy se spořicíím účelem – určené převážně k investicím do diverzifikovaných portfolií zahraničních aktiv za účelem zhodnocování prostředků pro budoucí generace a plnění jiných dlouhodobých záměrů;
- (2) fondy se stabilizačním účelem – chránící ekonomiky a státní rozpočty svých zemí před negativními důsledky volatility tržních cen nerostných surovin, které tyto státy vyvázejí. Tyto fondy tudíž shromažďují finanční prostředky získané v době vyšších cen komodit a s tím souvisejících vyšších příjmů státního rozpočtu jako rezervy pro dobu, kdy ceny nerostných surovin poklesnou. Růst cen ropy v nedávné době finanční krize umožnil těmto fondům zaměřit se rovněž na výše specifikovaný spořicí účel;
- (3) fondy na investování rezerv – tyto investiční subjekty se soustřeďují na investice devizových rezerv států, s cílem dosažení vyšší míry zhodnocení akumulovaných rezerv a snižování nákladů na jejich správu;
- (4) jiné fondy (fondy důchodových rezerv – mají závazky vůči důchodovému systému státu; rozvojové fondy – shromažďují prostředky na financování infrastrukturních a jiných projektů společensko-hospodářského rozvoje).

Z hlediska zdroje finančních prostředků lze suverénní fondy poměrně snadno rozdělit na:

- (1) komoditní fondy (suverénní fondy arabských zemí, Norway Government Pension Funds, Stabilization Fund+National Wealth Fund v Rusku) – určené pro stabilizaci příjmů státních rozpočtů a správu prostředků pro budoucí generace; a
- (2) nekomoditní fondy (suverénní fondy obvykle pocházející z východoasijských států – Čína, Hongkong, Singapur, Jižní Korea, Malajsie) financované prostřednictvím převodu přebytkových aktiv z národních devizových rezerv spravovaných centrálními bankami těchto států.

Suverénní fondy lze následujícím způsobem uspořádat i na základě povahy a druhu jejich závazků, které různým způsobem limitují investiční strategie a správu aktiv obhospodařovaných suverénními fondy<sup>20</sup>:

(1) fondy s proměnlivými závazky – jsou primárně zřízeny pro hospodářsko-stabilizační účely státu, jehož příjmy jsou silně závislé na exportu nerostných surovin. Stabilizační fondy ve své typické formě jsou odlišné od ostatních fondů, jelikož jejich investiční strategie jsou zaměřeny na konzervativní investice a vysokou míru likvidity a jsou tím pádem bližší strategiím aplikovaným centrálními bankami. Závazky těchto fondů jsou proměnlivé (tj. odvislé od makroekonomické situace), ústředním investičním záměrem je řízení rizik (dlouhodobý maximální výnos je až sekundární);

(2) fondy s fixními závazky – jsou zřizovány pro uspokojování dlouhodobých fixních závazků svých států v podobě budoucích důchodových nároků a předpokládané budoucí nedostatečnosti nynějšího veřejného penzijního systému. Takové fondy jsou tudíž podobné penzijním fondům, jelikož se musejí vypořádat s jistotou závazků vzniknuvších vůči občanům státu, kteří jsou v současné době ekonomicky aktivní. Tyto fondy disponují relativně vysokou mírou flexibility ve vztahu ke správě svých prostředků, nicméně jsou omezeny z důvodu vzniku uvedených závazků v budoucnu (např. National Pension Reserve Fund v Irsku, Australian Future Fund);

(3) fondy se smíšenými závazky – jsou zatíženy pevným závazkem v podobě pravidelných příspěvků do veřejných rozpočtů svého státu, který však nemá stanovenou fixní konečnou výši;

(4) fondy s časově nespécifikovanými otevřenými závazky – jedná se v podstatě o čistě investiční entity bez explicitních nebo smluvně stanovených závazků vůči třetím osobám. Tyto fondy mají tudíž nejdelší investiční horizont a nejnížší náchylnost riziku, obhospodařují nejvíce diverzifikovaná portfolia z hlediska používaných investičních instrumentů.

---

<sup>20</sup> STATE STREET CORPORATION. *Sovereign Wealth Funds, Assessing The Impact*. Vision, svazek III, 2. vydání, 2008. Strana 31-32.

Je nutné poznamenat, že suverénní fondy mohou v průběhu času měnit svoje investiční chování. Může proto docházet k rozdílné klasifikaci stejného fondu během doby existence takového fondu.

## **2.2 Role suverénních fondů na finančních trzích**

### **2.2.1 Suverénní fondy a objem jimi obhospodařovaných aktiv**

Klasifikace suverénních fondů podle objemu jimi obhospodařovaných finančních prostředků je nadmíru obtížná, neboť většina těchto fondů vykazuje relativně nízký stupeň transparentnosti a ochotu zveřejňovat informace o svojí investiční činnosti. Podstatnou výjimkou je pouze norský suverénní fond Government Pension Fund, který je často experty oceňován za svůj příkladný přístup k poskytování údajů o svém vnitřním chodu a investiční strategii. Některé suverénní fondy se ale v aspektu otevřenosti vůči veřejnosti liší dokonce i navzdory skutečnosti, že pocházejí ze stejného státu, což by logicky mělo vést k předpokladu, že takové fondy působí v rámci totožného regulatorního prostředí a jsou zřizovány a řízeny stejnými orgány veřejné moci, a proto by měly zastávat podobný postoj k míře svojí transparentnosti.<sup>21</sup> Nedostatečná otevřenost suverénních fondů navíc představuje hlavní důvod znepokojení regulátorů a znemožňuje provést efektivní a přesné ohodnocení rizik podstupovaných těmito entitami a spolehlivou predikci budoucího vývoje jejich pozice na globálních finančních trzích.

Nicméně při prostudování vícero informačních zdrojů<sup>22</sup> lze dospět k následující Tabulce č. 1, uvádějící nejvýznamnější suverénní fondy, které působí na globálních finančních trzích (údaje z března 2011):

---

<sup>21</sup> Např. singapurské fondy Temasek Holdings a Government Investment Corporation.

<sup>22</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 3.

Dále rovněž: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> (data ke 31. březnu 2011).

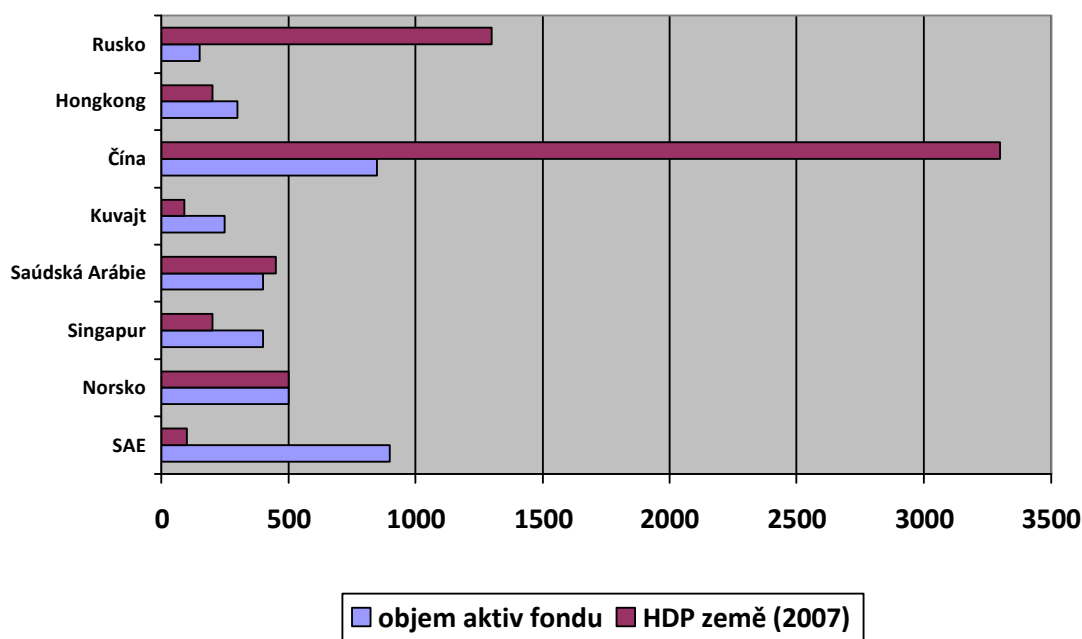
**Tabulka č. 1: Seznam nejvýznamnějších suverénních fondů  
dle odhadovaného objemu spravovaných aktiv**

<b>NÁZEV FONDU</b>	<b>ODHADOVANÝ OBJEM SPRÁVOVANÝCH AKTIV (v mld. USD)</b>	<b>ZEMĚ PŮVODU</b>	<b>ROK ZALOŽENÍ FONDU</b>	<b>SPECIALIZACE FONDU</b>
<b>Abu Dhabi Investment Authority</b>	627	Spojené arabské emiráty	1976	Komoditní
<b>Government Pension Fund - Global</b>	556,8	Norsko	1990	Komoditní
<b>SAMA Foreign Holdings</b>	439,1	Saúdská Arábie	N/A	Komoditní
<b>SAFE Investment Company</b>	347,1	Čína	N/A	Nekomoditní
<b>China Investment Corporation</b>	332,4	Čína	2007	Nekomoditní
<b>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</b>	292,3	Hongkong – Čína	1993	Nekomoditní
<b>Government of Singapore Investment Corporation</b>	247,5	Singapur	1981	Nekomoditní
<b>Kuwait Investment Authority</b>	202,8	Kuvajt	1953	Komoditní
<b>National Social Security Fund</b>	146,5	Čína	2000	Nekomoditní
<b>Temasek Holdings</b>	145,3	Singapur	1974	Nekomoditní

<b>National Wealth Fund</b>	142,5	Rusko	2008	Komoditní
<b>Qatar Investment Authority</b>	85	Katar	2005	Komoditní

V mnoha zemích hrají suverénní fondy velmi důležitou roli v místním hospodářství. Následující Graf č. 4<sup>23</sup> demonstruje poměr HDP (hrubého domácího produktu) státu, ze kterého daný suverénní fond pochází, k objemu fondem obhospodařovaných aktiv. Ukazuje tudíž, jak významnou roli má tento fond pro ekonomiku svojí země.

**Graf č. 4: Poměr velikosti fondu a HDP dané země**



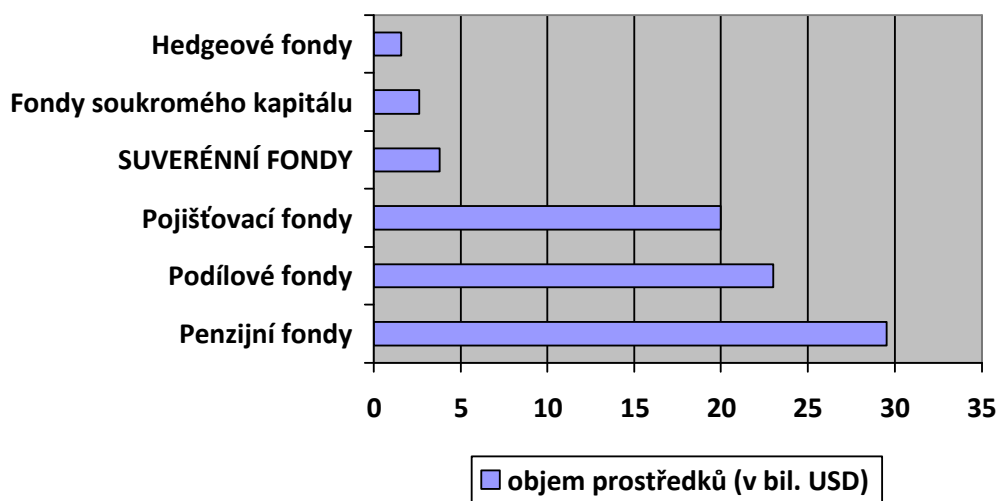
Zdroj: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary15062\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary15062_en.htm)>

<sup>23</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Mezzacapo, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy, Economic Papers 37, duben 2009. Strana 95.

V posledních deseti letech došlo k rapidnímu nárůstu objemu aktiv spravovaných suverénními fondy. Toto bylo způsobeno zejména kvůli trvale vysokým cenám nerostných surovin a zřizování nových suverénních fondů.

V důsledku výše uvedených skutečností se odhaduje, že nejvýznamnější suverénní fondy doposud nashromáždily přibližně 3,8 biliónů USD aktiv. Níže uvedený Graf č. 5<sup>24</sup> ilustruje postavení suverénních fondů v konfrontaci s ostatními druhy fondů působícími na globálních finančních trzích (údaje ke konci roku 2009).

**Graf č. 5: Srovnání suverénních a ostatních fondů**



Zdroj: <<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2010.pdf>>

I s ohledem na výše uvedené informace o jejich současné velikosti a jejich předchozím mohutném rozmachu IMF předpokládá, že suverénní fondy čeká nadále silný růst a objem jimi spravovaných aktiv může v nedaleké budoucnosti přesáhnout celkový objem celosvětových devizových rezerv a dosáhnout do roku

<sup>24</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 1.



2013 dohromady minimálně 7 biliónů USD.<sup>25</sup> Investiční banka Morgan Stanley<sup>26</sup> ještě v době před vznikem finanční a hospodářské krize také predikovala, že se do roku 2020 podíl suverénních fondů na celosvětových finančních aktivech vzroste téměř čtyřnásobně – z 2,5% na více než 9%. Na základě zohlednění negativních dopadů finanční krize na světovou ekonomiku, a tím pádem rovněž na suverénní fondy, byly predikce upraveny a v současné době se předpokládá, že velikost suverénních fondů může převýšit celkový objem globálních devizových rezerv až v roce 2015.<sup>27</sup> Nehledě na míru přesnosti citovaných odhadů je pravděpodobné, že suverénní fondy budou v budoucích letech zastávat stále důležitější pozici v globálním hospodářství. Jedním z nejdůležitějších argumentů pro očekávaný vzestup těchto fondů je skutečnost, že státy, které ovládají nejsilnější suverénní fondy na světě, stále disponují výrazným objemem devizových a ropných rezerv (viz. následující Tabulky č. 2 a 3).

<b>Tabulka č. 2: Oficiální devizové rezervy jednotlivých zemí (v mld. USD)</b>	
(data ke konci roku 2010 či začátku roku 2011)	
Čína	2850
Japonsko	1092
Rusko	500
Saúdská Arábie	450
Tchaj-wan	391

<sup>25</sup> MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. *Financial Stress, Downturns and Recoveries, World Economic Outlook*. World Economic and Financial Surveys, říjen 2008. Strana 224.

<sup>26</sup> MORGAN STANLEY. Miles, David; Jen, Stephen. *SWFs and Bond and Equity Prices*. 1. červen 2007.

<sup>27</sup> MORGAN STANLEY. Jen, Stephen; Andreopoulos, Spyros. *SWFs: Growth Tempered – US\$10 Trillion by 2015*. 10. listopad 2008.

Brazílie	316
Indie	304
Jižní Korea	298
Hongkong	273
Švýcarsko	272
Singapur	227

Zdroj: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/colist.aspx>;  
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html>>

**Tabulka č. 3: Odhadované ropné rezervy jednotlivých zemí  
(v biliónech barelů x 10<sup>6</sup>)**

(data za rok 2010)

Saúdská Arábie	267
Irák	180
Kanada	179
Írán	138
Kuvajt	104
Venezuela	99
Spojené arabské emiráty	98
Rusko	60
Kazachstán	47

Libye	41
-------	----

Zdroj: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html>>

Při pohledu na výše uvedené tabulky je nepochybné, že velikost suverénních fondů v některých zemích značně přesahuje objem spravovaných devizových rezerv. Tato data potvrzují, že suverénní fondy doplňují (a někdy dokonce nahrazují) standardní akumulaci a následnou správu devizových rezerv prostřednictvím centrální banky státu, jelikož tyto fondy jsou často schopny lépe snižovat riziko, diverzifikovat portfolia a vytvářet vyšší výnosy než tradiční správa aktiv centrální bankou skrze investice do pokladničních poukázek a vládních krátkodobých dluhopisů, tj. investičních nástrojů s poměrně s nízkou mírou výnosnosti.

### 2.2.2 Důvody značného rozmachu suverénních fondů

S odkazem na tabulku uvedenou v předchozí podkapitole je zřejmé, že suverénní fondy zaznamenaly v posledním desetiletí značný růst v parametrech objemu jimi obhospodařovaných aktiv, celkovém počtu existujících fondů a všeobecném významu ve světovém hospodářství. V důsledku těchto faktů se suverénní fondy staly dostatečně silné, aby byly schopny hrát systémově důležitou úlohu a jejich vzestup měl přímé a nezanedbatelné dopady pro globální hospodářství a mezinárodní finanční systém.

Hlavní příčiny jejich nynější podstatné role na finančních trzích spočívají převážně v následujících skutečnostech:

- (1) rozsáhlé přebytky obchodní bilancí států ve východní Asii (růst množství devizových rezerv byl obzvláště rychlý v Číně<sup>28</sup>); a

---

<sup>28</sup> BANK OF ENGLAND, Sir John Gieve. *Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances*. Sovereign Wealth Management Conference London, 14. března 2008. Strana 14.

(2) celosvětový růst cen ropy mající příznivé důsledky pro vývozce ropy a zemního plynu (Rusko, Norsko, země Arabského poloostrova).

Trend shromažďování devizových rezerv byl posílen také devizovou politikou čínské vlády zaměřující se na udržení mezinárodní konkurenceschopnosti svého exportovaného zboží, dále výraznými deficity platební bilance západních zemí (zejména Spojených států amerických, Spojeného království a Španělska) a celkovou liberalizací a integrací v oblasti mezinárodních pohybů kapitálu. Za těchto předpokladů je možné i s ohledem na zdroje kapitálu suverénních fondů počítat s jejich trvale udržitelným růstem v příštích letech.

Odhadovaný rozvoj suverénních fondů je pochopitelně podmíněn řadou faktorů, např. míra návratnosti jejich současných investic, následky nynější ekonomické krize a zpomalení růstu globálního HDP, neklesající ceny ropy, zemního plynu a jiných nerostných surovin, politická situace ve státech jejich původu, případná přísnější mezinárodní regulace a dohled nad jejich činností. Dalšími faktory jsou pokračující shromažďování devizových aktiv, udržitelnost ekonomického rozvoje v rozvíjejících se zemích, konjunktura v Číně, přetrvávající rozdíl ve výsledcích bilancí zahraničního obchodu západních zemí a východoasijských států i dopady stárnutí populace a reformy penzijních systémů.

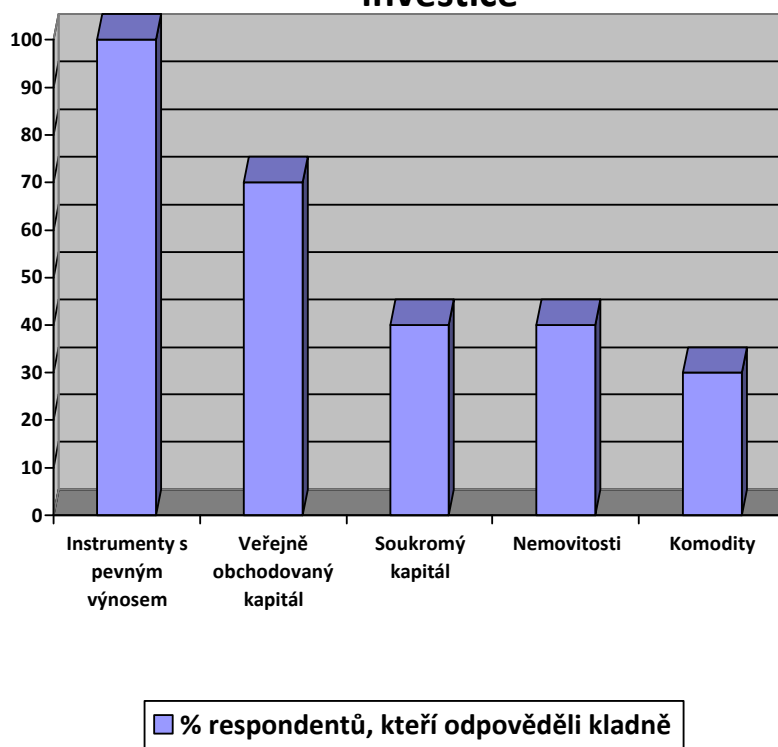
Přes zmíněná úskalí lze očekávat, že za předpokladu pokračujícího přílivu příjmů z vývozu komodit a přebytků obchodní bilance, budou suverénní fondy patřit k nejrychleji rostoucím institucionálním investorům na světě.

S ohledem na predikovaný vývoj nelze vyloučit kromě rozkvetu stávajících fondů vznik nových suverénních fondů v zemích, které budou příznivě ovlivněny tímto scénářem (např. Nigérie, Thajsko, Brazílie, Indie či Tchaj-wan).

### 2.2.3 Investice a investiční strategie suverénních fondů

Zásadní změny se také odehrály v přístupu suverénních fondů k riziku a výběru investičních instrumentů. V praxi to znamenalo přechod od dluhových instrumentů emitovaných státy k preferenci soukromého kapitálu a dalších druhů aktiv, vyšší aktivitu na finančních trzích a efektivnější a hlubší diverzifikaci jejich portfolií. Suverénní fondy se v podstatě soustředí na vytváření vyšších výnosů a lepší diverzifikaci rizik než státní měnové instituce spravující devizové rezervy svojí země. Na základě této strategie vyhledávají nejen státní pokladniční poukázky a dluhopisy (tj. aktiva s vysokou likviditou a nízkým rizikem a výnosem), ale i akcie, investiční deriváty a alternativní investice (viz. níže uvedený Graf č. 6)<sup>29</sup>.

**Graf č. 6: Preferované druhy aktiv pro investice**



Zdroj: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>

<sup>29</sup> SEKRETARIÁT INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (ve spolupráci s členy International Working Group of Sovereign Wealth Funds). *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practice*. 15. září 2008. Strana 15.

Činnost a existenci suverénních fondů navíc neohrožuje ani vysoká míra zadlužení, vyhledávání investic na úvěr či investice do „leverageovaného“ kapitálu. Investice na úvěr (rovněž známé jako „investice za použití finanční páky“<sup>30</sup>), které jsou často využívány hedgeovými fondy, totiž podstatně zvyšují rizikovost investice vyplývající z možnosti rychlé ztráty vložených prostředků a výrazně zkracují investiční horizont daného investora. Dle dostupného průzkumu mezi suverénními fondy<sup>31</sup> 85% fondů nevyhledává „leverageovaný kapitál“ v rámci svojí aktivní investiční politiky, 35% fondů využívá takový kapitál jen pro účely „hedgingu“ a pouze 20% aktivně vyhledává „leverageované“ investice.

Široká škála druhů investic a způsob investování zvolený suverénními fondy však nemusí mít pouze pozitivní dopady pro fungování finančních trhů. Mnoho expertů vyjadřuje své znepokojení nad hrozbou, že suverénní fondy v určitých případech neinvestují do některých aktiv pouze z čistě komerčních důvodů, nýbrž jsou motivovány rovněž národními zájmy svého státu a snahou posílit politickou moc vůči státu svého investičního cíle.

Na druhou stranu lze suverénní fondy díky dlouhodobosti jejich investic rovněž pokládat za subjekty, které stabilizují situaci na finančních trzích. Tyto fondy totiž spravují obrovské objemy aktiv, mají dlouhodobý investiční horizont, široce diverzifikují svá portfolia, vyhledávají vyšší výnosy i za cenu podstoupení větších rizik, vykazují vysokou míru likvidity a nízkou míru vlastního zadlužení. Na rozdíl od fondů soukromého kapitálu, bank a hedgeových fondů podléhají v podstatně menším rozsahu tržním podmínkám v daném okamžiku a soudobým investičním náladám a rovněž jsou pouze minimálně svázány právními předpisy a existencí

---

<sup>30</sup> Finanční páka (anglicky: *financial leverage*)

<sup>31</sup> SEKRETARIÁT INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (ve spolupráci s členy International Working Group of Sovereign Wealth Funds). *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practice*. 15. září 2008. Strana 16.

budoucích závazků penzijního systému. Rovněž je nezbytné zdůraznit stabilizační účinky jejich aktivit v kritických dobách, kdy na finanční trhy zpravidla dodávají nezbytnou likviditu. Důkazem toho je například skutečnost, že přibližně dvě třetiny veškerých svých investic od roku 1995 suverénní fondy uskutečnily v období od poloviny roku 2007 do roku 2008<sup>32</sup>, tj. v době vrcholící finanční krize, kdy suverénní fondy masivně investovaly do evropských a amerických bank a jiných finančních institucí a tím přispěly k jejich rekapitalizaci. Odhaduje se, že suverénní fondy od doby vypuknutí hypotéční krize v roce 2007 investovaly minimálně 60 miliard USD do minoritních podílů ve finančních institucích,<sup>33</sup> kdy zejména východoasijské fondy byly aktivní v uzavírání transakcí.

Dle dostupných statistik se suverénní fondy doposud většinou snažily vyvarovat nabytí majoritního podílu v cílové společnosti a v rámci jimi spoluvlastněných subjektů jednaly převážně jako pasivní institucionální investoři (viz. Graf č. 7<sup>34</sup> níže) částečně pravděpodobně i kvůli tomu, aby se vyhnuly dodatečným regulačním a dozorovým omezením.

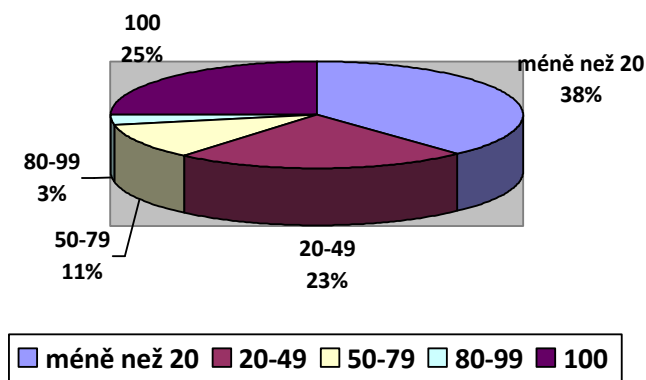
---

<sup>32</sup> DEUTSCHE BANK RESEARCH. Kern, Steffen. *Sovereign Wealth Funds and foreign investment policies – an update*. 22. října 2008. Strana 7.

<sup>33</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Mezzacapo, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy, Economic Papers 37, duben 2009. Strana 25.

<sup>34</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 6.

### Graf č. 7: Nabyté podíly v % na společnostech (při transakcích v letech 1995-2009)



Zdroj: <<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2010.pdf>>

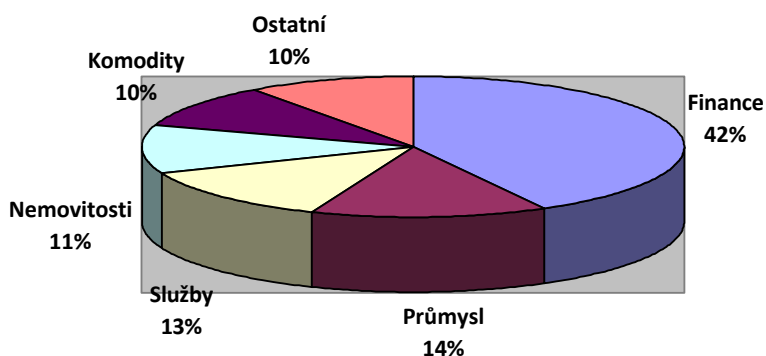
Jedním z dalších trendů v investičních politikách suverénních fondů jsou rostoucí investiční expozice na rozvinutých trzích. Od doby vrcholu finanční krize jsou suverénní fondy značně zainteresovány obzvláště ve finančním sektoru Spojených států a některých zemí Evropské unie<sup>35</sup>. Jedná se hlavně o nákupy podílů v bankách UBS, Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, Deutsche Bank či Barclays. Je nepochybné, že uvedené investice byly mimo jiné vedeny i snahou suverénních fondů získat renomé u investiční veřejnosti a vybudovat si pověst spolehlivých a důvěryhodných institucionálních investorů. Značné znehodnocení tržních cen akcií renomovaných bank byl pravděpodobně také jednou z hlavních příčin současného významného zastoupení finančního sektoru v portfoliích těchto fondů (viz. následující Graf č. 8<sup>36</sup>).

<sup>35</sup> Spojené království – 49% všech investic v rámci Evropské unie; Německo – 15%; Francie – 12%; Nizozemí – 6%; Itálie – 4%.

<sup>36</sup> IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 7.



**Graf č. 8: Struktura portfolií dle sektorů  
(investice v letech 1995-2009)**



Zdroj: <<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2010.pdf>>

S ohledem na relativně vysokou míru zastoupení investic do finančních institucí v portfoliích suverénních fondů však nelze do budoucna předpokládat další významné zvyšování expozice v tomto sektoru. Naopak je pravděpodobné, že s ohledem na snižování rizik a vyšší stupeň diverzifikace dojde k investicím do ostatních odvětví a významnost investic do bank se v případě suverénních fondů bude zmenšovat.

#### **2.2.4 Potenciální rizika investičních aktivit suverénních fondů**

Hlavní prameny obav a rizik působení suverénních fondů na finančních trzích je možné shrnout následovně:

- (1) případná politická motivace k investicím (tj. riziko, že suverénní fondy se nerozhodují při analýze investičních příležitostí pouze na základě ekonomických a finančních faktorů, ale jsou motivovány i politickým efektem investice);

- (2) strategický význam investic (investice do strategicky relevantních odvětví či podniků v zahraničí může vytvářet prostor pro ovlivňování zahraničních vlád a prosazování vlastních národních zájmů v těchto zemích);
- (3) geograficko-politický efekt investic (vysoká míra vlivu suverénních fondů na ekonomiky rozvinutých států zvyšuje politické napětí a podněcuje k návrhům na nepřiměřenou regulaci finančních trhů);
- (4) nedostatečná transparentnost většiny suverénních fondů (nedostatek důvěryhodných zdrojů informací o činnostech fondů znesnadňuje přesné ohodnocení rizik jejich působení, zvyšuje míru nejistoty na finančních trzích, představuje potenciální zdroj systémového rizika na trzích, narušuje konkurenci na trzích a snižuje míru efektivity finančních trhů);
- (5) soustředění ekonomické a monetární síly v suverénních fondech (finanční moc budí znepokojení týkající se možných negativních dopadů jejich investičních rozhodnutí na ceny některých druhů aktiv a na stabilitu světových finančních trhů, orientace na akciové investice může snižovat poptávku po státních pokladničních poukázkách a obligacích s pevným výnosem a zvyšovat míru volatility trhů a tudíž ovlivňovat devizové a měnové politiky jednotlivých států);
- (6) možný negativní vliv na efektivní řízení a fungování cílových společností (kontrola významného podílu v podniku může vytvářet vnitřní tlak na management, negativně ovlivňovat správu společnosti a narušovat vztahy s ostatními podílníky společnosti); a
- (7) reakce ostatních podílníků (akcionářů) na vstup suverénního fondu do dané společnosti (obava z nepříznivého vlivu netransparentního investora na budoucí situaci ve společnosti a z toho vyplývající snaha o divestici a nebezpečí poklesu hodnoty společnosti).

S odkazem na výše uvedený demonstrativní výčet nebezpečí největší obavu vzbuzují rizika spojená s nedostatkem průhlednosti suverénních fondů ve vztahu k investiční politice a výkonu práv podílníků v cílových podnicích. Nicméně je nezbytné podotknout, že zvýšená transparentnost může být jen prostředkem k

dosažení záměrů politiků a regulačních autorit (zejména tedy ochrana investorů, stabilita a integrita finančních trhů či obezřetná správa finančních institucí a jiných společností). Dále je třeba zdůraznit, že na finančních trzích působí řada institucionálních investorů (např. hedgeové fondy či fondy soukromého kapitálu), kteří jsou velmi často rovněž značně netransparentní. Existence investičních subjektů s neprůhlednou strukturou navíc není výslovně zakázána právními předpisy Evropské unie, Spojených států či mezinárodních organizací, které zpravidla nijak neformulují požadavky na zveřejňování informací veřejně neobchodovanými společnostmi. Je proto možné vyvozovat, že současné praktiky suverénních fondů se pouze přizpůsobují možnostem, které se naskýtají v rámci existujícího regulačního rámce. S ohledem na výše zmíněné lze tudíž spatřovat hlavní nebezpečí v případných politických motivech (přístup k tajným informacím, zdrojům nerostných surovin, know-how a technologiím; získání konkurenčních výhod pro vládou vlastněné státní podniky; vliv na otázky národní bezpečnosti zahraniční země, ve které vlastní aktiva atd.) investic suverénních fondů doprovázených běžnými finančně-ekonomickými faktory, které jsou typické pro standardní druh investorů.

### **2.2.5 Nejvýznamnější současné suverénní fondy**

Tato kapitola je věnována vybraným suverénním fondům, které v současné době hrají důležitou roli na finančních trzích. Nemělo by se však jednat pouze o arbitrární výběr a následný popis určitých suverénních fondů. Kritériem pro výběr níže analyzovaných suverénních fondů byla nejen jejich ekonomická síla (tj. objem obhospodařovaných finančních prostředků), ale i jejich specifičnost ve srovnání s jinými fondy. V úvahu bylo bráno i množství dostupných nezávislých informací o příslušných fondech.

#### *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 627 miliard USD

Index transparence<sup>37</sup>: 3

Orientace na zahraniční investice<sup>38</sup>: vysoká

Orientace na akciové investice<sup>39</sup>: vysoká

Tento suverénní fond byl založen v roce 1976 v emirátu Abú Dhabí ve Spojených arabských emirátech. Hlavním zdrojem příjmů ADIA jsou zisky z vývozu ropy. ADIA ve své činnosti nahradila Výbor finančních investic jako část místního ministerstva financí. ADIA je zcela vlastněna místní vládou, která zároveň dohlíží na hospodaření fondu. Fond je ale jinak nezávislým právním subjektem s plnou způsobilostí se rozhodovat při správě svěřených prostředků v souladu s právními předpisy.

ADIA je často považována za největší suverénní fond na světě. Finanční prostředky suverénnímu fondu plynou pravidelně od místní vlády, pokud vláda hospodaří v daném období s fiskálním přebytkem. Přibližně 70% takového přebytku přechází do správy tohoto fondu. Zbývajících 30% je svěřeno jejímu sesterskému fondu Abu Dhabi Investment Council. ADIA se orientuje na investice široké škály aktiv (akcie, státní a korporátní dluhopisy, futures, nemovitosti, hedgeové fondy, infrastrukturní projekty). ADIA je řízena vlastním představenstvem, jehož členové působí jako vládní úředníci a jsou jmenováni emírovým dekretem.

---

<sup>37</sup> Linaburg-Maduell Transparency Index – stupnice: 1 bod (nejnižší transparentnost) – 10 bodů (nejvyšší transparentnost), 8 bodů je považováno za minimální rating pro transparentní suverénní fond, zdroj: <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>>

<sup>38</sup> nízká – méně než 33% zastoupení v portfoliu fondu; střední – 33% až 66% zastoupení; vysoká – více než 66% zastoupení

<sup>39</sup> nízká – méně než 33% zastoupení v portfoliu fondu; střední – 33% až 66% zastoupení; vysoká – více než 66% zastoupení

### Government Pension Fund (Oljefondet)

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 556,8 miliard USD

Index transparence: 10

Orientace na zahraniční investice: vysoká

Orientace na akciové investice: střední

Tento norský suverénní fond byl zřízen roku 1990 zvláštním zákonem přijatým norským parlamentem. V roce 2006 došlo k rozdělení na Government Pension Fund – Global (GPF) (bývalý Government Petroleum Fund) a Government Pension Fund – Global (bývalý National Insurance Scheme Fund). Fond je financován příjmy norské vlády z ropného sektoru (korporátní daně a dividendy z ropných společností, licence na těžbu ropy). Primárním záměrem fondu je správa prostředků pro budoucí generace, které se budou potýkat s pravděpodobnými problémy chybějících příjmů z ropy a fenoménu stárnutí populace. Ačkoliv je v názvu fondu použito slovo „penzijní“, fond nemá v současném okamžiku žádné důchodové závazky. Pouze reálné zhodnocení finančních prostředků může být vyvedeno z fondu a použito vládou pro fiskální účely. GPF se koncentruje pouze na zahraniční investice v cizí měně, aby tak eliminoval případné finanční obtíže státu spojené s oslabením domácí měny či zpomalením ekonomiky.

Běžné řízení fondu je svěřeno Norges Bank Investment Management, která je odnoží norské ústřední banky. Konečná zodpovědnost za fungování však náleží norskému ministerstvu financí, které také stanovuje pravidla pro investice fondu do zahraničních akcií a jiných aktiv. Institucionální podoba a fungování fondu je často dáváno za příklad ve smyslu transparentnosti a společenské odpovědnosti investování. Fond pravidelně zveřejňuje čtvrtletní a výroční zprávy o své činnosti, které obsahují detailní popis spravovaných aktiv, celkové investiční výsledky a finanční ohodnocení zaměstnanců fondu.

Fond v současné době investuje do zahraničních akcií a dluhopisů. Až 5% prostředků může být vyhrazeno pro nemovitostní investice. Na konci roku 2010 fond podniknul svoji první nemovitostní transakci, kdy koupil dlouhodobý nájem rozsáhlých kancelářských a retailových prostor v Londýně. Fond doposud neinvestoval do soukromého kapitálu. Investice fondu musejí být v souladu s vnitřními etickými směrnicemi zakazujícími investice do vybraných sektorů či společností. Společnosti, ve kterých je fond zainteresován, jsou trvale sledovány a v případě porušení etických pravidel může fond provést divestici. Směrnice fondu omezuje investice do společností, jejichž aktivity mohou přispívat k porušování lidských práv, korupci, škodám na životním prostředí atd. Do seznamu zakázaných společností patří mj. Boeing, Honeywell, Wal-Mart či Rio Tinto.

#### China Investment Corporation (CIC)

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 332,4 miliard USD

Index transparence: 7

Orientace na zahraniční investice: vysoká

Orientace na akciové investice: vysoká

CIC je nekomoditní suverénní fond zodpovídající za správu části čínských devizových rezerv. Čína v poslední době disponuje nejvyššími devizovými rezervami na světě. Snaha o vyšší návratnost a diverzifikaci a menší závislost na americkém dolaru byla příčinou vzniku tohoto fondu v roce 2007. Fond od té doby uskutečnil několik významných investic do finančních institucí. Část finančních prostředků je však užita i na investice do tuzemských státem vlastněných bank a státních podniků. Kapitál CIC je získáván prostřednictvím emisí speciálních pokladničních poukázek ústředním ministerstvem financí. Fond průběžně vyplácí dividendy státu, jako svému vlastníku, pro účely pokrytí nákladů spojených s emisí těchto speciálních pokladničních poukázek.

Jedním z cílů CIC je zlepšit úroveň corporate governance klíčových státních finančních institucí. Fond se obvykle podílí na nepřímé držbě obchodních podílů v cílových společnostech skrze rozličné investiční fondy. Fond investuje na rozvinutých i rozvíjejících se trzích do téměř všech druhů investičních instrumentů.

#### Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 292,3 miliard USD

Index transparency: 8

Orientace na zahraniční investice: vysoká

Orientace na akciové investice: nízká

Správa devizových rezerv země je svěřena do Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund řízeného hongkongskou centrální bankou. Tato entita je rozdělena do dvou složek. První z nich představuje tradičně spravované portfolio devizových rezerv, které plně kryje místní měnovou bázi (tzv. krycí portfolio). Druhou složkou je aktivně řízené investiční portfolio, které je všeobecně považováno za suverénní fond. Správu investičního portfolia provádí částečně sama centrální banka a částečně je v kompetenci externích portfolio manažerů, kteří zodpovídají zejména za veškeré investice do akcií (tvořící přibližně třetinu investičního portfolia).

#### Temasek Holdings

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 145,3 miliard USD

Index transparency: 10

Orientace na zahraniční investice: střední

Orientace na akciové investice: vysoká

Vláda státu Singapur ovládá dva suverénní fondy. Starším z nich je Temasek Holdings, který byl zřízen roku 1974. Od roku 2004 pravidelně zveřejňuje

informace o své investiční činnosti. Průměrné roční výnosy fondu činily od roku založení 18%. Fond se koncentruje hlavně na investice do sektoru bankovníctví, finančních služeb a telekomunikací. Temasek na počátku své existence investoval převážně do tuzemských aktiv. Nyní však tvoří zahraniční investice více než polovinu jeho portfolia (hlavně v Jižní Koreji, Číně a Tchaj-wanu). Fond tvrdí, že se nijak nezaměřuje na rozhodování o provozních či obchodních otázkách ve spoluvlastněných společnostech. Jediným akcionářem fondu je singapurské ministerstvo financí. Přibližně 30% jeho portfolia tvoří veřejně neobchodovaná aktiva.

Druhým singapurským suverénním fondem je Government of Singapore Investment Corporation, založený v roce 1981.

#### *National Wealth Fund (NWF)*

Odhadovaný objem spravovaných aktiv: 142,5 miliard USD

Index transparence: 5

Orientace na zahraniční investice: vysoká

Orientace na akciové investice: nízká až střední

V roce 2004 byl založen Oil Stabilization Fund s cílem zhodnocovat finanční prostředky plynoucí z vysokých cen ropy. Před tímto rokem ruská vláda spravovala méně institucionalizovaný soubor zvláštních rezerv k eliminaci nepříznivých makroekonomických dopadů kolísání cen ropy. Oil Stabilization Fund je financován ze dvou hlavních zdrojů (příjmy z daně z těžby nerostných surovin a cla na export ropy za cenu převyšující referenční hranici - nyní ve výši 27 USD za barel). Do tohoto fondu je rovněž převáděn veškerý fiskální přebytek z předchozího rozpočtového roku. Finanční prostředky shromážděné ve fondu však mohou být na druhou stranu použity na financování rozpočtového deficitu státu v případě, že cena ropy klesne pod referenční hranici.



Od února 2008 je fond rozštěpen na konzervativní Reserve Fund (bývalý Oil Stabilization Fund) a National Wealth Fund, který je pokládán za suverénní fond a smí nakupovat i rizikovější aktiva (podnikové dluhopisy a akcie). Doposud se ale NWF držel obezřetné investiční strategie a zaměřoval se hlavně na vládní dluhopisy. Hlavním účelem činnosti NWF je podporovat a spolufinancovat dobrovolné penzijní úspory občanů a zajišťovat tak dlouhodobé udržitelné fungování penzijního systému. NWF může také půjčovat prostředky ruským bankám a má sloužit jako nástroj ke snižování inflačních tlaků, ochraně hospodářství před volatilitou příjmů z vývozu ropy a zemního plynu a pohlcování přebytečné likvidity. Oba fondy jsou řízeny Ministerstvem financí Ruské federace.

### **3. REGULACE SUVERÉNNÍCH FONDŮ**

#### **3.1 Možnosti regulace činnosti suverénních fondů**

V zásadě připadá v úvahu regulace ze strany domovského státu suverénního fondu, státu přijímajícího investice fondu či ze strany obou těchto států. Vzhledem k tomu, že existuje mnoho zemí, kam směřují investice fondů, z nichž mnoho z nich je domovským státem pro jiné suverénní fondy, je očividné, že taková fragmentace nutně vede k rozdílné míře regulace v jednotlivých národních jurisdikcích. Regulatorní rámec v těchto státech je kromě toho nastaven zejména pro dozor nad činnostmi bank a jiných místních finančních institucí, a proto nemůže být dostatečný pro efektivní regulaci suverénních fondů. Z možných přístupů k regulaci suverénních fondů se nabízí zejména následující alternativy: komplexní regulace, zákaz specifických investic, omezování investičních aktivit či oboustranní dohoda.

##### **3.1.1 Komplexní regulace**

Tento regulatorní přístup nerozlišuje mezi domácími a zahraničními investicemi a usměrňuje tak veškeré zahraniční investice na národním principu. Hlavním cílem je čelit hrozbám spojeným s činností suverénních fondů a jejich podílem na tržní nejistotě. Tento koncept je založen na nediskriminačním dopadu regulace. Největší nástrahou je nutnost mezinárodní implementace této koncepce (např. prostřednictvím mezinárodních úmluv) tak, aby nedošlo k znevýhodnění zúčastněných zemí na úkor států, které taková omezení neaplikují. Tento regulatorní režim však nelze fakticky uvést do praxe bez značné reformy globálního finančního systému a hlavně nezbytné kontroly pohybu kapitálu. Takový systém je tudíž považován za příliš restriktivní.

##### **3.1.2 Zákaz specifických investic**

Pro některé odborníky se z těchto důvodů jeví přijatelnějším režim, ve kterém jsou určeny sektory, do kterých nemohou suverénní fondy směřovat své investice. Tento koncept je zaměřen na prevenci rizika politické motivovanosti investice fondů. Takový přístup k zahraničním investicím je v současné době aplikován v několika

zemích OECD (např. Francie) a rovněž v Ruské federaci. Hlavním problémem tohoto systému regulace je nepochybně samotný rozsah definice odvětví národní ekonomiky, do kterých je zakázáno suverénním fondům investovat. Mezi tyto sektory se zásadním významem pro hospodářství země může patřit mj. zemědělství a potravinářství, vodohospodářství, zdravotnictví, sektor obrany, telekomunikace, energetika, doprava, bankovníctví a finanční služby, chemický průmysl, poštovní služby a informační technologie. Takový výčet je poměrně široký, nicméně lze si představit, že mnoho států by zvolilo i ještě přísnější kritéria. Další nevýhodou tohoto přístupu je nemožnost zamezit nepřímým investicím suverénních fondů prostřednictvím jiných investičních subjektů (např. hedgeové fondy, fondy soukromého kapitálu či jiné SPV<sup>40</sup>). Zákaz investic do určitých sektorů proto nabízí pouze omezené benefity a je problematický z hlediska jeho efektivnosti a realizovatelnosti.

### **3.1.3 Omezování investičních aktivit**

Kromě alternativy přímého zákazu investic suverénních fondů do jistých odvětví (viz. 3.1.2.) lze také zvažovat uvalení obecných omezení na investiční aktivity fondů. Tento druh regulace je motivován především obavami spojenými s možností nepříznivých tržních vlivů činností vyvíjených těmito fondy. Suverénní fondy mohou být v důsledku těchto opatření limitovány z hlediska výše jejich podílu v tuzemských finančních či jiných společnostech, zákazu jmenovat členy představenstev či správních rad, zákazu držet akcie spojené s hlasovacími právy či příkazu směřovat své investice prostřednictvím finančních zprostředkovatelů. I tato teorie se však potýká s nedostatky. Především je diskriminatorní zbavovat suverénní fondy jejich hlasovacích práv. Navíc lze v takovém případě očekávat odvetné kroky podobné povahy podniknuté vůči zahraničním investorům ze strany země, ze které fond pochází. Je možné proto usuzovat, že implementace takových protekcionistických opatření za účelem zvyšování stability finančních trhů a snižování frekvence politických investic suverénních fondů je dosti obtížná a nabízí pouze limitované výhody.

---

<sup>40</sup> SPV (Special Purpose Vehicle).

### **3.1.4 Oboustranné dohody**

Poslední koncepce regulace aktivit suverénních fondů spočívá v aplikaci vzájemných dohod mezi dvěma či více státy. V tomto případě se vynucuje, aby země původu suverénních fondů stanovily v souladu se zásadou stejného zacházení obdobná pravidla pro investice pocházející ze států, do kterých fondy směřují své investice. Především mezinárodní regulační standardy by měly vycházet z harmonizovaných právních rámců jednotlivých národních států. S ohledem na množství a odlišnost forem investic fondů a různorodost národních omezení uvalených na zahraniční investory je téměř nemožné efektivně řídit funkční systém upravující síť vzájemných vztahů mezi mnoha zeměmi.

### **3.1.5 Shrnutí**

Většina z regulatorních koncepcí týkajících se suverénních fondů se zaměřuje na hledisko dopadu jejich aktivit na země, kam tyto investice směřují a především na kontrolu jejich politických a mocenských efektů. V zásadě se však tyto přístupy často ukazují jako neefektivní, nákladné a škodlivé pro hospodářství státu. Kromě toho existuje i nebezpečí, že příliš restriktivní omezení způsobí, že suverénní fondy budou realizovat investice nepřímo prostřednictvím jiných, mnohdy méně transparentních investičních struktur. Z těchto důvodů se jeví jako vhodnější řešení implementovat mezinárodně uznávaná pravidla činnosti fondů, na jejichž formulaci se podílejí nejen země původu suverénních fondů, ale rovněž země, kam investice fondů směřují. Takový soubor norem by při vhodném vymezení a následně, pokud možno, kompletní implementaci mohl zvýšit míru transparentnosti a odpovědnosti rozhodování suverénních fondů.

## **3.2 Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - Santiago Principles**

V reakci na rozsáhlou podporu pro projekt vytvoření regulačních pravidel pro suverénní fondy se skupina států, ve kterých působí nejvýznamnější suverénní fondy světa, sdružila do platformy pod názvem „International Working Group of

Sovereign Wealth Funds” (IWG-SWF) pod záštitou IMF. Výsledkem činnosti IWG-SWF byl v poměrně krátké době dokument nazvaný Generally Accepted Principles and Practices (GAPP), který byl oficiálně zveřejněn dne 11. října 2008 a je rovněž označován jako „Santiago Principles”. Hlavním cílem sepsání Santiago Principles byla snaha o zmenšení obav zemí, kam směřují investice suverénních fondů, vyplývajících z nejistoty ohledně motivů a cílů budoucích investic fondů. Santiago Principles tedy mají představovat normy, které zajistí, že cílové země nevystaví suverénní fondy diskriminačním opatřením, kterým za obdobných podmínek nepodléhají domácí a jiní zahraniční investoři.

### **3.2.1 International Working Group of Sovereign Wealth Funds**

V průběhu roku 2007, tj. v době, kdy znepokojení nad činností suverénních fondů nabylo na intenzitě a existovala hrozba narušení relativně volného pohybu mezinárodního kapitálu, se dotčení vrcholní činitelé zavázali k podniknutí příslušných opatření vedoucích k minimalizaci jakýchkoliv pokusů jednotlivých zemí o uvalení restrikcí na zahraniční investice. Zároveň deklarovali záměr přimět své vlády ke spolupráci s OECD a dalšími mezinárodními organizacemi za účelem formulace jednotných zásad transparentnosti a odpovědnosti při realizaci přeshraničních investic prováděných jak soukromými, tak státem vlastněnými entitami.

IWG-SWF se poprvé sešla dne 1. května 2008, aby začala pracovat na dobrovolných zásadách činnosti suverénních fondů, které by řádně odrážely jejich investiční chování a cíle. Tento panel byl složen ze zástupců suverénních fondů z 23 zemí<sup>41</sup>. Další 3 státy<sup>42</sup> měly status pozorovatelů. Zasedání tohoto pléna se

---

<sup>41</sup> Austrálie, Ázerbájdžán, Bahrajn, Botswana, Čína, Chile, Írán, Irsko, Jižní Korea, Kanada, Katar, Kuvajt, Libye, Mexiko, Norsko, Nový Zéland, Rovnicková Guinea, Rusko, Singapur, Spojené arabské emiráty, Spojené státy americké, Trinidad a Tobago, Východní Timor.

<sup>42</sup> Omán, Saúdská Arábie, Vietnam. Dále byly pozorovatelem i OECD a Světová banka. Mezinárodní měnový fond dal k dispozici sekretariát.

rovněž účastnily země, do kterých převážně směřují investice ze strany suverénních fondů<sup>43</sup>. Dne 2. září 2008 IWG-SWF oznámila předběžné dokončení prací na pravidlech. Celý dokument byl zveřejněn 11. října 2008.

IWG-SWF se po formulaci GAPP přeměnila na International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). V Kuvajtské deklaraci ze dne 6. dubna 2009 23 členů IWG-SWF oznámilo vytvoření IFSWF. Tato dobrovolná organizace zamýšlí přijmout další způsobilé členy, kteří se rozhodnou řídit se pravidly Santiago Principles. IFSWF má v úmyslu podporovat vzájemnou výměnu idejí a návrhů mezi začleněnými suverénními fondy, sdílet způsoby aplikace Santiago Principles a nabádat ke kooperaci s cílovými zeměmi pro investice suverénních fondů. IFSWF se poprvé sešla dne 9. října 2009. Ve svém prohlášení vyzvala cílové země ke zdokonalení jejich investičního prostředí ve smyslu transparentnosti, nediskriminace a zamezení protekcionismu. IFSWF se zároveň usneslo na pokračování procesu aplikace a zdokonalování GAPP. IFSWF průběžně hodnotí pokrok při implementaci Santiago Principles a snaží se o zlepšování vzájemné komunikace s ostatními akcionáři v cílových společnostech. IFSWF dokonce projednával opatření jdoucí nad rámec GAPP, např. otázka vypracovávání a zveřejňování průběžných čtvrtletních zpráv o hospodaření daného fondu. Nadále se tu však ale vede i diskuze o tom, zda přílišná transparentnost nemůže poškodit pozici suverénních fondů vůči jiným (zejména institucionálním) investorům. IFSWF se především snaží prosadit Santiago Principles jako elementární kritéria, podle kterých by měl fungovat každý současný či budoucí suverénní fond a zároveň přimět všechny začleněné fondy, aby uvedly své aktivity s nimi soulad v přiměřené lhůtě, příp. aby věrohodně vysvětlily a prokázaly z jakého důvodu nejsou schopny určité, těmito zásadami uložené, povinnosti dostát.

---

<sup>43</sup> Mezi tyto státy patří Austrálie, Brazílie, Francie, Indie, Itálie, Japonsko, Jihoafrická republika, Kanada, Německo, Spojené království, Spojené státy americké a Španělsko. Dále tu měla své zastoupení i Evropská komise.

### 3.2.2 Rozbor Santiago Principles

GAPP zahrnují 24 dobrovolných principů<sup>44</sup>, které členské státy IWG-SWF implementují nebo zamýšlejí implementovat. Santiago Principles představují soubor obecně aplikovatelných pravidel, jejichž dodržování je možné dosáhnout většinou zemí světa bez ohledu na stupeň hospodářského rozvoje. Santiago Principles jako mezinárodní normy podléhají inkorporaci jednotlivými státy do svých národních právních řádů. Implementace každého principu je proto v plné diskreci každého státu. Santiago Principles by měly sloužit jako vodítko pro suverénní fondy z hlediska cílů jejich investiční politiky. Suverénní fondy jako institucionální investoři fungují a hospodaří na principu dobré víry a investují při zohlednění hospodářských a finančních rizik a předpokládané míry výnosnosti. Při této činnosti jsou povinny dodržovat regulatorní požadavky v jejich domovských státech a v zemích, kde investují. Santiago Principles s ohledem na zúčastněné země, které se podílely na jejich tvorbě, proto mohou výrazně přispět k harmonizaci vnitrostátních právních norem v oblasti činnosti suverénních fondů. Santiago Principles se zaměřují hlavně na sféru:

- (1) vymezení právního rámce a spolupráce s makroekonomickou politikou;
- (2) institucionálního prostředí a strukturu vnitřního řízení; a
- (3) systému investičního řízení a řízení rizik.

Santiago Principles usilují o nastolení dostatečně silného a stabilního institucionálního rámce a vnitřního řízení prostřednictvím oddělení pozice vlastníka a řídicích orgánů fondu. Zajišťují provozní nezávislost na politickém vlivu při managementu suverénního fondu a při uskutečňování investičních rozhodnutí a operací. GAPP rovněž podporují transparentní investiční politiku a zodpovědný risk management.

---

<sup>44</sup> PŘÍLOHA: SANTIAGO PRINCIPLES.

Santiago Principles stanovují požadavek zveřejnění právního rámce fungování suverénního fondu (Princip 1 GAPP) a vymezení a následného zveřejnění účelu jejich investiční politiky (Princip 2 GAPP). Suverénní fondy jsou také nabádány ke zveřejňování zdrojů finančních prostředků a způsobu čerpání peněz z fondů ve prospěch financování vládních výdajů (Princip 4 GAPP). Ve středu požadavku na institucionální uspořádání stojí podnět k oddělování politických ambicí vlastníka fondu a provozního řízení. Ustanovení Santiago Principles naznačují, že jakékoliv zúžení této hranice ve formě neefektivní správy či neodpovědného investování ohrožuje finanční cíle a samotnou výnosnost investice. Z tohoto důvodu se uvádí, že každý suverénní fond má disponovat takovým rámcem vnitřního řízení a správy, při kterém je schopen efektivně a jasně rozdělovat role a kompetence managementu a zajistit jeho provozní nezávislost při realizaci investičních rozhodnutí (Princip 6 GAPP). Role a vliv vlastníka fondu se má omezovat na definici elementárních cílů jeho činnosti, jmenování členů správních orgánů a dozor nad fungováním fondu (Princip 7 GAPP). Správní orgány mají jednat v nejlepších zájmech fondu, disponovat přesným mandátem ke stanovení strategií k dosažení cílů fondu a mít pravomoci a nést konečnou odpovědnost za provoz a výkon jeho funkcí (Princip 8 GAPP). Provozní management má být dosažen skrze implementaci strategií nezávislým způsobem a v souladu s přesně definovanou odpovědností (Princip 9 GAPP). S aspektem na management rizik a investic je vyžadováno, aby suverénní fondy zveřejňovaly své investiční politiky, včetně informací týkajících se investičního horizontu a záměrů a strategické alokace aktiv (Princip 18 GAPP). Investiční rozhodnutí, která jsou odvozena z neekonomických a nefinančních faktorů, mají zřetelně vycházet z investiční politiky a mají být zveřejněna (Subprincip 19.1 GAPP). Suverénní fondy by také měly spatřovat akcionářská práva jako základní prvek jejich investic do akciových společností. Jestliže se suverénní fond rozhodne vykonávat svá práva akcionáře, mělo by se jednat o postup, který je konzistentní s investiční politikou fondu a chrání finanční hodnotu investic. Suverénní fond by proto měl zveřejnit své stanovisko k výkonu hlasovacích práv, včetně klíčových faktorů určujících výkon vlastnického práva (Princip 21 GAPP). Dále se rovněž stanovuje, že suverénní fondy mají disponovat systémem, který umožňuje přiměřené monitorování, posuzování a řízení rizik při



jejich činnostech a jejich přístup k risk managementu má být zveřejněn (Subprincipy 22.1 a 22.2 GAPP). Aktiva a hodnota investice má být vyčíslena (jak absolutně, tak relativně) a pravidelně oznamována vlastníkovi podle jasně definovaných principů a standardů (Princip 23 GAPP). Při interpretaci Principu 24 GAPP se v oficiálních dokumentech<sup>45</sup> uvádí, že je přínosné pro každý suverénní fond, jeho vlastníka či řídicí orgán pravidelně hodnotit, do jaké míry jsou Santiago Principles dodržovány. Samotná implementace má být zaručena a kontrolována prostřednictvím hodnocení ze strany daného fondu či ze strany nezávislé třetí strany. Tento Princip 24 GAPP má činitele fondu podněcovat ke zveřejňování takových hodnocení, za účelem zvyšování důvěryhodnosti v zemích adresátů investic a zaručení stability globálních finančních trhů. Ve světle tohoto Principu mnoho suverénních fondů začalo zveřejňovat své výroční zprávy. Nicméně doposud nebylo provedeno komplexní hodnocení míry implementace Santiago Principles samotnou platformou IWG-SWF či nezávislým odborným subjektem.

Otázka úspěšnosti a efektivnosti těchto zásad by měla být posuzována ze hlediska následujících kritérií:

- (1) zda jsou tyto principy aplikovány v zásadě všemi státy, ve kterých působí nejvýznamnější suverénní fondy světa;
- (2) rozsah, v jakém implementující státy tyto principy fakticky dodržují; a
- (3) zda samotné zásady regulují veškeré relevantní otázky činnosti suverénních fondů.

Suverénní fondy třidvaceti členských států IWG-SWF ovládají přibližně 61% všech aktiv, resp. 71% zahraničních aktiv v držení suverénních fondů<sup>46</sup>. Skupina

---

<sup>45</sup> INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, "Santiago Principles"*. Říjen 2008. Strana 32.

<sup>46</sup> TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*. Peterson Institute for International Economics, 27. září 2010. ISBN 978-0881324983. Strana 124.

členů IWG-SWF reprezentuje 18 z 25 zemí světa ovládajících takové suverénní fondy nepenzijní povahy, které obhospodařují aktiva v hodnotě minimálně 10 miliard USD.<sup>47</sup> Tzn., že pouze 7 států<sup>48</sup> se suverénními fondy, které spravují majetek ve výši alespoň 10 miliard USD, se neúčastnilo formulace principů v rámci tohoto pléna a z těchto 7 zemí pouze Hongkong představuje stát, ve kterém působí fond patřící mezi 10 největších světových suverénních fondů. Lze je tedy prohlásit, že první kritérium bylo v zásadě splněno.

Otázka souladu s druhým kritériem je až doposud stále značně problematická. Rozsah implementace Santiago Principles mezi jednotlivými zúčastněnými suverénními fondy je vysoce nerovnoměrný. Pouze úzký okruh suverénních fondů z převážně demokratických a rozvinutých zemí vykazuje vysoký stupeň souladu s požadavky definovanými těmito zásadami. Další skupina fondů dodržuje principy pouze částečně. Bohužel však existují i suverénní fondy, hlavně z arabských zemí, které aplikují GAPP v naprosto nedostatečné míře, ačkoliv se na jejich formulaci aktivně podílely. Tento nedostatek je způsoben zejména skutečností, že implementace a vymáhání jednotlivých principů bylo plně ponecháno v kompetenci jednotlivých států.

Jedna z nemnoha nezávislých analýz<sup>49</sup> stupně implementace dospěla k výsledkům, jejichž závěr je možné shrnout v následující tabulce:

---

<sup>47</sup> *Ibidem*. Strana 124.

<sup>48</sup> Alžírsko, Brunej, Hongkong, Kazachstán, Malajsie, Nigérie a Venezuela nebyly členy IWG-SWF. Saúdská Arábie byla pozorovatelem v IWG-SWF.

<sup>49</sup> BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and The Santiago Principles. Where Do They Stand?* Carnegie Papers, Carnegie Endowment for International Peace. 22. číslo. Květen 2010. Strana 10.

Tato zpráva je založena na analýze dat od ledna do března 2010, která byla v té době veřejně dostupná a byla poskytnuta samotnými suverénními fondy, IWG-SWF či IMF.

**Tabulka č. 4: Rozsah souladu nejvýznamnějších suverénních fondů s GAPP**

<b>NÁZEV FONDU</b>	<b>ZEMĚ PŮVODU</b>	<b>SANTIAGO COMPLIANCE INDEX (TZN. POMĚR SOULADU SUVERÉNNÍHO FONDU S GAPP)</b>
<b>Abu Dhabi Investment Authority</b>	Spojené arabské emiráty	50%
<b>Government Pension Fund - Global</b>	Norsko	78%
<b>SAMA Foreign Holdings</b>	Saúdská Arábie	Tento fond nebyl hodnocen. Saúdská Arábie měla v rámci IWF-SWF pouze status pozorovatele.
<b>SAFE Investment Company</b>	Čína	Tento fond nebyl do analýzy zahrnut.
<b>China Investment Corporation</b>	Čína	70%
<b>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</b>	Hongkong – Čína	Hongkong se zasedání IWF-SWF neúčastnil.
<b>Government of Singapore Investment Corporation</b>	Singapur	61%
<b>Kuwait Investment Authority</b>	Kuvajt	41%
<b>National Social Security Fund</b>	Čína	Tento fond nebyl do analýzy zahrnut.
<b>Temasek Holdings</b>	Singapur	50%
<b>National Wealth Fund</b>	Rusko	48%
<b>Qatar Investment Authority</b>	Katar	35%

Zdroj: <[http://www.carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf)>

S odkazem na výše uvedenou statistiku je tudíž zcela zřejmé, že rozpětí v míře dodržování Santiago Principles je mezi sledovanými suverénními fondy značné. Lze z ní rovněž vyvodit, že jediným významným fondem světa, který vychází z této analýzy s kladným hodnocením, je norský Government Pension Fund – Global<sup>50</sup>. Tento suverénní fond v souladu s požadavky GAPP poskytuje detailní informace o svých investičních záměrech, podobě vnitřní správy fondu, zdrojích finančních prostředků, držení finančních pozicích a nefinančních a neekonomických faktorech, které určují jeho investiční chování. Tato skupina fondů s nejvyšší mírou transparentnosti spravuje aktiva ve výši pouze 20%<sup>51</sup> veškerých aktiv držení suverénními fondy signatářů Santiago Principles.

Při hodnocení Santiago Principles z hlediska třetího kritéria je možné prohlásit s odkazem na výše uvedené, že Santiago Principles usilují o komplexní a systematickou úpravu problematiky existence suverénních fondů v globálním finančním systému. 17 ze celkových 24 zásad zakotvuje požadavek veřejnosti ve vztahu k ukládané povinnosti. Na druhou stranu je však pravdou, že některé formulované principy mají svou povahou spíše proklamativní charakter a mají relativně nízký potenciál k možnosti vymáhání jimi uloženého závazku pro suverénní fondy. Santiago Principles mimo jiné také zakotvují, že příslušná statistická data týkající se aktivit suverénního fondu mají být včasné oznamována vlastníkově fondu, resp. pokud je tak jiným způsobem vyžadováno, zahrnuta do makroekonomických souborů dat (Princip 5 GAPP). Nicméně v tomto případě se jedná o výlučný vztah vlády daného státu a suverénního fondu z této země, jak si vzájemně upraví způsob naplňování tohoto principu. Lze proto vyvodit, že za

---

<sup>50</sup> Mezi další pozitivně hodnocené suverénní fondy náleží Superannuation Fund (Nový Zéland), Future Fund (Austrálie) a National Pension Reserve Fund (Irsko).

<sup>51</sup> BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and The Santiago Principles. Where Do They Stand?* Carnegie Papers, Carnegie Endowment for International Peace. 22. číslo. Květen 2010. Strana 10.

dodržování této povinnosti se považuje i pouze informace pro třetí strany, že tento princip je respektován a že vzájemná spolupráce mezi vládou a fondem v tomto aspektu probíhá.

Z těchto důvodů je domnívám, že Santiago Principles jsou velmi pozitivním prvním krokem tím správným směrem. Tyto zásady však nejsou zatím dostatečně vymahatelné a maximálně efektivní ve srovnání s potenciálem, který v nich spočívá. Bylo by například velice prospěšné, pokud by dodržování veškerých zásad obsažených v GAPP bylo ověřitelné prostřednictvím povinnosti zveřejnění, která by nepochybně přispěla k ještě větší transparentnosti činnosti suverénních fondů. Na druhou stranu je však evidentní, že suverénní fondy přes nepopiratelné nedostatky (tj. značné rozdíly mezi jednotlivými fondy v dodržování Santiago Principles či proklamativní charakter některých ustanovení GAPP) stále pokračují v trvalém trendu rostoucího souladu se závazky vyplývajícími z těchto zásad.<sup>52</sup>

### **3.2.3 Budoucí vývoj spojený se Santiago Principles**

Vlády států, ze kterých pochází suverénní fondy, jsou si bezesporu vědomy svého závazku svědomitě implementovat GAPP a průběžně zvyšovat míry souladu s jednotlivými zásadami. V opačném případě by se totiž vystavovaly hrozbě vyvolání nedůvěry v závaznost a vymahatelnost těchto zásad u zemí přijímajících investice fondů. V této otázce bude hrát významnou roli i IFSWF, které by mělo nabádat relevantní suverénní fondy z dosud nezúčastněných zemí, aby se staly členy IFSWF a dodržovaly Santiago Principles. Mezi státy s největšími suverénními fondy, které se neúčastní zasedání tohoto fóra, patří mimo jiné Hongkong, Alžírsko, Kazachstán, Malajsie, Brunej, Venezuela či Nigérie. Kromě toho, jak již bylo uvedeno, Saúdská Arábie, která byla pouze pozorovatelem v rámci IWG-SWF, rovněž ovládá entitu<sup>53</sup>, často považovanou za suverénní fond,

---

<sup>52</sup> TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*. Peterson Institute for International Economics, 27. září 2010. ISBN 978-0881324983. Strana 134.

<sup>53</sup> Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA).

by měla zajistit, aby tento subjekt uvedl svou činnost v soulad s požadavky transparentnosti a způsobu správy vlastněných aktiv. Dále je nutné přesvědčit země ovládající více suverénních fondů (zejména Spojené arabské emiráty<sup>54</sup>), aby podnikly opatření vedoucí k tomu, že každý jejich suverénní fond bude respektovat Santiago Principles.

Jak jsem již zdůraznil v předchozí podkapitole, 8 z celkových 25 zásad GAPP neukládá povinnost zveřejňování. S ohledem na skutečnost, že několik fondů již nyní vykazuje vysoký stupeň transparentnosti<sup>55</sup> i ve vztahu k těmto 8 zásadám (tj. v tomto ohledu jdou dokonce nad rámec povinností stanovených v GAPP), je logické, aby takové rozšíření povinnosti zveřejnění bylo z důvodu vymahatelnosti vůči všem zúčastněným fondům obecně zakotveno v rámci Santiago Principles. Nejpodstatnějším faktorem je však nutnost důsledně dbát na pravidelné vydávání všeobecně dostupných výročních zpráv, které jsou nepochybně instrumentem pro prosazování transparentnosti a zodpovědné investiční politiky. Dalším námětem na prohloubení účinků GAPP je ustanovit povinnost zveřejnit výsledky nezávislého auditu fondu, způsob, jakým jsou operace suverénního fondu začleněny do měnové a fiskální politiky vlády a znění vnitřních etických standardů fondu.

### **3.3 Regulace ze strany OECD**

Úvodem je nezbytné podotknout, že některé cílové země pro investice suverénních

---

<sup>54</sup> Členem IFSWF je pouze ADIA. Z této země však pochází i další významné suverénní fondy: Investment Corporation of Dubai, Mubadala Development Company (Abú Dhabí), International Petroleum Investment Company (Abú Dhabí), Dubai International Capital či Istithmar (Dubaj).

<sup>55</sup>Např. norský Government Pension Fund (Oljefondet) - zdroj: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

fondů jsou zároveň státy, ze kterých suverénní fondy pochází. Nejméně 10 členů<sup>56</sup> OECD jsou zeměmi, které ovládají alespoň jeden vlastní suverénní fond. V dalších členských státech působí penzijní fondy, které jsou svojí povahou podobné tradičním suverénním fondům. Devět členů IFSWF (a dříve IWG-SWF) patří mezi členské státy OECD.

OECD, jako mezinárodní organizace, se zabývá v oblasti aktivit suverénních fondů zejména otázkou právního režimu přímých zahraničních investic.<sup>57</sup> Hlavními nástroji v této oblasti jsou Kodex OECD o liberalizaci kapitálových pohybů<sup>58</sup> z roku 1961, Kodex OECD liberalizace běžných neviditelných operací<sup>59</sup> z roku 1961 a Deklarace OECD o mezinárodních investicích a nadnárodních podnicích<sup>60</sup> z roku 1976 (revidovaná v roce 2000). Stěžejními zásadami jsou principy zákazu diskriminace mezi členskými zeměmi OECD a maximálního úsilí o rozšíření tohoto zákazu diskriminace mezi nečlenskými státy, transparentnost a předvídatelnost regulačních opatření, zastavení uvalování nových restrikcí, progresivní liberalizace a unilaterální liberalizace mezi všemi členy OECD.

Přes zřejmou pokrokovost těchto principů ve snaze o odstranění bariér přeshraničním investicím samotná OECD přiznává, že mezery v jejich

---

<sup>56</sup> Celkový počet takových zemí závisí na definici suverénního fondu a z ní vyplývajícího konkrétního výčtu suverénních fondů.

IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. Strana 3.

Dále rovněž: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> (data ke 31. březnu 2011).

Členské země OECD:  
<[http://www.oecd.org/pages/0,3417,en\\_36734052\\_36761800\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761800_1_1_1_1_1,00.html)>

<sup>57</sup> Anglicky: Foreign Direct Investments (FDI).

<sup>58</sup> Anglicky: the Code of Liberalization of Capital Movements.

<sup>59</sup> Anglicky: the Code of Liberalisation of Current Invisible Operations.

<sup>60</sup> Anglicky: the Declaration on International Investment and Multinational Enterprises.

implementaci jsou poměrně zřetelné. Otázkou působení suverénních fondů na finančních trzích se OECD intenzivně zabývalo. Na zasedání Rady ministrů v Paříži v červnu 2008 byla díky tomu přijata Deklarace o suverénních fondech,<sup>61</sup> která proklamuje pozitivní postoj vůči suverénním fondům. Tato deklarace oceňuje přínosy, které činnost fondů přináší domácím, ale i cílovým zemím a prohlásila, že protekcionismus ve vztahu k zahraničním investicím zpomaluje hospodářský růst. OECD se zavázala poskytovat rady cílovým státům, jak zachovat a rozvinout bezbariérový právní rámec pro investice suverénních fondů a zároveň chránit oprávněné zájmy národní bezpečnosti. OECD vyjádřila svou podporu výsledkům práce na dobrovolných zásadách chování fondů a uvítala možnost pokračující spolupráce mezi OECD a IMF.

Ačkoliv koncepce OECD se především zaměřuje na vymezení vztahů mezi domovskými a cílovými státy a není v žádném ohledu odvislá od souboru pravidel GAPP sepsaných představiteli suverénních fondů, její dodržování a dobrovolná implementace suverénními fondy je významným činitelem usnadňujícím snahu cílových zemí aplikovat své závazky plynoucí z norem OECD, které mají za cíl zachovat otevřený trh a zároveň chránit zájmy států spojené s problematikou národní bezpečnosti.

Investiční komise OECD zveřejnila v této souvislosti zprávu s názvem „Suverénní fondy a politiky cílových zemí“<sup>62</sup>, jejíž závěry vyplývají z rozsáhlých rozhovorů vedených mezi členskými státy OECD, 14 zúčastněnými nečlenskými státy, Evropskou komisí a suverénními fondy. OECD v této zprávě opět zdůrazňuje všestrannou prospěšnost aktivit fondů, projevující se například v přílivech kapitálu do několika ekonomickou krizí oslabených finančních institucí ze zemí OECD,

---

<sup>61</sup> ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD). *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries – Working Together to Maintain and Expand Freedom of Investment*. 2008. Strana 2.

<sup>62</sup> Anglicky: *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*.



zvýšením mezinárodního pohybu kapitálu a stimulačním efektem pro obchodní činnost cílových podniků. Na druhou stranu však v této zprávě OECD také zdůrazňuje podstatný vliv fondů na případnou nestabilitu finančních trhů a otázku legitimních obav cílových zemí o ochranu svojí národní bezpečnosti. V tomto ohledu OECD věří, že nástroje již existujících norem OECD spojených se zahraničními investicemi poskytují dostatečný základ pro vytvoření přiměřeného regulatorního prostředí jednotlivými členskými zeměmi. OECD proto své členské státy nabádá ke svědomitému, bezvýhradnému a disciplinovanému dodržování výše zmíněných stěžejních principů (tj. zákaz diskriminace, transparentnost a předvídatelnost, zastavení nových restrikcí, progresivní a unilaterální liberalizace). Jako vodítko pro členské státy sloužící k implementaci těchto zásad vydala Investiční komise OECD Zprávu pro politická opatření cílových zemí ve vztahu k suverénním fondům a jiným zahraničním investicím, která jsou navrhována za účelem ochrany národní bezpečnosti,<sup>63</sup> která byla následně schválena národními vládami na 8. konferenci o svobodě investic. Tato zpráva obsahuje mimo jiné i návod<sup>64</sup>, který stanovuje následující systém pro národní legislativní opatření:

- (1) zákaz diskriminace;
- (2) transparence a předvídatelnost (kodifikace a uveřejnění, předběžné oznamování, konzultace, procesní předvídatelnost a spravedlnost);
- (3) regulatorní přiměřenost (právo jednotlivých zemí při stanovení otázek národní bezpečnosti, co nejužší rozsah takových omezení, odborné poměrování mezi benefity ochrany národní bezpečnosti a otevřeného trhu, přesné vymezení restrikcí jako reakce na specifická rizika, restrikce jako opatření ultima ratio);
- (4) zodpovědnost (zodpovědnost národních regulátorů vůči svým občanům chráněným těmito opatřeními, mechanismy mezinárodní zodpovědnosti vůči

---

<sup>63</sup> ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD), OECD INVESTMENT COMMITTEE. *Report on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. 4. dubna 2008.

<sup>64</sup> ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD), OECD INVESTMENT COMMITTEE. *OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*. 2008.

ostatním státům, ochrana zahraničních investorů prostřednictvím možnosti požadovat přezkoumání daných opatření a rovněž možnosti domáhat se náhrady škody před nezávislými soudy či rozhodčími tribunály, požadavek činit konečná rozhodnutí uvalující restriktce na nejvyšší politické úrovni v příslušné zemi, efektivní řízení veřejného sektoru).

Ačkoliv OECD nelze upřít snahu o nastolení pravidel pro fungování suverénních fondů na světových finančních trzích, je třeba uvést i frekventovanou výtku, že zásady stanovené OECD jsou stále příliš neurčité k tomu, aby byly schopny vytvořit řádný právní rámec pro investice fondů. Dalším podstatným nedostatkem souboru těchto principů je i skutečnost, že samotné suverénní fondy se na jejich formulaci nepodílely v takovém rozsahu jako u Santiago Principles. Pro zajištění vyšší míry implementace pravidel OECD je tudíž nezbytné začlenit i jednotlivé suverénní fondy do prací na závěrečných zprávách OECD týkajících se diskutované tematiky. OECD rovněž musí být připravena dát suverénním fondům roli při monitorování, zda konkrétní členské státy respektují své závazky vyplývající ze stanovených principů stejně, jako se jednotlivé státy podílejí na sledování míry souladu suverénních fondů s požadavky zodpovědnosti a transparentnosti, které určují například Santiago Principles.

Přestože závazky a pravidla OECD nemají status mezinárodní smlouvy ve smyslu součásti vnitrostátního právního řádu (např. na rozdíl od úmluv Světové obchodní organizace<sup>65</sup>), ani nejsou právně vymahatelné prostřednictvím rozhodnutí soudních institucí nebo správních orgánů a prostředky jejich implementace a vymáhání, efektivní aplikace a míra recepce jednotlivými státy je velmi odlišná, dodržování těchto norem OECD je prosazováno a částečně i dosahováno skrze tlak mezinárodního společenství zúčastněných států. Se zrychlujícím se tempem globalizace a s tím související stále významnější rolí mezinárodního obchodu a

---

<sup>65</sup> Např. GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) nebo GATS (General Agreement on Trade in Services)

toků zahraničních investic jsou vytvářeny silné vazby a vzájemná závislost mezi jednotlivými státy. To zvyšuje pravděpodobnost vzájemné spolupráce a zodpovědného přístupu národních vlád, které posilují mezinárodní právní a hospodářský pořádek.

#### 4. ZÁVĚR

Cílem této práce bylo podat ucelený výklad o otázkách spojených s existencí a působením suverénních fondů ve světovém hospodářství a poskytnout analýzu a interpretaci současné mezinárodní regulace (a jejích budoucích alternativ) týkající se problematiky role a chování suverénních fondů na finančních trzích. Při jejím zpracování bylo nezbytné vypořádat se se značným problémem, a to s nedostatečným množstvím literatury v českém jazyce, která by se předmětnou tematikou zabývala. Tuto komplikaci však bylo možné překonat studiem zahraničních, anglicky psaných, informačních pramenů ve formě knih, odborných statí, ekonomických analýz, výročních zpráv jednotlivých suverénních fondů a studií, které byly ve většině případů dostupné prostřednictvím vědeckých a specializovaných ekonomických internetových serverů.

Při zpracovávání kapitoly týkající se definice pojmu „suverénní fond“, kategorizace těchto fondů, jejich role a vlivu na finanční trhy v současnosti i v době dřívějšího vrcholu finanční krize, investičních strategií, rizik a hrozeb, které jejich aktivity přináší a charakteristiky nejvýznamnějších světových suverénních fondů se problém zásadního charakteru neobjevil. Zvýšená investiční aktivita suverénních fondů v nedávných letech vyvolala totiž i intenzivní zájem zahraničních vědeckých kruhů a regulačních institucí o tyto investiční subjekty, který byl zdrojem vzniku dostatečného množství relevantních informačních pramenů pojednávajících o tomto fenoménu. Řada suverénních fondů navíc sama (přes obecně známou námitku jejich nízké transparentnosti) poskytuje alespoň základní, někdy však i velice detailní<sup>66</sup>, informace o svojí činnosti. Právě proto bylo možné provést ucelený rozbor obsažený v druhé kapitole méj diplomové práce.

Ve třetí kapitole, která usiluje o shrnutí, analýzu a interpretaci soudobého regulačního rámce (a návrhů na jeho budoucí podobu) vztahujícího se k ekonomickému působení suverénních fondů, bylo nutné se zabývat myšlenkou, zda

---

<sup>66</sup> Např. norský Government Pension Fund (Oljefondet) či singapurský Temasek Holdings.

„hard-law“ regulace je s ohledem na nedávný vývoj mezinárodních finančních trhů skutečně nejefektivnějším a nejužitečnějším nástrojem pro ovlivňování investičních aktivit, právní povahy, velikosti, transparentnosti a formy správy nejvýznamnějších suverénních fondů světa. Během procesu vypracování této diplomové práce se tudíž naskytla otázka, jestli soubor „soft-law“ pravidel a liberální regulatorní přístup k suverénním fondům není nejpřiměřenějším a nejlepším možným řešením vedoucím k dosažení politicko-ekonomických cílů, spolehlivého monitoringu a účinného omezování činnosti suverénních fondů.

S ohledem na faktory, které způsobily, že se suverénní fondy zařadily mezi nejvýznamnější institucionální investory působící v globálním hospodářství, a rovněž se zřetelem k obavám spojeným s jejich nízkou mírou transparentnosti, silným ekonomickým potenciálem a přeshraničním charakterem jejich investičních aktivit lze vyvodit, že pouze mnohostranná a komplexní regulace s mezinárodní působností může efektivně postihnout možné negativní důsledky aktivit těchto fondů. Koncept regulace na mezinárodní úrovni je podpořen i současným stupněm globalizace, značnou ekonomickou důležitostí mezinárodního obchodu a přeshraničních pohybů kapitálu, ze kterých vyplývá i vzájemná závislost a provázanost ekonomik jednotlivých států. Jednostranné národní regulace nemohou z těchto důvodů představovat účinný prostředek řešení problematiky aktivit suverénních fondů. Z hlediska nalezení optimální formy právního rámce je nezbytné nalézt rovnováhu mezi zájmy zemí, kam investice suverénních fondů směřují, prosazujícími více restriktivní cestu, která na jedné straně poskytuje legitimní ochranu záležitostem jejich národní bezpečnosti, ale na druhé straně nevytváří překážky pro rozvoj liberalizace pohybů kapitálu, a požadavku států, které ovládají suverénní fondy, zabezpečit otevřený přístup k zahraničním trhům. K dosažení kompromisu mezi těmito rozdílnými zájmy států může v současné době nejlépe vést systém obecněji formulovaných a flexibilních „soft-law“ norem nepřímého charakteru, které jsou recipovány většinou států v takovém rozsahu, že nevznikají bezdůvodné a podstatné rozdíly mezi jednotlivými jurisdikcemi. Mezinárodní organizace a platformy (např. OECD, IMF či IFSWF) tudíž mohou podstatně usnadnit vzájemné rozhovory mezi představiteli států při procesu

formulace takových všeobecně aplikovatelných pravidel a jejich případných změn. Takový regulatorní přístup je navíc nepochybně schopen předejít i těm největším hrozbám spojeným s existencí suverénních fondů a zároveň zabezpečit soulad se základními principy transparentnosti, opodstatněnosti, přiměřenosti a spravedlnosti příslušných národních právních norem.

Dřívější neexistence explicitní mezinárodní právní regulace aktivit suverénních fondů byla logicky naprosto nevyhovující, resp. nebyla adekvátní vlivu a roli suverénních fondů v soudobé situaci, ve které se nachází světové hospodářství. Na druhou stranu je pochopitelně příliš brzy činit dalekosáhlé závěry při hodnocení skutečnosti, zda nynější režim obecných principů, jejich postupné konsistentní inkorporace do národních právních řádů a dobrovolné samoregulace samotných suverénních fondů splní vytyčené cíle a zabrání uvalení příliš restriktivních opatření omezujících mezinárodní pohyby kapitálu a zahraniční investice. Nezbývá tedy než doufat, že se tyto stěžejní zásady investičního chování suverénních fondů skutečně stanou efektivním a vymahatelným souborem norem dříve, než dojde k výraznému oslabení stability globálního finančního systému plynoucího z negativních důsledků nevhodné a nestejnorodé regulace působení suverénních fondů na finančních trzích.

## 5. SEZNAM ZKRATEK

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
CIC	China Investment Corporation
GAPP	Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles
GPFG	Government Pension Fund – Global
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
IMF	Mezinárodní měnový fond
IWG-SWF	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
KIC	Korean Investment Corporation
NWF	National Wealth Fund
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
SWF	Sovereign wealth fund (česky: <i>suverénní fond</i> )

## 6. SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Monografie

1. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS Alan J. *Fundamentals of Corporate Finance*. 3. vydání, University of Phoenix: McGraw-Hill, 2001. 651 s. ISBN 0-07-553109-7
2. CURZIO, Alberto Quadrio; MICELI, Valeria. *Sovereign Wealth Funds: A complete guide to state-owned investment funds (Harriman Finance Essentials)*. Harriman House Publishing, 15. června 2010. 225 s. ISBN 978-1906659967
3. MEJSTRÍK, Michal; PEČENÁ, Magda; TEPLÝ, Petr. *Základní principy bankovníctví/Basic Principles of Banking*. 1. vydání, Praha: Karolinum, 2008. 628 s. ISBN 978-80-246-1500-4.
4. SAMUELSON, Paul Anthony; NORDHAUS, William D. *Ekonomie*. 1. vydání, Praha: Svoboda, 1991. 1011 s. ISBN 80-205-0192-4.
5. TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*. Peterson Institute for International Economics, 27. září 2010. 192 s. ISBN 978-0881324983
6. URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství*. 2. doplněné a rozšířené vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2006. 516 s. ISBN 80-7357-188-9.

### Odborné články

1. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment*. The Pennsylvania State University Dickinson School of Law, Georgetown Journal of International Law,



Svazek 41, č. 2, 2009. 92 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1398835](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1398835)>

2. BANK OF ENGLAND, Sir John Gieve. *Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances*. Sovereign Wealth Management Conference London, 14. března 2008. 17 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech339.pdf>>

3. BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and The Santiago Principles. Where Do They Stand?* Carnegie Papers, Carnegie Endowment for International Peace. 22. číslo. Květen 2010. 24 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://www.carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf)>

4. BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*. Harvard University, and Massachusetts Institute of Technology (MIT), Nota di Lavoro, 29. března 2009. 55 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1370112](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1370112)>

5. CHHAOCHHARIA, Vidhi; LAEVEN, Luc. *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*. University of Miami and International Monetary Fund (IMF), Centre for Economic Policy Research (CEPR), 8. července 2009. 52 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1262383](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262383)>

6. CLARK, Gordon L.; MONK, Ashby H. B. *Modernity, institutional innovation, and the adoption of sovereign wealth funds in the Gulf States*. University of Oxford, 2. března 2011. 18 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1775353](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1775353)>

7. DEUTSCHE BANK RESEARCH. Kern, Steffen. *Sovereign Wealth Funds and foreign investment policies – an update*. 22. října 2008. 39 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu:

<[http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000232851.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000232851.pdf)>

8. EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *Výroční zpráva*. 2007. 268 s. ISSN 1725-2865. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007en.pdf>>

9. EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Beck, Roland; Fidora, Michael. *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. Occasional Paper, č. 91/2008, červenec 2008. 32 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>>

10. EVROPSKÁ KOMISE. *A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds*. 27. února 2008. 12 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/sovereign\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf)>

11. EVROPSKÁ KOMISE. Mezzacapo, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy, Economic Papers 37, duben 2009. 106 s. ISBN: 978-92-79-11189-1. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary15062\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary15062_en.htm)>

12. GILSON, Roland J.; MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Approach to the New Merkantilism*. Stanford Law School; Columbia Law School, 18. února 2008. 35 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1095023](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095023)>

13. GOVERNMENT PENSION FUND - GLOBAL. *Výroční zpráva*. Norges Bank Investment Management, 2010. 91 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://www.nbim.no/Global/Reports/2010/ENGLISH%20Annual%20Report%202010%2024%20March%20\(printed\).pdf](http://www.nbim.no/Global/Reports/2010/ENGLISH%20Annual%20Report%202010%2024%20March%20(printed).pdf)>

14. HATTON, Kyle; PISTOR, Katharina. *Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*.

Columbia University School of Law, Columbia Law and Economics Working Paper č. 395, 15. března 2011. 52 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1787565](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787565)>

15. IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2009*. Březen 2009. 8 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2009.pdf>>

16. IFSL (INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON) RESEARCH. *Sovereign Wealth Funds 2010*. Březen 2010. 8 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2010.pdf>>

17. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, "Santiago Principles"*. Říjen 2008. 59 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>>

18. MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. *6th Balance of Payment and International Investment Position Manual*. 13. ledna 2010. 371 s. ISBN 978-1-58906-812-4. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>>

19. MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. *Financial Stress, Downturns and Recoveries, World Economic Outlook*. World Economic and Financial Surveys, říjen 2008. 321 s. ISBN 978-1-58906-758-5. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/text.pdf>>

20. MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. Kunzel, Peter; Yingqiu, Lu; Petrova, Iva; Pihlman, Jukka. *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm*. IMF Working Paper č. 11/19, Leden 2011. 17 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24598.0>>

21. MONK, Ashby H. B. *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*. The University of Oxford, 1. května 2008. 34 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1134862](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134862)>
22. MORGAN STANLEY. Jen, Stephen; Andreopoulos, Spyros. *SWFs: Growth Tempered – US\$10 Trillion by 2015*. 10. listopad 2008. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20081110-Mon.html>>
23. MORGAN STANLEY. Miles, David; Jen, Stephen. *SWFs and Bond and Equity Prices*. 1. červen 2007. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070601-Fri.html>>
24. MOSHIRIAN, Fariborz. *Sovereign Wealth Funds and Sub-Prime Credit Problems*. The University of New South Wales - The Australian School of Business, 29. září 2008. 29 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1275226](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1275226)>
25. MURRAY, David. *SWFs: Myths and Realities*. Global Sovereign Funds Roundtable, Keynote Address. Londýn, 5. května 2011. 23 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.ifswf.org/pst/london11.pdf>>
26. NORTON ROSE LLP. *Sovereign Wealth Funds and Global Private Equity Landscape survey*. Červen 2008. [online]. [cit. dne 4. dubna 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15287.aspx?page=all&lang=en-gb>>
27. ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD). *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries – Working Together to Maintain and Expand Freedom of Investment*. 2008. 8 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.oecd.org/dataoecd/0/23/41456730.pdf>>

28. ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD), OECD INVESTMENT COMMITTEE. *OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*. 2008. 2 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.oecd.org/dataoecd/59/27/41807723.pdf>>
29. ORGANIZACE PRO HOSPODÁŘSKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ (OECD), OECD INVESTMENT COMMITTEE. *Report on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. 4. dubna 2008. 7 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.oecd.org/dataoecd/34/9/40408735.pdf>>
30. ROSE, Paul. *Sovereign Wealth Fund Investment in The Shadow of Regulation and Politics*. Ohio State University Moritz College of Law, Georgetown Journal of International Law, Svazek 40, č. 4, 2009. 33 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1561986](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1561986)>
31. SEKRETARIÁT INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (ve spolupráci s členy International Working Group of Sovereign Wealth Funds). *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practice*. 15. září 2008. 18 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>
32. SENN, Myriam. *The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds*. University of St.Gallen - Law Department, Swiss Report Presented at the XVIIIth International Congress of Comparative Law, 2010. 24 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1620822](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620822)>
33. STATE STREET CORPORATION. *Sovereign Wealth Funds, Assessing The Impact*. Vision, svazek III, 2. vydání, 2008. 50 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://www.statestreetglobalservices.com/wps/wcm/connect/16c3838042740d53a4f6a6a2409b1953/Vision\\_SovereignWealth\\_2008\\_III-](http://www.statestreetglobalservices.com/wps/wcm/connect/16c3838042740d53a4f6a6a2409b1953/Vision_SovereignWealth_2008_III-)

2.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT\_TO=url&CACHEID=16c3838042740d53a4f6a6a2409b1953>

34. TEMASEK HOLDINGS. *Výroční zpráva*. 2010. 94 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://www.temasekreport.com/2010/documents/full\\_annual\\_report2010.pdf](http://www.temasekreport.com/2010/documents/full_annual_report2010.pdf)>

35. THE CITY UK. *Sovereign Wealth Funds, Financial Markets Series*. Duben 2011. 12 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2011.pdf>>

36. THE MCKINSEY QUARTERLY. Farrell, Diana; Lund, Susana. *The world's new financial power brokers*. Economic Studies, říjen 2007. 176 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <<https://www.mckinseyquarterly.com/PDFDownload.aspx?ar=2084>>

37. TOLOUI, Ramin. *When Capital Flows Uphill: Emerging Markets as Creditors*. PIMCO Capital Perspectives, červen 2007. 8 s. [online]. [cit. dne 27. června 2011]. dostupné na Internetu: <[http://media.pimco.com/Documents/Capital%20Flows%20Uphill\\_FINAL.pdf](http://media.pimco.com/Documents/Capital%20Flows%20Uphill_FINAL.pdf)>

### **Internetové stránky**

1. <[http://ec.europa.eu/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/index_en.htm)> (internetové stránky Evropské komise)
2. <<http://www.adia.ae/>> (internetové stránky Abu Dhabi Investment Authority)
3. <<http://www.china-inv.cn/cicen/>> (internetové stránky China Investment Corporation)
4. <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html>> (internetové stránky CIA – The World Factbook)
5. <<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>> (internetové stránky Evropské centrální banky)

6. <<http://www.imf.org/external/index.htm>> (internetové stránky Mezinárodního měnového fondu)
7. <[http://www.info.gov.hk/hkma/eng/reserves/man\\_ex\\_fund.htm](http://www.info.gov.hk/hkma/eng/reserves/man_ex_fund.htm)> (internetové stránky Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)
8. <<http://www.ifswf.org/>> (internetové stránky International Working Group of Sovereign Wealth Funds)
9. <<http://www.minfin.ru/en/nationalwealthfund/>> (internetové stránky National Wealth Fund)
10. <<http://www.nbim.no/>> (internetové stránky Government Pension Fund - Global)
11. <[http://www.oecd.org/home/0,2987,en\\_2649\\_201185\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html)> (internetové stránky Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj)
12. <<http://www.ssrn.com/>> (internetové stránky Social Science Research Network)
13. <<http://www.swfinstitute.org/>> (internetové stránky Sovereign Wealth Fund Institute)
14. <<http://www.temasek.com.sg/>> (internetové stránky Temasek Holdings)

## 7. PŘÍLOHA: SANTIAGO PRINCIPLES

In furtherance of the “Objective and Purpose”, the IWG members either have implemented or intend to implement the following principles and practices, on a voluntary basis, *each of which is subject to* home country laws, regulations, requirements and obligations. This paragraph is an integral part of the GAPP.

**GAPP 1. Principle** The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s).

*GAPP 1.1 Subprinciple* The legal framework for the SWF should ensure the legal soundness of the SWF and its transactions.

*GAPP 1.2 Subprinciple* The key features of the SWF's legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and the other state bodies, should be publicly disclosed.

**GAPP 2. Principle** The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

**GAPP 3. Principle** Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

**GAPP 4. Principle** There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF's general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

*GAPP 4.1 Subprinciple* The source of SWF funding should be publicly disclosed.

*GAPP 4.2 Subprinciple* The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.



**GAPP 5. Principle** The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

**GAPP 6. Principle** The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

**GAPP 7. Principle** The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.

**GAPP 8. Principle** The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

**GAPP 9. Principle** The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

**GAPP 10. Principle** The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.

**GAPP 11. Principle** An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.

**GAPP 12. Principle** The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.

**GAPP 13. Principle** Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.

**GAPP 14. Principle** Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.

**GAPP 15. Principle** SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.

**GAPP 16. Principle** The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.

**GAPP 17. Principle** Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

**GAPP 18. Principle** The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the

owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

*GAPP 18.1 Subprinciple* The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.

*GAPP 18.2 Subprinciple* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.

*GAPP 18.3 Subprinciple* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

**GAPP 19. Principle** The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

*GAPP 19.1 Subprinciple* If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.

*GAPP 19.2 Subprinciple* The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

**GAPP 20. Principle** The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.

**GAPP 21. Principle** SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly

disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

**GAPP 22. Principle** The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.

*GAPP 22.1 Subprinciple* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.

*GAPP 22.2 Subprinciple* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

**GAPP 23. Principle** The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.

**GAPP 24. Principle** A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

## **ABSTRAKT**

### **Suverénní fondy (SWFs) a jejich regulace; Sovereign wealth funds and their regulation**

Cílem této práce je podat ucelený výklad o problematice současné role a působení suverénních fondů na finančních trzích a pokusit se o shrnutí nynějšího mezinárodního regulatorního rámce a rovněž nastínění eventuálních změn v tomto systému. Tato otázka vychází z popisu a interpretace nejdůležitějších mezinárodních „soft-law“ pravidel v oblasti suverénních fondů - tzv. Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices) a příslušné legislativy OECD. Důvodem pro volbu tohoto tématu je skutečnost, že otázkám spojeným s existencí suverénních fondů a jejich právní regulací nebyla v českých odborných kruzích dosud věnována dostatečná pozornost.

Tato práce je rozdělena do čtyř kapitol. První kapitolou je úvod do zmíněné problematiky. Ve druhé kapitole, která se skládá ze dvou oddílů, se práce soustřeďuje na obecnou charakteristiku existence suverénních fondů. První oddíl se zaměřuje na vymezení pojmu „suverénní fond“, kategorizaci těchto fondů na základě jejich charakteristických znaků a analýzu právní povahy fondů. Druhý oddíl je věnován vlivu suverénních fondů na finanční trhy, rozboru velikosti jednotlivých fondů a příčin jejich rozmachu, analýze investičních strategií suverénních fondů a rizik, které jejich aktivity přináší a také charakteristice nejvýznamnějších světových suverénních fondů.

Ve třetí kapitole se práce soustřeďuje na regulatorní aspekty spojené s existencí suverénních fondů. Tato kapitola je rozdělena na tři oddíly. První oddíl se zabývá teoretickými koncepcemi regulace. Stěžejní je druhý oddíl, který analyzuje a interpretuje výše uvedené Santiago Principles. Dále pojednává o možnostech budoucího vývoje Santiago Principles. Poslední oddíl rozebírá přístup OECD k regulaci suverénních fondů. Odpovídající závěry jsou zahrnuty v kapitole čtvrté. Přílohou této práce je doslovné znění Santiago Principles.

The aim of this work is to provide a comprehensive explanation of the current issue of the role and activities of sovereign wealth funds in financial markets and to try to summarize current international regulatory framework, as well as to outline possible changes in this system. This question comes from description and interpretation of the most important international “soft-law” rules on sovereign wealth funds – the so-called Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices) and the OECD’s related legislation. The reason for selection of this topic is a fact that issues related to existence of sovereign wealth funds and their legal regulation have not been discussed sufficiently in Czech scientific circles.

This work is divided into four chapters. The first chapter is an introduction to the aforementioned issues. In the second chapter, which consists of two sections, the work is concentrated on general characteristics of existence of sovereign wealth funds. The first section is focused on definition of the term “sovereign wealth fund”, categorization of such funds on the basis of their characteristic features and analysis of legal nature of these funds. The second section is devoted to influence of sovereign wealth funds on financial markets, analysis of size of individual funds and the causes of their heyday, analysis of sovereign wealth funds’ investment strategies and risks, which poses their activities and also to characteristics of the world’s leading sovereign wealth funds.

In the third chapter, the work is concentrated on the regulatory aspects associated with existence of sovereign wealth funds. This chapter is divided into three sections. The first section deals with theoretical concepts of regulation. The second section is crucial and analyzes and construes the above-mentioned Santiago Principles. Additionally, possibilities of future development of the Santiago Principles are discussed therein. The final section discusses the OECD’s regulative approach to sovereign wealth funds. Respective conclusions are drawn in the fourth chapter. Literal wording of the Santiago Principles poses the schedule to this work.

**KLÍČOVÁ SLOVA (KEYWORDS):**

Suverénní fondy (*Sovereign wealth funds*)

Regulace (*Regulation*)

Santiago Principles