

اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات



المحررون:
أودايبر داس، وعدنان مزارعي ، وهان فان در هورن

صندوق النقد الدولي

اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات

المحررون:
أودايبر داس، وعدنان مزارعي،
وهان فان در هورن

صندوق النقد الدولي

© 2010 International Monetary Fund
الطبعة العربية © صندوق النقد الدولي ٢٠١٠

Cataloging-in-Publication Data

Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers/edited by Udaibir S. Das, Adnan Mazarei, and Han van der Hoorn.—Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010.
p. ; cm.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-61635-927-5

1. Sovereign wealth funds. I. Das, Udaibir S. II. Mazarei, Adnan. III. Hoorn, Han van der. IV. International Monetary Fund.
HJ3801.E26 2010

إخلاء مسؤولية: تعبر الآراء الواردة في هذا الكتاب عن وجهة نظر المؤلفين وينبغي ألا تُنسب إلى الصندوق أو مجلسه التنفيذي أو حكومات أي من بلدانه الأعضاء.

الغلاف والتصميم: لاي أوي لوي وقسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي
تمت الترجمة في شعبة اللغة العربية
إدارة التكنولوجيا والخدمات العامة، صندوق النقد الدولي

ملحوظة للقراء:

هذه مقتطفات مترجمة من كتاب صدر مؤخرا عن صندوق النقد الدولي (ونشر باللغة الإنجليزية) بعنوان "اقتصاديات صناديق الثروة السيادية: قضايا لصناع السياسات". وتشمل هذه المقتطفات محتويات الكتاب، وتمهيد، وكلمة شكر، والمقدمة. وتشمل كذلك الفصل الخامس المعنون "صناديق الثروة السيادية ومبادئ سانتياغو".

Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers
Edited by Udaibir S. Das, Adnan Mazarei, and Han van der Hoorn

اقتصاديات صناديق الثروة السيادية: قضايا لصناع السياسات
المحررون: أودايبير داس، وعدنان مزارعي، وهان فان در هورن
ISBN: 978-1-61635-927-5

تاريخ النشر: ١٠ ديسمبر ٢٠١٠
القطع: ٦ X ٩ بوصة، ٣٢٨ صفحة
السعر: ٣٥ دولارا أمريكيا

للحصول على نسخة كاملة من هذا الكتاب (باللغة الإنجليزية): يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, IMF Publications
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201
بريد إلكتروني: publications@imf.org
www.imfbookstore.org

المحتويات

تمهيد ط
كلمة شكر ك
تقديم م
قائمة الاختصارات ق

١ | القسم الأول: الدور والجدوى المالية الكلية ١

١ | أعضاء كاشفة على صناديق الثروة السيادية ٣ *Laurent Nordin و Susan Lund و Diaan-Yi Lin و Espen Klitzing*

- ٤ فهم صعود صناديق الثروة السيادية.....
٦ أهداف صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية المتنوعة.....
٨ صناديق الثروة السيادية تحافظ على قوتها رغم الأزمة المالية.....
٩ ستظل صناديق الثروة السيادية إطارا للاستثمار طويل الأجل، ولكن الأزمة أحدثت بعض التحولات.....
١١ صناديق الثروة السيادية ستواصل نموها.....
١٣ المراجع.....

٢ | من تراكم الاحتياطات إلى صناديق الثروة السيادية: السياسات والاعتبارات المالية الكلية ١٥ *Michael Papaioannou و Christian Mulder و Yinqiu Lu*

- ١٦ مستوى كاف من الاحتياطات الأجنبية.....
١٨ خيارات من أجل احتياطات وفيرة.....
١٩ الدعم من صندوق الثروة السيادية أثناء أزمة مالية.....
٢٠ الروابط المالية الكلية المصاحبة لإدارة صندوق الثروة السيادية.....
٢٢ الخلاصة.....
٢٣ المراجع.....

٣ | صناديق الثروة السيادية: الحقائق الاقتصادية الجديدة والاستجابات السياسية ٢٥ *Steffen Kern*

- ٢٦ الاستثمارات عبر الحدود: نحو انتشار عالمي لملكية الشركات؟.....
٢٧ صناديق الثروة السيادية كمواقع للاستثمارات في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي: قضايا السياسات.....
٢٨ استجابات السياسات: هل ثمة خطر من ردود فعل حمائية؟.....
٢٩ البعد الدولي: تأمين أسواق مفتوحة في بيئة تنظيمية مجزأة.....
٣٠ السلوك السليم لصناديق الثروة السيادية: المفتاح إلى مزيد من القبول في البلدان المتلقية للاستثمارات.....
٣١ الخلاصة: المنظور العالمي.....
٣٢ المراجع.....

٤ | صناديق الثروة السيادية والسياسة الاقتصادية في بلد الموطن ٤٣ *Mauricio Villafuerte و Jon Shields*

- ٤٤ دور صندوق الثروة السيادية في الإطار العام للسياسة الاقتصادية الكلية.....
٤٥ المسألة.....
٤٦ الخلاصة.....
٤٧ المراجع.....

٥٧	القسم الثاني: العوامل المؤسسية.....	
٥٩	صناديق الثروة السيادية ومبادئ سانتياغو <i>Alison Stuart و Adnan Mazarei و Udaibir S. Das</i>	٥
٦٠	صناديق الثروة السيادية: الأهداف والتصنيف.....	
٦١	القضايا المحيطة بصناديق الثروة السيادية.....	
٦٣	مجموعة العمل الدولية ووضع مبادئ سانتياغو.....	
٦٥	السمات الرئيسية لمبادئ سانتياغو.....	
٧٠	ملاحظات ختامية وأفاق المستقبل.....	
٦٦	الإطار ٥-١: مبادئ سانتياغو: العناصر التي تتناول القضايا المطروحة.....	
٧٣	المراجع.....	
٦	الأسس القانونية لتحرير الحساب الرأسمالي من أجل صناديق الثروة السيادية.....	٦
٧٥	<i>Yan Liu و Thomas Laryea و Obianuju Ezejiolor و Wouter Bossu</i>	
٧٦	القانون المحلي.....	
٧٦	القانون الدولي.....	
٧٨	القانون الدولي بموجب اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي.....	
٧٩	ولاية الصندوق على القيود المفروضة على المدفوعات الجارية.....	
٨١	القانون غير الملزم من خلال مبادئ سانتياغو.....	
٨٣	استشراف المستقبل.....	
٨٣	المراجع.....	
٨٥	صناديق الثروة السيادية: التدفقات الاستثمارية ودور الشفافية.....	٧
	<i>Antonio Galicia-Escotto و Robert Heath</i>	
٨٦	البيانات العابرة للحدود.....	
٨٩	الإحصاءات المحلية.....	
٩٠	كيف يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تجد مكانها في إحصاءات القطاع الخارجي؟.....	
٩١	ممارسات إبلاغ البيانات الإحصائية عن صناديق الثروة السيادية.....	
٩٢	الخلاصة.....	
٩٢	المراجع.....	
٩٥	تنظيم صندوق الثروة السيادية من خلال مدير خارجي للصندوق.....	٨
	<i>Adnan Mazarei و Luc Leruth و André de Palma</i>	
٩٧	تنظيم صندوق الثروة السيادية في الخارج عن طريق مدير خارجي للصندوق.....	
٩٩	نموذج بسيط.....	
١٠٣	النتائج والتوصيات وأثار السياسات.....	
١٠٦	الموكلون والوكلاء، وأهدافهم المتعددة.....	
١١٠	الخلاصة.....	
١١٠	المراجع.....	
١١١	الملحق: نموذج ديناميكي للتعلم من خلال الاستثمار.....	
٩	صناديق الثروة السيادية وسياسات الاستثمار في البلدان المتلقية للاستثمارات: منظورات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.....	٩
١١٣	<i>Kathryn Gordon</i>	
	إعادة تأكيد جدوى مبادئ الاستثمار لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في التعامل المنصف مع صناديق الثروة السيادية.....	
١١٤	الأمن الوطني شاغل مشروع ولكن ينبغي ألا يكون ذريعة لإخفاء الحمايتي.....	
١١٥	المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي الموجهة للبلدان المتلقية	

- للاستثمارات فيما يتعلق بالأمن الوطني..... ١١٧
 المتابعة من خلال منتدى عملية حرية الاستثمار الذي تستضيفه منظمة التعاون والتنمية في
 الميدان الاقتصادي..... ١١٧
 وفاق مرجعية أعتها أمانة منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي..... ١٢٠
 صكوك الاستثمار الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي..... ١٢١

القسم الثالث | مناهج الاستثمار والأسواق المالية..... ١٢٣

- ١٠ | الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية تُكمل
 الاستراتيجيات الاستثمارية للبنوك المركزية..... ١٢٥
Stephen L. Jen
 كبح نمو صناديق الثروة السيادية من جراء الأزمة المالية: ١١ تريليون دولار بحلول
 ٢٠١٥..... ١٢٦
 يحتفل أن تواصل صناديق الثروة السيادية السعي من أجل الحصول على عائدات أعلى في ظل
 مخاطر أشد وأقوى..... ١٢٧
 مصادر المادة الرأسمالية اللازمة لتمكين صناديق الثروة السيادية من تحمل المخاطر..... ١٢٩
 حافزة طويلة الأجل طبقا للنموذج ٢٥: ٤٥: ٣٠، لصناديق الثروة السيادية..... ١٣١
 ”منافسة أخوية“ أقل حدة بين البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية..... ١٣٢
 الصناديق السيادية لمعاشات التقاعد..... ١٣٤
 الخلاصة..... ١٣٥
 المراجع..... ١٣٦

- ١١ | أهداف استثمار صناديق الثروة السيادية: نموذج متحول..... ١٣٧
Jukka Pihlman و Iva Petrova و Yinqiu Lu و Peter Kunzel
 تصنيف صناديق الثروة السيادية وأثاره..... ١٣٧
 الاعتبارات النظرية الكامنة وراء التخصيصات الاستراتيجية لأصول صناديق الثروة السيادية..... ١٤٠
 مقارنة بين تخصيصات أصول بعض صناديق الثروة السيادية..... ١٤١
 انكشاف الأزمة..... ١٤٢
 آثار الأزمة على التخصيصات الاستراتيجية للأصول..... ١٤٦
 تحديات السياسات مستقبلا..... ١٤٨
 الخلاصة..... ١٤٩
 المراجع..... ١٥٠

- ١٢ | إدارة صندوق الثروة السيادية: وجهة نظر الممارسين..... ١٥١
Thomas S. Coleman و Michael du Jeu و Didier Darcet
 تصورات المخاطر/العائد من منظور المستثمر على المدى الطويل..... ١٥٢
 دالة منفعة صناديق الثروة السيادية..... ١٥٧
 صناديق الثروة السيادية: استراتيجية الاستثمار، وإدارة المخاطر على أرض الواقع..... ١٦٣
 الخلاصة..... ١٧١
 المراجع..... ١٧١

- ١٣ | صناديق الثروة السيادية والاستقرار المالي: تحليل لدراسة حالة..... ١٧٣
Heiko Hesse و Tao Sun
 استعراض المؤلفات في هذا المجال..... ١٧٤
 البيانات والمنهجية..... ١٧٦
 النتائج العملية..... ١٨٠
 الخلاصة..... ١٨٥
 المراجع..... ١٨٥

- ١٤ | التأثير الاقتصادي الكلي لصناديق الثروة السيادية..... ١٨٧
Krishna Srinivasan و Doug Laxton و Julie Kozack
 الحجم الحالي لصناديق الثروة السيادية وحجمها مستقبلا..... ١٨٩
 كيف واجهت صناديق الثروة السيادية الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩؟..... ١٩٢

١٩٤.....	الأثار على تدفقات رؤوس الأموال وأسعار الأصول العالمية.....
٢٠٤.....	الخلاصة.....
٢٠٤.....	المراجع.....

٢٠٥.....	١٥ وجهة نظر السوق في تأثير صناديق الثروة السيادية على الأسواق المالية العالمية..... <i>Jens Nystedt</i>
٢٠٦.....	الحجم المطلق والنسبي لصناديق الثروة السيادية في السياق.....
٢٠٩.....	كيف تؤثر استثمارات الأسهم التي أعلنتها صناديق الثروة السيادية على الأسواق؟.....
٢١٠.....	أين تستثمر صناديق الثروة السيادية؟.....
٢١٢.....	ما هي الآثار السوقية والاقتصادية الكلية للتحويل من الاحتياطات الرسمية إلى صناديق الثروة السيادية؟.....
٢١٥.....	كيف يستجيب المشاركون في السوق إزاء استثمارات صناديق السيادة الوطنية؟.....
٢١٧.....	تأثير السوق والشفافية.....
٢١٨.....	الخلاصة.....
٢٢٠.....	المراجع.....

٢٢٣..... القسم الرابع | آفاق ما بعد الأزمة.....

٢٢٥.....	١٦ صناديق الثروة السيادية في الأوضاع العادية الجديدة..... <i>Mohamed A. El-Erian</i>
٢٢٦.....	صناديق الثروة السيادية والأزمة المالية العالمية.....
٢٢٨.....	عواقب الأزمة المالية: الأوضاع العادية الجديدة.....
٢٣٠.....	الأثار على صناديق الثروة السيادية.....
٢٣٣.....	الخلاصة.....
٢٣٣.....	المراجع.....

٢٣٥.....	١٧ مستقبل صناديق الثروة السيادية..... <i>Edwin M. Truman</i>
٢٣٥.....	الماضي: مدخل إلى المستقبل.....
٢٣٩.....	المستقبل.....
٢٤٢.....	الخلاصة.....
٢٤٢.....	المراجع.....

٢٤٥.....	١٨ الآثار طويلة الأجل للأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية..... <i>Andrew Rozanov</i>
٢٤٨.....	الأصول والخصوم السيادية: منظور أوسع نطاقاً.....
٢٥٢.....	الاستثمارات السيادية المحلية: نحو صيغة جديدة لتوافق آراء واشنطن.....
٢٥٥.....	المراجع.....
٢٥٧.....	ملحق.....

٢٥٩.....	١٩ كلمة ختامية: وجهات نظر بعض الصناديق السيادية.....
٢٥٩.....	ألف - الصندوق الاستئماني لمدخرات ميراث ألبرت: استشراف المستقبل..... <i>Rod Matheson و Aaron Brown</i>
٢٦٢.....	باء - إدارة صناديق الثروة السيادية في شيلي في أعقاب الأزمة العالمية..... <i>Eric Parrado</i>
٢٧٠.....	جيم - صناديق الثروة السيادية والبلدان المتلقية للاستثمارات: نحو أوضاع تعود بالنفع على الأطراف كافة..... <i>Jin Liqun</i>

دال - صندوق المعاشات التقاعدية في نيوزيلندا: الصمود أثناء الأزمة المالية العالمية
ونظرة إلى آفاق المستقبل في أعقابها..... ٢٧٣
Adrian Orr

هاء - النزوح: مواجهة المخاطر في عالم يفتقر إلى اليقين..... ٢٧٦
Martin Skancke و Thomas Ekeli

واو - الاتحاد الروسي: تحديات يوم عاصف..... ٢٧٧
Alexandra Trishkina و Peter Kazakevitch

الملاحق ٢٨١

١ | مبادئ سانتياغو..... ٢٨١

٢ | المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية..... ٢٨٥

المساهمون ٢٨٧

الفهرس ٢٩٩

تمهيد

يركز هذا المجلد على اقتصاديات صناديق الثروة السيادية. والغرض منه هو زيادة فهم هذه الصناديق، والإسهام بقسط في توجيه مناقشات مستنيرة بشأنها. ويتضمن الكتاب مقالات لخبراء بارزين، ويعبر عن الالتزام المستمر لصندوق النقد الدولي إزاء هذه الكيانات المهمة المشاركة في النظام الدولي النقدي والمالي.

وقد حلت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت في ٢٠٠٧، محل صناديق الثروة السيادية كموضوع رئيسي للمناقشات التي دارت بشأن السياسة المالية. وقد انصب الاهتمام من قبل على أهداف صناديق الثروة السيادية، والآثار المحتملة لقراراتها في مجال الاستثمار. ومن المحتمل أن يتزايد الاهتمام بصناديق الثروة السيادية مرة أخرى في الفترة القادمة - وسيبقى كثير من العوامل التي أدت إلى زيادة أهميتها، لا سيما المكاسب الكبيرة في النقد الأجنبي لمنتجات السلع الأساسية. وعلاوة على ذلك، بدأت تتزايد مرة أخرى التدفقات الرأسمالية الدولية، بينما تتراجع الأزمة المالية، ويتعافى الاقتصاد العالمي. ومن المحتمل أن تؤثر المقترحات الجاري بحثها لتحاشي أزمات مماثلة مستقبلاً على صناديق الثروة السيادية، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

وقد طرحت الأزمة الأخيرة تحديات كثيرة جسيمة، ولكنها أسفرت أيضاً عن دروس مهمة بشأن الحاجة إلى إدارة أقوى للمخاطر، ومزيد من الشفافية، وإشراف محكم على جميع المؤسسات المالية. وفيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية بوجه خاص، ثمة قضايا قليلة ذات صلة وثيقة بالموضوع. فقد أكدت الأحداث الأخيرة أن صناديق الثروة السيادية تعمل على أحسن ما يُرام، عندما تدمج في إطار السياسات الكلي للحكومة التي ترعاها. وفي هذا السياق، فإن من الأهمية بمكان أن تقدم معلومات كافية إلى الأطراف المعنية، وأن تدرج عمليات هذه الصناديق في الحسابات الوطنية. وينبغي أن تتماشى قواعد التمويل والسحب الخاصة بهذه الصناديق مع أهدافها المعلنة، وأن تستند إلى ترتيبات واضحة المعالم بشأن حوكمة الشركات.

وبوجه عام، فإن الحكومات الراعية هي التي تضع أهداف صناديق الثروة السيادية، وتحدد هياكل حوكمتها، بما في ذلك أطر المساءلة المحكمة الإعداد. والهدف من هذه التدابير هو تحديد أدوار ومسؤوليات الكيانات المختلفة المشاركة في إدارة وتنظيم صناديق الثروة السيادية، وتحديد العلاقات فيما بينها. وثمة عنصر هام في تحديد فعالية صندوق الثروة السيادية وهو استقلالها التشغيلي في اتخاذ قرارات الاستثمار. وهكذا تحتاج صناديق الثروة السيادية إلى إدارة شؤون الاستثمار بطريقة تتماشى مع أهدافها في مجال السياسات، وتتضمن خياراتها بشأن الأصول، بالإضافة إلى ممارساتها في إدارة المخاطر.

وتتجسد هذه الاعتبارات الرئيسية في مبادئ سنتياغو التي وافقت عليها صناديق الثروة السيادية، في ٢٠٠٨، في أعقاب مشاورات مستفيضة. وقد أسهمت هذه المبادئ في فهم أفضل لهذه الصناديق، وعززت من مصداقيتها الكلية. ويستمر تنفيذ هذه المبادئ على قدم وساق ومثال ذلك أن عدداً أكبر من هذه الصناديق يقوم بنشر تقارير سنوية. وعلاوة على ذلك، أنشأت هذه الصناديق منتدى دولياً لتبادل وجهات النظر بشأن تطبيق المبادئ، ضمن أمور أخرى. ويؤكد التطبيق المستمر لمبادئ سنتياغو على التأثير الإيجابي الذي يمكن أن تحدثه هذه الصناديق في الازدهار والاستقرار على الصعيد العالمي.

وأود أن أتوجه بالشكر إلى كل المسؤولين عن إعداد هذا المجلد، وإلى زملائي أيضا، وأمل أن يكون هذا العمل مفيدا لجميع المهتمين بدور صناديق الثروة السيادية وتشغيلها.

جون ليبسكي
النائب الأول لمدير عام
صندوق النقد الدولي

كلمة شكر

هذا الكتاب هو ثمرة جهود متضافرة بذلها كثيرون من صانعي السياسات، ومديري الأصول، ومحلي الأسواق المالية، والأكاديميين، وخبراء الصندوق. ويتناول الكتاب عمل صناديق الثروة السيادية (SWFs) وجهودها. وكان تضافر جهود هذه الأطراف كلها عاملاً رئيسياً في تحسين فهم صناديق الثروة السيادية وأنشطتها، والمساعدة على توطيد دعائم التعاون الدولي. ونود أن نشكر جوان بليك ومايكل هاروب بإدارة العلاقات الخارجية بالصندوق، لاضطلاعهم بتنسيق إنتاج الكتاب. كما نوجه كلمة شكر خاصة إلى شيري براون التي قدمت باعتبارها محررة للنص، مقترحات عديدة ممتازة لتحسين أسلوب فصول الكتاب ومضمونها.

ولم يكن بالإمكان إعداد هذا الكتاب، لولا ما حظينا به من دعم وتشجيع من مسعود أحمد، مدير إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، وخوسيه فينيالس، مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، ومستشارها المالي، بالصندوق. ونود أيضاً أن نشيد بهايما كاروانا، المدير السابق لإدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، والذي يشغل الآن منصب المدير العام لبنك التسويات الدولية، والذي أسهم بوسائل شتى في تيسير التقاء ممثلي صناديق الثروة السيادية، وتأمين إعداد مبادئ سانتياغو بنجاح. وأخيراً وليس آخراً، نود أن نزجي الشكر إلى عدد كبير من الزملاء العاملين بالصندوق وفي المنتدى العالمي لصناديق الثروة السيادية لما قدموه من دعم ومساندة.

أودايبر داس، وعدنان مزارعي، وهان فان در هورن

تقديم

يتمثل الهدف من هذا الكتاب في فهم صناديق الثروة السيادية (SWFs) من منظور السياسات الاقتصادية، ومعرفة مدى اندماجها في المشهد المالي العالمي المتغير. وهو يرمى إلى الإسهام بقسط في تهدئة دواعي القلق بشأن الأدوار الاقتصادية والمالية التي تؤديها هذه الصناديق في بلدانها الأصلية وفي البلدان التي تستثمر فيها.

وقد نشأت صناديق الثروة السيادية منذ عقود كثيرة. إلا أنها ظلت لفترة طويلة غير معروفة لدى الجمهور، وبعيدة عن أضواء السياسات وبريقها. إلا أن هذا الوضع المبهم نسبياً تغير فجأة في ٢٠٠٦، عندما ثار الجدل بشأن محاولة شركة دبي العالمية للموانئ شراء عمليات إدارة الموانئ في ست محطات بحرية كبرى في الولايات المتحدة. وأثارت محاولة الشراء المقترحة شواغل تتعلق بالأمن الوطني في الولايات المتحدة، وسرعان ما أدى ذلك إلى نقاش أوسع نطاقاً بشأن أدوار ومسؤوليات هيئات الاستثمار السيادية. وفي الوقت نفسه شرعت عدة صناديق سيادية في تكديس العملات الأجنبية وفوائض المالية العامة، واستثمارها بنشاط في أصول مالية أجنبية. وفجأة صدعت هذه الصناديق باعتبارها فئة كبرى من الكيانات الاستثمارية المؤسسية العابرة للحدود. واجتذبت هذه التطورات اهتماماً كبيراً في مجال السياسات والتجارة. وأثارت أيضاً كثيراً من الجدل الواسع وأصبحت محمّلة بكثير من المضامين والإيحاءات السياسية إلى الحد الذي طلب فيه المجتمع الدولي من صندوق النقد الدولي ومنظمات دولية أخرى في أكتوبر ٢٠٠٧، الاضطلاع بتحليل القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية، وإجراء حوار معها ومع البلدان المتلقية لاستثماراتها. وكانت النتيجة الرئيسية لهذا الجهد إقدام هذه الصناديق على وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها (مبادئ سانتياغو) بدعم من صندوق النقد الدولي. وكان الهدف من هذه العملية التي أفضت إلى مبادئ سانتياغو هو تحديد مجموعة من الممارسات التي من شأنها أن تضيف مزيداً من الوضوح على عمليات صناديق الثروة السيادية، ودعم هذه العمليات في الوقت نفسه. وكان المقصود بهذه الخطوات الإسهام في بناء بيئة أكثر استقراراً لتدفقات الاستثمارات عبر الحدود، وتحاشي ظهور توجهات ومواقف حمائية مناهضة لهذه الصناديق، وهي مهمة يؤديها حالياً المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية (IFSWF)، الذي أنشأته الصناديق التي وضعت مبادئ سانتياغو.

وقد غيرت الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية التي نشبت في ٢٠٠٧ طبيعة التركيز على صناديق الثروة السيادية. فبالنظر إلى مصادر تمويلها المستقرة نسبياً، والمتمثلة في إيرادات النفط والسلع الأساسية في حالات كثيرة، كانت هذه الصناديق مصدراً مقبولاً لرؤوس أموال جديدة، لا سيما للصناعة المالية، أثناء الأزمة. وأتاحت هذه الصناديق فرصاً استثمارية جذابة طويلة الأجل، في وقت شهدت فيه أسعار السوق هبوطاً حاداً. وتمكنت صناديق كثيرة من خلال أعمالها واتصالاتها، من طمأنئة السلطات القطرية والأسواق المالية بأن قراراتها في مجال الاستثمار كانت تحركها اعتبارات مالية تتعلق بالمخاطر والعائدات. وعلاوة على ذلك، دأبت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي منذ ٢٠٠٦، على استضافة عملية حرية الاستثمار، التي أسفرت عن إرشادات للبلدان المتلقية للاستثمار بشأن السياسة المتبعة إزاء هذه الصناديق بغية تقليل مخاطر العودة إلى الحمائية.

ونتيجة لاعتماد مبادئ سانتياغو ونشرها في أكتوبر ٢٠٠٨، أمكن معرفة الكثير عن هذه الصناديق وفهمها على نحو أفضل مقارنة بما كان عليه الوضع منذ خمس سنوات، على سبيل المثال. ولكن لا يزال هناك الكثير مما ينبغي شرحه باستفاضة، لا سيما من

منظور الاقتصادات والسياسات، فيما يتعلق بتوجهات هذه الصناديق ومساراتها على ضوء ما اكتسبته من خيرات متعاطمة، وبالنظر إلى أهمية الدروس والعبر المستخلصة من الأزمة الأخيرة^١، وتفكر عدة بلدان في إنشاء صناديق سيادية في الوقت نفسه. ولهذه الأسباب جميعاً، قررنا نشر هذا الكتاب، الذي يشرح فيه خبراء بارزون مشهود لهم بالكفاءة ظاهرة صناديق الثروة السيادية، ويناقشون دورها سواء على الصعيد المحلي أو الدولي. وتقدم في هذا السياق بعض الأفكار الجديدة أيضاً بشأن خيارات التخصيص الاستراتيجية للأصول التي تتبعها صناديق الثروة السيادية، وتأثيرها على الأسواق المالية والاستقرار الاقتصادي الكلي.

الدور والجدوى المالية الكلية

يبدأ الكتاب بوصف صناديق الثروة السيادية وشرح أبعادها. ففي الفصل الأول يشرح كليرتزينغ ولين وليند ونوردن، أسباب وجود هذه الصناديق وما هو دورها، ويسلطون الضوء على بعض العلامات الفارقة المهمة بين أنواع مختلفة من هذه الصناديق. ويعقد هذا الفصل مقارنة بين الصناديق وكيانات استثمارية مؤسسية أخرى، لا سيما البنوك المركزية، ويرى أن التركيز على الصناديق محدود أكثر مما ينبغي، وخاصة عندما تكون معظم الأصول الأجنبية في حوزة البنك المركزي لبلد ما، وكثيراً ما يكون للبنك المركزي استراتيجية استثمارية مماثلة لاستراتيجية صندوق الثروة السيادية.

وفي الفصل الثاني، يحلل لو وملدر وبابايوانو قضايا السياسات والمسائل الهيكلية المصاحبة لإنشاء صناديق الثروة السيادية. ويناقشون على وجه التحديد الشروط الملائمة التي يمكن للبلدان في ظلها إنشاء صندوق الثروة السيادية. وينظرون في بدائل بشأن صندوق الثروة السيادية باعتباره آلية لإدارة المدخرات العامة. بالإضافة إلى خيارات السياسات عندما تكون ثمة حاجة إلى دعم السيولة أو الاستقرار من صندوق الثروة السيادية أثناء أزمة في ميزان المدفوعات. ويشرح الفصل كيف استفادت البلدان من وجود صناديق الثروة السيادية أثناء الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية، وإن كانت لا تزال معرضة لمخاطر إضافية.

وفي الفصل الثالث، يناقش كيرن الاستجابات السياسية في البلدان المتلقية للاستثمارات إزاء الاستثمارات الحكومية الأجنبية. ويعتبر صناديق الثروة السيادية مجرد وجه أو مظهر لمرحلة جديدة من العولمة، مرحلة تتسم بالملكية العالمية للأصول، ومشاركة الأسواق الصاعدة في الاقتصاد العالمي. وإن من شأن تحسين الحوار بين صناديق الثروة السيادية والبلدان المتلقية للاستثمارات أن يزيد فرص تحقيق نتائج مقبولة للأطراف جميعاً في مجال السياسات.

وبالنظر إلى تركيز الاهتمام العام على استجابات البلدان المتلقية للاستثمارات إزاء عدد من الاستثمارات الفائقة الأهمية، فمن السهل إغفال حقيقة مفادها أن تصميم صناديق الثروة السيادية وعملياتها نتائج اقتصادية كلية مهمة على المستوى المحلي. ومهما كان من أمر، فإن صناديق الثروة السيادية تدير أموالاً عامة يمكن إنفاقها محلياً بدلاً من استثمارها في الخارج. وإذا لم يُصمم صندوق الثروة السيادية بعناية وإتقان، فإنه يمكن أن يكون مصدراً لعدم الاستقرار في البلد الأصلي. وفي الفصل الرابع، يستكشف شيلدن وفيافورتيه سبل هيكل صناديق الثروة السيادية وتشغيلها بغية تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية الأوسع نطاقاً التي تتوخاها حكوماتها.

^١ اعترف المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية في اجتماعه الثاني في سيدني (٦-٨ مايو ٢٠١٠) بالأهمية المستمرة لمبادئ سانتياغو وما تنطوي عليه من قيمة دائمة في تقوية عمليات الصناديق باعتبارها كيانات سيادية استثمارية مسؤولة وموثوقة. ورأي المنتدى أيضاً أن ثمة حاجة إلى مزيد من العمل بشأن تحسين الفهم العام لهذه المبادئ. ورأت هذه الصناديق أنها لا تزال أطرافاً فاعلة مهمة في بلدانها وفي الأقطار المستضيفة لها. وبينما لم تكن الأصول الخاضعة لإدارة أعضاء المنتدى بمنأى عن آثار الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، فإن من المتوقع أن تواصل نموها نتيجة للتعافي الاقتصادي العالمي.

العوامل المؤسسية

يبدأ الجزء الثاني من الكتاب بمناقشة داس ومزارعي وستيوارت في الفصل الخامس لمبادئ سانتياغو والعملية التي أفضت إلى إرسائها. ويوضح هذا الفصل دور واختصاص المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية باعتباره الكيان الذي خلف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي وضعت مبادئ سانتياغو. ومن بين قضايا الساعة المطروحة كيفية تأثير هذه المبادئ على سلوك صناديق الثروة السيادية، وموقف البلدان المتلقية للاستثمارات حيال هذه الصناديق. ويتسم الطريق نحو تطبيق المبادئ بالتطور والتحول، وثمة أمارات على أن هذه الصناديق قد أصبحت أكثر انفتاحاً واستجابة لشواغل السياسة العامة إزاء أنشطتها.

وفي الفصل السادس، يتناول بوسو وإيزيجيوفور وإلريا ولو، مناهج القانون المحلي والدولي إزاء تحرير الحساب الرأسمالي فيما يتعلق بأنشطة صناديق الثروة السيادية، وينظر في ولاية صندوق النقد الدولي في هذه المجالات بموجب اتفاقية تأسيسه. ويعتبر المؤلفون مبادئ سانتياغو بمثابة إحدى تقنيات «القانون غير الملزم» التي تكمل (أو تتحاشى) تنظيم «التدفقات الرأسمالية بموجب «القانون الملزم»».

ويحدد الفصل السابع، الذي كتبه هيث وغاليسيا-إسكوتو، إطار الإبلاغ المتسق، والمسوح المتعددة الأطراف، التي أعدها المجتمع الدولي لدعم نظام مالي عالمي مستقر، والتدفق الحر لرأس المال والاستثمار. وترد في هذا الفصل أيضاً معلومات عن إبلاغ صناديق الثروة السيادية للبيانات.

واقترح بعض المراقبين أن بوسع صناديق الثروة السيادية أن تخفف إلى حد ما دواعي القلق بشأن الدوافع السياسية الممكنة وراء أنشطتها، وذلك بالاستثمار من خلال مديري الصندوق في البلدان المتلقية للاستثمارات. وفي الفصل الثامن، تناول دي بالما وليروث ومزارعي، فائدة هذا المقترح عن طريق الاستعانة بنظرية الوكالة. وأظهرت النتائج التي توصلوا إليها أن الاستعانة بمدير الصندوق، بموجب افتراضات معقولة، قد لا يكون كافياً لمعالجة هذه الشواغل. ولسوء الحظ، فإن هذه النتيجة يمكن أن تدفع البلدان المتلقية للاستثمارات إلى معالجة هذه الشواغل من خلال تنظيم مباشر ومفرط، مما قد يعزز الاتجاهات الحمائية التي لوحظت في بلدان كثيرة. وبناء على ذلك، يتعين على صناديق الثروة السيادية والبلدان المتلقية للاستثمارات العمل من أجل مزيد من الشفافية التنظيمية والتشغيلية، تحاشياً للحمائية.

وفي الفصل التاسع، يعرض غوردن الإرشادات المقدمة من منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للبلدان المتلقية، بشأن صناديق الثروة السيادية، ومتابعة تنفيذ هذه الإرشادات. وتؤكد هذه الإرشادات مجدداً جدوى المبادئ الراسخة التي وضعتها المنظمة سالفة الذكر في مجال الاستثمار، ولكنها توضح أيضاً السبل التي يمكن انتهاجها لتناول شواغل الأمن الوطني. ويعتبر رصد النظراء لمدى مراعاة البلدان للإرشادات، مسألة ذات أهمية خاصة، ويغطي الفصل هذه الإرشادات بمختلف تفاصيلها.

مناهج الاستثمار والأسواق المالية

لا تزال المعرفة بالاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية غير كاملة. فبينما تفسح بعض الصناديق عن جميع تفاصيل حافظاتها - وأحياناً حتى مستوى أصول الأفراد - وتشرح المخاطر والعائدات باستفاضة، يلاحظ أن البعض الآخر أكثر تحفظاً في الإفصاح عن التفاصيل. وفي الفصل العاشر، يتناول بين بعض سمات الاستراتيجيات الاستثمارية طويلة الأجل لهذه الصناديق، وكيف يمكن لهذه الاستراتيجيات أن تتأثر بمصادر تمويلها. وأوضح أيضاً كيف يمكن للأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩ أن تؤدي إلى تغييرات في استراتيجيات الحوكمة والاستثمار سواء بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية أو البنوك المركزية. ويتمثل أحد

الاحتمالات في إمكان الاستعاضة مستقبلاً عن الاستراتيجيات الاستثمارية المتماثلة للبنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية والصناديق السيادية لمعاشات التقاعد، باستراتيجيات متكاملة متخصصة.

وفي الفصل الحادي عشر، يقدم كونزيل ولو وبتروفا وبيلمان، منظورا مشابها يركز على الأهداف الاستثمارية لأنواع مختلفة من صناديق الثروة السيادية. ويشرحون لماذا قد يتعين إدراج عوامل مثل تحقيق الاستقرار الكلي، واعتبارات إدارة الأصول والخصوم، والتعديلات المقبلة في البيئة التنظيمية المالية العالمية، في الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية على نحو أكثر وضوحاً.

وفي الفصل الثاني عشر، يعرض دارسيه ودوجو وكولمان، منظورا يغلب عليه الطابع العملي المباشر بشأن قضايا التخصص الاستراتيجي لأصول صناديق الثروة السيادية، مع تقديم رؤية طويلة الأجل لفئات الأصول المختلفة.

وتتناول الفصول الثلاثة التالية، من زوايا مختلفة وباستخدام منهجيات متباينة، أحد الشواغل التي تفتيد بأن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تؤدي إلى زعزعة استقرار الأسواق المالية الدولية.

وفي الفصل الثالث عشر، استخدم سن وهسه، منهج دراسة الحالة، لتناول قضايا الاستقرار المالي الناشئة عن تزايد حضور صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية، عن طريق تقييم ما إذا كانت أسواق الأوراق المالية تستجيب لإعلانات صناديق الثروة السيادية عن الاستثمارات وبيع الأصول في الشركات. وتمشيا مع الأدلة المتناقلة عن الغير، أظهرت النتائج أنه لم يكن لصناديق الثروة السيادية تأثير كبير في زعزعة استقرار أسواق الأسهم في أجزاء متنوعة من الأسواق.

وفي الفصل الرابع عشر، استكشف كوزاك ولاكستون وشرينواسين، آثار التحولات في استعداد صناديق الثروة السيادية لتحمل المخاطر، وحافظاتها الاستثمارية، فيما يتعلق بالتدفقات الرأسمالية العالمية، وأسعار الأصول، باستخدام تحليل السيناريوهات التوضيحية وأشكال المحاكاة القائمة على النماذج. وتشير النتائج إلى أن نمط التدفقات الرأسمالية العالمية يمكن أن يتغير إلى حد كبير، إذا ابتعدت صناديق الثروة السيادية عن الأصول المقومة بالدولار الأمريكي، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، وتفاقم هبوط قيمة الدولار. وتتمشى هذه النتائج مع وجهات النظر التي كانت سائدة قبل الأزمة، ومع ذلك فقد تلقى قبولاً مع تعافي الاقتصاد تدريجياً وعودة روح مجابهة المخاطر.

وفي الفصل الخامس عشر، يجري نوستيد، مقارنة بين صناديق الثروة السيادية وكيانات استثمارية مؤسسية وتجارية أخرى، ويرى أن شواغل الأسواق يمكن أن تنشأ نتيجة للتركيز القطاعي أو الجغرافي أو تركيز الأصول الذي تتسم به صناديق الثروة السيادية. وعلى الرغم من نمو هذه الصناديق، كمجموعة أو كفرادى، إلا أنها ليست ذات حجم غير عادي على الإطلاق؛ وبناء على ذلك، فإن من المحتمل في رأيه أن أكثر الشواغل إزاء أنشطتها الاستثمارية ستظل تحركها دوافع سياسية أكثر مما تحركها دوافع تستند إلى السوق، مما يعزز أهمية الشفافية في هذا المجال.

آفاق ما بعد الأزمة

لم تفلت صناديق الثروة السيادية من الأزمة المالية العالمية، إذ إنها لم تعان فقط من خسائر ورقية في استثماراتها، ولكن بعضها كان لا بد أن يعاني هذه الخسائر لأن الأصول كانت مطلوبة لتمويل تدابير الدعم المحلي أثناء الأزمة. وشهدت الصناديق القائمة على السلع الأساسية هبوطاً حاداً في تدفقات إيراداتها من جراء انخفاض أسعار النفط وغيره من السلع الأساسية. وبناء على ذلك أرغمت الأزمة الصناديق على مراجعة استراتيجياتها، ونماذجها، وفرضيات معالمها، وقدرتها على تحمل المخاطر. وتركز ثلاثة فصول بمزيد من التفصيل على الآثار طويلة الأجل للأزمة.

ففي الفصل السادس عشر، يناقش العريان الفرص والمخاطر أمام هذه الصناديق في عالم أحدثت فيه الأزمة المالية العالمية تغييرا ملحوظا. ويرى أن العالم في مرحلة ما بعد الأزمة سيتسم بانخفاض النمو، واختلاف الأسواق والمخاطر، أو ظهور واقع «عادي جديد»، وفقا لصيغة اتفق عليها الجميع. ويوجز الفصل المكونات المحتملة لهذا الواقع الجديد، والتي تربطها صلة مباشرة بصناديق الثروة السيادية، ويرى أن هذه الصناديق في وضع جيد لمواجهة الواقع الجديد بالنظر إلى آفاقها الاستثمارية الواسعة. ومع ذلك فإن ثمة حاجة إلى تحسينات مستمرة في الاستجابة المؤسسية للصناديق فيما يتعلق بحوكمتها، وعملياتها الاستثمارية، واتصالاتها.

وتأكدت مجددا هذه الآفاق الإيجابية العامة في الفصلين السابع عشر والثامن عشر اللذين يركزان بدرجة أكبر على المخاطر التي تواجه صناديق الثروة السيادية. ففي الفصل السابع عشر، يرى ترومان أن الصناديق تحتاج إلى أن تبني على نجاحات مبادئ سانتياغو، سواء من خلال المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية أو كفرادى، وأن ترسي الأساس لمزيد من مساءلة الصناديق في بلدان موطنها أو في البلدان المضيفة. ويتعين على البلدان المتلقية للاستثمارات أن تقاوم الحمائية المالية. ومن الواضح أن هذه العمليات الصعبة تحتاج إلى موازنات بين المصالح الوطنية والمساءلة والشفافية.

وفي الفصل الثامن عشر، يناقش روزانوف أهمية تحليل وإدارة أصول صناديق الثروة السيادية في سياق الأصول والخصوم الوطنية الأوسع نطاقا، والحاجة إلى الاعتراف بالمخاطر المصاحبة لزيادة دور الدولة في الاقتصاد المحلي، والعمل على الحد من آثار هذه المخاطر. وهذا يتطلب، ضمن جملة أمور، إعادة تقييم الاحتياجات من الاحتياطات، وتحديد كمية الخصوم الطارئة، وفهم أفق الاستثمار، وإعادة موازنة قدرة جميع الأطراف المعنية على تحمل المخاطر، وتوعية السياسيين والجمهور.

ويختتم هذا الكتاب في الفصل التاسع عشر الذي يتضمن مجموعة متنوعة من المنظورات من صناديق الثروة السيادية. وتقدم مساهمات من كندا وشيلي والصين ونيوزيلندا والنرويج والاتحاد الروسي وجهات نظر الخبراء بشأن أدوار هذه الصناديق وأهدافها واستجاباتها للأزمة، والتحديات التي تواجهها مستقبلا. وعلى الرغم من أن كثيرا من عمليات صناديقهم تعكس أهدافا وطنية فريدة، وتواجه قضايا مختلفة، إلا أنها متشابهة في كثير من جوانبها، بما في ذلك الدعم القوي من مالكي الصناديق، وأهمية التعامل مع المخاطر من منظور إدارة الأصول والخصوم، مع مراعاة الخصوم الطارئة للحكومة، وأهمية الشفافية.

ونحن نأمل أن يساعد هذا الكتاب على تحسين فهم صناعات السياسات والهيئات التنظيمية لصناديق الثروة السيادية. ويرمي الكتاب إلى أن يكون إضافة إلى الكم الهائل من الأعمال التي اضطلع بها الأكاديميون والمحللون، وأن يسهم بقسط في النقاش بشأن أفضل السبل لإدماج صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي، وفي أطر السياسات لبلدانها. ونأمل أن يعود هذا الكتاب بالنفع أيضا على المسؤولين في الأسواق الرأسمالية الدولية الذين يتعاملون مع صناديق الثروة السيادية، والباحثين العاكفين على دراسة سلوكيات هذه الصناديق.

قائمة الاختصارات

AUM	assets under management
BIT	bilateral investment treaty
<i>BPM6</i>	<i>Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition</i>
CBC	Central Bank of Chile
CDIS	Coordinated Direct Investment Survey
CFIUS	Committee on Foreign Investments in the United States
CIC	China Investment Corporation
CIS	Commonwealth of Independent States
CPIS	Coordinated Portfolio Investment Survey
ESSF	Economic and Social Stabilization Fund (Chile)
EU	European Union
FDI	foreign direct investment
FOI	Freedom of Investment
GAPP	Generally Accepted Principles and Practices
ICAPM	intertemporal capital asset pricing model
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
MOF	Ministry of Finance
NBIM	Norges Bank Investment Management
NWF	National Welfare Fund (the Russian Federation)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
P-A	principal-agent
P/E	price-earnings ratio
P&L	profit and loss account
PRF	Pension Reserve Fund (Chile)
RF	Reserve Fund (the Russian Federation)
SAA	strategic asset allocation
SAFE	State Administration of Foreign Exchange (China)
SAMA	Saudi Arabian Monetary Agency
SWF	sovereign wealth fund
VaR	value-at-risk

القسم الثاني:

العوامل المؤسسية

صناديق الثروة السيادية ومبادئ سانتياغو

أودايبر داس، وعدنان مزارعي، وأليسون ستوارت

طرح تركيز السياسة العامة على صناديق الثروة السيادية أثناء الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، عدة قضايا مهمة تتعلق بأداء النظام النقدي الدولي. وشملت هذه القضايا طريقة تمويل الصناديق ونموها، والأغراض الأساسية لاستثمارات الصناديق، وحوكمتها، وشفافيتها، والمعاملة التنظيمية التمييزية لها، والحماية المضادة للاستثمارات السيادية. وقد رأى صندوق النقد الدولي أنه يمكن معالجة بعض شواغل السياسة العامة إزاء هذه الصناديق عن طريق تسهيل حوار منظم بين الصناديق والبلدان المتلقية للاستثمارات، ووضع طائفة من المبادئ الطوعية للصناديق. وفي الوقت نفسه، أصبح صندوق النقد الدولي أكثر وعياً بالحاجة إلى دمج عمليات هذه الصناديق بطريقة أكثر قوة في أطر السياسات الاقتصادية الكلية لبلدانها، وداخل الهياكل الرقابية المتعددة الأطراف. ويتمشى كلا الهدفين مع الاختصاص الرئيسي لصندوق النقد الدولي في العمل من أجل تأمين التدفقات الاستثمارية عبر الحدود بطريقة عادلة ومنفتحة.

وساعد صندوق النقد الدولي على إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG) في مايو ٢٠٠٨، من أجل وضع مجموعة من المبادئ التي تعبر بصدق عن الأهداف والممارسات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية. وجرى تكليف صندوق النقد الدولي بتوفير أعمال الأمانة لمجموعة العمل الدولية هذه، ومساندتها فيما تظطلع به من مهام. وواصلت مجموعة العمل الدولية نشاطها على مدى الأشهر الأربعة اللاحقة، مستندة إلى الممارسات السليمة لصناديق الثروة السيادية، والمبادئ التوجيهية والمعايير والمدونات الدولية ذات الصلة. وقدم خبراء الصندوق مواد مرجعية ومساهمات فنية، كما قدموا يد العون في المفاوضات، وفي بناء توافق في الآراء بين أعضاء مجموعة العمل الدولية.

وفي سبتمبر ٢٠٠٨، أمكن التوصل إلى اتفاق تمهيدي في سانتياغو، شيلي، بشأن مجموعة من ٢٤ من المبادئ والممارسات المتعارف عليها، المعروفة أيضاً باسم «مبادئ سانتياغو» (المبادئ)^١. وعرضت مجموعة العمل الدولية هذه المبادئ على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، وهي اللجنة المعنية بتوجيه السياسات في صندوق النقد الدولي، في ١١ أكتوبر ٢٠٠٨.

وكانت تلك هي المرة الأولى التي قدمت فيها صناديق الثروة السيادية والبلدان المالكة لها، إطاراً شاملاً لهياكلها القانونية والمؤسسية وهياكل حوكمتها، بالإضافة

^١ ستظهر نسخة من هذا الفصل صدرت من قبل في Sachs و Sauviant و Schmit و Jongbloed (قيد الإصدار).

^٢ انظر مجموعة العمل الدولية، ٢٠٠٨، والملحق الأول في هذا المجلد.

إلى سياساتها في مجال الاستثمار. وأسفر ذلك عن مثال جيد للتعاون المتعدد الأطراف، اضطلع فيه صندوق النقد الدولي بمهمة الوسيط لتسهيل بناء توافق الآراء بين صناديق الثروة السيادية. واستفادت مجموعة العمل الدولية منذ البداية من آراء وتعليقات ومساهمات البلدان المتلقية للاستثمارات، ووكالات مثل منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

ويناقش هذا الفصل وضع مبادئ سانتياغو ودور صندوق النقد الدولي في هذه العملية. ويقدم القسم الأول تعريفا لصناديق الثروة السيادية، ووصفا لدورها، ويتضمن القسم الثاني عرضا موجزا للقضايا الرئيسية المحيطة بها. أما القسم الثالث فيشرح دور مجموعة العمل الدولية، والعملية التي أدت إلى وضع مبادئ سانتياغو، يلي ذلك مناقشة للسلمات الرئيسية لهذه المبادئ. ويقدم القسم الأخير أفكارا ختامية عن التقدم الذي أحرز حتى الآن، وبعض التحديات الرئيسية المطروحة.

صناديق الثروة السيادية: الأهداف والتصنيف

تُعرّف صناديق الثروة السيادية بوجه عام بأنها صناديق استثمار تمتلكها الحكومات، وتشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. ووضعت مجموعة العمل الدولية تعريفا أكثر دقة لصناديق الثروة السيادية،^٣ يستبعد، ضمن جملة أمور، أصول احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات أو السياسة النقدية، والمنشآت التقليدية المملوكة للدولة وصناديق المعاشات التقاعدية لموظفي الحكومة، والأصول التي تدار لصالح أفراد.

وصناديق الثروة السيادية هي مجموعة متغيرة الخصائص تُموّل من مصادر مختلفة ولأغراض متنوعة. واستنادا إلى أهدافها البارزة، قسم صندوق النقد الدولي هذه الصناديق إلى خمس فئات رئيسية: (١) صناديق استقرار المالية العامة، التي يتمثل هدفها الأولي في حماية الميزانية والاقتصاد من تقلبات أسعار السلع الأساسية (النفط عادة)؛ (٢) صناديق المدخرات للأجيال التالية، وترمي إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافطات أصول أكثر تنوعا، وتخفيف آثار المرض الهولندي؛ (٣) مؤسسات استثمار الاحتياطات، التي كثيرا ما تحسب أصولها حتى الآن على أنها أصول احتياطية، ويجري إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطات؛ (٤) صناديق التنمية التي تقدم عادة المساعدة في تمويل المشروعات الاجتماعية - الاقتصادية أو تعزز السياسات الصناعية التي قد تزيد نمو الإنتاج المحتمل في بلد ما؛ (٥) صناديق طوارئ احتياطات التقاعد (من مصادر غير مساهمات التقاعد الفردية) غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة في الميزانية العمومية للحكومة.

وينبغي في واقع الأمر توخي المرونة في استخدام هذا النظام الفئوي، نظرا إلى أن أهداف صناديق الثروة السيادية قد تكون متعددة أو متداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت. ومثال ذلك أن بعض صناديق استقرار المالية العامة قد تطورت لكي تصبح صناديق ذات أهداف ادخارية، لأن الاحتياطات المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ المطلوبة لتحقيق استقرار المالية العامة على المدى القصير أو الحد من تأثير تدفقات العملات

^٣ صناديق الثروة السيادية هي «صناديق استثمار أو ترتيبات ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية». (مجموعة العمل الدولية، ٢٠٠٨، ص ٣).

^٤ ينشأ المرض الهولندي عندما تسبب التدفقات الداخلة للعملة الأجنبية زيادة في أسعار الصرف الحقيقية في البلد المتضرر. ويتمثل تأثير المرض الهولندي في خفض القدرة التنافسية الخارجية، مما يؤدي إلى إضعاف الصادرات الصافية، والإسهام بالتالي في فقدان وظائف في الصناعات ذات الصلة. والنتيجة النهائية إلحاق الضرر بالصناعات التي لا تقوم على الموارد من جراء زيادة الثروة التي تولدها الصناعات القائمة على الموارد.

الأجنبية الداخلة. وإن تنوع أهداف صناديق الثروة السيادية إنما يعني اختلاف آفاق الاستثمار، والموازنة بين المخاطر والعائدات، وهو ما أدى إلى إتباع مناهج متباينة في إدارة هذه الصناديق. ومثال ذلك أن الصناديق التي تتوخى أهداف استقرار المالية العامة تؤكد بدرجة أكبر على السيولة، وتكون آفاقها الاستثمارية أقصر أجلا، بالمقارنة بالصناديق التي تتوخى أهدافا تتعلق بالادخار، وتكون احتياجاتها من السيولة أقل نسبيا. وقد أعادت عدة بلدان النظر في أهداف صناديق الثروة السيادية التي تمتلكها، وأعدت تصميم هياكلها لتوسيع نطاق أدوار السياسات وأهداف الاستثمار الخاصة بها.^٥

القضايا المحيطة بصناديق الثروة السيادية

ركزت التعليقات والدراسات بشأن صناديق الثروة السيادية على: (١) شفافية صناديق الثروة السيادية بما في ذلك حجمها، ومناهجها إزاء إدارة المخاطر، واستراتيجيات الاستثمار، والتأثير المحتمل للأهداف السياسية على استثمارات هذه الصناديق؛ (٢) دمج أنشطة الصناديق في الحسابات الخارجية والحكومية؛ (٣) تأثير تخصيصات أصول الصناديق على حركات رؤوس الأموال الدولية وأسعار الأصول؛ (٤) التقييدات الحمائية على الصناديق؛ (٥) شفافية نظم الاستثمار في البلدان المستوردة لرؤوس الأموال، والقدرة على التنبؤ بها.

وينبثق اهتمام صندوق النقد الدولي بصناديق الثروة السيادية من اثنين من مهامه الرئيسية: (١) مراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي، (٢) تأمين الأداء الفعال للنظام النقدي الدولي. وأصبحت تغطية صندوق النقد الدولي لترتيبات من نوع صناديق الثروة السيادية وعملياتها، مسألة مهمة سواء للاقتصادات المحلية للبلدان التي توجد فيها هذه الصناديق، أو من المنظور الدولي للاستقرار المالي، وتداعيات الأسواق الرأسمالية. وقد طرحت القضايا الرئيسية التالية فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية، وذلك من وجهة نظر صندوق النقد الدولي:

- أولا: إن الطريقة التي تندرج بها صناديق الثروة السيادية على نحو ملائم في إطار السياسات المحلية، وفي تنسيق السياسات، مسألة لها أهميتها. ومن المعروف أن لأصول هذه الصناديق والعائدات التي تولدها تأثير كبير على المالية العامة، والوضع النقدي، وميزان المدفوعات، وروابط الميزانية العمومية.^٦ وإن بوسع صناديق الثروة السيادية المحكمة التصميم أن تدعم السياسات المالية والنقدية وإدارة السيولة. ومع ذلك فإن هذه الصناديق قد تطرح أيضا تحديات في مجال السياسة الاقتصادية الكلية، ولذلك فإن من الضروري أن يكون ثمة تنسيق جيد بين هذه الصناديق والسلطات المالية والنقدية لضمان تحقيق أهداف السياسات الكلية. وقد أصبحت العلاقات بين الصناديق وحكومات بلدانها أكثر تعقيدا أثناء الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩ (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٩).

- ثانيا: قد تؤثر عمليات صناديق الثروة السيادية على تدفقات وأسعار الأسواق المالية العالمية. وهذه الصناديق هي كيانات استثمارية طويلة الأجل، ولا

^٥ وقد حدث هذا أيضا في سياق الأزمة المالية العالمية الأخيرة، حيث أنيط ببعض صناديق الثروة السيادية دور أكثر فعالية في تحقيق استقرار النظم المالية المحلية. ونظرا إلى حدة الأزمة، حرصت الحكومات على التوجه إلى صناديق الثروة السيادية لدعم شركاتها المحلية المتعثرة أو تخفيض العجز المالي الحكومي أو تمويل برامج التحفيز الاقتصادي. وقد يؤدي الدور الذي اضطلعت به الصناديق في إدارة الأزمة إلى تغييرات في الإطار التشريعي لبعض هذه الصناديق.

^٦ للإطلاع على مناقشة أكثر تفصيلا، انظر دراسة الصندوق، 2008b عن هذا الموضوع.

^٧ للإطلاع على مناقشة اعتبارات وعوامل السياسات والتشغيل التي تحدد السياسات الاستثمارية، انظر Das وآخرون، ٢٠٠٩.

تعتمد عادة على الرفع المالي بمعنى أن بإمكانها أن تصمد لفترات أطول أثناء هبوط الأسواق أو أن تستثمر في مسارات معاكسة للاتجاهات العامة للسوق. وهكذا، فإن بوسع هذه الصناديق أن تكون عاملاً من عوامل تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية. ومع ذلك فقد تنشأ ظروف يمكن أن تحدث فيها الصناديق تقلبات في الأسواق، ومثال ذلك، إذا كانت تعمل في أسواق أكثر ضحالة أو حيث تؤثر الشائعات عن المعاملات على التقييمات النسبية في قطاعات معينة، وتؤدي إلى سلوك القطيع، مما يفاقم التقلبات (مثل Corsetti وآخرون، ٢٠٠١). وإذا ما تطلعنا نحو آفاق المستقبل، فسيكون من الأهمية بمكان أن نرى ما إذا كانت هذه الصناديق ستواصل امتلاك حافطات متنوعة أم أنها تتجه نحو الاحتفاظ بأصول مقومة بالدولار الأمريكي فقط نتيجة لتباطؤ النمو العالمي. ومن المحتمل أن تسهم التحولات في تخفيضات الأصول في تغيرات أسعار الأسهم، وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما يزيد من اهتمام صندوق النقد الدولي في هذه الصناديق، في إطار اضطلاعها بالمراقبة المتعددة الأطراف، وفي تحليله، على نطاق أوسع، للاستقرار المالي العالمي والأسواق المالية. (صندوق النقد الدولي، 2007b و 2008a).

• ثالثاً: تعتبر الحوكمة المؤسسية السليمة لصناديق الثروة السيادية مسألة حاسمة للأطراف المعنية المحلية. ومن المسلم به أن جوانب كثيرة من الحوكمة المؤسسية السليمة قابلة للتطبيق بوجه عام. فالمبادئ العامة المتعلقة بوظائف الملكية الرئيسية، ودور أصحاب المصلحة، والإفصاح والشفافية، وتدفق المعلومات بين الإدارة العليا ومجلس الإدارة، وتشكيل ومسؤوليات المجلس، كلها مسائل تنطبق على صناديق الثروة السيادية. ويتعين على هذه الصناديق أيضاً أن تضمن وجود عمليات كافية لإدارة المخاطر، والموارد البشرية والنظمية لأغراض مراقبة وإدارة المخاطر المالية والتشغيلية على نحو سليم، بما في ذلك المخاطر الناشئة عن الاستعانة بالمديرين الخارجيين للصناديق.

• رابعاً: أثارت البلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية شواغل بشأن أهداف هذه الصناديق، وممارساتها في مجال الاستثمار. ويتمثل الشاغل الرئيسي فيما إذا كانت هذه الصناديق تتوخى أهدافاً تجارية أو ربما كانت تستثمر واطعة نصب أعينها أهدافاً سياسية أو استراتيجية. وثمة شاغل آخر وهو ما إذا كانت الصناديق إيجابية أو سلبية على نحو مفرط في منهجها إزاء الحوكمة المؤسسية في الشركات التي تستثمر فيها. وقد يؤدي تصور مفاده أن بوسع صناديق الثروة السيادية أن تستثمر لدوافع غير تجارية إلى تعزيز الحمائية.

وقدمت اقتراحات مختلفة لمعالجة هذه القضايا، بما في ذلك المعايير التي يمكن أن تغطي أهداف صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية، وحوكمتها ومساءلتها وشفافيتها.^٨ واقترح الخبراء أيضاً تغييرات معينة في السلوك الاستثماري لهذه الصناديق، وفي ممارستها لحقوق التصويت للحد من تصورات النفوذ السياسي.^٩ وثمة اقتراح مفاده أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تستثمر فقط من بعد عن طريق مديرين للأصول يقومون بدور الوسيط، كما هو الحال في بعض صناديق الوقف.

^٨ رأي ترومان (2007) على سبيل المثال أن المعيار ينبغي أن يغطي جميع الأنشطة الاستثمارية الدولية للحكومات. وذهب إلى أن المعيار ينبغي أن يغطي (١) أهدافها واستراتيجيتها الاستثمارية؛ (٢) الحوكمة؛ (٣) الشفافية؛ (٤) السلوك (مدى وسرعة تعديل الحافظات). ودعا ميروين دايويوز صناديق الثروة السيادية إلى اعتماد معايير دنيا بشأن الشفافية والحوكمة (Larsen, 2008).

^٩ انظر على سبيل المثال، Summers, 2007؛ و Gilson and Milhaupt, 2008. واقترح Hildebrand (2007) أن تكون صناديق الثروة السيادية مستقلة عن الحكومات على غرار البنوك المركزية، لكي يتسنى الحد من تصورات التدخل السياسي.

ومع ذلك لا ترى صناديق أخرى أن استخدام الوكلاء والمديرين الخارجيين، سيكون كافياً لتحاشي التضارب المحتمل في المصالح، لأن الصناديق ستظل في وضع يمكنها من تقديم إرشادات إلى مدير الأصول. وتشمل مقترحات أخرى وضع حدود قصوى لملكية الصناديق أو حقوقها التصويتية في مؤسسات القطاع الخاص الأجنبية، على أن توضع الحدود تحت المستوى النمطي لأقلية مهيمنة في شركة. وثمة اقتراح أخف وطأة ومفاده أنه ينبغي للصناديق أن تنشر قائمة تصويت على أساس منظم.^{١١} وتناولت المناقشات أيضاً «قائمة سلبية» بالمناطق الاستراتيجية والحساسة التي ينبغي للصناديق ألا تستثمر فيها.

وتناولت بعض الهيئات التنظيمية والوكالات والسلطات القطرية الأخرى بعض جوانب صناديق الثروة السيادية مباشرة. ومثال ذلك قضايا النزاهة السوقية، التي تندرج في مجال الهيئات التنظيمية للسوق المحلية مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة)^{١٢، ١٣}. وتندرج قضايا الأمن الوطني في مجال إجراءات السلامة الوطنية في المقام الأول (مثل لجنة الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة). وصاغت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي التي تركز عملها على البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار، ممارسات تتعلق بمعاملة المستثمرين الأجانب في ظل الحماية الكافية للأمن الوطني.^{١٤}

مجموعة العمل الدولية ووضع مبادئ سانتياغو

تتألف مجموعة العمل الدولية من ٢٣ دولة من أعضاء صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى ثلاثة بلدان من أعضاء منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، والبنك الدولي، تمارس عملها كمراقبين دائمين.^{١٥} وانبثقت عن مجموعة العمل الدولية مجموعة

^{١١} تفحص بعض المؤسسات الاستثمارية عن سياساتها في مجال التصويت. ففي الولايات المتحدة، يُطلب من الصناديق التعاونية أن تفحص عن سياساتها وسجلاتها المتعلقة بالتصويت بالوكالة، وينشر ذلك كله في الموقع الإلكتروني الخاص بلجنة الأوراق المالية والبورصة على شبكة الإنترنت. وتنتشر بعض المؤسسات الاستثمارية في المملكة المتحدة سجلاتها في مجال التصويت طواعية. (ومثال ذلك، مؤسسة التأمين التعاوني و Friends Provident وخطوط معاشات التقاعد للجامعات). ويعطي قانون الشركات في المملكة المتحدة لعام ٢٠٠٦ (الأقسام ١٢٧٧-١٢٨٠) الحكومة سلطة احتياطية لإصدار اللوائح، التي تتطلب من المؤسسات الاستثمارية الإبلاغ علناً عن طريقة تصويتها بشأن أسهمها والمؤسسات التي تنطبق عليها هذه الأحكام، وهي مؤسسة استثمار الأموال في عدة شركات أخرى، والشركات الاستثمارية المفتوحة، والصناديق الاستثمارية الاستثمارية، وخطط معاشات التقاعد، ومؤسسات التأمين التجارية، وخطط الاستثمار الجماعية.

^{١٢} انظر على سبيل المثال «حركات رؤوس الأموال - الجوانب القانونية لولاية الصندوق بموجب اتفاقية تأسيس الصندوق» SM/97/32، الملحق ٣ (02/21/1997)، المادة الرابعة، القسم ٣، تحفظ حقوق الأعضاء في فرض ضوابط رأسمالية لتنظيم حركات رؤوس الأموال الدولية، بما في ذلك الحد من التحويلات الرأسمالية الداخلة والخارجة أو حظرها.

^{١٣} ومع ذلك، وحيثما يكون لهذه القضايا تأثير على الاستقرار الاقتصادي الداخلي أو الخارجي، أو على الاستقرار المالي الدولي، فإنها تخضع للسلطة الرقابية لصندوق النقد الدولي.

^{١٤} يمكن الاطلاع على إرشادات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن صناديق الثروة السيادية في الموقع الإلكتروني التالي http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34887_41807059_1_1_1_00.html. واعتمد أعضاء هذه المنظمة في ٨ أكتوبر ٢٠٠٨، الشريحة النهائية من إرشادات المنظمة عن سياسات البلدان المتلقية للاستثمارات إزاء صناديق الثروة السيادية، وعرضت في ١١ أكتوبر ٢٠٠٨، على اجتماع اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في واشنطن العاصمة. وقد وضعت هذه الإرشادات لجنة الاستثمار التابعة للمنظمة، كجزء من مشروعها الخاص بحرية الاستثمار، والأمن الوطني، و«الصناعات الاستراتيجية». وتتناول لجنة الاستثمار قضية سياسات البلدان المتلقية للاستثمارات إزاء صناديق الثروة السيادية، وغيرها من الكيانات الاستثمارية التي تديرها الحكومة باعتبارها جزءاً لا يتجزأ من مشروع حرية الاستثمار.

^{١٥} الدول الأعضاء في مجموعة العمل الدولية هي: أستراليا وأذربيجان والبحرين وبوتسوانا وكندا وشيلي والصين وغينيا الاستوائية وإيران وأيرلندا وكوريا الجنوبية والكويت وليبيا والمكسيك ونيوزيلندا والنرويج وقطر والاتحاد

فرعية تتولى أعمال الصياغة الفنية؛ وبدعم من خبراء صندوق النقد الدولي. واجتمعت مجموعة العمل الدولية ثلاث مرات، واجتمعت المجموعة الفرعية في ثلاث مناسبات أيضاً.^{١٥} وحرصت مجموعة العمل الدولية في مناقشاتها على أن تواصل الحوار النشط مع عدد من البلدان المتلقية للاستثمارات والمفوضية الأوروبية. واسترشدت المجموعة في وضعها للمبادئ الحاكمة لصناديق الثروة السيادية، بالأهداف التالية:

- المساعدة في الحفاظ على نظام مالي عالمي مستقر، وضمان حرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات؛

- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية؛

- ضمان اضطلاع صناديق الثروة السيادية بالاستثمار على أساس اعتبارات المخاطر الاقتصادية والمالية والاعتبارات المتعلقة بالعائد؛

- تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة، وسلامة إدارة المخاطر، والمساءلة.

واستعرضت مجموعة العمل الدولية أيضاً الممارسات التي يتبناها أعضاؤها، واستندت في أعمالها إلى المجموعة الحالية من المعايير والمدونات الدولية.^{١٦} وتضمنت هذه المجموعة المبادئ التوجيهية لصندوق النقد الدولي ومعايير ذات الصلة،^{١٧} والمبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات (OECD, 2005b)، والمبادئ الطوعية التوجيهية التي وضعتها مؤسسات الاستثمار الكبيرة في القطاع الخاص.^{١٨} ويركز كثير من هذه المبادئ التوجيهية على قضايا الحوكمة والشفافية والمساءلة، وأطر إدارة المخاطر. وثمة هدف مشترك لهذه المعايير والمبادئ التوجيهية وهو طمأنة الجمهور على أن المؤسسات تدار إدارة حسنة، وأن حدود المسؤولية واضحة، وأن مستويات الشفافية من شأنها تسهيل المساءلة - وهو ما ينطوي على أهمية فائقة لصناديق الثروة السيادية لأن الملكية الحكومية تقتزن بالحاجة إلى معايير رفيعة المستوى فيما يتعلق بالمساءلة.

الروسي وسنغافورة وتيمور - ليشتي وترينيداد وتوباغو والإمارات العربية المتحدة والولايات المتحدة. ويشارك فيها بصفة مراقب دائم كل من: عُمان والمملكة العربية السعودية وفيتنام ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والبنك الدولي. ويرأس مجموعة العمل الدولية كل من حمد الجرحي السويدي، وكيل وزارة المالية في إمارة أبو ظبي، ومدير جهاز أبو ظبي للاستثمار، وهايما كاروانا، مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.

^{١٥} عُقدت اجتماعات مجموعة العمل الدولية في واشنطن العاصمة وسنغافورة وسانتياغو. واجتمعت مجموعة الصياغة في أوسلو وسنغافورة، وسانتياغو. وأنجز جزء كبير من عمل مجموعة العمل الدولية بالوسائل الإلكترونية عبر الإنترنت والمحاورات من بُعد.

^{١٦} أجرى صندوق النقد الدولي مسحا لصناديق الثروة السيادية وعملياتها (هامر وكونزويل وبتروفافا، ٢٠٠٨).

^{١٧} تشمل معايير الصندوق ومبادئه التوجيهية ما يلي: مدونة الممارسات الجيدة بشأن شفافية المالية العامة (IMF, 2007a)، ومعايير نشر البيانات الخاصة (وضع في ١٩٩٦)، ونظام نشر البيانات العامة (أنشئ في ١٩٩٧)، وإطار تقييم نوعية البيانات (وضع في ٢٠٠٣)، ومدونة الممارسات الجيدة بشأن الشفافية في السياسات النقدية والمالية (IMF, 1999)، والمبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي (IMF, 2005)، والمبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام (IMF, 2003).

^{١٨} ومثال ذلك أنه أخذت في الاعتبار أيضاً معايير صناديق التحوط، المبادئ التوجيهية بشأن الإفصاح والشفافية في رأس المال الخاص (Walker, 2007)، والاتفاق بين مجموعة العمل التابعة للرئيس ورؤساء الوكالات في الولايات المتحدة بشأن المبادئ التوجيهية المتعلقة بمجموعات رأس المال الخاص (PWG, 2007).

السمات الرئيسية لمبادئ سانتياغو

تغطي مبادئ سانتياغو ثلاث مجالات رئيسية: (١) الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية: (٢) الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة: (٣) الاستثمار وإطار إدارة المخاطر. وبطبيعة الحال فإن هذه المبادئ تخضع لقوانين بلد الموطن ولوائح واشتراطاته. وأدمجت عناصر الشفافية والإفصاح في جميع أجزاء مبادئ سانتياغو لضمان المساءلة. وهذا الهيكل يشبه بوجه عام هيكل عدد من المبادئ التوجيهية والمدونات والمعايير ذات الصلة (مثل منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، ٢٠٠٥). وأدمجت الإشارات الواردة في مبادئ سانتياغو إلى الشفافية والإفصاح في الأجزاء الثلاثة لهذه المبادئ، بدلا من أن تشكل جزءا منفصلا. ويرد أدناه تحليل للسمات الرئيسية للمبادئ والممارسات. ويوضح الإطار ٥-١ كيف تسعى هذه المبادئ إلى معالجة القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية.

الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية

اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطر قانونية واضحة وسليمة مسألة مهمة نظرا لأنها تشكل أساسا تستند إليه هيكل الحوكمة، وتوفر كيانا لخطوط واضحة للمسؤولية، كما أنها تساعد صندوق الثروة السيادية على العمل بطريقة فعالة. وإن من الأهمية بمكان أيضا التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية، لأن حجم أصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته يمكن أن يؤثر إلى حد كبير على المالية العامة والأحوال النقدية وميزان المدفوعات. وتغطي المبادئ عددا من العناصر المهمة في هذا المجال:

- ترد في المبدأ ١ الحاجة إلى وجود أطر قانونية سليمة وواضحة، يتم الإفصاح عنها علنا، وتوضح أبعاد العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة. وينص المبدأ ٢ على وجوب توضيح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية من منظور السياسات، والإفصاح عن هذا الغرض علنا. وهذه العناصر جميعا تسهم في الحوكمة الرشيدة والشفافية، كما يتضح في عدد من معايير صندوق النقد الدولي ومبادئه التوجيهية. وإن وضوح الغرض من إنشاء الصندوق من منظور السياسات، لا سيما الإفصاح عن هذا الغرض علنا، كفيل بالحماية من التدخل السياسي في قرارات الاستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادية وأدائه^{١٩}.
- ينص المبدأ ٣ على ضرورة التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق السيادة الوطنية وصوغ السياسة الاقتصادية الكلية. ويبرز هذا المبدأ أنه ينبغي ضمان التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية ذات الانعكاسات الاقتصادية الكلية المباشرة المهمة، وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية. وهذا يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية، وألا يكون مناهضا له.

^{١٩} توجد مبادئ مماثلة تغطيها مدونة الممارسات السليمة بشأن شفافية المالية العامة (IMF, 2007a)، ودليل شفافية المالية العامة المرتبط بالمدونة (IMF, 2007d)، ودليل شفافية إيرادات الموارد (IMF, 2007c)، والمبادئ التوجيهية بشأن حوكمة المنشآت التي تمتلكها الدولة (OECD, 2005b)، والمبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة صناديق المعاشات (OECD, 2009)، والمبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة شركات التأمين (OECD, 2005a) والمبادئ التوجيهية للجمعية الدولية للضمان الاجتماعي (ISSA, 2004) والمبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي (IMF, 2005).

الإطار ٥-١: مبادئ سانتياغو: العناصر التي تتناول القضايا المطروحة

مبادئ سانتياغو: العناصر التي تتناول القضايا المطروحة

القضايا الرئيسية	عناصر المبادئ التي تتناول القضايا الرئيسية
<p>الحوكمة والمساءلة الضوابط والموازن مهمة لضمان إدارة صندوق الثروة السيادية بكفاءة، طبقاً لأهداف سياسات المالكين له.</p>	<p>تعزز العناصر التالية إدارة صندوق الثروة السيادية بكفاءة:</p> <ul style="list-style-type: none"> • وضع هدف واضح لصندوق الثروة السيادية في مجال السياسات (المبدأ ٢)؛ • إطار قانوني سليم يكون أساساً لهيكل مؤسسي وإداري متين، يبين بوضوح توزيع المسؤوليات والفصل بينها (المبادئ ١ و ٦-٩)؛ • نظم إبلاغ ملائمة - تشمل التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة - تسمح بمراقبة الأداء، وضمان اتساق عمليات صندوق الثروة السيادية مع أهدافه المعلنة (المبادئ ٧ و ١٠-١٢ و ٢٢)؛ • تكفل المعايير المهنية والأخلاقية، والقواعد والإجراءات الواضحة للتعامل مع الأطراف الثالثة، نزاهة عمليات صندوق الثروة السيادية (المبدأ ١٣ و ١٤)؛ • الإفصاح علناً عن هدف سياسة صندوق الثروة السيادية، وإطاره القانوني وإطار حوكمته، لتعزيز الضوابط والموازنات، وتعزيز فهم واضح لصندوق الثروة السيادية (المبادئ ١ و ٢ و ١٦)
<p>تحديات السياسة الاقتصادية الكلية من المحتمل أن يكون لأصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته تأثير قوي في إطار عمل السياسة الاقتصادية الكلية للبلد المالك للصندوق.</p>	<p>دعم اتساق عمليات صندوق الثروة السيادية مع السياسات الاقتصادية الكلية للحكومة من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> • التنسيق الملائم بين عمليات صندوق الثروة السيادية وسلطات السياسات الاقتصادية الكلية (المبدأ ٣)؛ • اتساق قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل والسحب، مع هدف سياسات الصندوق (المبدأ ٤)؛ • تضمين مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية بيانات عن صندوق الثروة السيادية لتسهيل تحليل السياسة الاقتصادية (المبدأ ٥).
<p>إدارة ثروة الأمة تساعد الاستراتيجيات الاستثمارية القوية والأطر المتينة لإدارة المخاطر على الوقاية من سوء إدارة الأموال، وتدني أداء الحافظات</p>	<p>تعزز أداء صندوق الثروة السادية من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> • سياسة استثمارية واضحة تظهر الالتزام بخطة استثمارية منضبطة (المبدأ ١٨)؛ • توخي العناية والمهارة والحذر والاحتياط الواجب في الممارسات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية (المبدأ ١٩)؛ • إعمال حقوق الملكية على نحو يتماشى مع السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية (المبدأ ٢١)؛ • إطار قوي لتحديد الأصول، وإدارة المخاطر في عمليات صندوق الثروة السيادية (المبدأ ٢٢)؛ • الإفصاح علناً عن توصيف السياسات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية، ومنهجه العام إزاء إطار إدارة المخاطر، وإعمال حقوق الملكية (سلفاً) تعزيزاً للمساءلة (المبادئ ١٨ و ٢١ و ٢٢).

عناصر المبادئ التي تتناول القضايا الرئيسية	القضايا الرئيسية
<p>ترمي صناديق الثروة السيادية إلى طمأنة البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار بشأن توجيهها التجاري من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> • الإفصاح علنا عن أهداف سياساتها وأطر حوكمتها، والمعلومات المالية ذات الصلة، لإظهار أن استثماراتها تركز على اعتبارات اقتصادية ومالية (المبدأ ٢ و ١٦): • الإحجام عن تحقيق أهداف غير تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر (المبدأ ٤ و ١٩): • الإفصاح علنا عن منهجها العام إزاء التصويت والتمثيل في مجالس إدارة الشركات العامة التي تستثمرها للتأكد من أن تأثيرها على التوجه الاستراتيجي لهذه الشركات لا يقوض أطر حوكمتها (المبدأ ٢١). 	<p>السلوك التجاري</p> <p>تود البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار أن تتأكد من أن صناديق الثروة السيادية تستثمر على أساس تجاري، وأنها لا تتوخى تحقيق أهداف سياسية أو الاستثمار في مجالات تعتبر تهديدا للأمن الوطني.</p>
<p>تلتزم صناديق الثروة السيادية بعدم الحصول على ميزة غير عالية في الأسواق، وذلك من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> • احترام وتطبيق جميع القواعد والقوانين واللوائح السارية في البلد المضيف (المبدأ ١٥): • الإحجام عن السعي للحصول على معلومات متميزة أو الاستفادة من النفوذ الحكومي على نحو غير ملائم (المادة ٢٠). 	<p>المنافسة العادلة في الأسواق</p> <p>يهتم مستثمرون آخرون بعدم حصول صناديق الثروة السيادية على ميزة غير عادلة، مثل انخفاض تكلفة رأس المال نتيجة للضمانات الحكومية، أو نتيجة لما تتمتع به من أفضلية في الحصول على المعلومات.</p>
<p>تعزز صناديق الثروة السيادية استقرار الأسواق المالية من خلال:</p> <ul style="list-style-type: none"> • الإفصاح عن المعلومات المالية ذات الصلة والعناصر الرئيسية لسياستها الاستثمارية لإيضاح استعدادها لتحمل المخاطر، ومدى انكشافها للمخاطر ومسارات تخصيص الأصول (المبدأ ١٧ و ١٨): • توصيف استخدام الرفع المالي أو الإفصاح عن تدابير أخرى تتعلق بالتعرض للمخاطر المالية (المبدأ ١٨): • ممارسة حقوقها التصويتية بطريقة تتماشى مع سياستها الاستثمارية، وحماية القيمة المالية للاستثمارات، (المبدأ ٢١): • مراقبة التشغيل بصورة شفافة وسليمة وإقامة نظام لإدارة المخاطر (المبدأ ٢٢). 	<p>استقرار الأسواق المالية</p> <p>أسهمت صناديق الثروة السيادية مؤخرا في الاستقرار المالي من خلال ضخ رأس المال في المؤسسات المالية التي تنطوي على أهمية للنظام الاقتصادي كله. ومع ذلك فإن التحولات الحقيقية أو المزعومة في تخصيصات الأصول في عمليات كبيرة وغير واضحة لصناديق الثروة السيادية، يمكن أن تحدث تقلبات في أسواق معينة وفي تصنيفات الأصول.</p>

- يتضمن المبدأ ٤ قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل، وقواعد السحب والإنفاق، والإفصاح عنها علنا. ويساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية وأهدافها. ومن شأن وضع إطار يمكن التنبؤ به أن يساعد القائمين على إدارة الاستثمار، إذ يسمح لهم بالتفكير

البعيد المدى والاستثمار المتسع الأفق. كما أن نشر هذه القواعد يدعم المساواة. وتنص المبادئ على أن صناديق الثروة السيادية ستفصح علنا عن السياسات أو القواعد المتعلقة بمنهجها العام إزاء عمليات التمويل والسحب والإنفاق. وعلى الرغم من فائدة ذلك لأغراض الشفافية الكلية للمالية العامة في بلد، على النحو المبين في مدونة صندوق النقد الدولي بشأن شفافية المالية العامة، ينبغي أيضا للملاك الحكوميين لصناديق الثروة السيادية إضفاء الوضوح على الروابط بين صندوق الثروة السيادية وإطار الميزانية المتوسط الأجل، ونشر البيانات المتعلقة بتعاملات صناديق الثروة السيادية مع الحكومة^{٢٠}.

• إن توفير البيانات لوكالات الإحصاءات الوطنية لإدراجها في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، مسألة مهمة لكي يتمكن صناع السياسات والمستعملين الآخرين من الحصول على بيانات كاملة تشمل عمليات صناديق الثروة السيادية (المبدأ ٥). وسيكفل ذلك دقة المعلومات المتاحة عن الأداء الاقتصادي لبلد ما. ولم يتضح دائما حتى الآن ما إذا كانت المعلومات المتاحة عن صناديق الثروة السيادية قد أدرجت على نحو دقيق في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية. وتنص مبادئ سانتياغو صراحة على ضرورة تزويد وكالات الإحصاءات بالبيانات ذات الصلة^{٢١}. ويعتزم صندوق النقد الدولي تشجيع وكالات الإحصاءات على إدراج هذه البيانات في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، وسيتعاون معها تحقيقا لهذا الغرض.

الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

تساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة، وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة والمراجعة الرفيعة المستوى، على دعم الحوكمة السديدة للشركات من خلال توفير الضوابط والموازنات التي تدعم وتعزز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية. وإن توفير معلومات مالية منتظمة يقدم صورة موثوقة عن أداء صندوق الثروة السيادية ويقوي المساءلة، وتعزيز، الثقة في البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار. وتشمل المبادئ في هذا المجال عناصر رئيسية تنطوي على قيمة أساسية للحوكمة الرشيدة للشركات؛ وتحدد الإطار لتقديم المعلومات إلى مالكي صناديق الثروة السيادية والقائمين على تنظيمها، ولكنها تنص أيضا على الإفصاح علنا عن مجموعة محدودة فقط من المعلومات المالية.

• تناولت المبادئ ٦-٩ و١٦، توزيع السلطات والفصل بينها. وبعض هذه المبادئ مستمد من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة، والتي تعزز الاستقلالية التشغيلية. وتضع هذه المبادئ حدودا فارقة للمسؤوليات وتقسّمها بين مالك صندوق الثروة السيادية، وهيئاته الحاكمة، وإدارته. وهذه المبادئ من المرونة بحيث يمكنها مراعاة الهياكل المؤسسية المختلفة لصناديق الثروة السيادية؛ ومثال ذلك أن بعض

^{٢٠} ومثال ذلك أن مدونة صندوق النقد الدولي للممارسات السليمة بشأن شفافية المالية العامة (IMF, 2007a)، تظهر ضرورة إدراج الإيرادات من المصادر الكبرى للإيرادات على نحو منفصل في عرض الميزانية السنوية. ويتضمن دليل صندوق النقد الدولي بشأن شفافية إيرادات الموارد (IMF, 2007c) المزيد من التفاصيل عن هذه الاشتراطات فيما يتعلق بأموال الموارد.

^{٢١} يتضح أيضا في التعليق المصاحب للمبدأ ٤-١، مدى تصنيف صناديق الثروة السيادية كاحتياطات دولية.

هذه الصناديق قد أنشئ في شكل كيانات قانونية منفصلة، بينما أنشئ البعض الآخر في شكل مجموعات للأصول بدون شخصية قانونية (اعتبارية) منفصلة، وترد هذه الاختلافات في التعليقات المصاحبة لهذه المبادئ.

- تغطي المبادئ عمليات المحاسبة والمراجعة طبقاً للمعايير المحاسبية أو الوطنية المعترف بها، وتنص على إعداد تقرير سنوي ولكنها لا تشترط نشره. وتسلم المبادئ بضرورة وجود معايير وإجراءات للمراجعة الدقيقة الداخلية، ووجود مراجع خارجي مستقل للحسابات (المبدأ ١٢)، وإعداد تقرير سنوي وما يصاحبه من كشوف مالية (المبدأ ١١). ومع ذلك، لا تشجع المبادئ نشر تقرير سنوي، على الرغم من أن النشر يحظى باعتراف عام باعتباره أداة مهمة من أدوات الشفافية والمساءلة^{٢٢}.

- تنص المبادئ على إبلاغ المعلومات المالية الخاصة لصندوق الثروة السيادية إلى ملاكه (المبدأ ٢٣) وإلى هيئات التنظيم في البلدان المتلقية للاستثمارات (المبدأ ١٥)، ولكن من المستحسن أيضاً الإفصاح علناً عن هذه المعلومات على نطاق أوسع. وطبقاً لهذه المبادئ، ينبغي لصندوق الثروة السيادية الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة، بما في ذلك تخصيص الأصول، والقواعد القياسية، وكذلك معدلات العائد في فترات تاريخية ملائمة عند الاقتضاء (المبدأ ١٧). ولكن المبادئ لا تغطي مجالات أخرى من المعلومات المالية عن صندوق الثروة السيادية، مثل الكشوف المالية المراجعة، والمعلومات عن حجم الأصول الخاضعة للإدارة، واستخدام المشتقات المالية، والرفع المالي؛ وستقدم هذه المعلومات علانية بناء على ما يراه صندوق الثروة السيادية، أو تقدم سرا إلى هيئات التنظيم بناء على طلبها. ومن المسلم به أيضاً أن بعض صناديق الثروة السيادية حديثة النشأة قد تحتاج إلى مزيد من الوقت لكي تتمكن من الإفصاح عن المعلومات ذات الصلة المذكورة في المبدأ ١٧. وقد ناقشت مجموعة العمل الدولية ما ينبغي للمبادئ أن تتطلبه من معلومات مالية يتعين الإفصاح عنها علناً. وعلي الرغم من التباين الواضح في وجهات النظر في إطار مجموعة العمل الدولية، إلا أنها قررت في نهاية المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه الاقتصادي والمالي لصندوق الثروة السيادية.

الاستثمار وإطار إدارة المخاطر

إن من الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادية مع أغراضه ومع أهدافه الاستثمارية، ولكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية. وإن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية، أن تطمئن الأطراف المعنية الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة.

^{٢٢} أكدت المبادئ الرائدة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة (OECD, 2005b) على أن من صالح الجمهور العام، أن تكون المنشآت المملوكة للدولة على درجة من الشفافية تماثل شفافية الشركات التي تعرض أرباحها المالية لتداول الجمهور. وتشمل مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD, 2004)، الإفصاح عن النتائج المالية والتشغيلية للشركة. وعلاوة على ذلك، جاء في دليل شفافية إيرادات الموارد (IMF, 2007c) أن عمليات أموال الموارد ينبغي تحديدها ووصفها وإدراجها بوضوح في عملية الميزانية ووثائق الحسابات الختامية.

- ترمي المبادئ في هذا المجال إلى تحقيق مزيد من الوضوح بشأن السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق وأطرها لإدارة المخاطر، وكذلك سياساتها بشأن ممارسة حقوق الملكية. وتنص المبادئ على وجود سياسة استثمارية سليمة، ونشر توصيف لهذه السياسة (المبدأ ١٨). وينص هذا المبدأ أيضا على أن السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية ينبغي أن تتسم بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة، والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها، حسبما حددتها الجهة المالكة أو الهيئة أو الهيئات الحاكمة للصندوق، وأن تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة. وأن صندوق الثروة السيادية إذ يحدد سياسته الاستثمارية، فإنه يلتزم بالمساءلة عن خطة استثمارية ملائمة ومنضبطة. وينبغي أن يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المادية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.
- ينص المبدأ ١٩ على أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تعمل استنادا إلى أسس اقتصادية ومالية. وينبغي أن تهدف القرارات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الاستثمارية. ويرمي هذا الالتزام الرئيسي إلى تهدئة الخواطر في البلدان المتلقية للاستثمارات.
- تتناول المبادئ أيضا القضية الحاسمة التي تتعلق بالإفصاح علنا عن سياسات التصويت في صندوق الثروة السيادية. وتدعو المبادئ صناديق الثروة السيادية إلى الإفصاح علنا، ومقدما، عن مناهجها إزاء التصويت، بما في ذلك العوامل الرئيسية التي تسترشد بها في ممارسة حقوق الملكية، ولكن ينبغي أن يُترك أي إفصاح لاحق عن نسق التصويت الفعلي لتقدير صندوق الثروة السيادية. وعلى الرغم من أن الإفصاح عن سجلات التصويت يمكن أن يساعد على التحقق مما إذا كان النسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية يتمشى مع النوايا المعلنة، فقد رأى عدد من أعضاء مجموعة العمل الدولية أن الالتزام بالإفصاح علنا عن سجلات التصويت يتجاوز ما هو مطلوب حسب فهمهم لكيانات مؤسسية استثمارية أخرى (مثل صناديق التحوط، وصناديق الأسهم الخاصة). ومع ذلك اتفق أعضاء مجموعة العمل الدولية على أن الإفصاح عن سياسات التصويت ينبغي أن يتسم بدرجة كافية من الشفافية لكي يوضح أن السياسات تستند إلى معايير اقتصادية ومالية.
- ونحن نشجع ونحث صناديق الثروة السيادية على أن تراجع ترتيباتها الحالية، وأن تقيم تطبيق المبادئ على نحو منتظم (المبدأ ٢٤). وتشمل الخيارات المتاحة لهذه المراجعة التقييم الذاتي، والتحقق بواسطة طرف ثالث. وإن من الضروري متابعة العمل بشأن هذه القضية.

ملاحظات ختامية وآفاق المستقبل

تقدم مبادئ سانتياغو إطارا عريضا شاملا، وتعتبر عن إجماع قوي في وجهات النظر بين صناديق الثروة السيادية وحكوماتها. وتتيح هذه المبادئ فهما أوضح للإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية وحوكمتها وعملياتها الاستثمارية. كما أنها تضيف مزيدا من الوضوح بصدد تقديم المعلومات إلى أصحاب الأموال والهيئات التنظيمية في البلدان المتلقية للاستثمارات. ولعل ما يدعو إلى الإعجاب حقا أن هذه الصناديق بما تنطوي عليه من تنوع واختلاف تمكنت كمجموعة من التوصل إلى توافق في الرأي بشأن قضايا عديدة في فترة زمنية وجيزة.

غير أن مجموعة العمل الدولية أقرت بأنه توجد مجالات معينة يمكن أن تستفيد من المزيد من الدراسة والعمل، مثل تلك التي تتعلق بالمعلومات الموثوقة عن عمليات صناديق الثروة السيادية. وينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تواصل جهودها من منظور الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي، من أجل إضفاء مزيد من الوضوح على طبيعة أنشطتها وأدائها، كما ينبغي لصناع السياسات تسليط مزيد من الضوء على صناديق الثروة السيادية في إطار سياساتهم المحلية. ومنذ نشر مبادئ سانتياغو، شرعت صناديق الثروة السيادية في توضيح وتفسير هيكلها وترتيبات حوكمتها. ومع ذلك، فقد أكدت الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، على الحاجة إلى زيادة الوضوح المؤسسي، وتعزيز ممارسات إدارة المخاطر، والإشراف السليم على جميع أنواع الشركات التي تضطلع بوظائف الوساطة المالية.

ويمثل نشاط مجموعة العمل الدولية ابتعادا عن الممارسات التقليدية لصندوق النقد الدولي، إذ لم يكن الصندوق هو الطرف الرئيسي في المفاوضات، وبدلاً من ذلك قام بتوفير فريق لأداء مهام الأمانة، وقدم الخبرة الفنية والتحليل المرجعي، وساعد على تسهيل مفاوضات مجموعة العمل الدولية. وسارت هذه العملية على ما يرام، واعترفت صناديق الثروة السيادية بمزايا هذا النسق المتعدد الأطراف لبحث ومعالجة قضايا ذات أهمية مشتركة. كما تشير الخبرة التي اكتسبها صندوق النقد الدولي في هذه المفاوضات إلى أن مشاركة خبراء الصندوق يمكن أن تساعد في تجميع أنواع مختلفة من المؤسسات (أو مسؤولين من مناطق وبلدان متنوعة)، لمناقشة قضايا ذات أهمية مشتركة، وتسهيل المفاوضات، والمساعدة في تمرير برامج عمل يمكن أن تعود بالنفع العميم على المجتمع الدولي بأسره. إن عمل صندوق النقد الدولي مع صناديق الثروة السيادية يمكن أن يكون نموذجاً يُحتذى به للعمل المستقبلي، ويمكن أن يشمل ذلك مراقبة النظام المالي، وقضايا يتعين فيها إرساء أسس دولية مشتركة^{٣٣}.

وقد استرعت الأزمة المالية العالمية الأخيرة الانتباه إلى تحديات جديدة ومهمة تواجه صناديق الثروة السيادية في إدارة ثروتها، والأسواق التي تعمل فيها. وقد أظهرت مبادئ سانتياغو التزاماً قوياً من جانب الحكومات الأعضاء في مجموعة العمل الدولية، وصناديق الثروة السيادية، بأن تظل المبادئ قيد المراجعة، وبالعامل على تسهيل نشرها، وإعداد منتدى لتبادل الآراء مع البلدان المتلقية للاستثمارات. ويمكن أن يشمل العمل مستقبلاً فحص السبل التي يمكن من خلالها جمع المعلومات الإجمالية بصفة دورية عن عمليات صناديق الثروة السيادية، وإتاحتها وشرحها. وبالتالي هناك حاجة إذن لمواصلة بذل الجهود لتعديل مبادئ سانتياغو، في وقت يتطور فيه المشهد المالي في أعقاب الأزمة المالية، بينما تسعى صناديق الثروة السيادية للتكيف مع التطورات الداخلية والخارجية، ومستجدات أسواق رأس المال.

ومنذ أواخر ٢٠٠٩، حفلت وسائل الإعلام المالية مرة أخرى بأخبار عن عمليات كبيرة لشراء الشركات وتصفية الاستثمارات قام بها العديد من صناديق الثروة السيادية. ومع انحسار الأزمة العالمية، تزايدت عمليات دمج الشركات وشراؤها على الصعيد العالمي، ويصدق ذلك أيضاً على مشاركة صناديق الثروة السيادية في هذا النشاط، بينما كان

^{٣٣} يضطلع صندوق النقد الدولي في حقيقة الأمر بدور مماثل في سياق عملية التقييم المتبادل في مجموعة العشرين (G-20). فقد طلبت مجموعة العشرين من الصندوق مساعدتها في عملياتها الجديدة للتقييم المتبادل الرامية إلى تحقيق نمو قوي ومتوازن وقابل للاستمرار. وسيتمثل دور الصندوق في مساعدة بلدان المجموعة على بلوغ هذا الهدف عن طريق تحليل سبل تحقيق التوازن بين أطر السياسات والإسقاطات الاقتصادية الخاصة بها. وسيكون دور الصندوق هو دور «المستشار الأمين»، بينما تقع مهام القيادة والتوجيه على عاتق بلدان المجموعة ذاتها.

الكثير من هذه الصناديق يركز بدرجة أكبر على السوق المحلية أثناء الأزمة. وكانت حدة الأزمة قد دفعت الحكومات إلى الاستعانة بصناديق الثروة السيادية التابعة لها من أجل إنقاذ الشركات المحلية المتعثرة أو تخفيض العجز الحكومي أو تمويل برامج الحوافز الاقتصادية. وقد أدت الأزمة ودور صناديق الثروة السيادية في اقتصاداتها المحلية إلى حث كثير من هذه الصناديق على مراجعة أطرها الاستثمارية بما في ذلك التخصيصات الاستراتيجية لأصولها.

وشرع بعض هذه الصناديق في الاستعانة بمبادئ سانتياغو كإطار لتقوية ومراجعة عملياتها الداخلية وحوكمتها ومساءلتها. ويشارك المحفل الدولي لصناديق الثروة السيادية الذي أنشئ في إبريل ٢٠٠٩ خلفاً لمجموعة العمل الدولية، في عملية نشيطة لتبادل الآراء بشأن ظهور ممارسات جيدة في مجال التطبيق^{٢٤}. ومع ذلك لم ترد سوى تعليقات وتعليقات قليلة حتى الآن بشأن تطبيق مبادئ سانتياغو من البلدان التي تتلقى استثمارات صناديق الثروة السيادية. وتحولت الأولويات في البلدان المتلقية للاستثمارات إلى مواجهة عواقب الأزمة، ولا يزال السؤال مطروحا عما إذا كانت هذه البلدان ستعمد إلى تطبيق المبادئ رسمياً ومتابعة التطبيق بالتعاون مع صناديق الثروة السيادية، أو عن كيفية قيامها بذلك. وبينما قدم المحللون في القطاع الخاص الكثير من التعليقات الإيجابية على المبادئ، لم ترد سوى ملاحظات محدودة من المحللين في القطاع الخاص ممن تربطهم صلة مباشرة بعمليات الاستثمار التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية. وإن من السابق لأوانه البت فيما إذا كانت أسواق رأس المال ستكافئ التطبيق الجيد لمبادئ سانتياغو.

إن دور صناديق الثروة السيادية كمصدر لرأس المال طويل الأجل عبر الحدود سيظل مستمرا. وبالنظر إلى الطابع الدولي الذي اكتسبته هذه الصناديق في أواخر العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، ستبقى أهدافها وعملياتها الاستثمارية، ومدى التزامها بروح مبادئ سانتياغو، مصادر لأنباء تتناقضها وسائل الإعلام. وقد تمكن صندوق النقد الدولي من بناء شراكة مع صناديق الثروة السيادية وحكوماتها لتحقيق توازن في النقاش الدولي بشأن دور صناديق الثروة السيادية. والآن قد حان دور هذه الصناديق لكي تعمل. وإن إنشاء المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية خطوة جديرة بالثناء، ومساهمة مهمة في معمار النظام المالي الدولي. وقد بدأ هذا المنتدى بضطلع بدور هام في توضيح أهداف هذه الصناديق ووظائفها، بالإضافة إلى تحسين شفافيتها. وأخذت الصناديق ذاتها تشارك بمزيد من الفعالية في هذا النقاش، سواء عن طريق المنتدى الدولي أو كفرادى من خلال إصدار بيانات عامة. ويبدو أن رسالتها الرئيسية واحدة ومفادها: لا بد أن تظل الحدود مفتوحة للاستثمارات الأجنبية، بما في ذلك استثمارات صناديق الثروة السيادية. ومن العوامل المشجعة أن تستمر أنشطة التعاون والشراكة مع البلدان المتلقية للاستثمارات والأطراف الأخرى، والتي كانت سمة رئيسية لعمل المجموعة الدولية حتى الآن، وأن يمارس المنتدى الدولي نشاطه فاتحا أبوابه للجميع دون استثناء أو إقصاء. ويعلق هذا المنتدى الدولي أهمية فائقة على المشاركة الفعالة والمستمرة مع القطاع الخاص من أجل تحسين فهم هذا القطاع لأنشطة صناديق الثروة السيادية وتفسيره لها. وسيكون العمل المشترك بين ممثلي البلدان المتلقية للاستثمارات والقطاع الخاص من

^{٢٤} المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية هو مجموعة طوعية دائمة لصناديق الثروة السيادية، وقد أنشأته مجموعة العمل الدولية في إبريل ٢٠٠٩ في مدينة الكويت. والهدف من هذا المنتدى هو تنظيم الاجتماعات وتبادل الآراء بشأن القضايا ذات الأهمية المشتركة، وتسهيل فهم مبادئ سانتياغو وأنشطة صناديق الثروة السيادية. وهذا المنتدى ليس هيئة رسمية تتجاوز نطاق الولاية الوطنية، وليس له سلطة قانونية. ويوجد لدى المنتدى أمانة مهنية لتسهيل أنشطته وأنشطة مجموعاته الفرعية، وتيسير التعاون الكفء والتواصل الفعال بين أعضائه ومع الأطراف الأخرى ذات الصلة.

جهة، والمنتدى الدولي من جهة أخرى، مصدر عون لهؤلاء الممثلين في مناقشة القضايا ذات الأهمية المشتركة (مع الحفاظ على السرية الاستراتيجية والتجارية)، واستخلاص الدروس المستفادة. ويمكن لهذا الحوار أن يعزز نظاما للاستثمار يستند إلى أساس يغلب عليه الطابع التعاوني. وفي عالم أصبح رأس المال فيه نادرا، لا سيما رأس المال الاستثماري طويل الأجل، وتناقصت الثروة، تكتسي الترتيبات الرشيدة القائمة على التعاضد من أجل الاستثمار عبر الحدود أهمية كبرى.

المراجع

- Corsetti, Giancarlo, and others, 2001, "Does One Soros Make a Difference? A Theory of Currency Crises with Large and Small Traders," Financial Markets Group Discussion Paper No. 372 (London).
- Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Christian Mulder, and Amadou Sy, 2009, "Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations," IMF Working Paper 09/179 (Washington: International Monetary Fund).
- Gilson, Ronald J., and Curtis J. Milhaupt, 2008, "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism," 60 *Stanford Law Review* 1345.
- Hammer, Cornelia, Peter Kunzel, and Iva Petrova, 2008, "Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices," IMF Working Paper WP/08/254 (Washington: International Monetary Fund).
- Hildebrand, Philipp, 2007, "The Challenge of Sovereign Wealth Funds," speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, December 18.
- International Monetary Fund, 1999, *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* (Washington).
- , 2003, *Guidelines for Public Debt Management* (Washington).
- , 2005, *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management* (Washington).
- , 2007a, *Code of Good Practices on Fiscal Transparency* (Washington).
- , 2007b, *Global Financial Stability Report, Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies* (Washington).
- , 2007c, *Guide on Resource Revenue Transparency* (Washington).
- , 2007d, *Manual on Fiscal Transparency* (Washington).
- , 2008a, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (Washington).
- , 2008b, *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda* (Washington).
- , 2009, *Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks* (Washington).
- ISSA (International Social Security Association), 2004, "Guidelines for the Investment of Social Security Funds," Technical Report No. 13 (Geneva).
- IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), 2008, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices—"Santiago Principles"* (Washington). Available via the Internet: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. (Reprinted as Appendix 1 to this volume.)
- , 2009, "Kuwait Declaration." Available via the Internet: <http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm>
- Larsen, Peter T., 2008, "SWFs Warned to Adopt Code," *Financial Times*, January 23.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), 2004, *OECD Principles of Corporate Governance* (Paris).
- , 2005a, *OECD Guidelines for Insurers' Governance* (Paris).
- , 2005b, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* (Paris).
- , 2009, *OECD Guidelines for Pension Fund Governance* (Paris).

- PWG (President's Working Group), 2007, *Agreement Among the President's Working Group and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital* (Washington).
- Sauvant, Karl, Lisa E. Sachs, and Wouter P. F. Schmit Jongbloed, eds., Forthcoming, *Sovereign Investment: Concerns & Policy Reactions* (New York: Oxford University Press).
- Summers, Lawrence, 2007, "Funds that Shake Capitalist Logic," *Financial Times*, July 29.
- Truman, Edwin M., 2007, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," Policy Brief (Washington: Peterson Institute).
- Walker, David, 2007, *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity* (London: Jeffrey Pellin Consultancy).