

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Η ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΣΤΗΝ  
ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑ:  
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ, ΔΙΚΑΙΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΜΑΘΗΜΑ: ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ**

**Αναπληρωτής Καθηγητής κος Σπυρίδων Ρουκανάς**

**ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ**

**Καθηγητής κος Άγγελος Κότιος - Πρύτανης Πανεπιστημίου Πειραιώς**

**Καθηγητής κος Νικόλαος Φαραντούρης**

**Αναπληρωτής Καθηγητής κος Σπυρίδων Ρουκανάς**

**Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια**

**Παναγιώτα Γ. Μπόζου**

**ΑΜ ΜΕΔ 16034**

**Σεπτέμβριος 2021**

Η Μπόζου Παναγιώτα του Γεωργίου βεβαιώνω ότι το έργο που εκπονήθηκε και παρουσιάζεται στην υποβαλλόμενη διπλωματική εργασία είναι αποκλειστικά ατομικό δικό μου. Όποιες πληροφορίες και υλικό που περιέχονται έχουν αντληθεί από άλλες πηγές, έχουν καταλλήλως αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία. Επιπλέον τελώ εν γνώσει ότι σε περίπτωση διαπίστωσης ότι δεν συντρέχουν όσα βεβαιώνονται από μέρους μου, μου αφαιρείται ανά πάσα στιγμή αμέσως ο τίτλος.

26 Σεπτεμβρίου 2021

Αφιερώνεται

Στο Νίκο, για όσα στερήθηκε.

&

Στην Κατερίνα μου,

που με βοηθά να γίνομαι καλύτερη.

Με βαθιά αγάπη.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον Επιβλέποντα Καθηγητή κύριο Σ. Ρουκανά που, με τις διαλέξεις του, με έκανε να ενδιαφερθώ για τη Διεθνή Πολιτική Οικονομία, καθώς και για την ουσιαστική βοήθεια και την κατανόηση σε όλα τα στάδια της συγγραφής.

Σεπτέμβριος 2021.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΒΡΑΧΥΓΡΑΦΙΕΣ.....</b>	<b>5</b>
<b>I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>6</b>
<b>II. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ &amp; ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ.....</b>	<b>7</b>
<b>III. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....</b>	<b>8</b>
<b>IV. ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΤ.....</b>	<b>16</b>
<b>V. ΟΡΙΣΜΟΣ - ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΚΕΤ ΚΑΙ ΠΩΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΝΤΑΙ ΜΕΤΑ ΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ ΣΑΝΤΙΑΓΚΟ.....</b>	<b>18</b>
<b>VI. SANTIAGO PRINCIPLES- (ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ ΣΑΝΤΙΑΓΚΟ) - ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ [ ].....</b>	<b>22</b>
<b>VII. ΛΟΓΟΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΤ.....</b>	<b>29</b>
<b>VIII. ΕΙΔΗ/ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΤ.....</b>	<b>34</b>
<b>IX. Η ΑΣΚΗΣΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΤ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ.....</b>	<b>40</b>
1. Πώς τα ΚΕΤ μπορούν να ασκούν διακυβέρνηση με μακροπρόθεσμο ορίζοντα: η περίπτωση του Αυστραλιανού ΚΕΤ, του Australian Future Fund (FF).....	40
2. Η «ηθική» των επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο– το Νορβηγικό ΚΕΤ (Norway’s Government Pension Fund).....	46
3. Το ΚΕΤ της Σιγκαπούρης- Singapore’s Government Investment Corporation (GIC).....	51
4. Το ΚΕΤ της Κίνας – China Investment Corporation (CIC).....	54
5. Τα ΚΕΤ του Περσικού Κόλπου – μια διαφορετική περίπτωση.....	58
<b>X.ΤΑ ΚΕΤ ΤΟΥ ΣΗΜΕΡΑ- Η ΑΝΟΔΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΤΗΣ, ΟΙ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, Ο ΝΕΟΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ.....</b>	<b>66</b>
<b>XI. ΚΕΤ &amp; ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE CRITERIA) / CSR (CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY [ ]).....</b>	<b>76</b>
<b>XII. ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008 ΣΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΤΟΥ COVID-19 ΤΟΥ 2020 - ΠΩΣ ΤΑ ΚΕΤ ΑΣΚΟΥΝ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ Ή ΑΛΛΙΩΣ «NEVER WASTE A GOOD CRISIS!».....</b>	<b>87</b>
<b>XIII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>96</b>
<b>XIV. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>99</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Όλο και περισσότερα ΚΕΤ υιοθετούν κανόνες χρηστής διακυβέρνησης στο πλαίσιο των Αρχών του Σαντιάγκο και, επιλέγοντας επενδύσεις είτε ημεδαπές είτε εξωχώριες, ασκούν αποτελεσματική διακυβέρνηση στις εταιρείες-στόχους και ευρύτερα στην παγκόσμια οικονομία. Η διακυβέρνηση των ίδιων των ΚΕΤ και η διακυβέρνηση των εταιρειών-στόχων είναι αλληλένδετες με την έννοια ότι όσο υψηλότερο επίπεδο χρηστής διακυβέρνησης διατρέχει τη δομή ενός ΚΕΤ τόσο υψηλότερο θα είναι το επίπεδο διακυβέρνησης των εταιρειών-στόχων που τα ΚΕΤ ασκούν και προσανατολισμένο αφενός σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά κριτήρια και αφετέρου στη βιωσιμότητα και ανθεκτικότητα τόσο του ίδιου του ΚΕΤ όσο και των εταιρειών-στόχων. Τα ΚΕΤ θα παίζουν εφεξής ενεργό ρόλο στην αντιμετώπιση περιβαλλοντικών και κοινωνικών ζητημάτων (π.χ. κλιματική αλλαγή, δημογραφικό πρόβλημα) καθώς επίσης και κάθε είδους κρίσεων, όπως η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 και η κρίση της πανδημίας του COVID-19 του 2020.

## ΒΡΑΧΥΓΡΑΦΙΕΣ

ΔΝΤ	ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ
ΔΣ	ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ
ΕΕ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΕΣΣΔ	ΕΝΩΣΗ ΣΟΒΙΕΤΙΚΩΝ ΣΟΣΙΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΩΝ
ΗΠΑ	ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ
ΚΕΤ	ΚΡΑΤΙΚΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ
Ν	ΝΟΜΟΣ
ΟΟΣΑ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
AUM	ASSETS UNDER MANAGEMENT
CDS	CREDIT DEFAULT SWAPS
CIC	CHINA INVESTMENT CORPORATION
CSR	CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY
ESG	ENVIRONMENTAL SOCIAL GOVERNANCE
FF	FUTURE FUND
GIC	GOVERNMENT INVESTMENT CORPORATION
GSR	GOVERNANCE SUSTAINABILITY RESILIENCE
IFSWF	INTERNATIONAL FORUM of SOVEREIGN WEALTH FUNDS
IMF	INTERNATIONAL MONETARY FUND
PIF	PUBLIC INVESTMENT FUND
PPF	PUBLIC PENSION FUNDS
SAA	STRATEGIC ASSET ALLOCATION
SWF	SOVEREIGN WEALTH FUNDS

## I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία εστιάζει στα θέματα διακυβέρνησης που αφορούν στα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία (στο εξής «ΚΕΤ»).

Σε αυτό το πλαίσιο, παρατίθεται καταρχήν ανάλυση σχετική με την ουσία της έννοιας του όρου «διακυβέρνηση» και του ορισμού των ΚΕΤ.

Στη συνέχεια επιχειρείται η αποτύπωση της διάκρισης -η οποία και συνιστά βασικό άξονα της εργασίας- μεταξύ της διακυβέρνησης των ίδιων των ΚΕΤ (τα ΚΕΤ ως αντικείμενα διακυβέρνησης ή εσωτερική διακυβέρνηση των ΚΕΤ) και της διακυβέρνησης που τα ΚΕΤ ασκούν στην παγκόσμια οικονομία (τα ΚΕΤ ως υποκείμενα διακυβέρνησης ή εξωτερική διακυβέρνηση των ΚΕΤ). Παρουσιάζονται οι αρχές του Σαντιάγο και περιγράφονται οι κανόνες διακυβέρνησης των ΚΕΤ και οι λόγοι για τους οποίους κρίνεται αναγκαία η θέσπιση και η εφαρμογή τους.

Περαιτέρω, γίνεται ανάλυση των λόγων της σύστασης των ΚΕΤ και της αλματώδους αύξησης του αριθμού τους και των κεφαλαίων που διαχειρίζονται τα τελευταία χρόνια και παρουσιάζεται περιπτωσιολογία συγκεκριμένων ΚΕΤ που, κατά τη γνώμη μας, καταδεικνύουν σημαντικά στοιχεία για τους συσχετισμούς μεταξύ των ΚΕΤ και της άσκησης διακυβέρνησης μέσω αυτών στην παγκόσμια οικονομία.

Ακολουθεί η παρουσίαση και η ανάλυση των ESG & CSR κριτηρίων που διέπουν πλέον τις επενδυτικές αποφάσεις πολλών ΚΕΤ και των επιπτώσεων των αποφάσεων αυτών στις εταιρείες- στόχους, δλδ. τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν τα ΚΕΤ. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται παραπομπή σε στοιχεία που έχουν συλλεγεί από τις έρευνες που έχουν διενεργήσει διάφοροι θεωρητικοί της διεθνούς πολιτικής οικονομίας για τη «στροφή» στις επενδύσεις των ΚΕΤ, τα τελευταία χρόνια, και, με αφορμή την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 και την πανδημία του COVID-19, επιχειρείται μια παρουσίαση του τρόπου άσκησης διακυβέρνησης από τα ΚΕΤ σε περιόδους κρίσης.

Η εργασία κλείνει με συμπεράσματα και σκέψεις για το πεδίο μελλοντικής έρευνας σε θέματα διακυβέρνησης των ΚΕΤ.

## II. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ

Για την εκπόνηση της εργασίας η θεματική έρευνα ξεκίνησε χρονικά «αντίστροφα» σε σχέση με τη σειρά της παρουσίασης των κεφαλαίων της εργασίας με την έννοια ότι:

Το πρώτο βήμα ήταν η μελέτη της σημερινής κατάστασης των ΚΕΤ με έμφαση στην ετήσια έκθεση της πλατφόρμας Globalswf για το 2021 και της επίδρασης της πανδημίας του COVID-19 στον τρόπο με τον οποίο τα ΚΕΤ ασκούν διακυβέρνηση.

Η σύγκριση της οικονομικής κρίσης της 2008 με αυτήν του 2020 και η σύγκριση των επενδύσεων στις οποίες προέβησαν τα ΚΕΤ στη μια και την άλλη περίπτωση οδήγησαν την έρευνα στο δρόμο της ανάλυσης των ESG κριτηρίων, της βιώσιμης ανάπτυξης και της ανθεκτικότητας του παγκόσμιου συστήματος σε περιόδους κρίσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, αναζητήθηκαν πηγές που αναφέρονται στη βιβλιογραφία και αφορούν στα ανωτέρω ζητήματα.

Περαιτέρω, καθώς από την έρευνα προέκυπτε συνεχώς η έννοια της άσκησης διακυβέρνησης από τα ΚΕΤ είτε για να αντιμετωπιστούν οι κρίσεις είτε για να ικανοποιηθούν γεωπολιτικά συμφέροντα είτε για άλλους λόγους αναζητήθηκε βιβλιογραφία που συνέδεε τα ΚΕΤ με την έννοια της διακυβέρνησης.

Κομβικό ρόλο είχε η μελέτη του βιβλίου των Clark G., Dixon A., Monk A. (2013), «Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power», καθώς παρουσιάζει διαφορετικά ΚΕΤ με βάση την κατηγοριοποίησή τους ως προς το πώς αντιλαμβάνονται την έννοια της εθνικής κυριαρχίας και, επομένως, της διακυβέρνησης.

Τέλος, ιδιαίτερη σημασία δόθηκε σε αρθρογραφία που παρείχε πληθώρα στοιχείων από έρευνες διάφορων επιστημόνων, όπως π.χ. το άρθρο των Megginson W., Lopez D., Malik A., (2021), «The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds» και η πτυχιακή εργασία του Mutsaers O., (2019), με τίτλο «The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments», προκειμένου να παρουσιασθούν κάποια συμπεράσματα αναφορικά με την έκταση και το είδος της διακυβέρνησης που ασκούν τα ΚΕΤ με μετρήσιμα στοιχεία.

Η συνεισφορά της εργασίας θεωρούμε ότι έγκειται στα εξής:

- Καταδεικνύει τους τρόπους και τα μέσα άσκησης διακυβέρνησης από τα ΚΕΤ
- Εισάγει τη διάκριση της εσωτερικής και εξωτερικής διακυβέρνησης των ΚΕΤ



- Συγκεντρώνει πολύ πρόσφατα στοιχεία από αρκετές πηγές αναφορικά με τη στροφή των επενδύσεων των ΚΕΤ τα τελευταία χρόνια και τον τρόπο που τα ίδια συνεισέφεραν στην αντιμετώπιση των δύο πρόσφατων κρίσεων του 21<sup>ου</sup> αιώνα καταδεικνύοντας το σημαντικό θεσμικό τους ρόλο.

### III. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στο παρόν κεφάλαιο ορίζεται η έννοια της διακυβέρνησης εν γένει και ειδικότερα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Με τον όρο διακυβέρνηση νοούνται όλες οι διαδικασίες αλληλεπίδρασης μέσω των νόμων, των κοινωνικών προτύπων ή της δύναμης που ασκούν οι εξουσίες μιας οργανωμένης κοινωνίας. Με άλλα λόγια, θα μπορούσε να ορισθεί ως οι οργανωτικές διαδικασίες που υφίστανται μεταξύ των επίσημων θεσμών.

Στη σχετική ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Διακυβέρνηση και την Ανάπτυξη [1] ορίζεται ότι *«Αν και δεν υπάρχει διεθνώς συμφωνηθείς ορισμός της διακυβέρνησης, η έννοια έχει αποκτήσει μεγαλύτερη σημασία και ... όλοι οι αναπτυσσόμενοι εταίροι επεκτείνουν το έργο τους στον τομέα αυτό. .... Η διακυβέρνηση αφορά την ικανότητα του κράτους να εξυπηρετεί τους πολίτες. Μία τέτοια ευρεία προσέγγιση δίνει τη δυνατότητα εννοιολογικής αλληλοσύνδεσης της διακυβέρνησης και άλλων θεμάτων, όπως, τα ανθρώπινα δικαιώματα, η δημοκρατία ή η διαφθορά. Η διακυβέρνηση αφορά τους κανόνες, τις διαδικασίες, και τη συμπεριφορά μέσω των οποίων εκφράζονται τα συμφέροντα, γίνεται η διαχείριση των πόρων και ασκείται η εξουσία. Ο τρόπος με τον οποίο ασκούνται τα δημόσια καθήκοντα, γίνεται η διαχείριση των πόρων και ασκούνται οι δημόσιες ρυθμιστικές εξουσίες, αποτελεί το βασικότερο θέμα που θα εξεταστεί στο παρόν πλαίσιο. Η πραγματική αξία της έννοιας της διακυβέρνησης είναι ότι παρέχει μία ορολογία περισσότερο ρεαλιστική από τη δημοκρατία, τα ανθρώπινα\_δικαιώματα κ.λπ. Παρά τον ανοικτό και διευρυμένο χαρακτήρα της, η διακυβέρνηση συνιστά μία πρακτική και μεστή από νόημα έννοια που σχετίζεται με τα βασικά θέματα της λειτουργίας κάθε κοινωνίας και πολιτικού και κοινωνικού συστήματος. Μπορεί να περιγραφεί ως ένα βασικό μέτρο για τη σταθερότητα και την απόδοση μιας κοινωνίας. Καθώς η κοινωνία*

---

1. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, (2003), *Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο, στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή - Διακυβέρνηση και ανάπτυξη* /\*COM/2003/0615 τελικό.

εξελίσσεται σε ένα περισσότερο πολύπλοκο πολιτικό σύστημα, οι έννοιες των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, του εκδημοκρατισμού και της δημοκρατίας, του κράτους δικαίου, της κοινωνίας των πολιτών, της αποσυγκεντρωμένης άσκησης της εξουσίας και της υγιούς δημόσιας διοίκησης αποκτούν όλο και μεγαλύτερη σημασία, και η διακυβέρνηση προσλαμβάνει την έννοια της χρηστής διακυβέρνησης. Σήμερα, η διακυβέρνηση χρησιμοποιείται γενικά ως βασική μονάδα μέτρησης της ποιότητας και της απόδοσης κάθε πολιτικού/διοικητικού συστήματος.

Η χρηστή διακυβέρνηση συνιστά κατά πρώτο και κύριο λόγο ένα εσωτερικό θέμα κάθε κράτους. Οι ανεπαρκείς εσωτερικές πολιτικές σε πολλές χώρες, και όχι μόνο σε αναπτυσσόμενες, έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο κυρίως στη διεύρυνση του χάσματος μεταξύ πλουσίων και φτωχών, τόσο στο εσωτερικό μιας χώρας όσο και μεταξύ χωρών και περιοχών. Κατά συνέπεια, η χρηστή διακυβέρνηση σε όλα τα επίπεδα του διεθνούς συστήματος - εθνικού, περιφερειακού, πολυμερούς - είναι ζωτικής σημασίας για ένα νόμιμο, αποτελεσματικό και συνεκτικό σύστημα παγκόσμιας διακυβέρνησης. Το έλλειμμα παγκόσμιας διακυβέρνησης έχει εξεταστεί επανειλημμένα τα τελευταία χρόνια μέσω διάφορων πρωτοβουλιών και διεξαγωγής διαλόγου σε πολυμερές επίπεδο, στο πλαίσιο ειδικότερα των Ηνωμένων Εθνών, και μεταξύ άλλων από την Επιτροπή με θέμα την παγκόσμια διακυβέρνηση, ..... Η ΕΕ έχει συμμετάσχει ενεργά στον διάλογο αυτό. Θέματα της παγκόσμιας διακυβέρνησης αποτελούν επίσης το αντικείμενο διαλόγου μεταξύ της ΕΕ και ορισμένων σημαντικών τρίτων χωρών εταίρων, όπως η Κίνα, η Ρωσία, η Ινδία και η Βραζιλία. Από την οπτική της ΕΕ, η χρηστή διακυβέρνηση εμπεριέχει επίσης την ανάγκη συνεχούς βελτίωσης της συνοχής των πολιτικών σε όλους τους σχετικούς τομείς, όπως, το περιβάλλον, το εμπόριο ή η γεωργία.

Η χρηστή διακυβέρνηση είναι το κλειδί για την αποτελεσματικότητα της αναπτυξιακής βοήθειας, και για την επίτευξη των στόχων τους οποίους πρέπει να επιδιώκουμε. Ωστόσο, η επίτευξη χρηστής διακυβέρνησης είναι μία συνεχής διαδικασία. Κατά συνέπεια, όσο δεν έχει επιτευχθεί η χρηστή διακυβέρνηση, πρέπει να συνεχίζεται η εφαρμογή πραγματιστικών προσεγγίσεων που θα στηρίζουν τη διαδικασία αυτή. Οι δείκτες δεν πρέπει στο πλαίσιο αυτό να θεωρούνται ως απαρίθμηση θεμάτων που θα περιληφθούν σε πίνακα αποτελεσμάτων με σκοπό να εφαρμοστεί μία επιλεκτικότητα με αποκλειστικό γνώμονα τη διακυβέρνηση, αλλά μάλλον ως εργαλείο για την ενσωμάτωση της διακυβέρνησης σε όλες τις παρεμβάσεις και στρατηγικές που χρηματοδοτεί η ΕΕ».

Πολλοί ορισμοί της διακυβέρνησης εστιάζονται σε διαδικασίες, δομές και ρυθμίσεις που σχετίζονται με τη διοίκηση μιας οντότητας ή μονάδας οργάνωσης [2]. Ιδιαίτερη σημασία έχουν εκείνες που εστιάζουν στην άσκηση εξουσιοδοτημένης εξουσίας. Η Ασιατική Τράπεζα ανάπτυξης περιγράφει τη διακυβέρνηση ως «τον τρόπο με τον οποίο ασκείται η εξουσία στη διαχείριση των οικονομικών και κοινωνικών πόρων μιας χώρας για ανάπτυξη». Η Παγκόσμια Τράπεζα αναφέρεται στη διακυβέρνηση ως το σύνολο των παραδόσεων και των θεσμών με τους οποίους ασκείται η εξουσία σε μια χώρα. Άλλοι οργανισμοί ορίζουν τη διακυβέρνηση ως «τον τρόπο με τον οποίο η εξουσιοδοτημένη αρχή χρησιμοποιεί τις εξουσίες για την επίτευξη των στόχων του φορέα / ιδρύματος/ οργανισμού, συμπεριλαμβανομένων των εξουσιών να σχεδιάζει, να εφαρμόζει και να καινοτομεί τις πολιτικές, τους κανόνες, τα συστήματα και τις διαδικασίες του οργανισμού».

Η χρηστή διακυβέρνηση συνεπάγεται ότι η άσκηση της εξουσίας είναι υπεύθυνη, συμμετοχική και διαφανής. Με άλλα λόγια, οι αρχές που έχουν ιδιαίτερη σημασία, για να εξασφαλιστεί χρηστή διακυβέρνηση, είναι η λογοδοσία, η διαφάνεια και η συμμετοχή.

Ειδικότερη έννοια της διακυβέρνησης είναι αυτή της εταιρικής διακυβέρνησης, δλδ. η σχέση μεταξύ διοίκησης και εμπλεκόμενων εταίρων στη διοίκηση μιας επιχείρησης [3].

Στην ανακοίνωσή της της 12ης Δεκεμβρίου 2012 με τίτλο «Σχέδιο Δράσης: Ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και εταιρική διακυβέρνηση – ένα σύγχρονο νομικό πλαίσιο για πιο ενεργό συμμετοχή των μετόχων και βιώσιμες εταιρείες» η Επιτροπή ανακοίνωσε δράσεις στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, ιδίως για την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων και για τη βελτίωση της διαφάνειας μεταξύ των εταιρειών και των επενδυτών. Οι βασικές πρωτοβουλίες που λήφθηκαν στο εν λόγω σχέδιο δράσης ήταν οι εξής:

- Ενίσχυση της διαφάνειας με την έννοια ότι οι εταιρείες χρειάζεται να παρέχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την εταιρική τους διακυβέρνηση στους επενδυτές τους και την κοινωνία γενικότερα. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να επιτρέπεται στις εταιρείες να γνωρίζουν ποιοι είναι οι μέτοχοί τους, και οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να επιδεικνύουν μεγαλύτερη διαφάνεια σχετικά με τις πολιτικές ψήφου που

---

2. Βλ. στην ιστοσελίδα [www.issa.int](http://www.issa.int).

3. Καρκατσούλης Π., (2001), Η Διακυβέρνηση ως περιεχόμενο και διαδικασία λήψης απόφασης για τις δημόσιες υποθέσεις, Επιστήμη και Κοινωνία, Τεύχος 7, σελ. 207.

ακολουθούνται, ώστε να είναι πιο γόνιμος ο διάλογος που λαμβάνει χώρα για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης.

- Ενεργός συμμετοχή των μετόχων: οι μέτοχοι θα πρέπει να ενθαρρύνονται να συμμετέχουν με πιο ενεργό τρόπο στην εταιρική διακυβέρνηση. Θα πρέπει να τους παρέχονται περισσότερες δυνατότητες εποπτείας της πολιτικής αποδοχών και των συναλλαγών των συνδεδεμένων μερών και θα πρέπει να διευκολυνθεί εν προκειμένω η συνεργασία των μετόχων. Επιπλέον, θα χρειαστεί να επιβληθεί ένας ελάχιστος αριθμός υποχρεώσεων στους θεσμικούς επενδυτές, στους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και στους πληρεξούσιους συμβούλους για την επίτευξη αποτελεσματικής ενεργού συμμετοχής.

- Στήριξη της ανάπτυξης των εταιρειών και της ανταγωνιστικότητάς τους – είναι αναγκαίο να απλουστευθούν οι διασυννοριακές συναλλαγές των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, ιδίως όσον αφορά τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ-OECD) ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως τις μεθόδους και διαδικασίες σύμφωνα με τις οποίες ένας οργανισμός διευθύνεται και ελέγχεται. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού καθορίζει την κατανομή των περιουσιακών δικαιωμάτων (και ψήφου) και ευθυνών ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων ενός οργανισμού (διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, μέτοχοι, πιστωτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη) και καταγράφει τους κανόνες και τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων [4].

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ οι βασικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

- Η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και οι βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας της επιχείρησης
- Η διασφάλιση της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων
- Η αναγνώριση των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων και η ενθάρρυνση της συνεργασίας μεταξύ επιχείρησης και συμμετεχόντων
- Η εξασφάλιση της έγκαιρης και ακριβούς γνωστοποίησης για όλα τα ουσιαστικά θέματα της επιχείρησης
- Η διασφάλιση της στρατηγικής καθοδήγησης της επιχείρησης, ο αποτελεσματικός έλεγχος της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και η υποχρέωση λογοδοσίας του Διοικητικού Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και τους μετόχους.

Από την έκδοση του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury το 1992, μέχρι την έκδοση της Γαλάζιας Βίβλου το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που συνέβαλε στην ψήφιση του Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση και ως τον σημερινό σε ισχύ νόμο περί εταιρικής διακυβέρνησης, ήτοι το Ν. 4706/2020, ο οποίος αποτελεί ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της οδηγίας ΕΕ 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 17ης Μαΐου 2017 για την τροποποίηση της οδηγίας 2007/36/EK όσον αφορά την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων (η «Οδηγία»), έχουν περάσει

---

4. Τραυλός Ν., (2011), Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση, Συλλογικός Τόμος Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών «Η Διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Αθήνα, ΕΕΤ, σελ. 85-100.

τριάντα χρόνια διαμόρφωσης και συνεχούς εξέλιξης των επιμέρους κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης παγκοσμίως, πανευρωπαϊκά και στον ελληνικό χώρο.

Ορισμένοι από αυτούς τους κανόνες που, όπως θα δούμε κατωτέρω είναι σημαντικοί και για τη λειτουργία των ΚΕΤ και υιοθετούνται και από αρκετά από αυτά, είναι οι εξής:

- Τα ΔΣ πρέπει να περιλαμβάνουν μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, δλδ. συμβούλους με μη εξαρτημένη σχέση με την εταιρεία
- Είναι σκόπιμο οι θέσεις του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου να διακατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα
- Πρέπει να υπάρχουν επιτροπές εσωτερικού ελέγχου
- Πρέπει να υπάρχουν επιτροπές αποδοχών/αμοιβών διευθυντικών/διοικητικών στελεχών που θα απαρτίζονται κυρίως από μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου
- Πρέπει να υπάρχουν επιτροπές υποβολής και αξιολόγησης υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο και για τυχόν εξωτερικούς συμβούλους
- Πρέπει να υπάρχουν αυστηροί κανόνες λογοδοσίας των διοικούντων προς τους μετόχους και διαφάνειας ως προς τον τρόπο λήψης των εταιρικών αποφάσεων
- Πρέπει να υπάρχουν μηχανισμοί ελέγχου σύγκρουσης καθηκόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου (μη επιδίωξη ιδίων συμφερόντων που να αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας)
- Πρέπει να θεσπίζονται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου

Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθούν μερικά σημεία που αναφέρονται στο προοίμιο της Οδηγίας για τους θεσμικούς επενδυτές και, επομένως, αφορούν και στα ΚΕΤ:

1. «Οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων δεν χαρακτηρίζονται συχνά από διαφάνεια όσον αφορά τις επενδυτικές στρατηγικές τους, την πολιτική τους για την ενεργό συμμετοχή, καθώς και την εφαρμογή τους. Η δημόσια γνωστοποίηση των πληροφοριών αυτών θα είχε θετικό αντίκτυπο στην ευαισθητοποίηση των επενδυτών, θα επέτρεπε τη βελτιστοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνουν οι τελικοί δικαιούχοι, ..., θα διευκόλυne τον διάλογο μεταξύ των εταιρειών και των μετόχων τους, θα ενθάρρυνε την ενεργό συμμετοχή των μετόχων και θα ενίσχυε τη λογοδοσία τους έναντι των ενδιαφερομένων μερών και της

κοινωνίας των πολιτών. Οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διαφάνεια όσον αφορά την προσέγγισή τους έναντι της ενεργού συμμετοχής των μετόχων. Θα πρέπει είτε να αναπτύξουν και να ανακοινώσουν δημόσια μια πολιτική για την ενεργό συμμετοχή των μετόχων είτε να εξηγήσουν τους λόγους για τους οποίους επέλεξαν να μην το πράξουν. Η πολιτική για την ενεργό συμμετοχή των μετόχων θα πρέπει να περιγράφει πώς ενσωματώνουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στην επενδυτική στρατηγική τους και ποιες διαφορετικές δραστηριότητες ενεργού συμμετοχής επιλέγουν να υλοποιούν και πώς το πράττουν. Η εν λόγω πολιτική ενεργού συμμετοχής θα πρέπει να περιλαμβάνει επίσης πολιτικές για τη διαχείριση υφιστάμενων ή ενδεχόμενων περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων, ιδίως σε περίπτωση που οι θεσμικοί επενδυτές ή οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων ή οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις έχουν σημαντική επιχειρηματική σχέση με την εταιρεία στην οποία γίνονται οι επενδύσεις.

2. Οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να γνωστοποιούν δημοσίως πληροφορίες σχετικά με την υλοποίηση της πολιτικής τους για την ενεργό συμμετοχή, και συγκεκριμένα για τον τρόπο με τον οποίο άσκησαν τα δικαιώματα ψήφου τους. Συχνά **οι θεσμικοί επενδυτές** και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων είναι σημαντικοί μέτοχοι εισηγμένων εταιρειών στην Ένωση και, επομένως, **μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών αυτών, αλλά και γενικότερα σε σχέση με τη στρατηγική τους και τη μακροπρόθεσμη απόδοση.** Ωστόσο η πείρα των τελευταίων ετών έχει δείξει ότι **οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων συχνά δεν συμμετέχουν ενεργά στις εταιρείες στις οποίες κατέχουν μετοχές,** και στοιχεία δείχνουν ότι οι **κεφαλαιαγορές συχνά ασκούν πιέσεις** στις εταιρείες για **βραχυπρόθεσμη απόδοση,** γεγονός που μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την μακροπρόθεσμη χρηματοοικονομική και μη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών και μπορεί να οδηγήσει, μεταξύ άλλων αρνητικών συνεπειών, σε κατώτερο του βέλτιστου επίπεδο επενδύσεων, παραδείγματος χάριν στην έρευνα και την ανάπτυξη, εις βάρος της μακροπρόθεσμης απόδοσης τόσο των εταιρειών όσο και του επενδυτή.

3. **Η μεσομακροπρόθεσμη προσέγγιση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την υπεύθυνη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων.**

4. Πολλοί θεσμικοί επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες πληρεξούσιων συμβούλων για έρευνα, συμβουλές και συστάσεις σχετικά με τον τρόπο ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των εισηγμένων εταιρειών. **...οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση** συμβάλλοντας στη μείωση του κόστους των αναλύσεων που σχετίζονται με εταιρικές πληροφορίες, ενδεχομένως επηρεάζουν σημαντικά και την εκλογική συμπεριφορά των επενδυτών. Δεδομένης της σημασίας τους, οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι θα πρέπει να υπόκεινται σε απαιτήσεις διαφάνειας”.

**Τα βασικά συμπεράσματα του παρόντος κεφαλαίου είναι τα εξής:**

- Η διακυβέρνηση αφορά στους κανόνες, τις διαδικασίες, και τη συμπεριφορά μέσω των οποίων εκφράζονται τα συμφέροντα, γίνεται η διαχείριση των πόρων και ασκείται η εξουσία.
- τα βασικά στοιχεία της διακυβέρνησης (εταιρικής και μη) είναι η διαφάνεια, η λογοδοσία και η συμμετοχή των εμπλεκόμενων μερών στη λήψη των αποφάσεων.



#### IV. ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΤ

Μετά την ανωτέρω παρουσίαση της έννοιας της διακυβέρνησης είναι σημαντικό να διακρίνουμε όσον αφορά στα ΚΕΤ μεταξύ από τη μια της χρηστής διακυβέρνησης που πρέπει να διέπει τον τρόπο λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων και γενικότερα τη λειτουργία τους και από την άλλη την διακυβέρνηση που ασκούν αυτά τα ίδια στις εταιρείες-στόχους, ήτοι τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία τους.

Η πρώτη κατηγορία διακυβέρνησης, αυτή δλδ. στην οποία τα ΚΕΤ είναι τα ίδια αντικείμενα των κανόνων της, θα καλείται περαιτέρω εσωτερική διακυβέρνηση.

Η δεύτερη κατηγορία αφορά στη διακυβέρνηση που ασκείται από τα ίδια τα ΚΕΤ (ως υποκείμενα διακυβέρνησης) σε τρίτες οντότητες (είτε τις εταιρείες-στόχους στις οποίες επενδύουν είτε προς ενίσχυση των οικονομικών της δικής τους χώρας), θα καλείται περαιτέρω εξωτερική διακυβέρνηση.

Ωστόσο, από την περαιτέρω ανάλυση θα φανεί ότι η εσωτερική και η εξωτερική διακυβέρνηση αλληλοσυμπληρώνονται και αλληλοεπηρεάζονται.

Τα ΚΕΤ αποδεικνύεται ότι έχουν σημαντικό ρόλο στη μακροοικονομική πολιτική/διακυβέρνηση/διαχείριση του δικού τους κράτους και γι' αυτό πρέπει να βρίσκονται σε συνεννόηση με άλλους κυβερνητικούς οργανισμούς [5]. Έχουν επίδραση στα δημόσια οικονομικά της χώρας τους και πιο συγκεκριμένα:

1. Στη δημοσιονομική πολιτική, η οποία επηρεάζεται από την έκταση της δυνατότητας χρηματοδότησης του δημόσιου προϋπολογισμού από το κρατικό ΚΕΤ και από την πολιτική αναλήψεων των κρατικών αποθεματικών,
2. Στη νομισματική πολιτική, η οποία επηρεάζεται από διακυμάνσεις των δημοσιονομικών εσόδων και από προκυκλικές τακτικές (δλδ. παροχές σε περιόδους ανάπτυξης και μειώσεις παροχών σε περιόδους ύφεσης) που με τη σειρά τους επηρεάζουν τον πληθωρισμό και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία καθώς οι έντονες διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν να αντιμετωπιστούν/ελαχιστοποιηθούν μέσω των εξωχώριων επενδύσεων των ΚΕΤ.

---

5. Βλ. σελ. 7, Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M. & Sung C.C, (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231.

Για τους ανωτέρω λόγους τα ΚΕΤ μπορούν να λειτουργήσουν ως ισορροπιστές του εθνικού ισολογισμού και να συνδράμουν ώστε να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στην περίπτωση που τα εισοδήματα και οι υποχρεώσεις του κράτους είναι αντιστρόφως ανάλογα με την έννοια ότι τα πρώτα είναι χαμηλά και οι δεύτερες αυξημένες. Για να μειωθούν αυτοί οι κίνδυνοι μέσω των ορθών επενδύσεων των ΚΕΤ χρειάζεται συνεργασία μεταξύ των διαφόρων κρατικών παραγόντων και κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω θεσμοθετημένων, διάφανων κανόνων χρηστής διοίκησης των ΚΕΤ και ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των διάφορων κρατικών παραγόντων.

Περαιτέρω για να προλάβει κανείς τα φαινόμενα της προκυκλικότητας / φιλοκυκλικότητας πρέπει να θεσμοθετούνται διαδικασίες και προϋποθέσεις ανάληψης των αποθεματικών των ΚΕΤ. Επιπλέον, η θεσμοθέτηση κανόνων μεταφοράς των κεφαλαίων του ΚΕΤ μεταξύ του ιδίου και του ιδιοκτήτη του-κυβέρνησης σχετίζεται και με την στρατηγική κατανομής κινδύνων που πρέπει να το διέπει καθώς, για να είναι σε θέση η κυβέρνηση να μην αναγκάζεται να προσφεύγει σε δανεισμό, θα πρέπει ένα, τουλάχιστον, τμήμα των περιουσιακών στοιχείων του ΚΕΤ να είναι εύκολα-άμεσα ρευστοποιήσιμο.

Με αυτόν τον τρόπο, η ορθή διακυβέρνηση του ΚΕΤ οδηγεί/συμβάλλει στην ορθή διακυβέρνηση των δημόσιων οικονομικών της χώρας του.

### **Συμπέρασμα κεφαλαίου**

Συμπερασματικά, το παρόν κεφάλαιο οριοθετεί ολόκληρη την εργασία δίνοντας το στίγμα της διάκρισης μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής διακυβέρνησης.

## V. ΟΡΙΣΜΟΣ - ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΚΕΤ ΚΑΙ ΠΩΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΝΤΑΙ ΜΕΤΑ ΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ ΣΑΝΤΙΑΓΚΟ

Πριν προχωρήσουμε στην εμβάθυνση των ζητημάτων της διακυβέρνησης των ΚΕΤ στην παγκόσμια οικονομία, θεωρούμε ότι χρειάζεται να προηγηθεί σύντομη παρουσίαση της έννοιας των ΚΕΤ.

Είναι γεγονός ότι η βιβλιογραφία παρέχει πολλούς ορισμούς για τα ΚΕΤ.

Μερικοί από αυτούς έχουν ως εξής:

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν άμεσα ή έμμεσα στις κυβερνήσεις με στόχο την επίτευξη εθνικών επιδιώξεων [6], [7].

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία είναι οχήματα ειδικού σκοπού που επενδύουν κρατικά περιουσιακά στοιχεία σε ιδιωτικές χρηματοοικονομικές αγορές [8].

Είναι αξιοσημείωτο ότι έχει διατυπωθεί πως είναι δύσκολο να δοθεί ένας περιεκτικός ορισμός των ΚΕΤ και ότι η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε έναν κοινώς αποδεκτό ορισμό δεδομένου ότι τα ΚΕΤ θεωρούνται υβριδικά οχήματα ειδικού σκοπού με ετερογενή στοιχεία, με διαφορετικούς στόχους και διαφορετικές πηγές αποθεματικών / προέλευσης των κεφαλαίων τους. Επιπλέον, συστήνονται μεν από τις κυβερνήσεις αλλά ενεργούν με αρχές ιδιώτη επενδυτή. Κάθε ένα από αυτά όμως είναι μοναδικό και κουβαλά την δική του γεωπολιτική κληρονομία και τις τοπικές ιδιαιτερότητες της χώρας προέλευσης [9]. Ιδιαίτερη μνεία θα πρέπει να γίνει στην άποψη σύμφωνα με την οποία το να οριστούν τα ΚΕΤ είναι – ή τουλάχιστον ήταν- δύσκολο για έναν επιπλέον λόγο: την έλλειψη διαφάνειας και ορθής διακυβέρνησης αφού δεν είναι εύκολο να ορισθεί ένας οργανισμός για τη δομή και λειτουργία του οποίου δεν γνωρίζουμε πολλά [10].

---

6. Ρουκανάς, Σ. (2019), Η πολιτική οικονομία των κρατικών επενδυτικών ταμείων στο Κλάψης, Α. (επιμ.) *Ειδικά θέματα διπλωματίας & διεθνούς οργάνωσης*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση, σελ. 5.

7. Βλ. και Mutsaers O., (2019), The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments", Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>, σελ. 1 όπου παραπέμπει στον ορισμό των Dewenter, Han & Malatesta, 2010 ("Τα ΚΕΤ διαχειρίζονται επενδυτικά χαρτοφυλάκια για λογαριασμό κυβερνήσεων που έχουν την κυριότητα των χαρτοφυλακίων αυτών").

8. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 14.

9. Βλ. πίνακα με διάφορους προτεινόμενους ορισμούς των ΚΕΤ είτε από θεωρητικούς είτε από οργανισμούς σε Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., (2020), Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 368.

10. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., (2020), Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 372, όπου και αναφέρεται ότι τα πιο διαφανή ΚΕΤ προέρχονται από δημοκρατικές χώρες. Ωστόσο είναι αξιοσημείωτο ότι ακόμη και τα ΚΕΤ των μη δημοκρατικών χωρών έχουν αρχίσει να έχουν κανόνες διακυβέρνησης «καλύτερους» από τους αντίστοιχους της κυβέρνησής τους.

Ωστόσο, αξίζει να δει κανείς την προσπάθεια των Clark, Dixon & Monk (2013) να καταγράψουν κοινά στοιχεία μεταξύ των ΚΕΤ που θα συνέδραμαν σε έναν ευρέως αποδεκτό και ανταποκρινόμενο σε πραγματικά στοιχεία ορισμό και οι οποίοι εντόπισαν τρία κοινά χαρακτηριστικά:

**(α). κυριότητα/έλεγχος:** οι κυβερνήσεις έχουν την κυριότητα και τον έλεγχο των ΚΕΤ. Ο έλεγχος επιτυγχάνεται άμεσα ή έμμεσα μέσω του διορισμού του διοικητικού συμβουλίου των ΚΕΤ.

**(β). υποχρεώσεις:** τα ΚΕΤ δεν έχουν άμεσες υποχρεώσεις. Μπορεί να «οφείλουν», ανάλογα και με την κατηγοριοποίηση των σκοπών τους, ποσά στο Υπουργείο Οικονομικών ή στην κεντρική τράπεζα ή στο αποθεματικό ταμείο κοινωνικής πρόνοιας του κράτους προέλευσης αλλά δεν έχουν συγκεκριμένο εξωτερικό δανειστή και, επομένως, τα περιουσιακά τους στοιχεία δεν επιβαρύνονται με δικαιώματα μη κυβερνητικών δικαιούχων. Οι όποιες τυχόν υποχρεώσεις τους αποτελούν μέρος του ευρύτερου κρατικού προϋπολογισμού.

**(γ). δικαιούχος:** ο δικαιούχος των ΚΕΤ δεν είναι, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, συγκεκριμένα φυσικά πρόσωπα αλλά η ίδια η κυβέρνηση ή ο πολίτης-φορολογούμενος με την γενική-αφηρημένη έννοια του όρου. Επομένως, το καθήκον διαχωρισμού μεταξύ αυτού που λαμβάνει τις διαχειριστικές αποφάσεις και του θεματοφύλακα δεν εφαρμόζεται, όπως στην περίπτωση των πρακτικών που ακολουθούνται από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα της δύσης.

Τα ανωτέρω τρία στοιχεία οδήγησαν τους G. Clark, A. Dixon & A. Monk στον ακόλουθο -θεωρούμε- τεχνοκρατικής φύσεως – «αντικειμενικό» ορισμό:

*«Τα ΚΕΤ είναι κρατικής κυριότητας και ελέγχου (άμεσου ή έμμεσου) επενδυτικά κεφάλαια που δεν έχουν τρίτους συγκεκριμένους δικαιούχους ούτε υποχρεώσεις και επενδύουν τα περιουσιακά τους στοιχεία, με βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα, σύμφωνα με τα συμφέροντα και τις επιδιώξεις του κυρίαρχου-κρατικού φορέα».*

Ο ανωτέρω ορισμός είναι αντιπροσωπευτικός για όλα τα ΚΕΤ για τους εξής λόγους:

(α). δεν εμπεριέχει αναφορά σε συγκεκριμένη πηγή κεφαλαίων ή σε συγκεκριμένη νομική μορφή των ΚΕΤ,

(β). δεν αναφέρεται σε ζητήματα λογιστικής αποτύπωσης/λογοδοσίας, διαφάνειας ή διακυβέρνησης καθώς διαφορετικά ΚΕΤ ενδέχεται να έχουν διαφορετικού βαθμού και έκτασης κανόνες και διαδικασίες λογιστικής αποτύπωσης, διαφάνειας και διακυβέρνησης,

(γ). Δεν αναφέρεται στο ευάλωτο σημείο των ΚΕΤ που δεν είναι άλλο από αυτό της πιθανής πολιτικής επιρροής καθώς τα περιουσιακά στοιχεία των ΚΕΤ είναι ιδιοκτησίας της εκάστοτε κυβέρνησης, «οφείλονται» με την έννοια της επιστροφής του κεφαλαίου/κέρδους στην κυβέρνηση, δεν επιβαρύνονται με δικαιώματα τρίτων και επενδύονται ανάλογα με τα συμφέροντα και τις εντολές της κυβέρνησης.

Ο ορισμός των ΚΕΤ είναι σημαντικός γιατί μεταξύ άλλων βοηθά στο να κατανοήσει κανείς γιατί μεγάλο μέρος του δυτικού κόσμου ήταν αρχικά επιφυλακτικό στο να αποδεχθεί ότι τα κίνητρα των επενδύσεων των ΚΕΤ -ιδίως αυτών που δημιουργήθηκαν για την τοποθέτηση περιουσιακών στοιχείων απολυταρχικών / μη δημοκρατικών κυβερνήσεων- ήταν αμιγώς εμπορικά. Είναι ακριβώς γι' αυτό το λόγο που πολλοί θεωρούν ότι η διαφάνεια και οι πιστοποιημένοι κανόνες καλής διακυβέρνησης (good governance practices) ελαχιστοποιούν τη διασύνδεση μεταξύ επενδυτικών αποφάσεων και πολιτικών επιδιώξεων και εγκαθιδρύουν κλίμα εμπιστοσύνης μεταξύ των ΚΕΤ, των χωρών προέλευσης (originating countries), των χωρών αποδεκτών (recipient countries) καθώς και των εταιριών-στόχων (target companies), δλδ. των εταιριών στις οποίες τα περιουσιακά στοιχεία των ΚΕΤ επενδύονται.

### **Εμπιστοσύνη-Νομιμότητα- Διακυβέρνηση- Santiago Principles**

Η έλλειψη εμπιστοσύνης (trust) στα ΚΕΤ και τις επιδιώξεις τους συνδέεται με την έλλειψη νομιμότητας και διαφάνειας (legitimacy/transparency) και το αντίθετο: η εμπιστοσύνη συνδέεται με τη νομιμότητα και τη διαφάνεια. Ακριβώς επειδή τα ΚΕΤ συνδέθηκαν με τις ευρύτερες κρατικές επιδιώξεις των φορέων τους αντιμετωπίστηκαν με δυσπιστία από τους δυτικούς policymakers και αντιμετώπισαν με τη σειρά τους μια γενικευμένη κρίση νομιμότητας. Κατέστη σαφές ότι, εάν τα κράτη προέλευσης ήθελαν να ξεκινήσουν ή/και να συνεχίσουν να έχουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές μέσω των επενδύσεων των περιουσιακών στοιχείων των ΚΕΤ, θα έπρεπε να ξεκινήσει μια διαδικασία δόμησης σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ των ΚΕΤ, των χωρών προέλευσης (originating countries) και των χωρών αποδεκτών (recipient countries) [11].

Ωστόσο, η εμπιστοσύνη δεν αρκεί. Ή μάλλον για να διατηρηθεί χρειάζεται να συνδέεται με τη διαρκή τήρηση της νομιμότητας. Η εγκαθίδρυση της εμπιστοσύνης και η προσπάθεια για τη διαφάνεια και τη διατήρηση της νομιμότητας εισήχθησαν με τα Generally Accepted Principles and Practices, γνωστά και ως Santiago Principles. Περαιτέρω, τα Santiago Principles καθόρισαν και τις βασικές αρχές διακυβέρνησης

---

11. The International Working Group's Project is to flip sides of the coin in the trust- building process, Gordon OECD, ' ... a strong commitment to enhance mutual trust', Joaquin Almunia.

των ΚΕΤ, προκειμένου να εξασφαλίζεται ένα minimum νομιμότητας. Εξάλλου, η εξασφάλιση της τήρησης της νομιμότητας είναι μια διαδικασία που απαιτεί και εμπεριέχει την εκτίμηση της διακυβέρνησης ενός οργανισμού. Σε συνέχεια των όσων και ανωτέρω αναφέρθηκαν για την έννοια της διακυβέρνησης, με τον όρο αυτόν ιδίως για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς εννοούμε τις τεχνικές, τις διαδικασίες και τις δομές μέσα από τις οποίες λαμβάνονται οι αποφάσεις σε έναν οργανισμό. Ο τρόπος και οι διαδικασίες ορθής διακυβέρνησης (α) συνιστούν εργαλείο με σκοπό την προστασία από εξωτερικές επιρροές, απάτες και διαφθορά, (β) εξασφαλίζουν τη διαφάνεια και την σαφή λογιστική αποτύπωση, (γ) διαχειρίζονται νέους και υφιστάμενους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους και (δ) «επιβλέπουν» νέους και υφιστάμενους μετόχους.

### **Συμπεράσματα κεφαλαίου**

Από όλα τα παραπάνω οδηγούμαστε στα δύο βασικά συμπεράσματα του παρόντος κεφαλαίου:

- Ως αντιπροσωπευτικό ορισμό των ΚΕΤ δεχόμαστε ότι *«Τα ΚΕΤ είναι κρατικής κυριότητας και ελέγχου (άμεσου ή έμμεσου) επενδυτικά κεφάλαια που δεν έχουν τρίτους συγκεκριμένους δικαιούχους ούτε υποχρεώσεις και επενδύουν τα περιουσιακά τους στοιχεία, με βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα, σύμφωνα με τα συμφέροντα και τις επιδιώξεις του κυρίαρχου-κρατικού φορέα»*.
- Ένα ΚΕΤ με ορθές δομές διακυβέρνησης εμπνέει εμπιστοσύνη μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων μερών (κρατών- προέλευσης και κρατών-αποδεκτών).

## VI. SANTIAGO PRINCIPLES- (ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ ΣΑΝΤΙΑΓΚΟ) - ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ [12]

Ακολουθεί περιληπτική παρουσίαση των Αρχών του Σαντιάγκο.

Οι αρχές του Σαντιάγκο αποτελούνται από 24 γενικά αποδεκτές αρχές και πρακτικές που εγκρίθηκαν οικειοθελώς από τα μέλη του IFSWF και, ουσιαστικά συνιστούν τον κορμό της ιδανικής εσωτερικής διακυβέρνησης των ΚΕΤ.

Οι αρχές του Σαντιάγκο προωθούν τη διαφάνεια, τη χρηστή διακυβέρνηση, τη λογοδοσία και τις συνετές επενδυτικές πρακτικές ενθαρρύνοντας παράλληλα έναν πιο ανοιχτό διάλογο και μια βαθύτερη κατανόηση των δραστηριοτήτων του ΚΕΤ.

Συντάχθηκαν από τη Διεθνή Ομάδα Εργασίας των ΚΕΤ και χαιρετίστηκαν από τη Διεθνή Νομισματική Οικονομική Επιτροπή του ΔΝΤ το 2008, οι δε στόχοι τους είναι:

**(α)** Να βοηθήσουν στη διατήρηση ενός σταθερού παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και ελεύθερης ροής κεφαλαίων και επενδύσεων.

**(β)** Να συμμορφώνεται κάθε ΚΕΤ με όλες τις ισχύουσες κανονιστικές απαιτήσεις και απαιτήσεις γνωστοποίησης στις χώρες στις οποίες επενδύει.

**(γ)** Να διασφαλιστεί ότι τα ΚΕΤ επενδύουν με βάση οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους και εκτιμήσεις που σχετίζονται με την απόδοση, και

**(δ)** Να διασφαλιστεί ότι τα ΚΕΤ έχουν μια διαφανή και υγιή δομή διακυβέρνησης που παρέχει επαρκείς λειτουργικούς ελέγχους, διαχείριση κινδύνων και λογοδοσία.

Οι αρχές του Σαντιάγκο καταδεικνύουν ότι τα ΚΕΤ επενδύουν ως οικονομικά προσανατολισμένες οντότητες τόσο στις εγχώριες αγορές τους όσο και παγκοσμίως. Με αυτόν τον τρόπο, τα ΚΕΤ συμβάλλουν στη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, μειώνουν τις προστατευτικές πιέσεις και συμβάλλουν στη διατήρηση ενός ανοικτού και σταθερού επενδυτικού κλίματος. Οι δραστηριότητες ανταλλαγής γνώσεων του IFSWF χρησιμεύουν επίσης ως εργαλείο για συνεχή βελτίωση και καινοτομία για όλα τα μέλη του φόρουμ.

Οι 24 Αρχές του Σαντιάγκο [13] καλύπτουν τρεις βασικές περιοχές – κλειδιά:

---

12. Η σύντομη παρουσίαση είναι αναρτημένη στην ιστοσελίδα <https://www.ifswf.org>.

13. Το International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) δημοσίευσε τις Γενικά Αποδεκτές Αρχές και Πρακτικές - Αρχές του Σαντιάγκο στις 11 Οκτωβρίου 2008. Ολοκληρώνοντας το έργο της, το IWG αναγνώρισε ότι τα ΚΕΤ είναι σημαντικοί συμμετέχοντες στο διεθνές νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι δραστηριότητές τους συνέβαλαν στην προώθηση της ανάπτυξης, της ευημερίας και της οικονομικής ανάπτυξης στις χώρες εξαγωγής και τοποθέτησης κεφαλαίου καθώς και στη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Παρουσιάζοντας τις Αρχές στη Διεθνή Νομισματική και Χρηματοοικονομική Επιτροπή (IMFC), το IWG αναγνώρισε ότι το πλαίσιο που προτείνεται από τις Αρχές θα μπορούσε να ωφεληθεί από τη συνεχή ανταλλαγή απόψεων και τη μελέτη των δραστηριοτήτων των ΚΕΤ στο πλαίσιο των Αρχών.

(α) το νομικό πλαίσιο των ΚΕΤ και τους στόχους τους σε συνδυασμό με τις μακροοικονομικές πολιτικές τους,

(β) το θεσμικό πλαίσιο και τη δομή διακυβέρνησης και

(γ) το πλαίσιο των διαδικασιών των επενδύσεων και της διαχείρισης κινδύνων.

Το νομικό πλαίσιο πρέπει να (α) προβλέπει τη δομή και τον νομικό τύπο του ΚΕΤ καθώς και τη σχέση του με τα υπόλοιπα κρατικά όργανα συμπεριλαμβανομένου του υπουργείου Οικονομικών και της κεντρικής τράπεζας, (β) είναι συμβατό με το λοιπό νομικό πλαίσιο που διέπει τον κρατικό προϋπολογισμό, (γ) εξασφαλίζει τη νομιμότητα της λειτουργίας του ΚΕΤ και των συναλλαγών του, (δ) υποστηρίζει την αποτελεσματική του λειτουργία και την επίτευξη των στόχων του και (ε) προωθεί τη διαφάνεια, τη λογοδοσία και την χρηστή διακυβέρνηση.

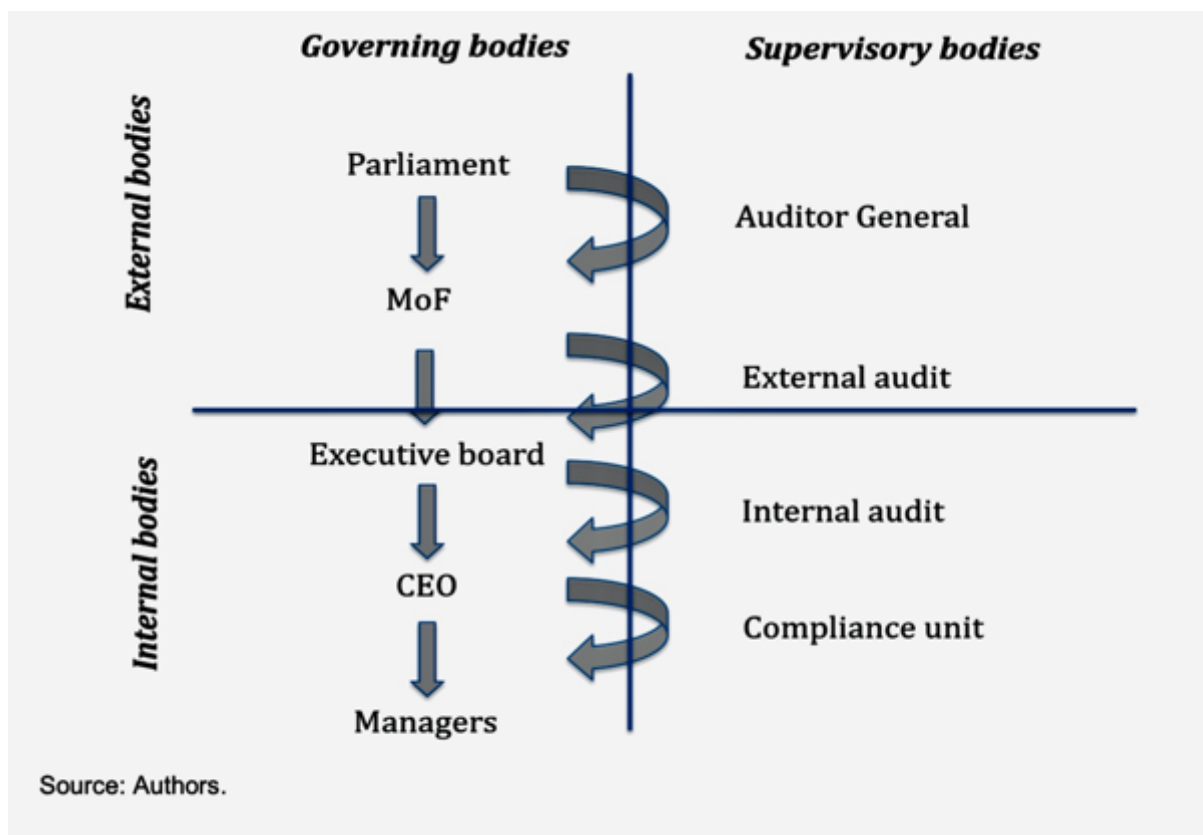
Στην πράξη υπάρχουν πολλά βασικά είδη νομικού πλαισίου. Τα ΚΕΤ μπορούν να λειτουργούν είτε ως αυτοτελείς νομικές οντότητες (είτε με τη μορφή εταιρειών που λειτουργούν με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια είτε με τη μορφή κρατικών οργανισμών) είτε ως σύνολα περιουσίας κυριότητας της κυβέρνησης ή της κεντρικής τράπεζας χωρίς νομική προσωπικότητα. Η διαφορετική τυπολογία των ΚΕΤ μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση ή διαφορές σε ζητήματα ασυλίας (immunity).

Το θεσμικό πλαίσιο μπορεί να έχει τη μορφή του μοντέλου του manager ή του μοντέλου της επενδυτικής εταιρείας. Στο μοντέλο του manager ο ιδιοκτήτης δίνει εντολή για επένδυση στον διαχειριστή ενώ στο μοντέλο της επενδυτικής εταιρείας η κυβέρνηση συστήνει μια επενδυτική εταιρεία η οποία έχει στην κυριότητά της τα περιουσιακά στοιχεία του ΚΕΤ. Αυτό το μοντέλο ακολουθείται περισσότερο όταν η επενδυτική στρατηγική περιλαμβάνει πιο ομοειδείς επενδύσεις και πιο ενεργό συμμετοχή του μετόχου ή όταν το ΚΕΤ έχει και αναπτυξιακό στόχο παράλληλα με στόχους επιστροφής αποδόσεων.

Σε κάθε περίπτωση, όποιο μοντέλο θεσμικού πλαισίου και αν ακολουθηθεί χρειάζεται να υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ των οργάνων που λαμβάνουν τις αποφάσεις (διοικητικού συμβουλίου) και των οργάνων που ασκούν εποπτεία (εποπτικού



συμβουλίου). Τα τελευταία ουσιαστικά ελέγχουν και εξασφαλίζουν ότι τα πρώτα ενεργούν εντός του πλαισίου των θεσπισμένων κανόνων λειτουργίας του ΚΕΤ. Άλλος διαχωρισμός είναι αυτός που αφορά στα εσωτερικά και στα εξωτερικά όργανα του ΚΕΤ. Στα εσωτερικά συγκαταλέγονται π.χ. οι ορκωτοί ελεγκτές ή ο «ιδιοκτήτης» του ΚΕΤ. Στον παρακάτω πίνακα Διοικούντα Όργανα / Εποπτικά Όργανα / Εξωτερικά Όργανα/ Εσωτερικά Όργανα φαίνεται ποιος ο συσχετισμός των εξωτερικών/ εσωτερικών οργάνων και των διοικητικών (κοινοβούλιο, εκτελεστικό συμβούλιο, Διευθύνων Σύμβουλος, Διευθυντές) - συμβουλευτικών-εποπτικών (γενικός ελεγκτής, εξωτερικός ελεγκτής, εσωτερικός ελεγκτής, τμήμα συμμόρφωσης) [14].



Πηγή: Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M. & Sung C.C.

Τις πιο πολλές φορές, ο ιδιοκτήτης του ΚΕΤ είναι η ίδια η κυβέρνηση. Αυτή ως υπουργικό συμβούλιο ή ο Υπουργός Οικονομικών λειτουργούν ως ιδιοκτήτης. Το Εκτελεστικό/διοικητικό συμβούλιο είναι το υψηλότερο διοικητικό όργανο που θέτει τους κανόνες λειτουργίας του ΚΕΤ εντός του πλαισίου της εντολής (mandate) και των σκοπών του, όπως τα έχει ορίσει ο ιδιοκτήτης του. Το διοικητικό συμβούλιο διορίζει επίσης τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ο οποίος είναι ο διοικητικός επικεφαλής του ΚΕΤ

14. Βλ. Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M. & Sung C.C., (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231.

και υπεύθυνος για την καθημερινή λειτουργία του εντός των πλαισίων που έχουν καθορισθεί από το διοικητικό συμβούλιο. Ο Διευθύνων μπορεί να αναθέτει περαιτέρω αρμοδιότητες στον διευθυντή επενδύσεων ή/και σε άλλα στελέχη.

Τα συμβουλευτικά-εποπτικά όργανα, εκτός από το εποπτικό συμβούλιο που συνήθως τα μέλη του ή τουλάχιστον η πλειοψηφία αυτών πρέπει να μην έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας μέσα στο ΚΕΤ, είναι:

(α) ο γενικός ελεγκτής, διορισμένος στις περισσότερες χώρες από το κοινοβούλιο, με αρμοδιότητα να ελέγχει τις δραστηριότητες του ΚΕΤ που θεωρείται εκτελεστικός βραχίονας της κυβέρνησης και κυρίως ελέγχει το Υπουργείο Οικονομικών, για να επιβεβαιώσει ότι το τελευταίο ενεργεί εντός των κανόνων που έχουν αποφασισθεί και ότι οι εκθέσεις-αναφορές του Υπουργού προς την κυβέρνηση είναι ακριβείς.

(β) ο εξωτερικός ελεγκτής που συνήθως διορίζεται από το Υπουργείο Οικονομικών και εκπροσωπεί τον ιδιοκτήτη ελέγχει τους λογαριασμούς του ΚΕΤ και πολλές φορές προβαίνει σε εκτίμηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

(γ) ο εσωτερικός ελεγκτής διορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο και αναφέρεται σε αυτό. Υποστηρίζει το διοικητικό συμβούλιο και επιβεβαιώνει ότι τηρούνται οι εσωτερικοί κανονισμοί.

(δ) το τμήμα συμμόρφωσης λειτουργεί ως εργαλείο του Διευθύνοντος Συμβούλου προκειμένου να επιβεβαιώνει ότι όλες οι δραστηριότητες του ΚΕΤ είναι σύμφωνες με τους κανονισμούς λειτουργίας του.

Ανεξάρτητα όμως από τα τυχόν επιμέρους όργανα που μπορεί να συστήνονται αυτό που έχει σημασία είναι να διαρθρώνεται με τέτοιο τρόπο η δομή διακυβέρνησης του ΚΕΤ ώστε να εξασφαλίζεται ότι όσα άτομα ή/και όργανα διορίζονται ή/και συστήνονται όλοι ενεργούν ως εντολοδόχοι των απώτερων/έμμεσων δικαιούχων του ΚΕΤ, που είναι οι πολίτες κάθε κράτους. Αυτό που πρέπει να εξασφαλίζεται είναι η λογοδοσία όλων των εμπλεκόμενων ατόμων και οργάνων και οι διακριτοί τους ρόλοι και ευθύνες που εξασφαλίζουν την τήρηση της νομιμότητας. Άλλο σημαντικό στοιχείο για την χρηστή διακυβέρνηση των ΚΕΤ είναι η περαιτέρω ανάθεση αρμοδιοτήτων σε υψηλά εξειδικευμένο προσωπικό. Η λήψη απόφασης για τις επενδύσεις του ΚΕΤ εμπεριέχει πλέον αναλύσεις και εκτιμήσεις που χρειάζονται βαθιά γνώση των σχετικών προϊόντων και αγορών, οπότε οι εργασίες της ανάλυσης και εκτίμησης πρέπει να ανατίθενται σε ειδικούς. Επιπλέον, η ανάθεση ορισμένων δραστηριοτήτων αφήνει χώρο στα εκτελεστικά όργανα του ΚΕΤ να ασχοληθούν με όσες αποφάσεις τους

αναλογούν στο επίπεδό τους αφήνοντας τις πιο τεχνοκρατικές διαδικασίες στους ειδικούς.

Εκτός από τα όργανα του ΚΕΤ, σημαντική προϋπόθεση για τη χρηστή τους διακυβέρνηση είναι το να έχουν θέσει με ξεκάθαρο τρόπο τους στόχους τους και τα όρια της έκθεσης πιστωτικού κινδύνου που μπορούν να αναλάβουν [15]. Εν πολλοίς, όσο πιο μακροπρόθεσμος είναι ο ορίζοντας των επενδύσεων τόσο μεγαλύτερο ρίσκο μπορεί να αναληφθεί. Σε κάθε περίπτωση, μόλις καταγραφούν οι στόχοι του ΚΕΤ αυτό που ακολουθεί είναι ο καθορισμός της επενδυτικής στρατηγικής και κυρίως η έκταση του ρίσκου που αποφασίζεται ότι μπορεί να αναληφθεί, η οποία (έκταση του ρίσκου) είναι το κλειδί-ο πυρήνας της επενδυτικής στρατηγικής. Ένας -άλλα όχι ο μοναδικός- δείκτης για την έκταση του ρίσκου είναι το πιθανό εύρος της διακύμανσης των αποδόσεων. Κάποιες φορές, όταν δεν είναι δυνατό να καθορισθεί με σαφήνεια ο ακριβής βαθμός ανάληψης ρίσκου υπάρχει η εναλλακτική της οριοθέτησης γενικών κατευθυντήριων γραμμών ως προς την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων στα οποία θα επενδυθεί το αποθεματικό του ΚΕΤ (asset allocation).

Αφού ληφθούν υπόψη οι στόχοι του ΚΕΤ και το ανεκτό επίπεδο ανάληψης κινδύνου, ακολουθεί η οριοθέτηση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου και πιθανοί συνδυασμοί των περιουσιακών στοιχείων που θα επιλεγούν. Το ανωτέρω συνιστά το αποκαλούμενο μοντέλο της Στρατηγικής Κατανομής Περιουσιακών Στοιχείων (Strategic Asset Allocation- SAA). Μια εναλλακτική της SAA είναι η λογική του καθορισμού από τον ιδιοκτήτη του ΚΕΤ ενός υποθετικού μείγματος εισηγμένων αξιών/ομολόγων (reference portfolio approach).

Ο καθορισμός της επενδυτικής στρατηγικής είναι αναγκαίο πλέον να γίνεται σε συνεργασία με τον fund manager – την εταιρεία ή το άτομο υψηλής εξειδίκευσης στο οποίο θα έχει ανατεθεί η σχετική άσκηση. Δεν είναι τυχαίο ότι πλέον τα ΚΕΤ προσπαθώντας να κερδίσουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές των εισηγμένων κρατικών, μετοχών/ομολόγων έχουν στραφεί σε επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών του ιδιωτικού τομέα (private equity/alternative investments). Οι τοποθέτηση των αποθεμάτων των ΚΕΤ σε τέτοιες επενδύσεις απαιτούν υψηλή εξειδίκευση καθώς τα σχετικά προϊόντα είναι περίπλοκα και οι εκτιμήσεις που πρέπει να λάβουν χώρα πριν την επένδυση χρειάζονται ικανότητες, αυξημένο σε αριθμό προσωπικό, εξειδίκευση, τεχνογνωσία και επιπλέον, ηγετικές ικανότητες χρηστής διακυβέρνησης. Είναι

---

15. Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M.& Sung C.C., (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231, σελ. 13 -19.

ενδεικτικό ότι, στην περίπτωση του Νορβηγικού ΚΕΤ, πέρασαν δώδεκα χρόνια πριν επενδύσει εκτός εισηγμένων αγορών ή τέσσερα χρόνια ώστε το Νορβηγικό Κοινοβούλιο να εγκρίνει 5% επενδύσεις στην παγκόσμια αγορά ακινήτων [16].

Εξέχουσα θέση στην χρηστή διακυβέρνηση των ΚΕΤ κατέχει η διαχείριση των κινδύνων. Τα πεδία του ρίσκου είναι πολλά: κίνδυνος αγοράς, πιστωτικός κίνδυνος, λειτουργικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας, νομικός κίνδυνος, κανονιστικός κίνδυνος, κίνδυνος νομιμοποίησης, κίνδυνος φήμης και κίνδυνος διακυβέρνησης.

Η διαδικασία ορθής διαχείρισης των διαφορετικών κατηγοριών κινδύνων περιλαμβάνει τα εξής:

- Διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων, όπως έχουν αποφασισθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο και εφαρμόζονται από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο
- Την αναγνώριση του κινδύνου
- Την μέτρηση του κινδύνου
- Την επιβεβαίωση του ΚΕΤ ότι ενεργεί ανάλογα με τις εγκεκριμένες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου
- Την αναφορά/λογοδοσία σχετικά με τη διαχείριση των κινδύνων
- Την επιβεβαίωση ότι οι διαδικασίες και τα συστήματα ελέγχου των κινδύνων είναι αποτελεσματικά

Στο πλαίσιο εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής διακρίνεται επίσης και ο κίνδυνος του να απόσχει κανείς (ή να μην απόσχει) από την Στρατηγική Κατανομή των Επενδύσεων που έχει ήδη επιλεγεί.

Τέλος, σημαντική θέση στη χρηστή διακυβέρνηση έχουν η διαφάνεια και οι αναφορές (reporting) καθώς με τη διαφάνεια χτίζεται σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ των μετόχων-ιδιοκτητών του ΚΕΤ και των οργάνων διοίκησής του (internal reporting) αλλά και μεταξύ των κρατών-προέλευσης, δλδ. των κρατών των ΚΕΤ και των κρατών-προορισμού, δλδ. των κρατών στα οποία τα ΚΕΤ θα επενδύσουν (external reporting).

---

16. Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M.& Sung C.C., (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231, σελ. 19.

Στο πλαίσιο του reporting τα ΚΕΤ εκδίδουν και δημοσιεύουν ετήσιες αναφορές – εκθέσεις, στις οποίες αναλύουν την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν και την επενδυτική τους στρατηγική καθώς και τους ισολογισμούς τους. Επίσης, αρκετά ΚΕΤ τα τελευταία χρόνια έχουν προβεί σε δημοσίευση αυτο-αξιολογήσεων προσπαθώντας να επιβεβαιώσουν το βαθμό συμμόρφωσής τους στις αρχές του Σαντιάγκο.

### **Συμπεράσματα κεφαλαίου**

Από το παρόν κεφάλαιο συμπεραίνουμε ότι τα σημεία κλειδιά για τη χρηστή διακυβέρνηση των ΚΕΤ είναι τα εξής:

- Διαφάνεια
- Λογοδοσία
- Ανεξαρτησία – διαχωρισμός ρόλων και ευθυνών
- Συμμετοχή
- Υψηλού επιπέδου ανθρώπινο δυναμικό & outsourcing
- Διαχείριση κινδύνων

## VII. ΛΟΓΟΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΤ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται οι λόγοι σύστασης των ΚΕΤ.

Τα πρώτα ΚΕΤ υπήρχαν ήδη πριν το 1970 [17], πολλά ΚΕΤ αναδύθηκαν στα μέσα της δεκαετίας του 1990 και έκτοτε συνεχίζουν να εξελίσσονται έχοντας φθάσει πλέον σε 155 με 9 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό τη διαχείρισή τους. Παρατίθεται πίνακας με τα μεγαλύτερα ΚΕΤ ανάλογα με τα κεφάλαια που έχουν υπό τη διαχείρισή τους.

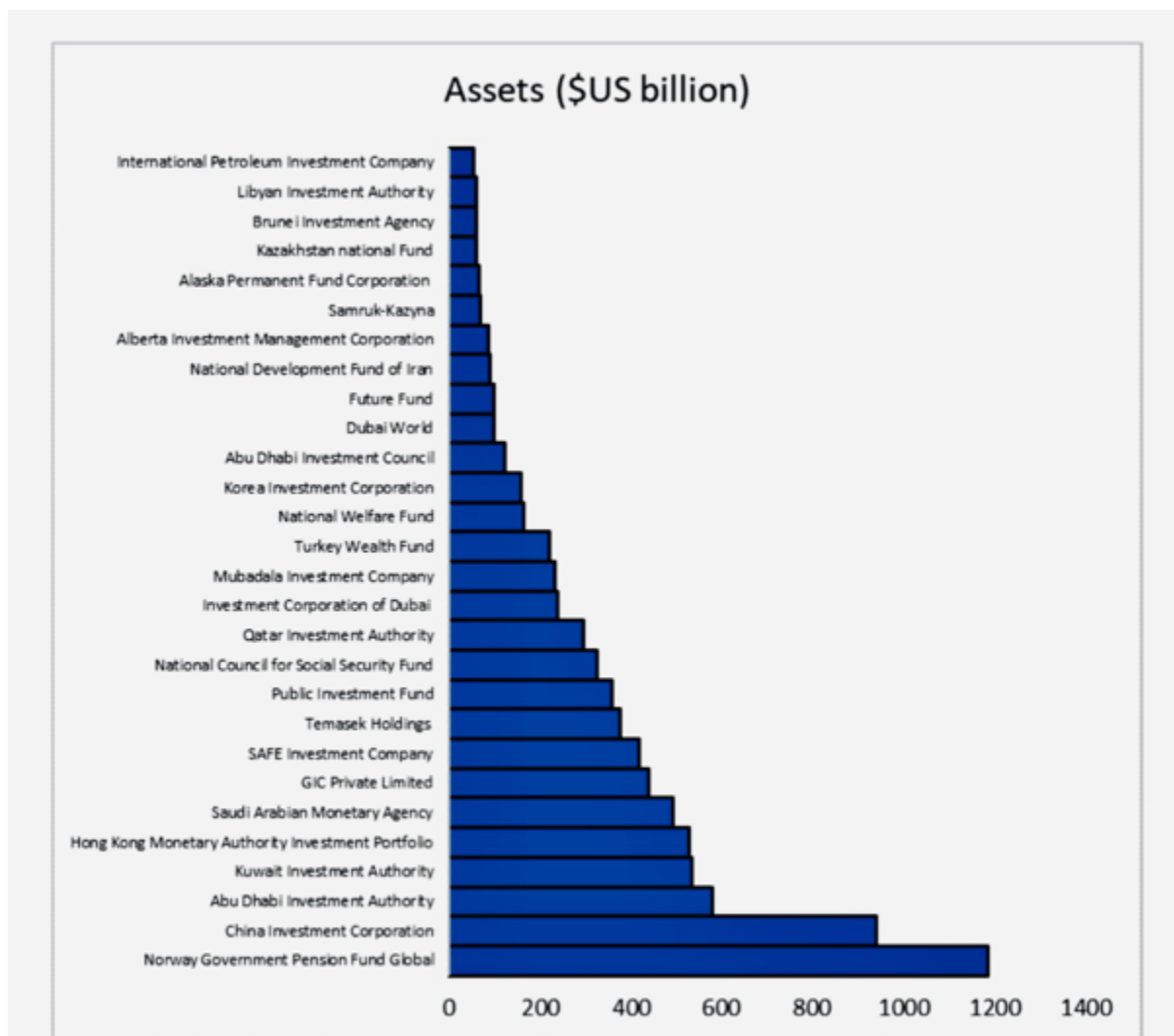


Figure 1. Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under management (Source, author's calculations based on SWFI data updated on July 2020)

Τα μεγαλύτερα ΚΕΤ ανάλογα με τα κεφάλαια υπό διαχείριση -Πηγή: Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M.

17. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., (2020), Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, όπου αναφέρεται ότι ιστορικά το πρώτο ΚΕΤ ιδρύθηκε το 1854 στις ΗΠΑ (Texas Permanent School Fund) και ακολούθησαν το ΚΕΤ του Κουβέιτ το 1953 και το ΚΕΤ του Κιριμπάτι το 1956, σελ. 363.

Ιστορικά τα ΚΕΤ άρχισαν να κάνουν την εμφάνισή τους μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο οπότε και η τιμή του πετρελαίου ανέβαινε καθώς αυξανόταν η ζήτηση για καύσιμα λόγω των αναγκών της αυτοκινητοβιομηχανίας. Ακολούθησε σταδιακή περαιτέρω εκτίναξη των τιμών στις αρχές της δεκαετίας του 1970 λόγω της Αραβοϊσραηλινής κρίσης και του πολέμου του Γιομ Κιπούρ, της πτώσης της παραγωγής και των εξαγωγών πετρελαίου λόγω της επανάστασης στο Ιράν (1978-79) και τέλος της σύγκρουσης μεταξύ Ιράν και Ιράκ στις αρχές της δεκαετίας του 1980 [18]. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι αναπτυσσόμενες χώρες παρουσίασαν πλεονάσματα σε αντίθεση με τις αναπτυγμένες που είχαν ελλείματα. Πολλοί θα συμφωνούσαν ότι η Ασιατική οικονομική κρίση του 1997 ήταν η αφορμή για την περαιτέρω ανάπτυξη των ΚΕΤ. Οι χώρες που είχαν πληγεί από την κρίση αυτή οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι έπρεπε να «χτίσουν» αποθεματικά για να μπορούν να αντιμετωπίσουν τυχόν νέες μελλοντικές οικονομικές κρίσεις χωρίς να είναι αναγκασμένες να προστρέχουν στην αρωγή του ΔΝΤ με αποτέλεσμα την απώλεια της εθνικής τους κυριαρχίας. Επιπλέον, τήρηση αποθεμάτων σε ξένα νομίσματα θα μπορούσαν να αντισταθμίσουν πιθανές εκροές κεφαλαίων και να κρατήσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες χαμηλές ώστε να αυξηθούν οι εξαγωγές.

Είναι αξιοσημείωτο ότι άνω του 70% των ΚΕΤ που υπάρχουν σήμερα συστάθηκαν μετά το 2000. Αυτή η θεαματική ανάπτυξη οφείλεται μερικώς στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου και στα τεράστια αποθεματικά που αυτή δημιούργησε σε πολλά ΚΕΤ [19]. Άλλοι παράγοντες για την αύξηση των ΚΕΤ από το 2000 και εφεξής ήταν (α) η επιβράδυνση της παραγωγής και των εξαγωγών μετά την εισβολή στο Κουβέιτ και στο Ιράκ στη χараυγή της δεκαετίας του 2000, (β) η ραγδαία αύξηση της ζήτησης σε καύσιμα από τις Ασιατικές χώρες την ίδια εποχή και (γ) η κρίση της Αραβικής άνοιξης που ξεκίνησε το 2011 [20].

Επιπλέον, τα κράτη είχαν συμπεράνει ότι η επένδυση των κρατικών αποθεμάτων στις χρηματοπιστωτικές αγορές ήταν ένας τρόπος που οδηγούσε σε μεγαλύτερες αποδόσεις, αντιμετωπίζοντας με αυτόν τον τρόπο αφενός το υψηλό κόστος τήρησης αποθεμάτων σε παραδοσιακές εγχώριες επενδύσεις αφετέρου την ασφάλεια

---

18. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., ως ανωτέρω υπό [17], σελ. 366.

19. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., ως ανωτέρω υπό [17], σελ. 362.

20. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., ως ανωτέρω υπό [17], σελ. 367.

(insurance) της συσσώρευσης αποθεματικού – αποταμίευσης για τις επόμενες γενιές (savings for future generations).

Συμπερασματικά, οι χώρες με μεγάλα ή/και μικρότερα κοιτάσματα φυσικών πόρων (όπως π.χ. πετρέλαιο, φυσικό αέριο κ.λπ.) ήρθαν τόσο κατά την Ασιατική κρίση του 1997 όσο και σε άλλες περιόδους αντιμέτωπες με το φαινόμενο της κατάρτας των πόρων μη δυνάμενες να αντέξουν τις διακυμάνσεις των τιμών των προϊόντων που εξήγαγαν με αποτέλεσμα να δουν ύφεση της οικονομικής τους ανάπτυξης. Τα ΚΕΤ δημιουργήθηκαν ακριβώς για να αποφευχθεί η επανάληψη αυτών των φαινομένων.

Ένας άλλος λόγος δημιουργίας των ΚΕΤ ήταν το δημογραφικό πρόβλημα παγκοσμίως λόγω της αυξανόμενης γήρανσης του πληθυσμού. Για την αντιμετώπισή του άρχισαν να συστήνονται μιας μορφής ΚΕΤ τα οποία αποκαλούνται pension reserve funds. Διαφέρουν από τα κλασικά συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds) καθώς δεν έχουν συγκεκριμένους, καθορισμένους εξαρχής δικαιούχους [21] αλλά χρησιμοποιούνται από τις κυβερνήσεις ως εργαλεία για τη δημιουργία αποθεματικών ικανών να λειτουργήσουν στο μέλλον ως δεξαμενές από τις οποίες θα αντληθούν ποσά για την κάλυψη πληρωμής συντάξεων και άλλων ποσών σχετικών με υπηρεσίες κοινωνικής πρόνοιας. Έτσι, τα κράτη βασίζονται στις παγκόσμιες αγορές για να αντιμετωπίσουν οικονομικά προβλήματα των κρατικών δομών-συστημάτων κοινωνικής πρόνοιας που δημιουργήθηκαν από δρώσες ανά τον κόσμο οικονομικές δυνάμεις [22] και να εξασφαλίσουν ότι η πληρωμή συντάξεων και άλλων ποσών για την περίθαλψη των ηλικιωμένων πολιτών τους δεν θα επιβαρύνουν τους μελλοντικούς φορολογούμενους.

Περαιτέρω, η κοινωνία αλλάζει- οι θεσμοί αλλάζουν-οι πρακτικές αλλάζουν- η τεχνολογία εξελίσσεται- η καινοτομία κερδίζει έδαφος. Όλα αυτά έχουν σαν αποτέλεσμα τη γενικότερη αλλαγή του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δρουν κρατικοί και υπερκρατικοί οργανισμοί, οι οποίοι δεν μπορούν πλέον να ανταποκριθούν στις νέες ανάγκες αν συνεχίσουν να λειτουργούν όπως πριν. Είτε άμεσα σαν αποτέλεσμα μιας κρίσης είτε σταδιακά λόγω προβλέψεων οι οργανισμοί αυτοί πρέπει να

---

21. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 22.

22. "... many have come to see these funds as important tools for maintaining social welfare programs (see Dixon 2008)", *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, G. Clark, A. Dixon, A. Monk, 2013, Princeton University Press, σελ. 22.



ακολουθήσουν μια διαδικασία αλλαγής του τρόπου λειτουργίας τους για να ανταποκριθούν στις νέες διαμορφούμενες συνθήκες. Τα ανωτέρω σε συνδυασμό με τη μαζική εισροή κεφαλαίων – σε κάποιες περιπτώσεις- και τις εναλλασσόμενες οικονομικές κρίσεις οδήγησαν στην ανάγκη της σύστασης των ΚΕΤ για να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες του παγκόσμιου καπιταλισμού. Τα ΚΕΤ κλήθηκαν να ελαχιστοποιήσουν την αβεβαιότητα, την ανασφάλεια και τα αποτελέσματα της διακύμανσης των τιμών των αγαθών και να εξασφαλίσουν- μεγιστοποιήσουν την ανεξαρτησία-διατήρηση της εθνικής κυριαρχίας [23]. Σύμφωνα με τους Rodrik & Subramanian (2003) [24], τα ΚΕΤ κλήθηκαν αφενός να γίνουν ρυθμιστές-σταθεροποιητές της αγοράς (market stabilizers) εξασφαλίζοντας χαμηλό πληθωρισμό, ελαχιστοποιώντας διακυμάνσεις των τιμών και αποκρούοντας οικονομικές κρίσεις αφετέρου να δράσουν ως εχέγγυα εξασφάλισης της νομιμότητας στην αγορά (market legitimizers) παρέχοντας κοινωνική προστασία και εμπειρέχοντας στην έννοιά τους, στους σκοπούς τους και στον τρόπο λειτουργίας τους τις έννοιες της αναδιανομής κεφαλαίων και της διαχείρισης συγκρούσεων.

Όσο περισσότερο οι χώρες επενδύουν στις παγκόσμιες αγορές τόσο περισσότερο θα είναι εκτεθειμένες στις διακυμάνσεις των τιμών. Ο παγκόσμιος καπιταλισμός και οι επιπτώσεις του ήταν που κατέδειξε ότι έπρεπε να λάβουν χώρα θεσμικές αλλαγές στους οργανισμούς που χειρίζονταν τον κρατικό πλούτο για να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις μιας συνεχώς αναπτυσσόμενης παγκόσμιας οικονομίας. Παρατηρήθηκε πλέον η αλλαγή του τρόπου επέμβασης των κρατών στο κοινωνικοοικονομικό πολιτικό γίνεσθαι ως επενδυτές πλέον και όχι τόσο ως ιδιοκτήτες [25]. Παγκοσμιοποίηση και αγορές μαζί μπορεί να αποδειχθούν οι «βάσεις» για μια μελλοντική κρίση. Η ανάπτυξη των ΚΕΤ [26] είναι μέρος αυτής της διαδικασίας του δούνα και λαβείν μεταξύ αγορών και κρατών. Τα κράτη αντιλήφθηκαν ότι με τη θεσμική αλλαγή (institutional innovation) των οργανισμών διαχείρισης του κρατικού πλούτου θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις της

---

23. «...Όταν τα ΚΕΤ έχουν σαν εντολή να χρηματοδοτήσει μελλοντική υποχρέωση απονομής συντάξεων μέσω επενδύσεων σε περιουσιακά στοιχεία αυξημένου κινδύνου ή να αμβλύνει κυμαινόμενες τιμές αγαθών, αυτά τα ΚΕΤ αντιπροσωπεύουν μια προσπάθεια των κυβερνήσεών τους να τα χρησιμοποιήσουν ως τελευταία καταφύγια ασφάλεια για τη διαχείριση ενός ημεδαπού προβλήματος», Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 26.

24. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, 32.

25. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., (2020), *Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 367.

26. «κρατικός καπιταλισμός», Ouni Z., Bernard P. & Plaisent M., (2020), *Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 363.

παγκοσμιοποίησης (globalization). Και κάτι ακόμη: ότι ο παγκόσμιος καπιταλισμός μπορεί να μη σημαίνει αναγκαία την παρακμή της εθνικής κυριαρχίας αλλά να οδηγεί στη μεταρρύθμιση του κράτους [27] μέσω της μεταρρύθμισης των δομών του, τμήμα των οποίων μπορούν να θεωρούνται τα ΚΕΤ. Τα ΚΕΤ δλδ. δεν είναι μόνο το εργαλείο με το οποίο προστατεύεται το κράτος από τις αρνητικές επιπτώσεις της παγκοσμιοποίησης αλλά και οι οργανισμοί των οποίων οι αρχές και οι διαδικασίες προέρχονται από τη θεωρία των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και μιας μορφής απόδειξη της ηγεμονίας της αγοράς σαν βασικό στοιχείο της ανάπτυξης του καπιταλισμού. Πρόκειται για την πεμπτούσια της διακυβέρνησης του κόσμου από την παγκόσμια αγορά.

### **Συμπεράσματα του κεφαλαίου**

Τα ΚΕΤ άρχισαν να εμφανίζονται λόγω αυξημένων εσόδων από χώρες που εκμεταλλεύονταν πλουτοπαραγωγικές πηγές όπως πετρέλαιο, φυσικό αέριο κ.ά. Συνέχισαν να αναπτύσσονται ως μοχλοί αντιμετώπισης οικονομικών κρίσεων με την έννοια των αποθεματικών προς χρήση για τις δύσκολες στιγμές και αποτελούν πλέον ρυθμιστές της παγκόσμιας αγοράς επανακαθορίζοντας τα όρια της έννοιας της εθνικής κυριαρχίας.

---

27. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 26-29.

## VIII. ΕΙΔΗ/ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΤ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα είδη/κατηγοριοποιήσεις των ΚΕΤ.

Μέχρι τώρα η συνήθης κατηγοριοποίηση των ΚΕΤ γινόταν με βάση την προέλευση των κεφαλαίων τους και την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων τους ή σύμφωνα με τους στόχους της πολιτικής τους.

Με βάση τα ανωτέρω κριτήρια, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η ταξινόμηση των αρχών του Σαντιάγο διακρίνουν πέντε κύριους τύπους ΚΕΤ. Συνοπτικός Πίνακας με τους πέντε τύπους των ΚΕΤ παρατίθεται κατωτέρω, [(Ρουκανάς, (2019)) [28], και Megginson, Lopez & Malik (2021) [29]].

Τύποι Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων

Τύπος	Στόχοι	Ταμεία	Επενδύσεις
Ταμείο Σταθεροποίησης	Η προστασία του προϋπολογισμού από τη μεταβλητότητα των τιμών των εμπορευμάτων και εξωτερικές επιδράσεις.	Χιλή (Ταμείο Οικονομικής και Κοινωνικής Σταθεροποίησης) Τιμόρ- Λέστε, Ιράν και Ρωσία (Ταμείο Σταθεροποίησης Πετρελαίου)	Έχουν την τάση να επενδύουν σε χαρτοφυλάκιο υψηλής ρευστότητας περιουσιακών στοιχείων <hr/> Διαθέτουν άνω του 80% του ενεργητικού τους σε τίτλους σταθερού εισοδήματος  Οι τίτλοι του δημοσίου αποτελούν περίπου το

28. Βλ. και Τρίχα Π., (2018), Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Πελοποννήσου, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, σελ. 32, Ρόβα Α., (2016), Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία και το ζήτημα ισχύος στη Διεθνή Πολιτική, μεταπτυχιακή εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Σχολή Οικονομικών, Επιχειρηματικών και Διεθνών Σπουδών, ΠΜΣ στις Διεθνείς και Ευρωπαϊκές Σπουδές, σελ. 5, Schwarz H., (2012), Political Capitalism & the rise of SWFs, University of Virginia, διαθέσιμο στη δ/ση <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/3425>.

29. Βλ. σελ 10 και 11 σε Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, Βλ. επίσης και Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M.& Sung C.C., (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231, σελ. 5 & 6 και ιδίως τους πίνακες με τις κατανομές των περιουσιακών στοιχείων ανά είδος ΚΕΤ.

			70% του συνόλου του ενεργητικού
Ταμείο Αποταμίευσης	Η διαχείριση του πλούτου ανάμεσα στις γενεές μέσω του μετασχηματισμού των μη ανανεώσιμων περιουσιακών στοιχείων σε διαφοροποιημένα χρηματοοικονομικά στοιχεία	Abu Dhabi Investment Authority, Λιβύη, Ρωσία (Ταμείο Δημόσιας Περιουσίας)	Δίνουν έμφαση στην κατηγορία υψηλού κινδύνου- απόδοσης  Διαθέτουν υψηλά μερίδια χαρτοφυλακίου σε μετοχές και άλλες επενδύσεις (άνω του 70%)
Ταμείο Ανάπτυξης	Έχουν δημιουργηθεί για την κατανομή των πόρων σε κοινωνικο-οικονομικά έργα, συνήθως υποδομές	Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα (Mubadala) Ιράν (Εθνικό Αναπτυξιακό Ταμείο)	
Αποθεματικά Συνταξιοδοτικά Ταμεία	Έχουν συσταθεί για την αντιμετώπιση μελλοντικών εκροών σε σχέση με ενδεχόμενες	Αυστραλία, Ιρλανδία και Νέα Ζηλανδία	Υψηλά μερίδια σε μετοχές και άλλες επενδύσεις για να αντισταθμίσουν την αύξηση του συνταξιοδοτικού κόστους

	υποχρεώσεις της κυβέρνησης		
Εταιρείες Επενδύσεων Αποθεματικών v	Σκοπεύουν να μειώσουν το κόστος μεταφοράς των αποθεματικών τους ή να κερδίσουν υψηλότερη απόδοση Τα περιουσιακά στοιχεία των ταμείων εξακολουθούν να υπολογίζονται ως αποθέματα	Κίνα, Νότια Κορέα και Σιγκαπούρη	Επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις από τα υψηλά μερίδια σε μετοχές και εναλλακτικές επενδύσεις, με έως και 50% στη Νότια Κορέα και το 75% στην Government Investment Corporation της Σιγκαπούρης

Πηγή: Ρουκανάς Σ. / Al- Hassan, Papaioannou, Skancke και Sung, σελ. 5-6

Ωστόσο, μια ενδιαφέρουσα προσέγγιση κατηγοριοποίησης είναι αυτή που λαμβάνει χώρα με βάση τον χαρακτηρισμό ή την ποιοτική διαφορά του όρου «κυριαρχία» για κάθε ΚΕΤ ή καλύτερα το ρόλο των ΚΕΤ στην «εγκαθίδρυση» οποιασδήποτε μορφής κυριαρχίας [30].

Εν είδει εισαγωγής της ανωτέρω κατηγοριοποίησης των ΚΕΤ, οι Clark, Dixon & Monk αναλύουν την κατά τον Krasner διάκριση μεταξύ της international legal sovereignty (είναι αυτή που σχετίζεται περισσότερο με την αμοιβαία αναγνώριση της εδαφικής κυριαρχίας και επιτρέπει στα κράτη να προβαίνουν σε διεθνείς εμπορικές συμφωνίες

30. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 30 επ.

ή συμμαχίες σχετικές με την εθνική ασφάλεια ή συμφωνίες για την εξασφάλιση ξένων κεφαλαίων), της Westphalian sovereignty (πρόκειται για την αμιγώς εδαφική κυριαρχία), της domestic sovereignty (είναι η μορφή κυριαρχίας που αφορά στην εξασφάλιση της διατήρησης της καθεστηκυίας τάξης) και της interdependence sovereignty που θεωρούμε ότι είναι συνυφασμένη με την ικανότητα του κράτους να ελέγχει -ανεξαρτήτως τυπικώς αναγνωρισμένης εξουσίας- τις ροές εκτός των συνόρων του είτε πρόκειται για ροές κεφαλαίων και προϊόντων είτε για ροές ιδεών, ασθενειών και μόλυνσης.

Η ανωτέρω ανάλυση των επιμέρους εκφάνσεων της κρατικής κυριαρχίας συνηγορεί στην άνοδο των ΚΕΤ με την έννοια ότι τα ΚΕΤ αποτελούν πλέον οχήματα για την άσκηση εθνικής κυριαρχίας/διακυβέρνησης με πολλούς και διαφορετικούς τρόπους. Όσο τα ΚΕΤ αποκτούν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία στις παγκόσμιες αγορές τόσο αναπόφευκτα λαμβάνονται περισσότερο υπόψη αφενός στο πεδίο της πολιτικής αφετέρου στο πεδίο της αγοράς και των επιχειρήσεων. Συνυφασμένες με τα ΚΕΤ φαίνονται να είναι δύο έννοιες: η έννοια της εμπλοκής/δέσμευσης (engagement) και η έννοια της αντίστασης (resistance), όπου η πρώτη σχετίζεται περισσότερο με διαδικασίες διαμόρφωσης και ανάπτυξης των ΚΕΤ (τα ΚΕΤ δεσμεύονται να ενεργούν με συγκεκριμένους τρόπους ή να επενδύουν με συγκεκριμένους κανόνες– βλ. π.χ. Santiago Principles ή συμμετοχή των ΚΕΤ το 2010 στη διάσκεψη κορυφής στην Κοπεγχάγη για την κλιματική αλλαγή ή επένδυση σε εταιρείες στρατηγικής σημασίας, καθώς επίσης να συμμετέχουν ασκώντας το δικαίωμα ψήφου τους στις αποφάσεις των εταιρειών-στόχων) ενώ η δεύτερη σχετίζεται με διαδικασίες διατήρησης / προστασίας θεσμών, ρόλων, καταστάσεων κ.λπ. (βλ. π.χ. και εδώ Santiago Principles ή ESG ή τρόπο διατήρησης της καθεστηκυίας τάξης στην περίπτωση του κράτους-εισοδηματία).

Με βάση την ανωτέρω κατηγοριοποίηση διακρίνουμε μεταξύ:

1. Των μετααποικιακών ΚΕΤ (postcolonial SWFs), τα οποία συστήνονται σε κράτη που προσπαθούν να κερδίσουν τη θέση τους στο παγκόσμιο στερέωμα και να γίνουν περισσότερο δυνατά κράτη παρά περιφερειακοί παίκτες με το να δραστηριοποιούνται σε επενδύσεις ισχυρών οικονομικά κρατών ή να συναλλάσσονται με πολυεθνικές εταιρίες ή διακρατικούς οργανισμούς [31].
2. Των ΚΕΤ των «κρατών-εισοδηματιών» (rentier SWFs), τα οποία τα συναντάμε σε κράτη που έχουν εισοδήματα από την εκμετάλλευση των φυσικών τους πόρων.

---

31. Βλ. Singapore's Government Investment Corporation, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 37.

Εξαιτίας των πολύ υψηλών εισοδημάτων τους τα κράτη αυτά δεν έχουν ανάγκη να φορολογούν τους πολίτες τους και συνήθως υπάρχει μία ολιγομελής ανώτερη τάξη που απολαμβάνει τα υψηλά εισοδήματα από την πώληση/εκμετάλλευση των φυσικών πόρων και μια πολυπληθής κατώτερη τάξη. Τα ΚΕΤ στην περίπτωση των *rentier states* είναι τα μέσα για τη διατήρηση της καθεστηκυίας τάξης [32].

3. Των ΚΕΤ των «κρατών-παραγωγών» (*productivist SWFs*), τα οποία τα συναντάμε σε κράτη γρήγορα αναπτυσσόμενα που μέσω των ΚΕΤ τους προβαίνουν σε στρατηγικές επενδύσεις ή σε επενδύσεις σε αποθεματικά ξένων κεφαλαίων. Τυπικά ΚΕΤ αυτής της κατηγορίας είναι τα ΚΕΤ των με υψηλούς ρυθμούς αναπτυσσόμενων [33] Ασιατικών χωρών.

4. Των ΚΕΤ με εδαφικό χαρακτήρα (*territorialist SWFs*), τα οποία μοιάζουν με τα ΚΕΤ των κρατών-παραγωγών με τη διαφορά ότι τα τελευταία είναι περισσότερο στρατηγικοί επενδυτές και συναντώνται περισσότερο σε ταχέως αναπτυσσόμενες χώρες ενώ τα ΚΕΤ με εδαφικό χαρακτήρα έχουν περισσότερο ως στόχο να αναπτύξουν και να ισχυροποιήσουν την κυριαρχία των τοπικών περιουσιακών στοιχείων σε ένα ευρύτερο δίκτυο οικονομίας και παραγωγής [34].

5. Των ηθικολογικών ΚΕΤ (*moralistic SWFs*), όπως π.χ. το Australian SWF. Με δεδομένο ότι τα σημαντικότερα προβλήματα των σύγχρονων δημοκρατιών είναι το δημογραφικό και το περιβαλλοντικό ζήτημα και η αποτυχία αντιμετώπισής τους θα συνεπάγεται την απώλεια της εξουσίας και του ελέγχου των κρατών στην παγκόσμια οικονομία, αυτά τα ΚΕΤ έχουν ως στόχο να επενδύουν με μέσα και σε εταιρίες που ενδιαφέρονται να προσφέρουν λύσεις στην αντιμετώπιση των ανωτέρω προβλημάτων.

### **Συμπεράσματα κεφαλαίου**

Εκτός από την κατηγοριοποίηση των ΚΕΤ ανάλογα με τις πηγές προέλευσης των αποθεμάτων τους και τους σκοπούς τους, υπάρχει και κατηγοριοποίηση σχετική με το πώς το κάθε ΚΕΤ αντιλαμβάνεται την έννοια της εθνικής κυριαρχίας και, άρα, της διακυβέρνησης που ασκείται μέσω αυτού. Από την ανωτέρω κατηγοριοποίηση των ΚΕΤ προκύπτει ότι με τον τρόπο εξέλιξης και λειτουργίας τους και τις επενδύσεις τους

---

32. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 39, όπου "... το Κουβέιτ ... παραδείγματα λογικής κράτους εισοδηματία . . . . το Κουβέιτ κλασικό παράδειγμα κράτους εισοδηματία αφού τα εισοδήματα από πετρέλαιο αγγίζουν το 90% των εσόδων του κράτους .... Το ΚΕΤ του Κουβέιτ είναι ένα εργαλείο της άρχουσας ελίτ ...". Στην περίπτωση του ΒΙΑ ο Σουλτάνος έχει κυριότητα όλων των αποθεμάτων και δεν λογοδοτεί – δεν συμμετείχε καν στο IFSWF ...".

33 Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 40, όπου και "... έχουν ξεκάθαρη αναπτυξιακή λογική για την εθνική πολιτική οικονομία...".

34. Βλ. French SWF.

αλλάζουν την κλασική έννοια της εθνικής κυριαρχίας οδηγώντας ουσιαστικά σε έναν επανακαθορισμό της. Τα κράτη αντιλήφθηκαν ότι στην εποχή της παγκοσμιοποίησης και της κυριαρχίας των αγορών έπρεπε να μεταβάλουν τον τρόπο με τον οποίο προσπαθούν να προστατεύσουν και να περιχαρακώσουν τη δική τους εθνική κυριαρχία καταφεύγοντας και σε μέσα και πρακτικές που είχαν να κάνουν λιγότερο με την κλασική έννοια της άσκησης εξουσίας και περισσότερο με την έννοια του ελέγχου μέσω της τοποθέτησης των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων σε εξωχώριες επενδύσεις, ασκώντας με αυτόν τον τρόπο διακυβέρνηση στις εταιρείες στις οποίες επενδύουν [35].

---

35. Βλ. όρους “deterritorializing & reterritorializing”, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 45.



## ΙΧ. Η ΑΣΚΗΣΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΤ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν συγκεκριμένα ΚΕΤ και ο τρόπος με τον οποίον ασκούν διακυβέρνηση.

### 1. Πώς τα ΚΕΤ μπορούν να ασκούν διακυβέρνηση με μακροπρόθεσμο ορίζοντα: η περίπτωση του Αυστραλιανού ΚΕΤ, του Australian Future Fund (FF)

Στην αντίληψη των πολλών στα ΚΕΤ αποδίδεται η προσπάθεια άσκησης γεωπολιτικής με την έννοια ότι τα ΚΕΤ θεωρούνται ότι είναι τα μέσα με τα οποία τα κράτη προσπαθούν να επιτύχουν τους γεωπολιτικούς τους στόχους. Αυτό ίσως συμβαίνει περισσότερο στην περίπτωση των ΚΕΤ που δραστηριοποιούνται σε κράτη με λιγότερο έντονο το δημοκρατικό στοιχείο. Στις δημοκρατίες (π.χ. Αυστραλία, Νορβηγία) συναντάμε ΚΕΤ με στόχευση την «εξασφάλιση» των επόμενων γενεών [36]. Τα εν λόγω ΚΕΤ ανήκουν στην κατηγορία των ηθικολογικών ΚΕΤ (moralistic). Το χαρακτηριστικό του FF είναι η προσήλωση στο μακροπρόθεσμο στόχο της εξασφάλισης των επόμενων γενεών μέσω της δημιουργίας ενός αποθεματικού για την κάλυψη προνοιακών αναγκών (healthcare) καθώς και αναγκών στήριξης των ασφαλιστικών ταμείων και εξασφάλισης των συντάξεων των επόμενων γενεών όχι όμως με τον τρόπο και τη δομή των ασφαλιστικών ταμείων (pension funds). Η βασική διαφορά των ΚΕΤ της μορφής του FF με τα pension funds είναι ότι στα τελευταία οι δικαιούχοι (μελλοντικοί συνταξιούχοι) έχουν ο καθένας σε ατομική βάση συγκεκριμένου ύψους απαιτήσεις από το συνταξιοδοτικό ταμείο ενώ στην περίπτωση των ΚΕΤ δεν ισχύει κάτι τέτοιο. Τα ΚΕΤ αποτελούν τον τρόπο να εξασφαλιστεί η μακροοικονομική σταθερότητα και να διατηρηθούν τα περιουσιακά στοιχεία των κρατών και να μην επενδυθούν σε τοπικές αγορές με μεγάλη πιθανότητα να απολεσθούν.

---

36. Βλ. όρο “intergenerational equity”, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 46.

Σε πολλά από τα κράτη τα οποία έχουν συστήσει ΚΕΤ, η εκμετάλλευση από την εξαγωγή των φυσικών τους πόρων εξασφαλίζει απροσδόκητα ψηλά εισοδήματα, αυτό όμως δεν σημαίνει ότι σε όλα αυτά τα κράτη αναπτύσσονται τακτικές και διαδικασίες που συνηγορούν υπέρ της μακροπρόθεσμης παραγωγικότητας, επενδύσεων και ανάπτυξης. Με άλλα λόγια, στις σύγχρονες δημοκρατίες, οι παράγοντες της πολιτικής διαδικασίας αντιμετωπίζουν το εξής δίλημμα: είτε αποφασίζουν να απολαύσουν άμεσα τα κέρδη από την εκμετάλλευση των φυσικών τους πόρων με τον κίνδυνο να αντιμετωπίσουν περιόδους ύφεσης [37] κατά τη διάρκεια των οποίων δεν θα υπάρχουν αποθεματικά από τις καλές εποχές είτε να επενδύσουν τα ως άνω κέρδη σε οχήματα ειδικού σκοπού σαν τα ΚΕΤ με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επενδύσεων μη στοχεύοντας σε άμεσες αποδόσεις. Η δεύτερη επιλογή έχει πολιτικό κόστος αφού αγνοεί τα παρόντα, κατά τη χρονική στιγμή της επένδυσης με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, εγχώρια πολιτικά συμφέροντα. Είναι δεδομένο ότι τη στιγμή των μακροπρόθεσμων επενδύσεων των κερδών οι μελλοντικοί δικαιούχοι που θα τις «απολαύσουν» δεν συμμετέχουν στη διαμόρφωση του πολιτικού γίνεσθαι. Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο υπήρξε και στην Αυστραλιανή βουλή έντονη συζήτηση-αμφιγνωμία μεταξύ της κυβερνητικής παράταξης και της αντιπολίτευσης, με την τελευταία να κατηγορεί την πλευρά που ήθελε να περάσει τη λογική της επένδυσης για τις επόμενες γενεές ότι οι αρχές που περιβάλλουν την προσέγγιση αυτή χαρακτηρίζονται από γενικότητα και μη ξεκάθαρες θέσεις. Σε απάντηση, η κυβερνητική πλευρά καθόρισε τέσσερα βασικά σημεία που θα έπρεπε να διέπουν το FF και τις αρχές λειτουργίας του: (α) η επιλογή συγκεκριμένων βασικών αρχών θα έπρεπε να μπορεί να δικαιολογηθεί, (β) οι αρχές αυτές θα έπρεπε να αναγνωρίζονται ως βασικές, (γ) θα έπρεπε να υπάρχει δέσμευση ως προς το ότι ακολουθούνται οι συγκεκριμένες αρχές και (δ) θα έπρεπε να είναι σε κοινή γνώση και αποδοχή όλων ότι οι εν λόγω αρχές συνιστούν την κυβερνητική συμπεριφορά στα σχετικά ζητήματα ανεξάρτητα από το ποιος είναι στην εξουσία. Αυτό που θα έπρεπε με άλλα λόγια να επικρατήσει είναι το κοινωνικό συμβόλαιο που

---

37. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 49.

δεσμεύει τους πολίτες μεταξύ τους τώρα και στο μέλλον να είναι βασισμένο σε αρχές που κανείς-λογικά σκεπτόμενος- δεν θα μπορούσε να απορρίψει [38].

Γενικά -όπως αναφέρθηκε και παραπάνω- τα ΚΕΤ χρησιμοποιήθηκαν και χρησιμοποιούνται και για την άσκηση γεωπολιτικής με την έννοια ότι χώρες που μέχρι πρότινος δεν μπορούσαν να συνεργαστούν με τις ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης (λόγω των συμμαχιών τους με την πρώην Σοβιετική Ένωση και την Κίνα) τώρα, μέσω των ΚΕΤ, μπορούσαν να επενδύσουν σε εξωχώριες επενδύσεις της Δύσης. Στην περίπτωση του FF έχουμε δύο δεδομένα: (α) η άσκηση γεωπολιτικής δεν είναι στις προτεραιότητες και (β) η οικονομία της Αυστραλίας είναι μικρή σε σχέση με τα εισοδήματα που προέρχονταν από την εκμετάλλευση των φυσικών πόρων και τις ιδιωτικοποιήσεις, με την έννοια ότι δεν μπορούσαν να απορροφηθούν από την οικονομία τόσο μεγάλα ποσά. Η ανεργία ήταν σε ιστορικά χαμηλά ποσοστά, οι τιμές των ακινήτων είχαν ανέβει και πραγματικό καθαρό εισόδημα είχε αρχίσει να συσσωρεύεται, στοιχεία τα οποία άνετα θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ικανοποίηση μικροπολιτικών τακτικών και όχι σε προγραμματισμό μακροπρόθεσμης πολιτικής. Η Αυστραλία είχε ήδη από το 1990 και μετά υψηλά ανεπτυγμένη αγορά και το ΑΕΠ της χώρας αυξήθηκε από 30% το 1980 σε 130% το 2007 [39]. Έγιναν στη χώρα αλλαγές, όπως π.χ. αναθεώρηση χρηματοοικονομικών κανονισμών, ώστε να αποφευχθεί η αστάθεια στην αγορά και να ενθαρρυνθεί η καινοτομία στο χρηματοοικονομικό τομέα. Το FF σχεδιάστηκε έτσι ώστε να αποτελεί το τελευταίο καταφύγιο σε περίπτωση που η εθνική οικονομία επηρεαζόταν αρνητικά από τις συνθήκες της διεθνούς αγοράς. Έτσι, το FF σχεδιάστηκε στην ουσία στο πλαίσιο ενός προωθημένου και διαρκώς αναπτυσσόμενου ημεδαπού χρηματοοικονομικού συστήματος. Με μεγάλα εισοδήματα, χάρη στην -μεταξύ άλλων- ιδιωτικοποίηση της εταιρίας τηλεπικοινωνιών της χώρας, που απέφυγε να χρησιμοποιήσει για την ικανοποίηση βραχυπρόθεσμων αναγκών, ανέπτυξε τη λογική του μακροπρόθεσμου προγραμματισμού και τη δημιουργία αποθεματικού για τις επόμενες γενεές.

---

38. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 51.

39. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 54.

Η ως άνω απόφαση δημιουργίας του FF ως αποθεματικού για την κάλυψη αναγκών κοινωνικής πρόνοιας των επόμενων γενεών [40] ήταν αποτέλεσμα αναλύσεων τόσο εγχώριων όσο και άλλων φορέων (π.χ. Παγκόσμια Τράπεζα) ως τρόπος αντιμετώπισης προβλημάτων που ταλαιπωρούν, εκτός από την Αυστραλία, πολλά κράτη παγκοσμίως, όπως το δημογραφικό (γήρανση του πληθυσμού σε συνδυασμό με μείωση των γεννήσεων). Παρόλο που η Αυστραλία είχε ήδη προβεί σε αναθεώρηση του συνταξιοδοτικού της συστήματος και του αντίστοιχου συστήματος υγείας και πρόνοιας [41], επιλέχθηκε η τομή της μακροπρόθεσμης επένδυσης με την Κυβέρνηση να θέτει τρεις βασικούς άξονες: (1) η διαχείριση και πληρωμή του τρέχοντος χρέους της χώρας θα έπρεπε να είναι βασικό στοιχείο του προγραμματισμού για το μέλλον, (2) θα έπρεπε να εξασφαλιστεί ότι, επειδή η ανταγωνιστικότητα της χώρας βασιζόταν στη χαμηλή φορολόγηση και τη χαμηλή κατανάλωση, αυτό έπρεπε να συνεχιστεί και (3) έπρεπε να προωθηθεί η μακροπρόθεσμη οικονομική ευρωστία και ανάπτυξη για την αντιμετώπιση του δημογραφικού προβλήματος της χώρας [42]. Η διαγενεακή λογιστική/λογοδοσία (intergenerational accounting) με την έννοια της τοποθέτησης των εθνικών εισοδημάτων σε αποθεματικά υπέρ των επόμενων γενεών βασιζόταν σε τέσσερις βασικές αρχές: (α) διαφάνεια, με την έννοια της καταμέτρησης των τρεχουσών και μελλοντικών δαπανών, (β) κατανόηση-ενσυναίσθηση, με την έννοια της πλήρους γνώσης όλων των αναγκών είτε καταχωρημένων επισήμως και αποτιμημένων λογιστικά είτε όχι, (γ) πειθαρχία, με την έννοια του ότι πρέπει κανείς να απόσχει από πολιτικές χωρίς ηθικό (moralistic) υπόβαθρο, όπως η άκριτη διανομή των κερδών στους φορολογούμενους, και (δ) διάκριση μεταξύ των τρεχουσών δαπανών και των επενδύσεων.

Η ως άνω απόφαση είχε όμως να αντιμετωπίσει και τα επιχειρήματα της άλλης πλευράς ιδίως μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007-2008 οπότε όλο και περισσότερες φωνές ζητούσαν την χρήση των εισοδημάτων του KET για την ανακούφιση των φορολογούμενων. Η αντιπολίτευση επιχειρηματολόγησε για τη δημιουργία ενός ακόμη πιο ισχυρού ασφαλιστικού ταμείου (ενός κλασικού pension

---

40. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 56.

41. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 55.

42. 2002 Intergenerational Report, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 55-56.

fund) ενώ ισχυρίστηκε ότι οι αποδόσεις του FF δεν θα ήταν καλύτερες από αυτές του κρατικού ομολόγου και, επομένως, θα ήταν προτιμότερο να επενδυθούν τα εθνικά εισοδήματα σε υποδομές (κτιριακές, οδικές, ενέργειας). Η κυβερνητική πλευρά επιχειρηματολόγησε ότι αυτό θυμίζει περισσότερο πολιτική πελατειακών σχέσεων για να λάβει την απάντηση ότι ακόμη και η μακροπρόθεσμη επένδυση έχει τα αρνητικά της με την έννοια ότι κάποιες επενδύσεις μπορεί να ελλοχεύουν κινδύνους (π.χ. δομημένα ομόλογα). Από την ανωτέρω ανάλυση προκύπτει ότι η απόφαση για τον τρόπο άσκησης διακυβέρνησης μέσω των επενδύσεων των ΚΕΤ ενός κράτους δεν είναι καθόλου εύκολη και ότι υπάρχουν αρκετά επιχειρήματα υπέρ της μιας και της άλλης άποψης.

Μια άλλη εξίσου σημαντική πτυχή που αξίζει να αναλυθεί σε σχέση με το FF είναι αυτή της δικής του διακυβέρνησης – με άλλα λόγια το FF ως αντικείμενο διακυβέρνησης και όχι ως υποκείμενο, όπως αναλύθηκε παραπάνω. Η Αυστραλιανή κυβέρνηση απευθύνθηκε σε ειδικούς που είχαν προηγουμένως δημοσιεύσει έρευνα πάνω στο βέλτιστο τρόπο διαχείρισης επενδύσεων [43], η οποία είχε καταγράψει δώδεκα βασικά κριτήρια καλής διακυβέρνησης και λάμβανε επίσης υπόψη το μέγεθος του εκάστοτε fund καθώς και τους στόχους των φορέων του [44].

Με βάση την ως άνω έρευνα τα στοιχεία της καλής διακυβέρνησης χωρίστηκαν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- (α) θεσμική συνοχή, με την έννοια ότι οριοθετείται/περιχαρακώνεται ο τρόπος της λήψης αποφάσεων,
- (β) άνθρωποι -κλειδιά για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων και
- (γ) διαδικασίες, με τις οποίες προβλέπονται οι μηχανισμοί διαχείρισης των επενδύσεων.

Ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε στη σαφήνεια της διατύπωσης των στόχων του FF (θεσμική συνοχή), στον αριθμό και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου καθώς και το ρόλο των μελών του ΔΣ κατά τον πραγματικό χρόνο εκτέλεσης της επενδυτικής απόφασης

---

43. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 57 επ.

44. Βλ. το scoring του FF σε Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power, G. Clark, A. Dixon, A. Monk, 2013, Princeton University Press, σελ. 58, όπου αναφέρεται ότι το FF σκόραρε 12,5 στα 15, ήτοι, την καλύτερη βαθμολογία.

και τέλος στην επιλογή ενός δικτύου εξωτερικών συμβούλων για τη διαμόρφωση των επενδυτικών αποφάσεων και όχι στην διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων του ΚΕΤ με αποκλειστικά εσωτερικό ανθρώπινο δυναμικό ή με συνδυασμό διαχείρισης από εσωτερικά στελέχη του ΚΕΤ και ανάθεσης σε εξωτερικούς συμβούλους.

Η εντολή προς το FF ήταν συνοπτικά η εξής:

1. Η μεγιστοποίηση των αποδόσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (δεκαετίας)
2. Οι στρατηγικές τοποθετήσεις των περιουσιακών του στοιχείων με έμφαση στην κατανομή των κινδύνων και τη διαχείριση ρίσκου και
3. Οι στόχοι για συγκεκριμένο εύρος αποδόσεων.

Θεσμοθετήθηκε το Future Fund Management Agency το οποίο είναι υπεύθυνο να συνδράμει και να συμβουλεύει το FF. Το ανωτέρω όργανο (1) δίνει έμφαση στη διαχείριση ρίσκου σε επίπεδο του συνολικού χαρτοφυλακίου του FF (long-run total portfolio risk vs asset specific risks), (2) αναγνωρίζει ότι υπάρχουν όρια όσον αφορά το πόσο λαμβάνονται υπόψη τα ιστορικά στοιχεία αποδόσεων κατά τη διάρκεια δεκαετίας που είναι ο συνήθης αποδεκτός μακροπρόθεσμος ορίζοντας των επενδύσεων, (3) προτείνει επιλογές που εξασφαλίζουν διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου λαμβάνοντας υπόψη παραμέτρους όπως ο πληθωρισμός, οι ρυθμοί ανάπτυξης και η ρευστότητα της αγοράς, (4) χρησιμοποιεί στρατηγικές μέσω των οποίων αναδεικνύονται συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων ως ειδοποιά στοιχεία για μακροπρόθεσμες επενδύσεις και (5) εργάζεται στην κατεύθυνση να αποτελέσει το FF τον θεσμικό επενδυτή στον οποίο τρίτα μέρη θα επιλέγουν να επενδύσουν.

Επιπλέον, η σχετική νομοθεσία προβλέπει ότι τα μέλη του ΔΣ του FF θα πρέπει να έχουν ουσιαστική εμπειρία και γνώση σε θέματα χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών, και επαγγελματική πιστοποίηση και σημαντική ενασχόληση με τουλάχιστον ένα από τα κάτωθι πεδία: (α) επενδύσεις περιουσιακών στοιχείων, (β) διαχείριση επενδύσεων περιουσιακών στοιχείων και (γ) εταιρική διακυβέρνηση. Τα ανωτέρω συνιστούν στοιχεία που υπερβαίνουν κατά πολύ την ιδιότητα απλώς του επαγγελματία και φωτογραφίζουν πρόσωπα ικανά να αντιπαρατεθούν με την κυβέρνηση προκειμένου να υπερασπιστούν τους σκοπούς του FF. Έτσι, τα μέλη του ΔΣ είναι περισσότερο guardians (υπερασπιστές) παρά απλοί trustees (εντολοδόχοι-θεματοφύλακες) του FF.

Ο μακροπρόθεσμος ορίζοντας του FF εστιάζει στις εξής τρεις επόμενες γενιές: τους ήδη γεννημένους αλλά όχι ακόμη φορολογούμενους πολίτες, όσους θα γεννηθούν μέχρι το 2030 και όσους θα γεννηθούν μετά το 2030. Οι μακροχρόνιες αποδόσεις εξετάζονται υπό το πρίσμα ενός συγκεκριμένου προϋπολογισμού ρίσκου και όχι τόσο σε σχέση με συγκεκριμένα σημεία αναφοράς (benchmarks) καθώς θεωρήθηκε ότι το να βασιστεί το FF σε π.χ. τριετούς ορίζοντα benchmarking μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο τον μακροπρόθεσμο χαρακτήρα του και να το ωθήσει σε επενδύσεις υψηλού ρίσκου και βραχυπρόθεσμης απόδοσης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο χαρακτήρας του μακροπρόθεσμου σχετίζεται τόσο με τη «φροντίδα» των επόμενων γενεών όσο και με τον δεκαετή ορίζοντα επενδύσεων. Ο τελευταίος είναι «ευαίσθητος» με την έννοια ότι δεν μπορεί να ανταποκριθεί και να καλύψει θέματα, όπως οι αλλαγές στην τεχνολογία, το δημογραφικό ζήτημα, οι δομικές-διαρθρωτικές αλλαγές που λαμβάνουν χώρα σε μια κοινωνία μέσα σε ένα τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα κι επίσης οι ευρύτερες αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο, ακριβώς η προσπάθεια να καταστεί δυνατό να «προβλεφθούν» οι ως άνω αλλαγές, η δυνατότητα του FF να εξελίσσεται με τέτοιο τρόπο ώστε να προσαρμόζεται σε αυτές και κυρίως οι στόχοι του και οι τρόποι με τους οποίους έχει επιλέξει να τους επιτυγχάνει το καθιστούν ως έναν φορέα-υποκείμενο διακυβέρνησης με αυξημένη ευθύνη και συνεισφορά στην πραγμάτωση μακροπρόθεσμων οικονομικών, κοινωνικών και περιβαλλοντικών στόχων [45].

## **2. Η «ηθική» των επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο– το Νορβηγικό ΚΕΤ (Norway's Government Pension Fund)**

Το Νορβηγικό ΚΕΤ είναι και αυτό -όπως και το FF- ηθικολογικό ΚΕΤ με την έννοια ότι αποτελεί εργαλείο με στόχο τη μακροπρόθεσμη εθνική ευημερία και μέσο έκφρασης της δέσμευσης του Νορβηγικού κράτους για συνεισφορά στην παγκόσμια δικαιοσύνη.

Μετά την ανακάλυψη αποθεμάτων πετρελαίου και φυσικού αερίου στη Βόρεια Θάλασσα, στο τέλος της δεκαετίας του 1960, η κυβέρνηση της Νορβηγίας αναγνώρισε ότι ο τόσο μεγάλος πλούτος θα μπορούσε να στρεβλώσει τη Νορβηγική οικονομία

---

45. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 64.

[46]. Έτσι, το Νορβηγικό ΚΕΤ συστάθηκε για να βοηθήσει να αποφευχθούν τα φαινόμενα της κατάρτας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας στη Νορβηγική οικονομία [47]. Επιπλέον, ένας δεύτερος λόγος για τον οποίον συστάθηκε το ΚΕΤ ήταν να αντιμετωπιστεί η πιθανή βραχυπρόθεσμη διακύμανση των κρατικών εσόδων και να εξασφαλιστεί μακροοικονομική σταθερότητα. Είναι χαρακτηριστικό ότι δύο βασικοί κανόνες/στόχοι διέπουν την διακυβέρνηση του ίδιου του Νορβηγικού ΚΕΤ: (α) ο περιορισμός της εξάρτησης των εσόδων του κράτους από τα έσοδα των πετρελαϊκών κοιτασμάτων και των κοιτασμάτων φυσικού αερίου και (β) η επιβολή πειθαρχίας στην διαδικασία προϋπολογισμού με την έννοια ότι η ροή των κερδών του ΚΕΤ σχετιζόταν με τα ετήσια πλεονάσματα βάσει προϋπολογισμού. Μόνο εφόσον υπήρχαν πραγματικά πλεονάσματα αυτά θα κατανέμονταν ως περιουσιακά στοιχεία του ΚΕΤ [48].

Περαιτέρω, το 2006, η αλλαγή της επωνυμίας του Νορβηγικού ΚΕΤ [49] σηματοδότησε και έναν επιπλέον νέο στόχο που ήρθε να προστεθεί στους προηγούμενους: η εξασφάλιση των πληρωμών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων του κράτους (π.χ. συντάξεις) και η εξασφάλιση της ευημερίας των μελλοντικών γενεών.

Το Υπουργείο Οικονομικών είναι υπεύθυνο για τη διαχείριση του ΚΕΤ συμπεριλαμβανομένης της χάραξης της επενδυτικής στρατηγικής του, της διαμόρφωσης του κανονισμού επενδύσεων και των κατευθυντηρίων γραμμών σε θέματα χρηστής διοίκησης (ethical guidelines). Ιδιαίτερη σημασία έχει ότι το Νορβηγικό ΚΕΤ, κατά τη διαδικασία της λήψης της επενδυτικής απόφασης, επέλεξε να απευθυνθεί σε ειδικούς (experts). Η πρακτική αυτή βρίσκει συνήθως αντίθετα τα πιο προοδευτικά κόμματα (democrats) καθώς θεωρούν ότι με την ανωτέρω ανάθεση των σχετικών αποφάσεων μειώνεται η συμμετοχή του κοινού-των πολιτών σε σημαντικές αποφάσεις όπως είναι αυτές της χάραξης της επενδυτικής πολιτικής του εθνικού ΚΕΤ.

---

46. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 68, και Ρουκανάς, Σ. (2019), Η πολιτική οικονομία των κρατικών επενδυτικών ταμείων στο Κλάψης, Α. (επιμ.) *Ειδικά θέματα διπλωματίας & διεθνούς οργάνωσης*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.

47. Βλ. εκτενή ανάλυση σε Ρουκανάς, Σ. (2019), Η πολιτική οικονομία των κρατικών επενδυτικών ταμείων στο Κλάψης, Α. (επιμ.) *Ειδικά θέματα διπλωματίας & διεθνούς οργάνωσης*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση, και βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 72.

48. «Το ΚΕΤ θεωρείται εργαλείο διαφάνειας στη χρήση των εσόδων από το πετρέλαιο», Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 72.

49. Από GPF σε GPF-G.



Μια μέση λύση στο πρόβλημα που δημιουργείται λόγω της έλλειψης εκπροσώπησης υπέρ της εξειδίκευσης θα ήταν να συμμετέχουν στα ΔΣ των επενδυτικών επιτροπών αυτοί οι εκπρόσωποι των πολιτών που θα έχουν το σχετικό know-how. Σε κάθε περίπτωση, οι επενδυτικές αποφάσεις αυτού του είδους πράγματι χρειάζονται γνωμοδοτική κάλυψη από ειδικούς με υψηλής εξειδίκευσης προσόντα ενώ η απλή «δέσμευση» των εκπροσώπων του έθνους στο κοινό καλό δεν αρκεί για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων. Η λεγόμενη νομιμοποίηση (legitimacy) [50] όσων συμβάλλουν στη διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης με την έννοια της νομιμοποιημένης από τους πολίτες εντολής δεν μπορεί βέβαια να έχει τη μορφή της ρητής εντολής αλλά περισσότερο της υπαινισσόμενης συναίνεσης. Το μοντέλο της σύγχρονης δημοκρατίας τείνει στην εξασφάλιση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων από εξειδικευμένα άτομα με διαφάνεια, προδιατυπωμένους κανόνες διακυβέρνησης και δυνατότητα ελέγχου της ως άνω διαδικασίας.

Στο πλαίσιο της επιλογής των experts έχει συσταθεί το Council of Ethics και το Strategy Council on Investment. Αμφότερα τα συμβούλια έχουν πενταμελή ΔΣ με ορισμένη θητεία και η εντολή τους είναι γνωμοδοτική σε σχέση με τις επενδύσεις του ΚΕΤ. Τα μέλη του Council of Ethics είναι ανεξάρτητοι ειδικευμένοι σύμβουλοι με τεχνογνωσία σε θέματα οικονομίας, χρηματοπιστωτικών μέσων και χρηστής διοίκησης / διακυβέρνησης.

Το Υπουργείο Οικονομικών και η Κεντρική Τράπεζα της Νορβηγίας παραδίδει στο ΚΕΤ τις επίσημες επενδυτικές εντολές (Rulebook / Investment Mandate), οι οποίες επικεντρώνονται στα κατωτέρω:

- (α) το ΚΕΤ πρέπει να συμμορφώνεται με τους επενδυτικούς κανόνες που ισχύουν στις χώρες / αγορές που επενδύει,
- (β) το ΚΕΤ πρέπει να ενεργεί ως υπεύθυνος επενδυτής (responsible investor) και ενεργητικός ιδιοκτήτης (active owner),
- (γ) πρέπει να ακολουθούνται / τηρούνται τα συμφωνηθέντα σημεία αναφοράς (benchmarks) τόσο για επενδύσεις σταθερού εισοδήματος όσο και μετοχικές, το συμφωνηθέν εύρος εντός του οποίου πρέπει να κινούνται οι επενδύσεις σε μετοχές, τα συμφωνηθέντα όρια μόχλευσης, δανεισμού αξιών, προμηθειών, κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου κ.λπ.,

---

50. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 71.

(δ) πρέπει να τηρούνται συγκεκριμένα όρια των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία,  
(ε) πρέπει να τηρούνται συγκεκριμένοι κανόνες κατανομής κινδύνων (ανά χώρες, τομείς επενδύσεων, προβλεπόμενα ύψη αποδόσεων κ.λπ.).

Όλα τα ανωτέρω αποτελούν λίγο πολύ *standard practice* στην παγκόσμια βιομηχανία των επενδύσεων [51], δεν απαντώνται όμως σε όλα τα ΚΕΤ.

Σημειωτέο είναι ότι το επίπεδο ενασχόλησης της Κεντρικής Τράπεζας της Νορβηγίας τόσο με τη διαδικασία εσωτερικής διακυβέρνησης του ΚΕΤ όσο και με αυτήν των επενδυτικών του επιλογών (εξωτερικής διακυβέρνησης) υποδηλώνει το πόσο σημαντική θεωρείται η συμμετοχή του ΚΕΤ στη στήριξη της Νορβηγικής κοινωνίας και οικονομίας, και επομένως, στην άσκηση διακυβέρνησης.

Ξεχωριστή μνεία αξίζει στην έννοια του υπεύθυνου επενδυτή (*responsible investor*) και ενεργητικού ιδιοκτήτη (*active owner*), καθώς αποτελεί την επιτομή της εξωτερικής διακυβέρνησης και εμπεριέχει τη συμμετοχή του ΚΕΤ μέσω της χρήσης των δικαιωμάτων κυριότητας στις επενδύσεις και ψήφου (*ownership & voting rights*) στη διακυβέρνηση των εταιρειών – στόχων των επενδύσεων [52]. Είναι αξιοσημείωτο ότι το Νορβηγικό ΚΕΤ - όπως και άλλα - θεωρείται από τους ηγέτες στην προώθηση των επενδύσεων σε εταιρείες-στόχους με περιβαλλοντική και κοινωνική ευθύνη και με κανόνες εσωτερικής διακυβέρνησης (*Environmental, Social and Governance- ESG*) [53]. Ως αποτέλεσμα της σημασίας που δίνεται στα ανωτέρω πεδία (*ESG*) ξεχωρίζουν οι επενδύσεις με περιβαλλοντικό ενδιαφέρον (διαχείριση αποθεμάτων υδάτων, διαχείριση απορριμμάτων, κλιματική αλλαγή, ενεργειακή αποδοτικότητα κ.λπ.). Όλα τα ανωτέρω καθιστούν το Νορβηγικό ΚΕΤ όχι μόνο υπεύθυνο επενδυτή παγκόσμιας εμβέλειας αλλά και επενδυτή με στόχευση σε επενδύσεις που ξεχωρίζουν για τους κανόνες χρηστής διοίκησης και την περιβαλλοντική και κοινωνική τους ευθύνη. Σε αυτή τη βάση, εξαιρούνται από τις επιλογές του Νορβηγικού ΚΕΤ επενδύσεις σε εταιρείες

---

51. Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο VI, Οι Αρχές του Σαντιάγο-Σύντομη Παρουσίαση.

52. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 76 επ.

53. Βλ. Σχετικά κατωτέρω καθώς και μεταξύ άλλων σε Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), *The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, Hendov E. & Petrov A., (2018), *How do Sovereign Investors approach ESG Investing?*, State Street Global Advisors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ssga.com>, Mutsaers O., (2019), *The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments*, Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>, “Chambers D, Dimson E. & Ilmanen A., (2011), *The Norway Model*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=1936806>, Bortolotti B., Fotak V. & Megginson W., (2015), *The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2322745>.

παραγωγής/εμπορίας όπλων, εταιρείες με προϊόντα καπνού, εξόρυξης ορυκτών κ.λπ.). Αξίζει να σημειωθεί επιπλέον ότι υπάρχει ειδική επιτροπή που διαφέρει από αυτή των ειδικών που γνωμοδοτούν για τις επενδύσεις εν γένει, στην οποία έχει ανατεθεί ειδικά η εκτίμηση της εξαίρεσης ή μη συγκεκριμένων εταιρειών-στόχων με βάση ESG κριτήρια [54].

Περαιτέρω, το Νορβηγικό ΚΕΤ εστιάζει και στην εσωτερική διακυβέρνηση των εταιρειών-στόχων αξιολογώντας θετικά εταιρείες με κανόνες εσωτερικής διακυβέρνησης, όπως π.χ. ο διαχωρισμός των ιδιοτήτων του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου μιας εταιρείας. Σε αυτό το πλαίσιο έχει καταγράψει έξι βασικούς κανόνες που θα πρέπει να ακολουθούνται από τις εταιρείες στόχους προκειμένου να αξιολογούνται θετικά ως πιθανές επενδύσεις του ΚΕΤ:

- (α) ίση μεταχείριση των μετόχων,
- (β) δυνατότητα επιρροής των μετόχων στο πλαίσιο της ίσης μεταξύ τους μεταχείρισης και ευθύνη της διοίκησης,
- (γ) εύρυθμες, αποτελεσματικές και νομίμως λειτουργούσες κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές,
- (δ) σεβασμός και προάσπιση των δικαιωμάτων των παιδιών,
- (ε) προώθηση ενεργειών για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής,
- (στ) ορθή διαχείριση αποθεμάτων υδάτων.

Είναι προφανές ότι το Νορβηγικό ΚΕΤ θέτει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την ανάμειξη του κοινωνικού και περιβαλλοντικού κριτηρίου στην διαδικασία της λήψης αποφάσεων αναφορικά με τις επενδύσεις του.

Επίσης, από τα ανωτέρω καταλαβαίνει κανείς ότι συγκεκριμένες εταιρείες (π.χ. όσες βασίζουν την παραγωγή τους στην παιδική εργασία, όσες δεν υιοθετούν διαφανείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων ή δεν έχουν εσωτερικές δικλίδες ασφαλείας ως προς τη λήψη αποφάσεων, ικανοποιητικές διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου, περιβαλλοντική συνείδηση και κουλτούρα κ.λπ.) αποκλείονται από τον κατάλογο των πιθανών επενδύσεων του Νορβηγικού ΚΕΤ. Όταν σκεφτεί κανείς ότι το Νορβηγικό ΚΕΤ

---

54. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 75.

επενδύει ως επί το πλείστον σε εξωχώριες επιχειρήσεις αντιλαμβάνεται την παγκόσμιας εμβέλειας άσκηση διακυβέρνησης μέσω των επενδύσεών του.

### **3. Το ΚΕΤ της Σιγκαπούρης- Singapore's Government Investment Corporation (GIC)**

Με δεδομένο ότι τα ΚΕΤ επενδύουν κυρίως - αν όχι αποκλειστικά όπως π.χ. το Νορβηγικό - σε εξωχώριες αξίες, οι αγορές των δυτικών χωρών, στις οποίες πολλά ΚΕΤ προβαίνουν σε επενδύσεις, άρχισαν να είναι επιφυλακτικές. Για την ακρίβεια, οι ημεδαποί θεσμικοί επενδυτές των δυτικών χωρών αισθάνθηκαν ότι με την είσοδο των ΚΕΤ της Ασίας, του Κόλπου κ.ά. θα έχαναν την κραταιά ηγεμονική τους θέση ως βασικοί επενδυτές. Σε συνδυασμό με το ότι, μέσω των επενδύσεων, τα ΚΕΤ αποκτούσαν στρατηγικά περιουσιακά στοιχεία στις αγορές της Δύσης, η συζήτηση για τις διαδικασίες νομιμότητας και ορθής διακυβέρνησης των ΚΕΤ απέκτησε ιδιαίτερη σημασία καθώς ήταν πλέον εμφανές ότι η επίδραση των ΚΕΤ στις ημεδαπές και τις διεθνείς αγορές ήταν και είναι συνεχώς αυξανόμενη.

Ωστόσο, με την παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2008 η κατάσταση άλλαξε καθώς οι επιχειρήσεις των δυτικών αγορών διψούσαν για ρευστότητα. Κάτω από αυτά τα νέα δεδομένα, τα ΚΕΤ των μη δυτικών χωρών προέλευσης απέκτησαν σημαντικές συμμετοχές σε εταιρείες της Δύσης για να δουν κατά τα χρόνια εξέλιξης της κρίσης τις συμμετοχές τους να χάνουν μεγάλο κομμάτι της αξίας τους [55].

Με αφορμή τις ανωτέρω εξελίξεις, τόσο οι χώρες της Δύσης που δεν είχαν μπορέσει να συσσωρεύσουν ημεδαπά έσοδα ως «μαξιλάρι» για την αντιμετώπιση της κρίσης του 2008 [56] όσο και άλλες χώρες (π.χ. οι Ασιατικές που είχαν βιώσει την αντίστοιχη κρίση του 1997) αντιλήφθηκαν ότι έπρεπε τα ΚΕΤ να λειτουργήσουν και ως ύστατες δικλείδες ασφαλείας (insurers of last resort) για την περίπτωση οικονομικών κρίσεων των κρατών προέλευσης.

Το GIC κλήθηκε -μεταξύ άλλων- να αντιμετωπίσει την Ασιατική κρίση. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο έγινε αντιληπτό ότι έπρεπε να αυξηθεί το επίπεδο εσωτερικής νομιμότητας

---

55. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 86 επ.

56. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 87.

και ορθής διακυβέρνησης του GIC προκειμένου να είναι πιο ελκυστικό ως επενδυτής στις δυτικές αγορές.

Η νομιμότητα μπορεί να κριθεί με δύο παραμέτρους [57]: αφενός με βάση κοινωνικούς κανόνες και ηθικής και πολιτικής φύσης προσδοκίες, σε σχέση με ρόλους και συγκεκριμένες υπευθυνότητες των ατόμων που θα στελεχώσουν τα όργανα που θα λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις και αφετέρου με βάση τα αποδεκτά επίπεδα των αποδόσεων με στόχευση στην οργανωτική και θεσμική αποτελεσματικότητα.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η δεύτερη παράμετρος που εστιάζει στους σκοπούς του ΚΕΤ και θέτει το ερώτημα αν ένα ΚΕΤ έχει αποτελεσματικότητα στην πραγμάτωση του σκοπού του. Αυτό σημαίνει ότι η εντολή για τον τρόπο και τη διαδικασία των επενδύσεων δίνεται/οριοθετείται σε συσχέτισμό με την αποτελεσματικότητα του ΚΕΤ και επιπλέον ανανεώνεται καθώς αλλάζουν οι στόχοι του ΚΕΤ ακολουθώντας με τη σειρά τους γεωπολιτικές, οικονομικές και άλλες μεταβολές.

Ένα ΚΕΤ μπορεί να εξυπηρετεί πολλούς και διαφορετικούς σκοπούς, όπως π.χ.:

- (α) να λειτουργεί ως θεματοφύλακας των περιουσιακών στοιχείων,
- (β) να λειτουργεί ως μέσο διαχωρισμού μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων που θα επενδυθούν για την ευημερία των επόμενων γενεών και αυτών που θα δαπανηθούν για κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων,
- (γ) να λειτουργεί ως ο μηχανισμός επένδυσης των περιουσιακών στοιχείων του ΚΕΤ σε ημεδαπή και διεθνείς αγορές.

Γίνεται πλέον αποδεκτό ότι, δεδομένου ότι ολοένα και περισσότερος κόσμος βασίζεται στις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές για τη μελλοντική του ευημερία (μέσω της λειτουργίας των ΚΕΤ, των συνταξιοδοτικών ταμείων, των ασφαλιστικών εταιρειών κ.λπ.), οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα ΚΕΤ, μπορούν να παίξουν ενεργό ρόλο τόσο στον καθορισμό κανόνων εσωτερικής νομιμότητας και διακυβέρνησης των ΚΕΤ όσο και των εταιρειών-στόχων (δλδ. των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα περιουσιακά τους στοιχεία) ώστε να αποφεύγονται / απαλούνται οι αρνητικές επιδράσεις των μη αποδεκτών συμπεριφορών (π.χ. αδιαφανείς τρόποι λήψης επενδυτικών αποφάσεων των ΚΕΤ, μη δημοσίευση των οικονομικών τους στοιχείων κ.λπ.). Με αυτόν τον τρόπο,

---

57. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 88.

χαράζοντας δλδ. κανόνες ορθής διακυβέρνησης τα ΚΕΤ καθορίζουν συμπεριφορές (των εταιρειών-στόχων) και παίζουν καθοριστικό ρόλο στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης εντός δεδομένων οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών πλαισίων. Έτσι, εφόσον τα ΚΕΤ εξασφαλίζουν με τη δράση τους την αποτελεσματικότητα λειτουργίας της αγοράς και την κοινωνική ευημερία, ο βαθμός που το επιτυγχάνουν είναι ουσιαστικά ο τρόπος μέτρησης της δικής τους νομιμότητας και ορθής διακυβέρνησης. Επιπλέον, η δυνατότητα να προσαρμόζονται τόσο στις αλλαγές των αγορών όσο και στις εκάστοτε νέες απειλές της κοινωνικής ευημερίας είναι ένας ακόμη δείκτης μέτρησης της εσωτερικής τους νομιμότητας και της ορθής διακυβέρνησης.

Η Σιγκαπούρη μέσω του GIC κατόρθωσε να αντιμετωπίσει την Ασιατική κρίση του 1997 και να αποφύγει τη σήριξη από το ΔΝΤ, το οποίο θα πίεζε για άμεσες διαρθρωτικές αλλαγές αφαιρώντας από το ίδιο το κράτος την έννοια της απόλυτης κυριαρχίας [58]. Συσσώρευσε αποθεματικά και πλεονάσματα προηγούμενων χρήσεων και βγήκε αλώβητο από την Ασιατική κρίση του 1997 σε αντίθεση με τα γειτονικά σε αυτό κράτη της Ταϊλάνδης και της Ινδονησίας. Στην πραγματικότητα δεν έκανε τίποτε διαφορετικό από όσα είχε σχεδιαστεί κατά τη σύστασή του να κάνει: να προστατεύει την αξία των εθνικών αποταμιεύσεων και να εξασφαλίζει δίκαιες αποδόσεις κεφαλαίου [59].

Δύο σημεία αξίζουν ιδιαίτερη μνεία στην περίπτωση του GIC: το πρώτο, ότι η Σιγκαπούρη είναι ένα κράτος χωρίς φυσικούς πόρους και, παρά ταύτα, κατόρθωσε να αποταμιεύσει τα εθνικά έσοδα που εισπράττει λόγω της κομβικής της θέσης στο παγκόσμιο εμπόριο και να θεωρείται σήμερα ένα από τα πιο εύρωστα ΚΕΤ στον κόσμο, και το δεύτερο, ότι, ενώ ο κοινοβουλευτισμός παίζει περιορισμένο ρόλο στην πολιτική σκηνή της Σιγκαπούρης, η διακυβέρνηση του GIC δεν παρουσιάζει -τυπικά τουλάχιστον- σημεία έλλειψης διαφάνειας και ορθής διαχείρισης.

Το GIC έχει -αν και 100% θυγατρική του δημοσίου- οικονομική αυτοτέλεια, διοικείται από ΔΣ με εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη και διαθέτει τρεις επιτροπές (επενδύσεων, κινδύνων-risk- και προμηθειών-αμοιβών). Οι ιδιότητες του Προέδρου

---

58. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 92 επ.

59. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 94.

του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου δεν συμπίπτουν στο ίδιο πρόσωπο και η πλειοψηφία των μελών των επιτροπών είναι εξωτερικοί εξειδικευμένοι σύμβουλοι.

Το πιο ενδιαφέρον στο GIC είναι ότι το Σύνταγμα της χώρας δεσμεύει όλες τις μελλοντικές κυβερνήσεις επιτρέποντάς τους να προβαίνουν σε ανάληψη μόνο των αποθεματικών που έχουν σωρευθεί κατά τη διάρκεια της δικής τους θητείας και όχι αυτών των προηγούμενων κυβερνήσεων. Αποθεματικά χρήσεων προηγούμενων κυβερνήσεων αποδεσμεύονται μόνο μετά την τήρηση ενός συγκεκριμένου και πολύ αυστηρού πρωτοκόλλου σύμφωνα με το οποίο κυβέρνηση και Πρόεδρος της Χώρας πρέπει να συμφωνήσουν για τις συνθήκες και τις προϋποθέσεις, οι οποίες πρέπει να συντρέχουν, προκειμένου να επιτραπεί η χρήση των αποθεματικών που σωρεύτηκαν επί θητείας παρελθουσών κυβερνήσεων. Συνοπτικά η χρήση τους επιτρέπεται μόνο σε άμεσες -επείγουσες περιπτώσεις μεγάλης ανάγκης προκειμένου να αποτραπεί ανεπανόρθωτη ζημία στην εθνική οικονομία [60].

#### **4. Το KET της Κίνας – China Investment Corporation (CIC)**

Το KET της Κίνας [61] ανήκει στην κατηγορία των KET των παραγωγικών κρατών (productivist). Αυτό προκύπτει από το ότι οι επενδύσεις στις οποίες προβαίνει είναι κυρίως στρατηγικής σημασίας με την έννοια ότι έχουν ως στόχο κυρίως να μεγεθύνουν την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και να της εξασφαλίσουν ένα μερίδιο και μια θέση ισχύος στην παγκόσμια οικονομική βιομηχανία. Το CIC είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με την κυβέρνηση της χώρας και αποτελεί το μέσο της για την επίτευξη οικονομικού και γεωπολιτικού πλεονεκτήματος. Το CIC φέρει έναν μανδύα νομιμοποίησης / ορθής διακυβέρνησης χωρίς ωστόσο να έχει χαρακτηριστικά τέτοια που να το καθιστούν ως ένα από τα KET με μακροπρόθεσμη στρατηγική αποδόσεων των επενδύσεών του.

Οι επενδύσεις του CIC και γενικότερα ο τρόπος άσκησης διακυβέρνησης μέσω αυτών είναι αποκύημα μιας συμφωνίας μεταξύ Κίνας και ΗΠΑ με στόχο την «εξομάλυνση» του ρόλου της Κίνας στην παγκόσμια οικονομία. Για να αντιληφθεί κανείς τον τρόπο με τον οποίο άσκησε και ασκεί διακυβέρνηση το CIC, θα πρέπει να ανατρέξει στο

---

60. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ.99-101, και ιδιαίτερα τον προβληματισμό σχετικά με το ότι τα κριτήρια που πρέπει να συντρέχουν για να ενεργοποιείται το πρωτόκολλο συμφωνίας Κυβέρνησης-Προέδρου για την αποδέσμευση δεν είναι τόσο σαφή.

61. Βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 106.

γενικότερο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον των δεκαετιών του 1950 και 1960. Λόγω του λεγόμενου «ψυχρού πολέμου», ο κόσμος ήταν χωρισμένος σε δύο στρατόπεδα: των ΗΠΑ (καπιταλισμός) και της πρώην ΕΣΣΔ (κομμουνισμός) και οι χώρες του πρώην ανατολικού μπλοκ (της Κίνας συμπεριλαμβανομένης) ήταν οικονομικά απομονωμένες. Στη Δύση ο καπιταλισμός ήταν νομιμοποιημένος καθώς εθεωρείτο ότι περιέχει τα βασικά στοιχεία της φιλελεύθερης δημοκρατίας ενώ ο κομμουνισμός όχι καθώς εθεωρείτο ότι παραπέμπει σε απολυταρχικά και ολοκληρωτικά καθεστώτα.

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, ξεκινά, με την επίσκεψη του Αμερικανού Προέδρου Νίξον στην Κίνα τον Φεβρουάριο του 1972, μια διαδικασία προσέγγισης μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας και τίθενται σταδιακά οι βάσεις για εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των δύο κρατών. Με αυτόν τον τρόπο, οι ΗΠΑ συνεργάζονται με έναν εταίρο του πρώην ανατολικού μπλοκ θέτοντας ενδεχομένως τις βάσεις για να σπάσουν οι αδιαμφισβήτητες συμμαχίες των χωρών με κομμουνιστικό καθεστώς και επιπλέον καλύπτουν τις υψηλές καταναλωτικές ανάγκες τους με την αθρόα εισροή φθηνότερων προϊόντων και από την άλλη πλευρά η Κίνα ξεκινά συνεργασία με την μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο προωθώντας σε αυτήν τα προϊόντα της.

Είναι αξιοσημείωτο ότι οι ΗΠΑ άρχισαν να ανανεώνουν το Most Favor Nation status [62] της Κίνας μέχρι τα γεγονότα του 1989 στην πλατεία Tiananmen και ακολουθούσαν έκτοτε μια διαδικασία ετήσιου ελέγχου ώστε να ασκείται εμμέσως ένας μοχλός πίεσης στην Κίνα για καλύτερες συνθήκες εργασίας και σεβασμό στα ανθρώπινα δικαιώματα. Εξαρτήθηκε με κάποιον τρόπο η εμπορική συνεργασία ΗΠΑ και Κίνας από το βαθμό αναθεώρησης των κανόνων που αφορούσαν στα ανθρώπινα δικαιώματα και τους όρους εργασίας [63]. Ενώ βέβαια προβαλλόταν η άποψη ότι η συνεργασία ΗΠΑ-Κίνας θα είχε τα ανωτέρω θετικά αποτελέσματα υπήρχαν και ενδοιασμοί [64] για αρνητικού χαρακτήρα συνέπειες για τις ΗΠΑ, όπως ότι η Κίνα (και άλλες αναπτυσσόμενες χώρες) θα ήταν η χώρα που θα κέρδιζε στο τέλος της μέρας από τις ολοένα αναπτυσσόμενες

---

62. Βλ. World Trade Organisation, για τις Most Favour Nation principles στην ιστοσελίδα [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/serv\\_e/cbt\\_course\\_e/c1s6p1\\_e.htm](https://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/cbt_course_e/c1s6p1_e.htm), και για το Normalised Trade Relations status & Principles of Trade without discrimination, στην ιστοσελίδα [https://www.wto.org/english/thewto\\_e/whatis\\_e/tif\\_e/fact2\\_e.htm](https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/fact2_e.htm).

63. Βλ. Αποσπάσματα από ομιλία του John Mc Kain, ρεπουμπλικανού προέδρου της επιτροπής της Γερουσίας για το εμπόριο, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 108.

64. Βλ. άποψη του Γερουσιαστή των Δημοκρατικών από τη Νότια Καρολίνα, Ernest Holings, Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 109.



μεταξύ ΗΠΑ - Κίνας εμπορικές σχέσεις για τον εξής λόγο: ενώ στις ΗΠΑ σαν αναπτυγμένη χώρα άρχισαν να αντικαθίστανται οι βιομηχανίες χαμηλής εξειδίκευσης που βασίζονταν σε ανθρώπινο δυναμικό βασικά χειρωνακτών εργατών (low -skill labour-intensive industries) από βιομηχανίες υψηλής εξειδίκευσης με αυξημένη δυνατότητα αλλά και ανάγκη για εισροή κεφαλαίων (high - skill capital -intensive industries) στην Κίνα δεν έλαβε χώρα αντίστοιχη μετάβαση με αποτέλεσμα οι εμπορικές σχέσεις των δύο κρατών να εξελιχθούν με διαφορά υπέρ της Κίνας. Βέβαια, η αλματώδης ανάπτυξη των εξαγωγών της Κίνας δεν οφείλεται μόνο στην ανωτέρω διαφορά. Οι λόγοι ήταν πολλοί και ένας εξ αυτών ήταν ότι η Κίνα μιμούταν όλες τις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας. Ωστόσο, έρευνες έδειχναν ότι και αυτή η μεγάλη ανισορροπία μεταξύ εισαγωγών και εξαγωγών θα ερχόταν η στιγμή που θα λάμβανε τέλος καθώς τα εργατικά χέρια λιγόστευαν με αποτέλεσμα την αύξηση των μισθών και την ανάγκη εισαγωγών από τις χώρες της Δύσης [65].

Επιπλέον, η Κίνα επέλεξε να παρέμβει για να σταθεροποιήσει την ισοτιμία του νομίσματος της έναντι του αμερικανικού δολαρίου και είχε και αυτό σαν αποτέλεσμα την περαιτέρω ανάπτυξη του εμπορικού πλεονάσματος υπέρ της Κίνας στις εμπορικές σχέσεις της με τις ΗΠΑ, κίνηση που θα μπορούσε να θεωρηθεί κρατικός προστατευτισμός και να σημάνει την έναρξη εμπορικού πολέμου με τις ΗΠΑ [66]. Όλα αυτά βέβαια είχαν και αρνητικά αποτελέσματα καθώς, με δεδομένο ότι η Κίνα είχε ανάγκη πρώτες ύλες για να παράγει τα όσα εξήγαγε ως ολοκληρωμένα προϊόντα και εισήγαγε αυτές (τις πρώτες ύλες) από χώρες σαν την Αυστραλία, έχασε την ευκαιρία να αποκτήσει φθηνές πρώτες ύλες όταν το αυστραλιανό δολάριο υπερτιμήθηκε έναντι του αμερικάνικου. Η Κίνα λόγω της επιλογής να παρέμβει στη ρύθμιση της ισοτιμίας του νομίσματός της οδηγήθηκε σε πληθωρισμό και μακροοικονομική αστάθεια. Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι όλες οι «ρυθμισμένες και υποστηριζόμενες από το δολάριο οικονομίες» [67] προβαίνουν μέσω των ΚΕΤ τους σε αγορές αμερικάνικων κινητών αξιών για να ισορροπήσουν της συναλλαγματικές διαφορές και για να αντισταθμίσουν τις μεγάλες ανισορροπίες στις εμπορικές σχέσεις, όπως αυτές αναδείχθηκαν ανωτέρω.

---

65. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 109.

66. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 110.

67. "Dollar peg economies", βλ. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 111-113.

Από όλα τα παραπάνω αντιλαμβάνεται κανείς ότι οι οικονομικές-εμπορικές σχέσεις είναι αλληλένδετα συνδεδεμένες με τις πολιτικές, κάτι που αναδεικνύεται έντονα από το παράδειγμα των σχέσεων ΗΠΑ-Κίνας.

Σε αυτό το πλαίσιο, και η Κίνα προκειμένου να μπορέσει να αντιμετωπίσει τον πληθωρισμό και την κατανομή των περιουσιακών της στοιχείων στην πραγματική οικονομία άρχισε να αγοράζει μέσω του CIC κινητές αξίες ΗΠΑ. Το CIC – σε αντίθεση με άλλα ΚΕΤ που λειτουργούν ως τα μέσα εξασφάλισης τελευταίου καταφυγίου- [68] αποτελεί το μακρύ βραχίονα του κράτους της Κίνας για την άσκηση διακυβέρνησης – είναι με άλλα λόγια το κυβερνητικό επενδυτικό εργαλείο της χώρας με ειδική εντολή την μετατροπή των εθνικών πλεονασμάτων σε διεθνούς χαρακτήρα αποθεματικά και την υπεράσπιση των συμφερόντων της χώρας σε διεθνές επίπεδο.

Τα ανωτέρω δεν σημαίνουν ότι δεν έχει καταβληθεί προσπάθεια για την εξασφάλιση τυπικών κανόνων ορθής διακυβέρνησης του ίδιου του CIC. Υπάρχει ΔΣ που εγκρίνει την επενδυτική πολιτική, τον τρόπο που αυτή εκτελείται, την ανάθεση των επιμέρους στόχων στα διορισμένα γι' αυτό στελέχη και τις αναφορές-εκθέσεις (reports) στο State Council. Στην πραγματικότητα βέβαια ο Πρόεδρος, ο Διευθύνων Σύμβουλος και ο Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος του CIC είναι σε συνεχή επικοινωνία με τους ανώτερους αξιωματούχους της Επιτροπής για την Εθνική Ανάπτυξη και Αναθεώρηση (National Development Reform Commission), του Υπουργείου Οικονομικών και του αντίστοιχου κυβερνητικού οργάνου για θέματα συναλλάγματος (State Administration of Foreign Exchange) για να ληφθούν οι αποφάσεις που αφορούν σε διαπραγμάτευση για τις επιγενόμενες επενδύσεις ή για τις αναφορές προς την ανώτατη Κυβέρνηση. Τόσο τα ανωτέρω στελέχη του ΔΣ όσο και αυτά της Εκτελεστικής Επιτροπής του CIC χρωστούν τις καριέρες τους στην Κυβέρνηση και το Κομμουνιστικό Κόμμα. Είναι αναπόφευκτο ότι οι αποφάσεις λαμβάνονται σε στενή επικοινωνία και καθ' υπόδειξη της Κυβέρνησης και το επιπλέον όργανο που υποτίθεται ότι ελέγχει το ΔΣ και είναι το Εποπτικό Συμβούλιο (Board of Supervisors) μπορεί φαινομενικά να δείχνει ότι είναι το δεύτερο μάτι που παρακολουθεί το ΔΣ, δεν είναι όμως πραγματικά ανεξάρτητο. Έτσι, ενώ φαινομενικά τηρούνται οι κανόνες της εσωτερικής ορθής διακυβέρνησης, στην πραγματικότητα το Εποπτικό Συμβούλιο έχει περισσότερο συμβολικό ρόλο [69]. Σε

---

68. Insurers of last resort.

69. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 113-114. Βλ. κυρίως και το διάγραμμα με τη διάρθρωση του Διοικητικού και του Εποπτικού Συμβουλίου στη σελ. 114.

κάθε περίπτωση, δεν μπορεί να παραγνωρισθεί το γεγονός ότι, παρά το ότι η κεντρική Κυβέρνηση, άμεσα ή έμμεσα, είναι αυτή που καθορίζει τις επενδυτικές επιλογές του CIC, έχει καταβάλει προσπάθεια ώστε η διάρθρωσή του (του CIC) να παραπέμπει - έστω εξωτερικά- στους κανόνες ορθής διακυβέρνησης και νομιμότητας- νομιμοποίησης των δυτικών θεσμικών επενδυτών [70].

Στο ανωτέρω πλαίσιο και ενώ τόσο η Κίνα όσο και οι ΗΠΑ θα ήθελαν το CIC να εξελιχθεί σε στρατηγικό επενδυτή τέτοιο ώστε να μπορεί να ικανοποιήσει και τους στόχους της χώρας του αλλά και αυτούς των ΗΠΑ -ιδίως στα χρόνια της μεγάλης οικονομικής κρίσης που η είσοδος ρευστότητας από το εξωτερικό ήταν για τις ΗΠΑ πολύ σημαντική-, αυτό δεν συνέβη. Η Κίνα δεν είχε ούτε τη δυνατότητα ούτε τη θέληση να διορίσει εξειδικευμένους εξωτερικούς συμβούλους ώστε να είναι ικανή να σταθμίσει και να εκτιμήσει (assess) τους κινδύνους της επένδυσης σε κινητές αξίες εταιρειών του Δυτικού κόσμου καθώς και τις δεσμεύσεις που αυτό θα σήμαινε. Από την άλλη μεριά και ενώ δεν μπορούσε να συνιστά το θεσμικό επενδυτή με υψηλά εχέγγυα ουσιαστικά ορθής διακυβέρνησης δεν είχε και σκοπό να έχει και τελείως παθητικό ρόλο με την έννοια ότι επιθυμούσε να ικανοποιήσει όχι μόνο τα συμφέροντά της ως μετόχου των πιθανών επενδύσεων του CIC αλλά κυρίως τα γεωπολιτικά-εθνικά της συμφέροντα, γεγονός που προκύπτει και από το είδος των επενδύσεων της (βλ. επενδύσεις σε ημεδαπά πιστωτικά ιδρύματα ή σε εταιρείες εκμετάλλευσης φυσικών πόρων ή ενέργειας)[71].

## **5. Τα ΚΕΤ του Περσικού Κόλπου – μια διαφορετική περίπτωση**

Ενώ είναι αναμφισβήτητο ότι πολλά κράτη χρησιμοποιούν πλέον σήμερα τα ΚΕΤ ως ένα εργαλείο για να μετατρέψουν τα περιουσιακά τους στοιχεία σε χρηματοοικονομικού τύπου επενδύσεις με στόχο την επίτευξη της μακροοικονομικής σταθερότητας, την αποταμίευση για τις επόμενες γενιές και την κατανομή σε διαφορετικούς τομείς της οικονομίας των επενδύσεων, τα κράτη του Κόλπου αντιμετώπισαν τα ΚΕΤ κυρίως και πρωταρχικά ως τα μέσα για να αποφύγουν τα φαινόμενα της κατάρτας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας καθώς βρέθηκαν ή βρίσκονταν κατά καιρούς με τεράστια εισοδήματα λόγω της εκμετάλλευσης του

---

70. Η εισαγωγή/υιοθέτηση των αρχών του Σαντιάγο ήρθαν κάπως αργά για το CIC καθώς η σύστασή του υπαγορεύτηκε κυρίως από την ανάγκη να ικανοποιηθεί η ευρύτερη εμπορική συμφωνία μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, η οποία είχε αποφασισθεί πολύ καιρό νωρίτερα, βλ. σελ. 120 σε Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press.

71. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 116 & 120.

φυσικών τους πόρων σε πετρέλαιο, φυσικό αέριο και άλλα και διατρέχουν γι' αυτό το λόγο τον κίνδυνο να απολέσουν τα εισοδήματα που δεν μπορούν να απορροφηθούν από την ημεδαπή πραγματική οικονομία.

Είναι γεγονός ότι ακόμη και ως εργαλεία για την αντιμετώπιση της κατάρτας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας τα ΚΕΤ του Κόλπου δημιουργήθηκαν αρχικά για να ικανοποιήσουν σε μεγάλο βαθμό τα συμφέροντα της Δύσης στην περιοχή [72]. Ωστόσο, αργότερα, άρχισαν να συμβάλουν και στο μακροοικονομικό σχεδιασμό και ανάπτυξη των χωρών του Κόλπου.

Η ανάγκη για τα ΚΕΤ ιδίως στις χώρες της συγκεκριμένης περιοχής γεννήθηκε για τους εξής λόγους:

(α) τα αποθέματα φυσικών πόρων είναι πεπερασμένα-όλοι γνωρίζουν πως κάποια στιγμή θα παύσουν να υπάρχουν,

(β) το μέγεθος των χωρών αυτών και η πολιτιστική και πολιτική τους κουλτούρα υποδηλώνει ότι θα τους είναι δύσκολο χωρίς την σύσταση ενός εργαλείου σαν τα ΚΕΤ να μετατρέψουν τον πλουτοπαραγωγικό τους πλούτο σε αποθέματα μακράς διάρκειας και

(γ) η εξάρτηση από τους φυσικούς πόρους μπορεί να επηρεάσει αρνητικά ολόκληρη την πραγματική οικονομία μια χώρας.

Είναι δεδομένο ότι σε πολλές περιπτώσεις τα τεράστια εισοδήματα αυτών των κρατών έγιναν αντικείμενο εκμετάλλευσης μιας πολύ περιορισμένης ελίτ, η οποία αφού τα καρπώθηκε για κάποιο χρονικό διάστημα, κατέληξε -όταν οι τιμές πώλησης των φυσικών πόρων έπεσαν δραματικά- όμηρος της έντονης διακύμανσης των τιμών π.χ. του πετρελαίου. Κατά τα χρονικά διαστήματα που τα εισοδήματα από την εκμετάλλευση της κύριας πλουτοπαραγωγικής πηγής (π.χ. του πετρελαίου ή του φυσικού αερίου) έπεφταν, οι χώρες αυτές δεν μπορούσαν αντιμετωπίσουν τις ανάγκες της οικονομίας τους αφού λόγω των μεγάλων εισοδημάτων του παρελθόντος από μια συγκεκριμένη πηγή δεν είχαν αναπτύξει άλλους τομείς της παραγωγής και της οικονομίας. Έτσι, αναγκάζονταν π.χ. να προβαίνουν σε εισαγωγές, για όλα τα προϊόντα που είχαν ανάγκη, με αυξημένο κόστος, παρατηρήθηκε υψηλός δείκτης ανεργίας καθώς δεν ήταν έτοιμη η οικονομία σε άλλους τομείς ώστε να απορροφήσει

---

72. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 122.

εργατικά χέρια, αυξήθηκε ο πληθωρισμός, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κινήθηκαν με τρόπο αρνητικό για τα κράτη-εισοδηματίες κ.λπ. Έχει λοιπόν παρατηρηθεί ότι «οι εθνικές οικονομίες με κύριες εξαγωγές που σχετίζονται με τους φυσικούς πόρους έχουν μια μακροπρόθεσμη χαμηλότερη μεγέθυνση. Σύμφωνα με τον Michael Ross, υπάρχουν ορισμένες οικονομικές εξηγήσεις σχετικά με το φαινόμενο της κατάρας των πόρων. Στη δεκαετία του 1950, οι οικονομολόγοι της ιστορικής δομικής προσέγγισης ανέπτυξαν τη θέση ότι οι οικονομίες που είναι προσανατολισμένες στις εξαγωγές προς εθνικούς πόρους θα υποφέρουν από τη μείωση των όρων εμπορίου. Επιπλέον, οι οικονομίες με υψηλό βαθμό εξάρτησης από τις εξαγωγές φυσικών πόρων ήταν ιδιαίτερα ευάλωτες στην αστάθεια των τιμών. Η μεταβλητότητα των τιμών θα έχει τρεις κύριες συνέπειες για την εγχώρια οικονομία: (1) περιορισμός των ιδιωτικών επενδύσεων, (2) περιορισμός των κρατικών εσόδων και (3) περιορισμός στο ξένο συνάλλαγμα. Τέλος, σε περίπτωση που ξένες πολυεθνικές έχουν τον έλεγχο της εξόρυξης πόρων και επαναπατρίσουν τα κέρδη τους, οι εθνικοί πόροι δεν μπορούν να ενισχύσουν την οικονομική μεγέθυνση (Ross 1998, σελ. 301)», σε Ρουκανάς Σ. (2019).

Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές από τις χώρες του Κόλπου προσπάθησαν να αντιγράψουν το μοντέλο της Νορβηγίας με δεδομένο ότι τα ΚΕΤ θεωρούνται ως οι θεσμοί-κλειδιά (α) για τη διαχείριση των εισοδημάτων από εκμετάλλευση πλουτοπαραγωγικών πηγών, (β) για την εξασφάλιση των μακροοικονομικής σταθερότητας μέσω των επενδύσεων με μακροχρόνιο ορίζοντα και (γ) για τη μετατροπή των εθνικών περιουσιακών στοιχείων σε χρηματοοικονομικά αποθέματα διεθνούς χαρακτήρα και την επίτευξη της αλληλοεπίδρασης μεταξύ της ημεδαπής οικονομίας εκάστου κράτους και τις διεθνείς αγορές.

Είναι επίσης αξιοσημείωτο ότι μπορεί μεν τα πρώτα ΚΕΤ να ιδρύθηκαν από τα κράτη του Κόλπου (βλ. π.χ. Κουβέιτ) αλλά η επιρροή του Δυτικού Κόσμου (εν προκειμένω του Ηνωμένου Βασιλείου από το οποίο ανεξαρτητοποιήθηκε το Κουβέιτ μόλις οκτώ χρόνια μετά την ίδρυση του ανάλογου ΚΕΤ) ήταν εμφανής. Στην ουσία, η Δύση ήταν αυτή που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στη σύλληψη της ανάγκης ίδρυσης των ΚΕΤ και στο σχεδιασμό τους. Η έννοια της παγκόσμιας αγοράς [73] είχε αρχίσει να συλλαμβάνεται έστω σε πρώιμο στάδιο και μαζί με αυτήν η έννοια της παγκόσμιας διακυβέρνησης ή της διακυβέρνησης των ΚΕΤ στην παγκόσμια οικονομία.

---

73. "Global agora", Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 125.

Το πόσο βοηθητικά μπορεί να αποδειχθούν τα ΚΕΤ για την αντιμετώπιση και πιο τοπικού χαρακτήρα συμφερόντων φαίνεται και από τα ΚΕΤ των Ασιατικών χωρών αλλά και από τα ΚΕΤ των χωρών του Κόλπου. Και στις δυο περιπτώσεις η ίδρυση ΚΕΤ από κάποιες από τις χώρες της Ασίας ή του Κόλπου οδήγησε και πολλές από τις υπόλοιπες σε αντίστοιχες κινήσεις ώστε να μην χάσουν το «πλεονέκτημα» σε σύγκριση με τους γείτονές τους [74]. Από αυτήν την άποψη τα ΚΕΤ ήταν και ένα μέσο να δείξουν τα κράτη ότι άρχισαν να μετέρχονται νεωτεριστικές μεθόδους δράσης και επέμβασης στον τρόπο με τον οποίο ασκεί διακυβέρνηση το ίδιο το κράτος, στις οικονομίες της ευρύτερης περιοχής (π.χ. σε όλα τα κράτη του Κόλπου) και στη νέα παγκόσμια οικονομία [75]. Με τον καιρό τα κράτη του Κόλπου αντιλήφθηκαν ότι τα ΚΕΤ ήταν κάτι παραπάνω από ένα εργαλείο διαχείρισης των φαινομένων της κατάρας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας- άρχισαν να γίνονται εργαλεία για τον εκσυγχρονισμό μέσω της υιοθέτησης αρχών διακυβέρνησης που προσιδίαζαν περισσότερο σε επενδυτικούς οργανισμούς του Δυτικού κόσμου και για την οικονομική ανάπτυξη των κρατών τους. Σε ένα παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό που διαμορφώθηκε μετά την μεγάλη οικονομική κρίση του 2007-2008 όλοι οι παράγοντες της παγκόσμιας αγοράς αντιλήφθηκαν ότι από τον καπιταλισμό του εμπορίου και της παραγωγής η οικονομία περνούσε πλέον στον καπιταλισμό των αγορών αφού τα μεγέθη της τελευταίας ήταν επτά φορές μεγαλύτερα σε σχέση με αυτά της πραγματικής οικονομίας όπως την ήξεραν όλοι έως τότε (εμπόριο και παραγωγή).

Ωστόσο, η υιοθέτηση των κανόνων των θεσμικών επενδυτών της Δύσης από τα ΚΕΤ άλλων περιοχών όπως αυτών του Κόλπου δεν μπορεί να λάβει χώρα χωρίς προσαρμογές στις ειδικές συνθήκες που επικρατούν στις χώρες αυτές. Προκειμένου να επιτύχει η μεταφορά των δυτικών προτύπων στα ΚΕΤ άλλων περιοχών είναι σκόπιμο τα τελευταία να εστιάσουν σε τρία διαφορετικά πεδία [76]:

(α) **ανθρώπινο δυναμικό**: τα ΚΕΤ πρέπει να είναι σε θέση να έλξουν άτομα με υψηλών προδιαγραφών προσόντα και με υψηλή εξειδίκευση ώστε να μπορούν να

---

74. «Neighborhood and club like effect»- Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 127.

75. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ. 128.

76. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press, σελ.130επ.

ανταγωνιστούν το αντίστοιχο προσωπικό αντίστοιχων εταιρειών του ιδιωτικού τομέα παγκοσμίως,

(β) **διαδικασίες:** οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί έχουν διαμορφώσει πλέον υψηλά ανεπτυγμένα πλαίσια λήψης αποφάσεων και πολιτικές στάθμισης και ελαχιστοποίησης του ρίσκου για να μπορέσουν να διαχειριστούν την πολυπλοκότητα των σύγχρονων επενδύσεων. Η επιτυχία της επενδυτικής διαχείρισης στους θεσμικούς επενδυτές είναι ο τρόπος και τα μέσα με τα οποία η λήψη των αποφάσεων οριοθετείται, προγραμματίζεται και εκτελείται. Είναι σημαντικό ότι έρευνες έχουν καταδείξει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ ορθής διακυβέρνησης και θετικών οικονομικών αποδόσεων. Η καινοτομία στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων είναι επίσης σημαντική για την εξασφάλιση λειτουργικής απόδοσης των θεσμικών επενδυτών.

(γ) **πολιτικές:** είναι γενική παραδοχή ότι τα ΚΕΤ δεν μπορούν να είναι εντελώς απολιτικά. Κάθε κρατικό ΚΕΤ είναι ένα προϊόν πολιτικής απόφασης. Ωστόσο, έχει παρατηρηθεί μετά από σχετικές έρευνες ότι η μεγάλη εξάρτηση των ΚΕΤ και του τρόπου λήψης των αποφάσεών τους από τους παράγοντες που εκάστοτε διαμορφώνουν πολιτικές μπορεί να αποβούν επιζήμιες για τις αποδόσεις αφού οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται για να εξυπηρετηθούν συγκεκριμένα, τοπικού χαρακτήρα πολλές φορές, πολιτικά συμφέροντα και όχι με βάση τις συμβουλές ανεξάρτητων συμβούλων με υψηλή εξειδίκευση.

Εκ πρώτης όψεως τα ΚΕΤ του Κόλπου – με εξαίρεση ίσως κάποια [77]- έχουν σε πολλά σημεία επιτύχει την υιοθέτηση των ανωτέρω τριών βασικών στοιχείων για την επίτευξη του εκσυγχρονισμού τους και της ένταξής τους στα ΚΕΤ της σύγχρονης παγκόσμιας αγοράς. Έχουν προσλάβει προσωπικό με τα απαιτούμενα προσόντα, λειτουργούν με επιτροπές και υποεπιτροπές στις οποίες έχουν αναθέσει χωριστές αρμοδιότητες (συμπεριλαμβανομένης της αρμοδιότητας για τη διαχείριση του ρίσκου των προτεινόμενων επενδύσεων ή επιτροπές επενδύσεων ή ειδικές ομάδες για την εκπόνηση των απαιτούμενων due diligence reports), επενδύουν σε διαφορετικά προϊόντα είτε μετά από αποφάσεις εσωτερικών οργάνων είτε μετά από διαδικασίες outsourcing σε εξωτερικούς συμβούλους και επίσης παρατηρείται διαχωρισμός μεταξύ πολιτικής ηγεσίας και ΚΕΤ, τουλάχιστον με νομοτεχνικά κριτήρια.

---

77. Βλ. κατωτέρω ανάλυση για το PIF.

Ωστόσο, μια βαθύτερη ανάλυση καταδεικνύει τα προβλήματα που υπάρχουν πίσω από τη φαινομενικά πλήρη υιοθέτηση των παραπάνω αρχών.

(α) **Ανθρώπινο δυναμικό:** στην πραγματικότητα τα άτομα με υψηλή εξειδίκευση σε αυτές τις χώρες δεν είναι πολλά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να εισρέει ανθρώπινο δυναμικό από εξωτερικό πράγμα που ενίοτε δημιουργεί εσωτερικές εντάσεις και ζητήματα εκπροσώπησης με την έννοια ότι δεν είναι εύκολο να ενταχθούν και να λειτουργήσουν μαζί με το ημεδαπό δυναμικό στελέχη διεθνούς προφίλ.

(β) **Διαδικασίες:** παρά το ότι υπάρχουν καταγεγραμμένες διαδικασίες στα πρότυπα των επενδυτικών εταιρειών του δυτικού κόσμου, δεν είναι πάντα εύκολο να ακολουθηθούν επί της ουσίας. Στην πραγματικότητα υπάρχουν ως μία επιφανειακή προσπάθεια θεσμικού εκσυγχρονισμού και πολλές φορές οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται με βάση συμφέροντα τοπικού ενδιαφέροντος και με τρόπο απροσδόκητο και απρόβλεπτο.

(γ) **Πολιτικές:** τις περισσότερες φορές οι επικεφαλής των διαφόρων τμημάτων των ΚΕΤ είναι άνθρωποι που βρίσκονται στις θέσεις αυτές λόγω των προσωπικών τους σχέσεων και της πολιτικής τους ιδιότητας και όχι λόγω της εμπειρίας τους σε ζητήματα διεθνών επενδύσεων και χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επομένως, είναι εύκολο να φανταστεί κανείς ότι πολλές από τις επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται όχι με βάση τη γνώμη των ειδικών αλλά ως αποτέλεσμα πολιτικών επιδιώξεων μιας καθεστηκίας τάξης πραγμάτων.

Είναι γεγονός ότι η επίτευξη της ορθής διακυβέρνησης είναι δύσκολη υπόθεση. Εφαρμογή κανόνων ορθής διακυβέρνησης, ταλαντούχοι και με προσόντα επαγγελματίες του χώρου των επενδύσεων και αφοσιωμένοι επικεφαλής δεν βρίσκονται σε πληθώρα. Τα ανωτέρω είναι δυσκολίες που απαντώνται και στα ΚΕΤ του εξελιγμένου κόσμου. Αν σε αυτές τις δυσκολίες προστεθεί η ιδιαιτερότητα των ΚΕΤ του Κόλπου με την προϊστορία των εσόδων από την εκμετάλλευση πλουτοπαραγωγικών πηγών και την παράδοση στις μη δημοκρατικές κυβερνήσεις, η θεσμική απόσταση μεταξύ των ΚΕΤ της Δύσης και των ΚΕΤ της περιοχής του Κόλπου γίνεται ακόμη μεγαλύτερη. Τα ΚΕΤ της περιοχής αυτής κρατούν τον έντονα «τοπικό» χαρακτήρα τους και οι ελίτ της εξουσίας είναι απρόθυμες να παραδώσουν τη διαχείριση και την εποπτεία σε ειδικούς της αλλοδαπής για ευνόητους λόγους.

Σε κάθε περίπτωση όμως υπάρχει σε όλα τα ΚΕΤ ένα όμοιο πρόβλημα: η δυσκολία ανεύρεσης εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού. Εφόσον υπάρχουν ικανοί



εξειδικευμένοι επαγγελματίες, όλα τα υπόλοιπα (ορθές διαδικασίες-πολιτικές) μπορούν να ακολουθήσουν. Αυτό που μπορεί να επισημανθεί όσον αφορά στα ΚΕΤ του Κόλπου είναι ότι το γεγονός και μόνον ότι έχουν ιδρυθεί καταδεικνύει την επιθυμία των χωρών τους για εκσυγχρονισμό και τη δυνατότητά τους να διαχειριστούν τέτοιου είδους οργανισμούς και να επηρεάσουν με τις αποφάσεις τους τις διεθνείς αγορές. Η πρόκληση του μέλλοντος για αυτά τα ΚΕΤ είναι το κατά πόσο θα μπορέσουν να λειτουργήσουν ως μέσο για τον εκμοντερνισμό των χωρών και την ενσωμάτωσή τους στην παγκόσμια οικονομία. Με άλλα λόγια είναι ένα στοίχημα για τη μεταρρύθμιση της ευρύτερης περιοχής και μια δέσμευση των ιθυνόντων για το πέρασμα σε μια άλλη εποχή.

### **Συμπεράσματα του παρόντος κεφαλαίου**

Από το παρόν κεφάλαιο συνάγονται τα εξής βασικά συμπεράσματα:

- Ο μακροπρόθεσμος ορίζοντας των επενδύσεων των ΚΕΤ συνιστά από μόνος του συγκεκριμένη επιλογή διακυβέρνησης τόσο του ίδιου του ΚΕΤ καθώς, έχοντας μακροπρόθεσμο ορίζοντα, απομακρύνεται από τη λογική των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων και εστιάζει στη λογική της εξασφάλισης των επόμενων γενεών, όσο και των εταιρειών-στόχων καθώς διαφοροποιείται το είδος των επενδύσεων στις οποίες το ΚΕΤ προβαίνει.
- Η επιλογή ή η απόρριψη συγκεκριμένων επενδύσεων από τα ΚΕΤ δείχνει καταρχήν ότι αφορά περισσότερο στη διακυβέρνηση των εταιρειών-στόχων, ωστόσο, επηρεάζει και την εσωτερική διακυβέρνηση ιδίως ανάλογα με τις μεθόδους/διαδικασίες που χρησιμοποιεί το ΚΕΤ προκειμένου να προβεί στην εκτίμηση και την τελική επιλογή των επενδύσεων.
- Οι επενδύσεις των ΚΕΤ συνεχίζουν σε κάποιες περιπτώσεις να συνδέονται με άσκηση πολιτικών/γεωπολιτικών συμφερόντων. Και σε αυτές τις περιπτώσεις, συνδέεται το επίπεδο εσωτερικής διακυβέρνησης του ΚΕΤ με τις επιλογές και, άρα, με την εξωτερική διακυβέρνηση που ασκεί.
- Ένας σημαντικός στόχος ορισμένων ΚΕΤ είναι -και μέσω των κανόνων χρηστής διακυβέρνησης- να επιτύχουν τη σταδιακή απεξάρτηση των χωρών τους από τα έσοδα που προέρχονται αποκλειστικά από την εκμετάλλευση των πλουτοπαραγωγικών τους πηγών, όπως π.χ. το πετρέλαιο, δεδομένης της επίσης σταδιακής μείωσης των σχετικών κοιτασμάτων.

- Η στελέχωση των ΚΕΤ με εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό και η ανάθεση σε εξειδικευμένους εξωτερικούς συμβούλους αποτελεί σημαντική έκφανση τόσο του υψηλού επιπέδου της εσωτερικής τους διακυβέρνησης όσο όμως και της εξωτερικής διακυβέρνησης που ασκούν με δεδομένο ότι τα είδη των επενδύσεων που μπορεί να τύχουν εκτίμησης από άτομα με υψηλή εξειδίκευση είναι διαφορετικά από αυτά στα οποία μπορεί να προβεί το ΚΕΤ με ένα μέσου επιπέδου ανθρώπινο δυναμικό.
- Για μια πραγματική χρηστή διακυβέρνηση δεν αρκεί η τυπική καθιέρωση κανόνων διακυβέρνησης αλλά χρειάζεται η ουσιαστική εφαρμογή τους.

## **Χ.ΤΑ ΚΕΤ ΤΟΥ ΣΗΜΕΡΑ- Η ΑΝΟΔΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΤΗΣ, ΟΙ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, Ο ΝΕΟΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ**

Μετά την παρουσίαση συγκεκριμένων τύπων ΚΕΤ μέσα από την ανάλυση ακόμη πιο συγκεκριμένων παραδειγμάτων ΚΕΤ από αντιπροσωπευτικές χώρες, θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση της σημερινής πραγματικότητας στον κόσμο των ΚΕΤ ξεκινώντας από ανάλυση πρόσφατων στοιχείων και συλλογή τελευταίων σχετικών ερευνητικών αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με στοιχεία της ετήσιας έκθεσης για το 2021 του Global SWF LLC [78] [79], τα ΚΕΤ το 2020 είχαν ήδη ανέλθει σε 155 και είχαν 9 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό τη διαχείρισή τους (Assets under Management- AuM). Οι αντίστοιχοι αριθμοί το 2008 – κατά την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης- ήταν 90 ΚΕΤ και 4 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό διαχείριση [80]. Με βάση στοιχεία Σεπτεμβρίου 2020, τα ΚΕΤ κατατάσσονται πλέον ως η τρίτη σε σειρά μεγαλύτερη ομάδα ιδιοκτητών περιουσιακών στοιχείων μετά τις ασφαλιστικές εταιρείες και τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία.

---

78. Το Global SWF LLC παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες και στοιχεία σχετικά με τα ΚΕΤ και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Είναι μια καινοτόμος και ολοκληρωμένη πλατφόρμα δεδομένων που παρακολουθεί πάνω από 400 ΚΕΤ- Sovereign Wealth Funds («SWFs») και Συνταξιοδοτικά Ταμεία- Public Pension Funds («PPFs») και παρέχει πληροφορίες για τα χαρτοφυλάκια και το προσωπικό των 100 κορυφαίων από αυτά, ως προς το μέγεθος, επενδυτική δραστηριότητα και ενδιαφέρον για την αγορά. Βλ. <https://www.globalswf.com>.

79. Βλ. Global SWF, (2021), Annual Report, “State-owned Investors in a post-pandemic age”, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.globalswf.com>.

80. Αύξηση των AuM των ΚΕΤ μεταξύ 2008 και 2020 κατά 128%, Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), “The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, σελ. 9.

 <b>2008 – The Financial Crisis</b> 90 SWFs with US\$ 4trn AuM			vs	 <b>2020 – The Health Crisis</b> 155 SWFs with US\$ 9trn AuM		
1. Independent and random pools of capital <ul style="list-style-type: none"> <li>• Governance &amp; Transparency</li> <li>• Not much talk among them yet</li> </ul>				1. Large and sophisticated organizations <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sustainability &amp; Resilience</li> <li>• Collaboration, co-investments</li> </ul>		
2. <b>Major players:</b> Savings Funds <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>ADIA, CIC, GIC, KIA, QIA</b></li> </ul>				2. <b>Major players:</b> Development Funds <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mubadala, PIF, RDIF, Temasek, TVF</b></li> </ul>		
3. <b>Major opportunities:</b> Financial Services				3. <b>Major opportunities:</b> HC, Tech & Travel		
<b>SWF</b>	<b>FS entity/ies</b>	<b>Injection (\$b)</b>	<b>Airline</b>	<b>SWF/s behind</b>	<b>Injection (\$m)</b>	<b>Sponsor</b>
ADIA	Citi, Apollo, Ares	8.4	Aeroflot	NWF, RDIF	0.9	SWFs
CIC	MS, BLK, BX	10.0	Emirates	ICD	2.0	Gvt
GIC	UBS, Citi	16.6	Gulf Air	Mumtalakat	-	-
ICD	LSE, Nasdaq	2.5	Malaysia Airlines	Khazanah	1.2*	Gvt/SWF**
KIA	Citi, ML, Visa	5.8	Qatar Airways	QIA	2.0	Gvt
KIC	ML	2.0	Singapore Airlines	Temasek	4.7	SWF
MIC	Carlyle, Barclays	8.2	Turkish Airlines	TVF	1.0*	SWF**
QIA	Barclays, CS, LSE	12.0	<b>Total</b>		<b>11.8</b>	
Temasek	Barclays, ML	6.4				
<b>Total</b>		<b>71.2</b>				

\* Estimated by Global SWF, \*\* To be confirmed

Από τον ανωτέρω πίνακα προκύπτει ότι τα ΚΕΤ το 2020, στην κρίση της πανδημίας του COVID-19, είχαν ήδη ανέλθει σε 155 και είχαν 9 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό τη διαχείρισή τους (από 90 και 4 τρις υπό διαχείριση το 2008, στην παγκόσμια οικονομική κρίση). Προκύπτει επίσης ότι το 2008 οι κανόνες διακυβέρνησης μόλις που άρχιζαν να μπαίνουν στη ζωή των ΚΕΤ και δεν υπήρχε επικοινωνία μεταξύ τους ενώ το 2020 έχουν αναπτυχθεί οι συνεργασίες και οι συνεπενδύσεις και δίνεται ξεχωριστή σημασία στη βιωσιμότητα και την ανθεκτικότητα. Το 2008 τα ΚΕΤ που ξεχωρίζουν είναι μεταξύ άλλων της Κίνας και της Σιγκαπούρης ενώ το 2020 είναι μεταξύ άλλων το PIF για λόγους που αναλύονται εκτενώς κατωτέρω. Όσον αφορά στον τομέα των επενδύσεων, το 2008 ξεχωρίζουν οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες ενώ το 2020 η τεχνολογία, η βιομηχανία του τουρισμού-ταξιδίων και οι υπηρεσίες ανθρώπινου δυναμικού.

Πηγή: 2021 Annual Report του Global SWF LLC

Σε αυτό το σημείο αξίζει να παρουσιασθούν συνοπτικά οι βασικές διαφορές και ομοιότητες των ΚΕΤ σε σχέση με τα συνταξιοδοτικά ταμεία:

(α) τα ΚΕΤ δεν έχουν ως σκοπό ή/και υποχρέωση την απόδοση συγκεκριμένου ποσού σύνταξης σε συγκεκριμένα άτομα (συνταξιούχους), όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία,

(β) τα συνταξιοδοτικά ταμεία συναντώνται περισσότερο σε δημοκρατικές χώρες ενώ τα ΚΕΤ ξεκίνησαν την παρουσία τους σε μη δημοκρατικές χώρες και με τον καιρό εξαπλώθηκαν και στις δημοκρατικές,

(γ) αμφότερα ελέγχονται συνήθως από το κράτος και επιδιώκουν μακροπρόθεσμες επενδυτικές στρατηγικές – δεν έχουν όμως ίδιους στόχους με την έννοια ότι τα ΚΕΤ μπορεί να έχουν πολλαπλούς στόχους σε αντίθεση με τα συνταξιοδοτικά ταμεία που ο βασικός σκοπός είναι η απονομή της σύνταξης σε συγκεκριμένους δικαιούχους,  
(δ) αμφότερα είναι μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια με σχετικώς περιορισμένο ανθρώπινο δυναμικό με στόχο ως επί το πλείστον «εμπορικές» αποδόσεις,  
(ε) τα ΚΕΤ τείνουν να δρουν περισσότερο σε διεθνές επίπεδο ενώ τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι πιο πιστά σε ένα ιδρυτικό μοντέλο επενδύσεων με κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων κατά 60% σε εισηγμένες εταιρείες / μετοχές και κατά 40% σε εισηγμένα ομόλογα/χρέος του δημοσίου.

Κρατώντας μια από τις βασικές διαφορές μεταξύ ΚΕΤ και συνταξιοδοτικών ταμείων, επισημαίνεται εκ νέου ότι ο λόγος για τον οποίο τα ΚΕΤ δεν προέβαιναν παραδοσιακά τόσο πολύ σε επενδύσεις του δημοσίου (μετοχές ή κρατικά ομόλογα) ήταν το λεγόμενο *penalty of stateness*. Οι χώρες – στόχοι ήταν λόγω και της μη δημοκρατικής παράδοσης πολλών ΚΕΤ αλλά και για λόγους γεωπολιτικής και γεωστρατηγικής σκεπτικές να δεχθούν επενδυτές σε κρατικές εταιρείες τους. Γι' αυτό το λόγο τα ΚΕΤ στράφηκαν σχετικώς νωρίς σε επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα. Σε κάθε περίπτωση, πρόσφατες έρευνες (Harris, Jenkinson and Kaplan, 2014- Sensoy, Wang & Weisbach, 2014) κατέδειξαν ότι οι επενδύσεις σε ιδιωτικού τομέα εταιρείες αποδίδουν καλύτερα και αναφορικά με τις αποδόσεις προς τον επενδυτή αλλά και αναφορικά με τη λειτουργική επίδοση των ίδιων των εταιρειών στόχων [81] καθιστώντας τα ΚΕΤ ενεργητικά υποκείμενα διακυβέρνησης των εν λόγω εταιρειών- στόχων.

Οι βασικοί λόγοι της πραγματικής εκτίναξης του αριθμού των ΚΕΤ και του ύψους των κεφαλαίων που διαχειρίζονται από το 2008 μέχρι το 2020 ήταν (α) η ίδρυση 80 νέων κρατικών θεσμικών επενδυτών (*state-owned investors*), στους οποίους συγκαταλέγονται αμφότερα τα ΚΕΤ και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, κατά τη δεκαετία του 2010, (β) η εισροή κρατικών κεφαλαίων στα ΚΕΤ για λόγους υποστήριξης εξαιτίας της

---

81. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), *The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, σελ. 2επ και ιδίως σελ. 6-7.

παγκόσμιας οικονομικής κρίσης [82] και (γ) η αύξηση των τιμών του πετρελαίου μετά το 2000 για περίπου είκοσι χρόνια [83].

Ένα επίσης πολύ σημαντικό στοιχείο πρόσφατων ερευνών είναι ότι, όπως φαίνεται και από τον κατωτέρω πίνακα, ενισχύονται – σε βάρος των επενδύσεων σε εταιρείες του δημοσίου- οι εναλλακτικές επενδύσεις (alternative investments), οι οποίες είναι επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών του ιδιωτικού τομέα, σε venture capital, σε hedge funds, σε εταιρείες ακινήτων (real property), σε πάγια (tangible assets), σε εμπορεύματα- αγαθά (commodities). Ωστόσο, από τα σχετικά στοιχεία δεν προκύπτει συσχετισμός μεταξύ της επιλογής των εναλλακτικών επενδύσεων και του μεγέθους του ΚΕΤ (δλδ. των κεφαλαίων υπό διαχείριση) ή του τύπου του κρατικού θεσμικού επενδυτή (state-owned investor), δλδ. ΚΕΤ ή συνταξιοδοτικό ταμείο.

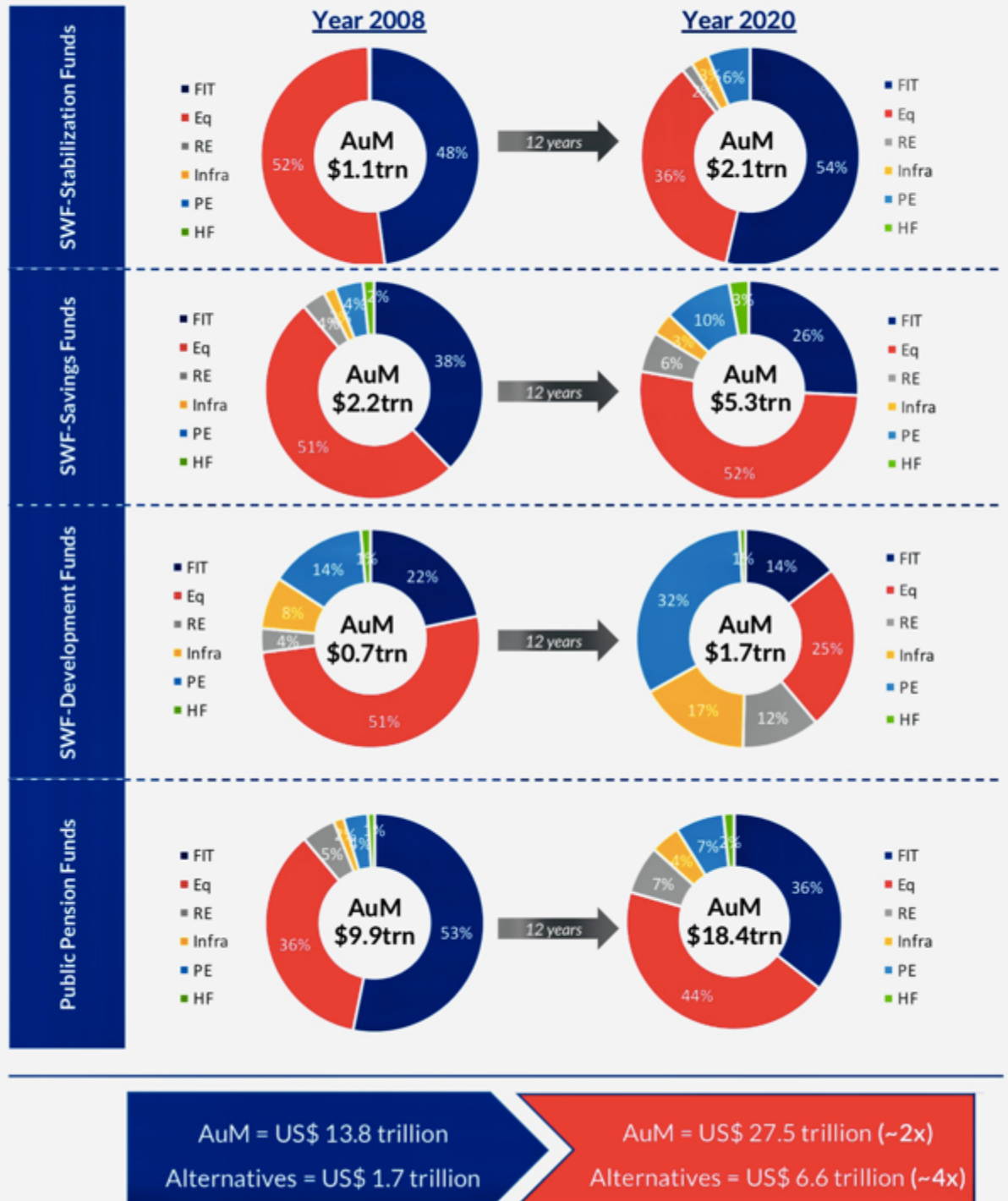
---

82. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, σελ. 9.

83. Βλ. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent P., (2020), Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 362.



Figure 17. Comparison between 2008 and 2020 asset allocations per mandate



Σύγκριση της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων των ΚΕΤ, ανά κατηγορία ΚΕΤ, μεταξύ 2008 και 2020. Οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν σχεδόν τετραπλασιαστεί. Τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση έχουν διπλασιαστεί. Πηγή: [www.globalswf.com](http://www.globalswf.com)

Τα ΚΕΤ Σταθεροποίησης [84] που ιδρύονται εν είδει μηχανισμού «μαξιλαριού» που μπορεί να καλύψουν δημοσιονομικά ελλείμματα σε καιρούς ανασφάλειας ή κρίσης της αγοράς. Γι' αυτό επενδύουν περίπου 90% των περιουσιακών τους στοιχείων σε μετοχές εταιρειών του δημοσίου και κρατικά ομόλογα. Είναι συχνά πιο άμεσα ρευστοποιήσιμα (Curzio & Miceli, 2010). Απορροφούν προσωρινά πλεονάσματα ή έσοδα από απότομα αυξηθείσες τιμές προϊόντων και έχουν την ιδιότητα της αυτό – ασφάλειας με την έννοια ότι μειώνουν τον κίνδυνο προκυκλικών εκροών (procyclical capital flows). Παράδειγμα αυτού του τύπου των ΚΕΤ είναι το Ρωσικό (Russian Reserve Fund) [85].

Τα ΚΕΤ Αποταμίευσης (γνωστά και ως ΚΕΤ των επόμενων γενεών) αντιμετωπίζουν μικρότερο πίεση για βραχυπρόθεσμη ρευστότητα και μπορούν να επενδύουν με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Γι' αυτό είναι πιο επιθετικά στις επενδύσεις τους (το προφίλ τους σαν επενδυτών είναι πιο ριψοκίνδυνο), επενδύουν κατά μέσο όρο σε ποσοστό 22% σε εταιρείες του ιδιωτικού τομέα και αποτελούν τους μεγαλύτερους επενδυτές σε ακίνητα και υποδομές. Δεν πρέπει να παραγνωριστεί ότι πρόκειται για τα ΚΕΤ που γεννήθηκαν για να αποτρέψουν το φαινόμενο της κατάρτας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας. Αξιοσημείωτο ότι αναφέρονται ως τα ΚΕΤ της «αντικατάστασης πλούτου» (wealth substitution) καθώς μέσω αυτών επιτυγχάνεται η μετατροπή των φυσικών πόρων σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία [86]. Παράδειγμα τέτοιου ΚΕΤ είναι το Νορβηγικό.

Τα ΚΕΤ Ανάπτυξης μοιάζουν με τις αναπτυξιακές τράπεζες με τη διαφορά ότι οι τελευταίες χορηγούν δάνεια σε εταιρείες ή για χρηματοδοτήσεις συγκεκριμένων έργων (corporate ή project finance) ενώ τα ΚΕΤ προβαίνουν σε μετοχικού χαρακτήρα επενδύσεις. Ακριβώς λόγω των ανωτέρω χαρακτηριστικών τους επενδύουν αρκετά σε ημεδαπές επιχειρήσεις [87].

---

84. Τα λεγόμενα rainy day funds.

85. Mutsaers O., (2019), The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments", Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>, σελ. 11επ.

86. Mutsaers O., (2019), The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments", Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>.

87. Βλ. σελ. 12 σε Mutsaers O., (2019), The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments", Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>.



Τα ΚΕΤ μπορούν επίσης να διαχωριστούν ανάλογα με τα είδη σκοπών που επιθυμούν να εκπληρώσουν.

Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν

(α) οι χρηματοοικονομικοί στόχοι που αναμένονται να επιτευχθούν από τα ΚΕΤ, δλδ. συγκεκριμένες αποδόσεις,

(β) στόχοι σχετικοί με τα ESG κριτήρια καθώς πολλά ΚΕΤ (όπως το Αυστραλιανό, το Νορβηγικό και της Νέας Ζηλανδίας) θεωρούν ότι επενδύοντας με μια ESG agenda θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις [88],

(γ) στρατηγικοί-γεωπολιτικοί-πολιτικοί στόχοι επενδύοντας είτε σε στρατηγικές εθνικές επενδύσεις (όπως π.χ. το Temasek της Σιγκαπούρης) είτε για την επίτευξη άλλων συμφερόντων [89],

(δ) οι στόχοι σε σχέση με σημεία-ποσοστά αναφοράς (benchmarks) [90],

(ε) στόχοι σε σχέση με ανώτατα ποσοστά συμμετοχής (π.χ. επένδυση μέχρι το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας στόχου), το οποίο μπορεί να συμβαίνει είτε για να μην υποχρεούνται σε επιπλέον κανονιστικές υποχρεώσεις είτε για να μην κατηγορούνται ότι εξυπηρετούν γεωπολιτικά συμφέροντα,

(στ) στόχοι αναφορικά με όρια πιστωτικού κινδύνου και κανόνες κατανομής κινδύνου,

(ζ) στόχοι σχετικοί με τη μετατροπή των εισοδημάτων από την εκμετάλλευση των φυσικών πόρων σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία [91],

(η) στόχοι αποφυγής των φαινομένων της κατάρας των πόρων και της ολλανδικής ασθένειας,

(θ) στόχοι σχετικοί με τη βελτίωση του δείκτη risk return,

---

88. Βλ. Mutsaers, σελ. 13, ως προηγούμενη υποσημείωση.

89. Με το να επενδύουν σε άλλες εταιρείες στόχους τα ΚΕΤ μπορεί να οδηγήσουν σε υπεραποδόσεις αλλά και το αντίθετο. Επιπλέον μπορεί οι επενδύσεις να λειτουργούν ως ένας τρόπος επαναπροσδιορισμού της οικονομικής δύναμης άλλων κρατών- βλ. π.χ. αναφορές ότι τα Κινεζικά ΚΕΤ δεν χρησιμοποιούνται για την επίτευξη οικονομικών σκοπών σε Mutsaers.

90. Βλ. Mutsaers.

91. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent P., (2020), Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, σελ. 370.

(ι) στόχοι σχετικοί με εξασφάλιση χρηματοδότησης των κρατικών υποχρεώσεων για απονομή συντάξεων,

(ια) στόχοι σχετικοί με προώθηση κρατικών επιχειρήσεων και βιομηχανιών και μεταφοράς στη χώρα προέλευσης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας μέσω των επενδύσεων στις χώρες επένδυσης-προορισμού.

Είναι προφανές ότι παρατηρείται αλλαγή [92] στις επενδύσεις των ΚΕΤ από το 2008 έως το 2020 με αυξητική τάση (από 10% σε 22%) υπέρ των εναλλακτικών επενδύσεων σε αναζήτηση μεγαλύτερων αποδόσεων και ευκαιριών σε αλλοδαπές εταιρείες και βιομηχανίες. Από τον σχετικό πίνακα προκύπτει ότι ένα επιπλέον ποσό 4,3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων επενδύθηκε από κρατικούς θεσμικούς επενδυτές σε ακίνητα, υποδομές και ιδιωτικές εταιρείες με την κατανομή των επενδύσεων στα ακίνητα να διπλασιάζεται μεταξύ 2008 και 2020 σε βάρος των κρατικών ομολόγων σταθερού εισοδήματος και των μετοχών δημόσιων εταιρειών. Οι επενδύσεις στον ιδιωτικό τομέα τριπλασιάστηκαν μεταξύ 2008 και 2020. Ο λόγος για τον οποίο έχει γίνει αυτό δεν είναι για τους ερευνητές [93] εντελώς ξεκάθαρος: ενδέχεται να οφείλεται στο *penalty of stateness* όταν πρόκειται για επενδύσεις στην αλλοδαπή (με την έννοια ότι τα ΚΕΤ δεν είναι πάντα καλοδεχούμενα στα κράτη προορισμού των επενδύσεων) ενδέχεται και να λειτουργεί ως τρόπος να αποφευχθεί η απόλυτη διαφάνεια ιδίως όταν πρόκειται για επενδύσεις σε ημεδαπές ιδιωτικές εταιρείες [94].

Ένα πολύ ενδιαφέρον σημείο της έρευνας των William L. Megginson, Diego Lopez & Asif Malik [95] είναι το κατά πόσο επηρεάζονται οι εταιρείες -στόχοι (δλδ. οι εταιρείες στις οποίες επενδύουν τα ΚΕΤ) μετά την επένδυση των ΚΕΤ στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Λαμβάνοντας υπόψη και άλλες έρευνες [Dewenter, Han & Malatesta (2010), Kotter & Lel (2011), Bortolotti, Fotak, Megginson (2015), και Karolyi & Liao (2017) σε Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021)], καταλήγουν στο ότι σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα η αντίδραση της αγοράς από την επένδυση των ΚΕΤ είναι θετική με την

---

92. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), *The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>.

93. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), *The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, σελ. 12.

94. Αναφορικά με τις επενδύσεις σε *private equity* βλ. ωστόσο και το φαινόμενο του *trend chase*- «ακολουθώ τις αγορές που οι τιμές είναι ήδη ψηλά», Mutsaers, σελ. 42.

95. Βλ. σελ. 12 επ, Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), *The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>.

αύξηση στην απόδοση εισηγμένων εταιρειών κατά 1 έως και 3. Ωστόσο, στον έλεγχο της απόδοσης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα τα αποτελέσματα των διάφορων ερευνητών δεν είναι σταθερά [96] με την έννοια ότι δεν καταλήγουν όλοι στα ίδια αποτελέσματα με τις έρευνες που αφορούν στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Άλλοι βρίσκουν ότι μεταξύ τριών ομάδων επενδυτών (ιδιωτών, ελεγχόμενων από κυβέρνηση και ΚΕΤ), η τρίτη ομάδα του ΚΕΤ έχει τις χαμηλότερες αποδόσεις και άλλοι ότι η μακροπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς σε επενδύσεις από ΚΕΤ είναι συνολικά χαμηλότερη από αυτή σε αντίστοιχες επενδύσεις ιδιωτών, πράγμα το οποίο αποδίδουν σε μη συντονισμό των στοχεύσεων των ΚΕΤ και της μεγιστοποίησης του κέρδους.

Ένα δεύτερο ενδιαφέρον στοιχείο της συλλογής στοιχείων από τους Megginson, Lopez & Malik (2020) είναι κατά πόσο επηρεάζονται η αξία της μετοχής της εταιρείας-στόχου, ο πιστωτικός της κίνδυνος και η μεταβλητότητα στις αποδόσεις. Ενώ κάποιοι ερευνητές (Gagliardi, Gianfrate & Vincenzi (2014)) βρίσκουν ότι, μετά την επένδυση από ΚΕΤ, αυξάνει η αξία της μετοχής της εταιρείας – στόχου και μειώνεται ο πιστωτικός της κίνδυνος, άλλοι [Knill, Lee & Mauck (2012) σε Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021)] βρίσκουν ότι και ο κίνδυνος αλλά και η απόδοση μειώνονται μετά την επένδυση από ΚΕΤ. Οι Borisova, Fotak, Holand & Megginson (2015) καταλήγουν ότι η επένδυση από ΚΕΤ έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του περιθωρίου των ομολόγων τους και επομένως την αύξηση του κόστους δανεισμού τους. Αντίστοιχο συμπέρασμα βγάζουν και άλλοι (Boubaker (2017)) και συγκεκριμένα ότι αυξάνεται μετά την επένδυση από ΚΕΤ το κόστος την άντλησης κεφαλαίων (equity financing). Αυτή η αύξηση του κόστους άντλησης κεφαλαίων ή /και δανεισμού (equity & debt financing) δεν εξηγείται από τους ερευνητές [97].

Βλ. και άλλους οδηγούς- κλειδιά [98] για την επιλογή συγκεκριμένων επενδυτικών επιλογών-επενδυτικής στρατηγικής των ΚΕΤ και άσκησης εξωτερικής διακυβέρνησης όπως το γεωγραφικό κριτήριο-γεωγραφική προέλευση, που π.χ. προκύπτει ότι τα ΚΕΤ της MENA προβαίνουν συνήθως σε μεγαλύτερα ανά κομμάτι deals/συναλλαγές ή ότι τα ΚΕΤ του Δυτικού κόσμου επενδύουν περισσότερο σε εγχώριες επιχειρήσεις ενώ τα

---

96. Βλ. και Mutsaers, σελ. 39.

97. Βλ. σελ. 14, Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), "The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds", *Annual Review of Financial Economics*, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>.

98. Mutsaers, σελ. 30-31.

ΚΕΤ της Ασίας σε εξωχώριες ή ότι τα ΚΕΤ της Ασίας προβαίνουν σε επενδύσεις με τις οποίες αποκτούν πλειοψηφικά πακέτα (αφού επιδιώκουν συγκεκριμένα γεωπολιτικά συμφέροντα μέσω των επενδύσεων τους) σε αντίθεση με τα ΚΕΤ του Δυτικού κόσμου που κατά μέσο όρο δεν ξεπερνούν το 25% σε συμμετοχή.

Επίσης, όταν τα ΚΕΤ δεν αναθέτουν τμήμα της διαδικασίας καθορισμού της επενδυτικής στρατηγικής σε εξωτερικούς εξειδικευμένους συμβούλους και ακολουθούν το πρότυπο εσωτερικής διακυβέρνησης μέσω των αποφάσεων των ιδιοκτητών του ΚΕΤ, ήτοι των κυβερνητικών παραγόντων, οι έρευνες έχουν καταδείξει ότι αυτό έχει ως αποτέλεσμα να προβαίνουν κατά 13% σε εγχώριες επενδύσεις σε σύγκριση με εξωχώριες, το οποίο φαίνεται λογικό αφού οι πολιτικοί όταν αποφασίζουν πού θα επενδυθούν τα αποθεματικά επιδιώκουν παράλληλα και άλλες πολιτικές σκοπιμότητες εκτός από την σαφώς επενδυτική συναλλαγή [99].

### **Συμπεράσματα του παρόντος κεφαλαίου**

- Παρατηρείται στροφή των επιλογών των ΚΕΤ σε εναλλακτικές επενδύσεις-ιδιωτικό κεφάλαιο και ιδιωτικό χρέος.
- Οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δεν καταλήγουν σε όμοια συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση της επένδυσης των ΚΕΤ στην αξία της μετοχής των εταιρειών-στόχων, ωστόσο, παρόμοια συμπεράσματα συνάγονται στο ζήτημα των αποδόσεων.

---

99 Βλ. Mutsaers σελ. 31 και Bernstein S., Lerner J. & Schoar A., (2013), The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 27, Number 2- Spring 2013, σελ. 227.

## **XI. KET & ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE CRITERIA) / CSR (CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY [100])**

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναλυθεί η έννοια του περιβαλλοντικού και κοινωνικού κριτηρίου και του κριτηρίου χρηστής διακυβέρνησης και η επίδρασή τους στις επενδυτικές επιλογές των ΚΕΤ.

Ο όρος ESG απαντάται για πρώτη φορά το 2005 και αφορά στα τρία βασικά στοιχεία/παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη για να μετρηθεί η βιωσιμότητα και η επίδραση μιας επένδυσης σε μια εταιρεία ή μια επιχείρηση και ευρύτερα στην κοινωνία: περιβαλλοντικός παράγοντας, κοινωνικός παράγοντας, παράγοντας χρηστής διακυβέρνησης. Από το 2005 μέχρι σήμερα τα περιουσιακά στοιχεία που απέκτησαν διάφοροι θεσμικοί επενδυτές εφαρμόζοντας στρατηγικές με ESG agenda έχουν τετραπλασιαστεί και ανέρχονταν ήδη το 2020 σε 6,2 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Ο περιβαλλοντικός παράγοντας (environmental) γίνεται αναμφίβολα πιο εύκολα κατανοητός. Πολλά ΚΕΤ εκδίδουν πλέον εκθέσεις βιωσιμότητας και αναφέρουν σε αυτές ζητήματα σχετικά με τα επιτρεπόμενα όρια σε εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα ή σχετικά με επενδύσεις σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Είναι ενδεικτικό ότι το ΚΕΤ του Καναδά έχει δώσει κίνητρο στο προσωπικό του συνδυάζοντας το ετήσιο bonus με το ύψος των δικαιωμάτων εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα επί του χαρτοφυλακίου που ο καθένας από το προσωπικό χειρίζεται [101].

Ο κοινωνικός παράγοντας (Social) σχετίζεται με ένα παλιότερο ακρωνύμιο αυτό της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Corporate Social Responsibility) και αναφέρεται σε στοιχεία που προκύπτουν μεταξύ επιχειρήσεων και ατόμων, συμπεριλαμβανομένων ζητημάτων ανάπτυξης ανθρώπινου δυναμικού. Στην πράξη, πολλοί θεσμικοί επενδυτές θέτουν στόχους για πολυπολιτισμικότητα (diversity), όπως π.χ. το ADIA του Αμπού Ντάμπι που απασχολεί άτομα από πάνω από 60 διαφορετικές εθνικότητες, ωστόσο, όλα τα διευθυντικά στελέχη είναι άντρες από τα ΗΑΕ.

---

100. Li Z., Wang P. & Wu T., (2021), Do foreign institutional investors drive corporate social responsibility? Evidence from listed firms in China, *Journal of Business Finance & Accounting*, 48:338-373, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa](https://wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa), σελ. 342 όπου αναφέρεται ότι “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη ορίζεται η δέσμευση μιας εταιρείας να ελαχιστοποιεί πιθανές βλαπτικές επιδράσεις των λειτουργιών της και να μεγιστοποιεί τις μακροπρόθεσμη θετική επίδρασή της στην κοινωνία”.

101. Global SWF, (2021), Annual Report, “State-owned Investors in a post-pandemic age”, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.globalswf.com>.

Ο παράγοντας G είναι αυτός της ορθής-χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης (όπως έχει ήδη αναλυθεί) και εταιρικής συμπεριφοράς (π.χ. κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς, κυβερνοασφάλεια, φορολογική διαφάνεια). Είναι ενδεικτικό ότι το Νορβηγικό ΚΕΤ που διατηρεί πάνω από 1,5% σε εξωχώριες εταιρείες σε όλον τον κόσμο έχει κατά καιρούς ασκήσει μεγάλες πιέσεις σε διάφορες εταιρείες για να αυξήσουν τους κανόνες της δικής τους εσωτερικής διακυβέρνησης, ασκώντας το ίδιο -με αυτόν τον τρόπο- εξωτερική διακυβέρνηση.

Τα ΚΕΤ επομένως αποκτούν ρόλο ακτιβιστή καθώς η ατζέντα των επενδύσεών τους έχει πολλές φορές βασικά στοιχεία περιβαλλοντικού και κοινωνικού χαρακτήρα. Από τις έρευνες [102] προκύπτει ότι σε χώρες με περιβαλλοντική κουλτούρα, κοινωνική ευθύνη και αυξημένη ευαισθησία σε θέματα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και (θέματα) ορθής διακυβέρνησης η βαθμολογία ως προς τη μέτρηση του δείκτη βιωσιμότητας είναι μεγαλύτερη, όπως επίσης μεγαλύτερη βαθμολογία έχουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία από τα ΚΕΤ, αφού πολλά από τα δεύτερα δραστηριοποιούνται σε χώρες χωρίς την παραπάνω ατζέντα (ESG).

Στο ανωτέρω πλαίσιο, το Global SWF LLC ανακοίνωσε τον Ιούλιο του 2020 ένα νέο δείκτη τον Governance- Sustainability- Resilience Scoreboard που αποτελείται από 25 στοιχεία (10 από τα οποία μετρούν την Διακυβέρνηση- Governance, 10 την Βιωσιμότητα – Sustainability και 5 την Ανθεκτικότητα- Resilience). Συνοπτικά, θα μπορούσε κανείς να πει ότι πολλά από τα 25 στοιχεία εστιάζουν σε θέματα διαφάνειας, λογοδοσίας, ανθρώπινου δυναμικού και εξειδίκευσης, διαχείρισης ρίσκου, συμμετοχής (engagement) και βιωσιμότητας σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Αναλυτικά βλ. στον κατωτέρω πίνακα τα επιμέρους στοιχεία που το καθένα δίνει έναν βαθμό:

## **Πίνακας: Ο Δείκτης Διακυβέρνηση, Βιωσιμότητα και Ανθεκτικότητα για Θεσμικούς Επενδυτές**

### **Διακυβέρνηση (10 στοιχεία)**

---

102. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>.

1. **Αποστολή & όραμα:** Καταγράφει το ΚΕΤ ξεκάθαρα την αποστολή και τους στόχους του;
  2. **Κανόνες καταθέσεων και αναλήψεων:** Καταγράφει το ΚΕΤ με σαφήνεια πώς χρηματοδοτείται και πώς γίνονται πιθανές αναλήψεις;
  3. **Φήμη εξωτερικού διαχειριστή/διευθυντή:** υπάρχει στιβαρή/αυστηρή διαδικασία επιλογής εξωτερικών διαχειριστών, εάν υπάρχουν τέτοιοι;
  4. **Εξωτερική και εσωτερική διακυβέρνηση:** έχει το ΚΕΤ διαφάνεια ως προς τη δομή της διακυβέρνησής του;
  5. **Επενδυτική στρατηγική και κριτήρια:** σε τι είδους περιουσιακά στοιχεία επενδύει το ΚΕΤ;
  6. **Δομή και λειτουργικά στοιχεία:** πώς είναι το ΚΕΤ δομημένο ως επενδυτικός οργανισμός;
  7. **Ελεγμένες Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις:** είναι οι οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμοί κ.λπ.) ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές και δημοσιευμένες;
  8. **Δημοσιευμένα στοιχεία για τα Υπό Διαχείριση Κεφάλαια:** Δίνει το ΚΕΤ σαφή στοιχεία αναφορικά με το ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζεται;
  9. **Λεπτομέρειες του επενδυτικού χαρτοφυλακίου:** Δίνει το ΚΕΤ σαφή στοιχεία αναφορικά με το τι είδους περιουσιακά στοιχεία διακρατεί;
  10. **Ετήσιες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις:** Δίνει το ΚΕΤ στοιχεία για τις πρόσφατες αποδόσεις του;
- Βιωσιμότητα (10 στοιχεία)**
11. **Ηθικά πρότυπα και πρακτικές:** Έχει το ΚΕΤ Κανονισμό Συμπεριφοράς και πρακτικές σύγκρουσης συμφερόντων;
  12. **Ομάδα ανθρώπινου δυναμικού:** Έχει το ΚΕΤ ομάδα αφιερωμένη στην επιδίωξη υπεύθυνων επενδύσεων;
  13. **Οικονομικής φύσης αποστολή:** Επιδιώκει το ΚΕΤ οικονομική πρόοδο-προώθηση;
  14. **Οικονομικής φύσης επίδραση και μέτρηση:** Προβλέπονται ESG μετρήσεις;
  15. **ESG ετήσια έκθεση:** προβλέπεται η έκδοση ESG ετήσιας έκθεσης;

16. **Αναφορά σε Βιώσιμους Στόχους Ανάπτυξης (SDGs) [103]:** Είναι το ΚΕΤ μέλος του οργανισμού για τις υπεύθυνες επενδύσεις (UNPRI) [104] ή επενδύει λαμβάνοντας υπόψη βιώσιμους στόχους ανάπτυξης;
17. **Συνεργασίες και συμμετοχές σε οργανισμούς:** Συνεργάζεται το ΚΕΤ με διεθνείς επενδυτές ή είναι μέλος διεθνών οργανισμών ή συμμετέχει σε σχετικές πλατφόρμες επενδύσεων;
18. **Αναδυόμενες αγορές/διαχειριστές:** Επενδύει το ΚΕΤ σε αναδυόμενες αγορές/διαχειριστές;
19. **Ρόλος στην εγχώρια οικονομία:** Επενδύει το ΚΕΤ στην εγχώρια οικονομία και επιχειρήσεις;
20. **Διαχείριση ESG κινδύνων:** Αποδέχεται και λαμβάνει υπόψη το ΚΕΤ κινδύνους σχετιζόμενους με την κλιματική αλλαγή και άλλους ESG κινδύνους;  
**Ανθεκτικότητα/Ελαστικότητα (5 στοιχεία)**
21. **Διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων:** Διαθέτει το ΚΕΤ στιβαρό πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων;
22. **Στρατηγική κατανομή περιουσιακών στοιχείων:** Διαφαίνεται σοβαρή σκέψη πίσω από τις επιλογές των επενδύσεων του ΚΕΤ;
23. **Διαδικασίες και προϋποθέσεις αναλήψεων:** Υπάρχει μηχανισμός ώστε να αποφευχθεί η εξάντληση των αποθεματικών του ΚΕΤ σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα;
24. **Διαχείριση της Επιχειρησιακής Συνέχειας (BCM) / ομάδα κρίσεων:** Διαθέτει το ΚΕΤ ομάδα αφιερωμένη στη διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου;
25. **Ταχύτητα και πειθαρχία:** Έχει το ΚΕΤ εν γένει λάβει τα αναγκαία μέτρα προκειμένου να εξασφαλίζει τη μακροπρόθεσμη επιβίωσή του;

Πηγή [www.globalswf.com](http://www.globalswf.com), Σεπτέμβριος του 2020.

Αυτό που αξίζει να επισημανθεί είναι ότι, ενώ η έννοια της χρηστής διακυβέρνησης μπήκε ήδη στη ζωή των ΚΕΤ από το 2008 με τις Αρχές του Σαντιάγκο, την εποχή που ξεκινούσε η παγκόσμια οικονομική κρίση, και η έννοια της βιωσιμότητας άρχισε να συζητείται έντονα από το 2015 και μετά με τη Συμφωνία του Παρισιού [105], η

---

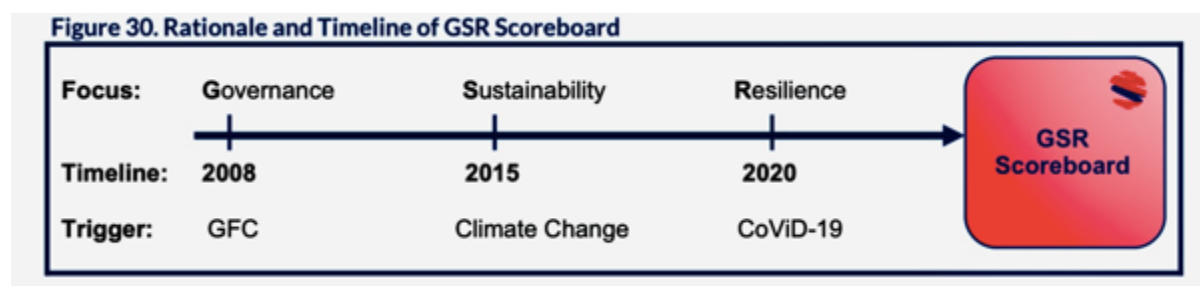
103. UNITED NATIONS, (2020), the 17 Goals, Department of Economic and Social Affairs, Sustainable Development διαθέσιμο στην ιστοσελίδα στην <https://sdgs.un.org/goals/>.

104. UNPRI, (2019), A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt, Principles for responsible investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>.

105. Βλ. UNITED NATIONS, για τη σύμβαση του Παρισιού για την κλιματική αλλαγή, <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>.



ελαστικότητα/ανθεκτικότητα τίθεται για πρώτη φορά στην κρίση του COVID-19 και αναμφίβολα θα είναι το θέμα που θα συζητιέται πλέον σε κάθε διοικητικό συμβούλιο στο εξής. Ο συνδυασμός των τριών στοιχείων στο GSR scoreboard συνιστά ουσιαστικά έναν έλεγχο μέτρησης και βελτίωσης της συμπεριφοράς των ΚΕΤ και δίνει τη δυνατότητα στους ιδιοκτήτες να λαμβάνουν γνώση των δραστηριοτήτων των διαχειριστών των περιουσιακών τους στοιχείων.



Λογική και Χρονική Σειρά των στοιχείων Διακυβέρνηση, Βιωσιμότητα και Ανθεκτικότητα/Ελαστικότητα του GSR πίνακα αποτελεσμάτων.

Στοιχείο/στόχος	Διακυβέρνηση	Βιωσιμότητα	Ανθεκτικότητα/ Ελαστικότητα
Χρόνος εμφάνισης	2008	2015	2020
Κλειδιά ενεργοποίησης	Παγκόσμια Οικονομική Κρίση	Κλιματική Αλλαγή	Πανδημία COVID-19

Πηγή [www.globalswf.com](http://www.globalswf.com)

Από τις πρόσφατες έρευνες προκύπτει ότι το απόλυτο άριστα παίρνει το Αυστραλιανό ΚΕΤ με 100 και ακολουθούν το Νορβηγικό και της Σιγκαπούρης. Οι ίδιοι πίνακες δείχνουν ότι μόνο τρία ΚΕΤ από μη δημοκρατικές χώρες (Temasek, Hong Kong HKMA & Abu Dhabi Mubadala) είναι στην κατηγορία με βαθμολογία άνω του 67%.

Από το 1995 και εφεξής παρατηρείται αύξηση των επενδύσεων με ESG κριτήρια από 639 δις δολάρια σε 11,6 τρις δολάρια. Σύμφωνα με την Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020 (με στοιχεία που συμπεριλαμβάνουν τη χρήση 2019) οι επενδυτές που επενδύουν με ESG κριτήρια έχουν αυξηθεί κατά 42% σε σχέση με το 2018. Τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών (άρα και των ΚΕΤ) διέπουν πλέον (α) κοινωνικά κριτήρια (πολιτικές επενδύσεων υπέρ της ισότητας

μεταξύ φύλων ή εναντίον του ρατσισμού), (β) περιβαλλοντικά κριτήρια (πολιτικές επενδύσεων με στόχο την επιβράδυνση της κλιματικής αλλαγής και των εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα), (γ) πολιτικές με στόχο την καταπολέμηση της τρομοκρατίας ή των απολυταρχικών καθεστώτων, (δ) κριτήρια ορθής διακυβέρνησης και ιδίως αντιπροσώπευσης στα ΔΣ των εταιρειών που επενδύουν τα ΚΕΤ τα περιουσιακά τους στοιχεία, (ε) πολιτικές προώθησης της βιώσιμης ανάπτυξης και της γεωργίας [106].

Το κίνητρο επενδυτών όπως τα ΚΕΤ να επενδύουν με ESG κριτήρια είναι ότι όσοι επενδυτές έχουν μακροχρόνιο ορίζοντα βλέπουν την εμπιστοσύνη στο προσωπικό, τη φήμη και το χαμηλό ρίσκο δικαστικής εμπλοκής ως προνόμια της επένδυσης με ESG κριτήρια.

Επίσης, το περιβαλλοντικό ζήτημα είναι αυτό που επηρεάζει υπέρ των επενδύσεων με ESG κριτήρια και μάλιστα οι Choi, Gao & Jiang (2020) έχουν καταδείξει ότι στις χώρες με εξαιρετικά ζεστό κλίμα υπάρχει ακόμη μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση ως προς το περιβαλλοντικό κριτήριο των επενδύσεων [107].

Τέλος, το ιδεολογικό-πολιτικό κίνητρο παίζει και αυτό το ρόλο του καθώς έχει παρατηρηθεί ότι σε πολιτείες των ΗΠΑ με δημοκρατικούς πολιτικούς οι επενδύσεις με ESG κριτήρια είναι αυξημένες συγκριτικά με αυτές των πολιτειών που υπερισχύουν οι Ρεπουμπλικανοί.

Περαιτέρω, τα ΚΕΤ μπορούν να επηρεάσουν-ασκήσουν διακυβέρνηση στις εταιρείες - στόχους με δύο τρόπους: (α) επιλέγοντας να επενδύσουν σε όσες από αυτές είναι πιο ψηλά στη μέτρηση των ESG κριτηρίων και (β) αφού επενδύσουν, συμμετέχοντας ενεργά ως μέτοχοι και συνομιλητές με τη διοίκηση των εταιρειών αυτών, στη λήψη αποφάσεων με ESG κριτήρια. Έχει μάλιστα αποτυπωθεί σε έρευνες ( Krueger, Sautner & Starks, 2020) ότι πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι είναι καλύτερη η εμπλοκή

---

106. Βλ. και US Forum for Sustainable and Responsible Investment 2018 Trend Report αλλά και την αντίστοιχη US Forum for Sustainable and Responsible Investment 2020 Trend Report στην ιστοσελίδα <https://www.ussif.org> καθώς και σχετικό πίνακα στη σελ.1 της έκθεσης με αναφορές στην αυξητική τάση των βιώσιμων επενδύσεων στις ΗΠΑ από το 1995 έως το 2020 και πίνακες στις σελ. 3 , 4 & 5 της έκθεσης με τις κατηγορίες των ESG κριτηρίων που λήφθηκαν υπόψη από διαχειριστές επενδύσεων το χρονικό διάστημα 2018-2020.

107. Για κατατοπιστική ανάλυση ως προς το για ποιους λόγους το περιβαλλοντικό κριτήριο θα παίζει ολοένα και περισσότερο ρόλο στις επενδύσεις των ΚΕΤ, βλ. UNPRI, (2019), A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt, Principles for responsible investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>, σελ. 23. Αντίστοιχα, στη σελ. 19, βλ. για το πόσο επίσης σημαντικό είναι το κοινωνικό κριτήριο.

στη διακυβέρνηση μιας εταιρείας- στόχου προκειμένου να αυξήσει τις επιλογές της βάσει ESG κριτηρίων παρά η αποεπένδυση [108].

Είναι γεγονός ότι υπάρχει πολύ ευρύ πεδίο ήδη γενόμενης έρευνας [109] και ακόμη ευρύτερο πεδίο μελλοντικών ερευνών στον τομέα του κατά πόσο και με ποιους τρόπους επηρεάζονται οι εταιρείες-στόχοι από τις επενδύσεις των ΚΕΤ με ESG προσανατολισμό.

Επίσης, οι μέχρι τώρα έρευνες δεν φαίνεται να έχουν κοινά/παρόμοια αποτελέσματα.

Πιο συγκεκριμένα, οι Barco, Cremers & Renneboog (2018) βρίσκουν ότι οι εταιρείες-στόχοι μετά την σε αυτές επένδυση του ΚΕΤ με ESG κριτήρια έχουν διαφορετική αντίδραση ως προς το ESG scoring που επιτυγχάνουν οι ίδιες: όταν το scoring τους είναι χαμηλότερο, αυξάνει μετά την επένδυση του ΚΕΤ-ακτιβιστή, ενώ όταν έχουν ήδη ένα καλό δείκτη βιώνουν μια διόρθωση προς τα κάτω μετά την επένδυση του ΚΕΤ ακτιβιστή [110]. Ωστόσο, δεν βρίσκουν στην έρευνα αυτή ότι η αξία των εταιρειών-στόχων (accounting performance) επηρεάζεται προς το καλύτερο μετά την επένδυση του ΚΕΤ.

Οι Dimson, Karakas & Li (2015) αντίθετα καταλήγουν ότι παρουσιάζονται θετικά αποτελέσματα στις εταιρείες-στόχους σε θέματα λειτουργίας και εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και αξιών (accounting performance) μετά την επένδυση του ΚΕΤ ακτιβιστή.

---

108. Βλ. όμως ότι οι Ευρωπαίοι επενδυτές προτιμούν το screening, exit and selection –Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, σελ.22. Βλ. ωστόσο και το λεγόμενο «exit threat» σε McCahery J., Sautner Z. & Starks L., (2015), Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=1571046>, σελ. 14 και αναφορά στο Annual Report 2021 του [globalswf.com](http://globalswf.com) ότι η προσέγγιση της αποεπένδυσης είναι μια από τις βασικές.

109. Εκτός από Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds”, Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, βλ. Mutsaers, σελ. 18-43. Επίσης, βλ. (α) Hendon E. & Petrov A., (2018), How do Sovereign Investors approach ESG Investing?, State Street Global Advisors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ssga.com>, (β) Rahman L., Rosten J., Monroy P. & Huang S., (2020), Does ESG matter for Sovereign Debt Investing? Pimco, διαθέσιμο στο [blog.pimco.com](http://blog.pimco.com) (y) Dewenter K., Han X. & Malatesta P., (2009), Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=1527863>, ιδίως σελ. 6 & 30, (δ) UNPRI, (2019), A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt, Principles for responsible investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>.

110. Barko T., Cremers M. & Renneboog L., (2018), Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance, European Corporate Governance Institute, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://ssrn.com/abstract\\_id=2977219](http://ssrn.com/abstract_id=2977219), σελ. 31.

Στο ζήτημα του κατά πόσο επηρεάζεται η αξία των εταιρειών στόχων μετά την επένδυση των ΚΕΤ (ανεξαρτήτως ESG κριτηρίων) οι Dewenter, Han, & Malatesta απαντούν ότι σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα μετά την επένδυση του ΚΕΤ παρατηρείται αύξηση των αποδόσεων. Σε μακροπρόθεσμο όμως ορίζοντα τα αποτελέσματα ποικίλλουν.

Επίσης, διαφορετικά είναι τα αποτελέσματα των ερευνών αναφορικά με το αν η ενεργής ενασχόληση του ΚΕΤ μετά την απόκτηση του μεριδίου στην εταιρεία-στόχο με συμμετοχή στις γενικές συνελεύσεις-άσκησης δικαιωμάτων ψήφου στην εταιρεία-στόχο κ.λπ.(engagement) [111] επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των εταιρειών-στόχων μακροπρόθεσμα. Οι Kotter & Lel (2011) δεν βρίσκουν μεγάλο συσχετισμό μεταξύ ενασχόλησης του ΚΕΤ μετά την επένδυση και αποδόσεων της εταιρείας-στόχου ενώ αντίθετα οι Dewenter, Han, & Malatesta (2009) θεωρούν ότι η, μετά την επένδυση, δραστηριοποίηση του ΚΕΤ συσχετίζεται με τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των εταιρειών-στόχων. Άλλοι (Bortolotti, Fotak & Megginson, 2015) ισχυρίζονται ότι τα ΚΕΤ είναι κακοί ιδιοκτήτες αφού ουσιαστικά πίσω τους κρύβονται κρατικές κυβερνήσεις με στόχο κυρίως την ικανοποίηση της κάθε συγκεκριμένης πολιτικής ατζέντας. Επίσης ότι αποφεύγουν να έχουν ενεργό ρόλο στα ΔΣ σε κομβικές εταιρείες, όπως τηλεπικοινωνίες, υποδομές και άμυνα για να μην κατηγορηθούν ότι ασκούν γεωπολιτικές επιλογές για την προώθηση αντίστοιχων δικών τους συμφερόντων. Από την άλλη, κάποιος μπορεί να ισχυριστούν ότι, επειδή τα ΚΕΤ είναι μεγάλοι φορείς, μπορούν ενεργά να επηρεάσουν τις εταιρείες στόχους με αποτέλεσμα την αύξηση των αποδόσεών τους.

Οι Mehrrouya, Huang & Barnett (2009) ισχυρίζονται και αυτοί ότι τα ΚΕΤ, ακόμη και όταν έχουν μεγάλο ποσοστό συμμετοχής σε συγκεκριμένη επιχείρηση αποφεύγουν να λαμβάνουν θέση στα εταιρικά της εταιρείας στόχου και δεν συμμετέχουν.

Άλλοι αναφέρουν ότι η επένδυση από ΚΕΤ έχει μικρότερη επίδραση στην απόδοση της εταιρείας - στόχου από ό,τι η αντίστοιχη επένδυση από ιδιώτη επενδυτή [112].

---

111. Βλ. και proxy voting approach (προσέγγιση του πληρεξουσίου) στο Annual Report 2021 του [globalswf.com](https://www.globalswf.com).

112. Βλ. και Bortolotti B., Fotak V. & Megginson W., (2015), The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2322745>, όπου ακριβώς το φαινόμενο οι αποδόσεις μετά από επένδυση ιδιωτών να είναι μεγαλύτερες στην ίδια εταιρεία απ' ό,τι μετά από επένδυση των ΚΕΤ καλείται ως "SWF discount", ιδίως σε λ. 2, 21 επ και 38 έως 41, που αναλύεται ότι εν τέλει η μη θετική επίδραση στην αξία της μετοχής των εταιρειών στόχων σε μακροχρόνιο ορίζοντα οφείλεται στην έλλειψη εμπιστοσύνης προς τα ΚΕΤ και στην πιθανότητα να

Στο πλαίσιο της έρευνας κατά πόσο τα ΚΕΤ επενδύουν με ESG κριτήρια αξίζει να σημειωθούν και τα εξής περαιτέρω: Οι Chambers, Dimson & Ilmanen (2011) αναφέρουν ότι π.χ. το Νορβηγικό ΚΕΤ δεν έχει (το 2011) την κοινωνική ευθύνη ως βασικό κριτήριο επένδυσης ωστόσο έχει από το 2004 υιοθετήσει πλαίσιο «υπεύθυνων» επενδύσεων ενώ ο Truman (2009) υπογραμμίζει ότι το ίδιο ΚΕΤ έχει υιοθετήσει ηθικής φύσεως κατευθυντήριες γραμμές για τις επενδύσεις του. Το επίσης ιδιαίτερο είναι ότι τα ΚΕΤ κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης του 2008 δεν έδειξαν ιδιαίτερη συμπεριφορά «ακτιβιστή» στον τρόπο που επένδυσαν. Ο λόγος είναι μάλλον ότι έδρασαν ως σταθεροποιητές των οικονομικών αναγκών των χωρών τους λόγω της κρίσης. Αυτό σε συνδυασμό με το ότι η μέγιστη συμμετοχή τους σε συγκεκριμένη επένδυση δεν υπερβαίνει πολλές φορές το 10% μπορεί να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι εν τέλει δεν συμμετέχουν τόσο στη διακυβέρνηση των εταιρειών-στόχων. Επιπλέον, πρέπει πάντα να λαμβάνεται υπόψη, όπως ήδη αναφέρθηκε ανωτέρω, ότι τα ΚΕΤ ενδέχεται να μην επιθυμούν κάποιες φορές να έχουν μεγάλες συμμετοχές για να μην «κατηγορούνται» ότι προωθούν δικά τους γεωπολιτικά συμφέροντα με συγκεκριμένες εξωχώριες επενδύσεις [113].

Για όσα από τα ΚΕΤ επενδύουν με ESG κριτήρια αξίζει να αναφερθούν οι τεχνικές/μέθοδοι με τις οποίες εξασφαλίζεται αυτή η μορφή των επενδύσεων. Η πιο συνηθής τεχνική είναι αυτή του screening [114] με την έννοια ότι αποκλείονται επενδύσεις σε συγκεκριμένες εταιρείες (π.χ. εξαιρούνται επενδύσεις σε καπνοβιομηχανίες, βιομηχανίες όπλων, βιομηχανίες αλκοόλ, επιχειρήσεις που προωθούν την παιδική εργασία κ.λπ.). Επίσης, αναφέρονται και άλλες τεχνικές ενσωμάτωσης ESG κριτηρίων στις επενδυτικές αποφάσεις θεσμικών επενδυτών (όχι μόνο ΚΕΤ) [115], όπως το impact investing, thematic investing, best-in-class investing, active ownership. Ωστόσο, με αφορμή αυτές τις τεχνικές αξίζει κανείς να δει το πώς αλληλοεπιδρούν η εσωτερική με την εξωτερική διακυβέρνηση. Επειδή ο πιο απλός τρόπος να επιτευχθεί επιλογή επένδυσης με βάση ESG κριτήρια είναι το screening (καθώς απλώς εξαιρούνται συγκεκριμένες επιλογές εταιρειών), αυτό (το screening)

---

θεωρείται ότι επενδύουν για την εξυπηρέτηση απώτερων γεωπολιτικών συμφερόντων, βλ. επίσης πίνακες 4,5 και 6 στις σελ. 49 -51 και αντίστοιχο πίνακα από τον Mutsaers, στη σελίδα 44-45, όπου συγκεντρώνει τα ευρήματα 16 διαφορετικών ερευνών πάνω στο ζήτημα αυτό, δλδ. στο short- and long-run performance of SWF targets.

113. Βλ. Mutsaers, σελ. 21-22.

114. Βλ. λεπτομέρειες για positive /negative screening, third generation (positive & negative screening) & fourth generation (activism) σε Mutsaers σελ 22 επ.

115. Βλ. Hendon E. & Petrov A., (2018), How do Sovereign Investors approach ESG Investing?, State Street Global Advisors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ssga.com>, σε πίνακα "Methods of ESG implementation".

είναι και η μέθοδος που συναντάται περισσότερο σε όσα ΚΕΤ επενδύουν με ESG προσανατολισμό γιατί είναι απλούστερη να εφαρμοστεί από το ανθρώπινο δυναμικό των ΚΕΤ. Οι άλλες μέθοδοι (όπως π.χ. το thematic investing/ active ownership), επειδή είναι πιο περίπλοκες, προϋποθέτουν ανάθεση της διαδικασίας εκτίμησης της επενδυτικής απόφασης από το ΚΕΤ σε εξωτερικούς εξειδικευμένους συμβούλους. Γι' αυτό το λόγο παρατηρείται ότι, όσοι θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποιούν εξωτερικούς συμβούλους, ακολουθούν σε μεγαλύτερο βαθμό επενδύσεις με ESG προσανατολισμό [116]. Διαφαίνεται δλδ. ότι ο τρόπος άσκησης της εσωτερικής διακυβέρνησης (μη ανάθεση σε εξωτερικούς συμβούλους τμημάτων της διαδικασίας επιλογής της επενδυτικής απόφασης) επηρεάζει και τη διαμόρφωση του τρόπου εξωτερικής διακυβέρνησης (ήτοι, λιγότερες επενδύσεις με ESG προσανατολισμό) [117].

Ο Mutsaers (2019) με βάση τα ανωτέρω δεδομένα καταλήγει ότι ίσως τελικά ο λόγος για τον οποίον στρέφονται τα ΚΕΤ σε επενδύσεις με ESG κριτήρια να μην είναι αμιγώς οικονομικός (μεγαλύτερες αποδόσεις) αφού δεν προκύπτει ξεκάθαρα από τις έρευνες ότι η επίδραση της επένδυσης στην εταιρεία στόχο αποφέρει πάντα και σε μακροχρόνιο ορίζοντα υψηλότερες αποδόσεις αλλά να γίνεται για πιο ηθικολογικούς λόγους (moralistic view) και τελικά ο στόχος να είναι η επιβίωση των ΚΕΤ και των εταιρειών στις οποίες αυτά επενδύουν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα ανεξαρτήτως αποδόσεων. Ένας άλλος πιθανός λόγος των επενδύσεων των ΚΕΤ με ESG κριτήρια μπορεί να είναι ότι, με αυτόν τον τρόπο, μειώνονται οι ανησυχίες των χωρών προορισμού των επενδύσεων ως προς το τι κρύβεται πίσω από την επένδυση: γεωπολιτικά συμφέροντα ή περιβαλλοντικά-κοινωνικά-χρηστής διοίκησης κριτήρια για εταιρείες με πρόσημο βιωσιμότητας. Στη δεύτερη περίπτωση, η επένδυση του ΚΕΤ είναι σαφώς πιο καλοδεχούμενη.

Άλλες πηγές [118] θεωρούν ότι τα ESG κριτήρια οδηγούν σε καλύτερη διαχείριση ρίσκου (και επομένως καλύτερη εσωτερική διακυβέρνηση) στο ίδιο το ΚΕΤ – άρα, είναι

---

116. Βλ. Hendon E. & Petrov A., ως ανωτέρω υποσημείωση, σελ. 5.

117. Σε αντίστοιχο συμπέρασμα καταλήγουμε και αναφορικά με τη στροφή των επενδύσεων των ΚΕΤ (από εισηγμένες μετοχές / ομόλογα σε alternative assets). Με δεδομένο ότι οι επενδύσεις σε alternative assets χρειάζονται εκτίμηση από εξειδικευμένους συμβούλους, εφόσον δεν υιοθετείται από κάποια ΚΕΤ το outsourcing δεν θα αυξάνονται και οι επενδύσεις σε alternative assets & private equity με αποτέλεσμα ο τρόπος άσκησης της εσωτερικής διακυβέρνησης των ΚΕΤ (όχι outsourcing) να επηρεάζει τις δυνατότητες της εξωτερικής διακυβέρνησης (μη επένδυση σε ιδιωτικές εταιρείες συγκεκριμένων τομέων, μη υποστήριξη τους κεφαλαιακά, μη συμμετοχή στις διαδικασίες λήψης απόφασης των συλλογικών τους οργάνων -π.χ. στη Γενική Συνέλευση- κ.λπ.).

118. A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt, Principles for responsible investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>.

ένα από τα σημαντικά στοιχεία που συνηγορούν στο να υιοθετούνται ESG κριτήρια στις επενδύσεις.

Πιο συγκεκριμένα, έρευνες δείχνουν ότι οι θεσμικοί με υψηλότερο ESG προσανατολισμό ή με σταδιακά αυξανόμενο ESG προσανατολισμό έχουν χαμηλότερα CDS περιθώρια, χαμηλότερο κόστος δανεισμού και χαμηλότερο κίνδυνο μη αποπληρωμών-καταγγελίας (default) [119].

Περαιτέρω, αναφέρεται [120] ότι θεσμικοί επενδυτές που επενδύουν με έμφαση στην κοινωνική ευθύνη οδηγούν τις εταιρείες στόχους στο να υιοθετούν τα Global Reporting Initiative Guidelines (Διεθνείς Κατευθυντήριες Γραμμές για αναφορές περί βιωσιμότητας) [121] και οι περί βιωσιμότητας αναφορές / εκθέσεις τους τείνουν να έχουν μεγαλύτερη διάρκεια. Επιπλέον, οι εταιρείες στόχοι μετά την επένδυση των θεσμικών έχουν καλύτερη λειτουργική απόδοση και ευκολότερη πρόσβαση σε δανεισμό.

Σε κάθε περίπτωση, υπάρχουν έρευνες [122] που καταλήγουν ότι οι επενδύσεις με ESG κριτήρια έχουν θετικό πρόσημο τόσο για τη διακυβέρνηση των ίδιων των ΚΕΤ όσο και για την εξωτερική διακυβέρνηση των εταιρειών- στόχων και, ιδίως ότι (α) δεν υπάρχουν στοιχεία βάσει των οποίων θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι σε επενδύσεις με ESG πρόσημο οι αποδόσεις των εταιρειών στόχων είναι χαμηλότερες και (β) μετά από τέτοιες επενδύσεις το κόστος δανεισμού των ΚΕΤ μειώνεται.

### **Συμπέρασμα του παρόντος κεφαλαίου**

- Τα κριτήρια ESG και οι υπεύθυνες επενδύσεις με στόχο την βιωσιμότητα και την ανθεκτικότητα των επιχειρήσεων και της παγκόσμιας οικονομίας θα παίξουν αναμφίβολα σημαντικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο θα δράσουν εφεξής τα ΚΕΤ.

---

119. Σημειώτεον ότι η ίδια έρευνα έχει καταδείξει ότι η διαφάνεια οδηγεί σε πιο αξιόπιστα μακροοικονομικά στοιχεία και βελτιώνει την προσβασιμότητα στις διεθνείς αγορές και οδηγεί στη μείωση των περιθωρίων δανεισμού στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αποδεικνύοντας και, εν προκειμένω, ότι η εσωτερική διακυβέρνηση του ΚΕΤ επιδρά στην εξωτερική με την έννοια ότι μεγαλύτερη διαφάνεια στη δομή και λειτουργία του ΚΕΤ οδηγεί σε δυνατότητα επένδυσης των ΚΕΤ σε εξωχώριες επιχειρήσεις -ασκώντας έτσι εξωτερική διακυβέρνηση στην παγκόσμια οικονομία αφενός με την κεφαλαιακή υποστήριξη συγκεκριμένων εταιρειών-στόχων αφετέρου με την έμμεση υποστήριξη των αναπτυσσόμενων οικονομιών στις οποίες μπορεί να δραστηριοποιούνται οι εταιρείες-στόχοι.

120. Li Z., Wang P. & Wu T., (2021), Do foreign institutional investors drive corporate social responsibility? Evidence from listed firms in China, *Journal of Business Finance & Accounting*, 48:338-373, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa](http://wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa).

121. Βλ. [https://www.globalreporting.org/standards/media/2458/gri\\_standards\\_brochure.pdf](https://www.globalreporting.org/standards/media/2458/gri_standards_brochure.pdf).

122. Rahman L., Rosten J., Monroy P. & Huang S., (2020), Does ESG matter for Sovereign Debt Investing? Pimco, διαθέσιμο στο [blog.pimco.com](http://blog.pimco.com), σελ. 1,3επ και 8.

- Οι επενδύσεις με ESG κριτήρια αποδεικνύεται ότι επιδρούν θετικά τόσο για τη διακυβέρνηση των ίδιων των ΚΕΤ όσο και για την εξωτερική διακυβέρνηση των εταιρειών- στόχων.

## **XII. ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008 ΣΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΤΟΥ COVID-19 ΤΟΥ 2020 - ΠΩΣ ΤΑ ΚΕΤ ΑΣΚΟΥΝ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ Ή ΑΛΛΙΩΣ «NEVER WASTE A GOOD CRISIS!»**

Στην παρούσα ενότητα θα επιχειρηθεί μια παρουσίαση του τρόπου που δραστηριοποιήθηκαν τα ΚΕΤ κατά την κρίση της πανδημίας του COVID-19 συμπεριλαμβανομένης μιας σύγκρισης με την αντίστοιχη δραστηριοποίηση κατά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008.

Για τα στοιχεία και τα συμπεράσματα που καταγράφονται έχουν ληφθεί υπόψη τρεις βασικές πηγές:

A. το άρθρο των Bortolotti B., Fotak V.& Hogg C., (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and financial resilience in resource -rich countries, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=3665993>,

B. η ετήσια έκθεση του Globalswf - 2021 (Ιανουάριος 2021) και

Γ. σχετικά στοιχεία από το International Forum Sovereign Wealth Funds.

Μεταξύ του 2008 και του 2020 τα ΚΕΤ έζησαν μια εξαιρετικά μεγάλη ανάπτυξη. Το 2008 αριθμούσαμε 90 ΚΕΤ με 4 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό διαχείριση ενώ το 2020 οι αντίστοιχοι αριθμοί ήταν 155 ΚΕΤ με 9 τρισεκατομμύρια δολάρια υπό διαχείριση [123]. Το 2008 οι Αρχές του Σαντιάγο ήταν ακόμη υπό διαμόρφωση ενώ μέχρι το 2020 πολλά ΚΕΤ προέβησαν σε αναδόμηση της εσωτερικής τους διακυβέρνησης, μετασχηματίστηκαν σε οργανισμούς μεγαλύτερους, με περισσότερες διαδικασίες και εχέγγυα χρηστής διακυβέρνησης, με άτομα με μεγαλύτερη εξειδίκευση και τεχνογνωσία και με στόχο την βιώσιμη ανάπτυξη, τη διάρκειά τους στο χρόνο και την ελαστικότητά/ανθεκτικότητά τους στην αντίδραση ως προς τις παρελθούσες ή επερχόμενες κρίσεις (sustainability & resilience).

Η κατάσταση που διαμορφώθηκε με την κρίση του 2020 είχε ως εξής:

---

123. Βλ. πίνακα σελ. 14 της 2021 Annual Report του globalswf platform και ανωτέρω υπό Κεφάλαιο Χ.



Τα ΚΕΤ κατέγραψαν ήδη από τον Απρίλιο του 2020 ζημιές της τάξης κατά κάποιους του 12% [124] και κατά τους Bertolotti, Fotak & Hogg (2020) του 16%, ήτοι περίπου 800 δις δολάρια. Εκτός των ζημιών, τα ΚΕΤ, προκειμένου να στηρίξουν τις εγχώριες οικονομίες, προέβησαν σε αναλήψεις των αποθεματικών τους ή εγκρίσεις για διανομή αυξημένου μερίσματος στον ιδιοκτήτη-κυβέρνηση [125]. Επίσης, όχι μόνο στήριξαν με άμεσες κεφαλαιακές ενέσεις τις κυβερνήσεις τους αλλά και διοχέτευσαν μεγάλο ποσό χρημάτων στην έρευνα για την εύρεση εμβολίων ή φαρμάκων για τον COVID - 19 [126].

---

124. Πάνω από 1 τρις ευρώ ζημιές εκτιμά η JPMorgan.

125. Το Temasek ενίσχυσε κεφαλαιακά εγχώριες εταιρίες, όπως η Sembcorp Marine και η Singapore Airlines. Το Τουρκικό ΚΕΤ στήριξε 3 εγχώριες τράπεζες. Το Νορβηγικό ΚΕΤ, τα ΚΕΤ του Κουβέιτ, του Ιράν και της Νιγηρίας προέβησαν όλα σε μεγάλες αναλήψεις αποθεματικών. Η Νορβηγία ξεπέρασε κατά πολύ το όριο του δημοσιονομικού κανόνα να μην προβαίνει σε ανάληψη πάνω από 3% των εσόδων από την εκμετάλλευση των φυσικών πόρων του πετρελαίου. Το Κουβέιτ ενώ εξάντλησε ένα από τα υποκεφάλαια (General Reserve Fund) δεν μπορούσε να κάνει το ίδιο για το Future Generations Fund και προέβη σε δανεισμό για άντληση ρευστότητας. Το Μπαχρέιν ενέκρινε μια μεγάλη ανάληψη 450 εκ ευρώ από το Future Generations Fund και το ΚΕΤ της Ιρλανδίας στήριξε τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Βλ. στην ιστοσελίδα του IFSWF όπου αναφέρεται ότι, «το Υπουργείο Οικονομικών της Χιλής απέσυρε 1,1 δισεκατομμύρια δολάρια από το Ταμείο Οικονομικής και Κοινωνικής Σταθεροποίησης (ESSF) τον Αύγουστο του 2020 για τη χρηματοδότηση των αποσβέσεων του εξωτερικού χρέους του Υπουργείου Οικονομικών που είχαν προγραμματιστεί για τον ίδιο μήνα. Αυτή η μείωση ήταν επιπλέον των 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων που αποσύρθηκαν κατά την έναρξη της πανδημίας τον Απρίλιο του 2020, όταν οι τιμές των βασικών προϊόντων κατέρρευσαν. Τέλος, τον Οκτώβριο του 2020, το Υπουργείο Οικονομικών απέσυρε επιπλέον 1,6 δισεκατομμύρια δολάρια από το Ταμείο Αποθεματικών Συντάξεων (PRF), στόχος του οποίου είναι η υποστήριξη της χρηματοδότησης των φορολογικών υποχρεώσεων που απορρέουν από συνταξιοδοτικές εισφορές. Επιπλέον, λόγω του οικονομικού αντίκτυπου της πανδημίας στην οικονομία της Χιλής, η κυβέρνηση θέσπισε μέτρα για την υποστήριξη οικογενειών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων, καθώς και την αναστολή των εισφορών στο Ταμείο Αποθεματικών Συντάξεων το 2020 και το 2021. Το μεγαλύτερο κρατικό ταμείο στον κόσμο, το Norwegian Pension Fund Global (GPF) της Νορβηγίας, έκανε τη μεγαλύτερη συνεισφορά του ποτέ στην κυβέρνηση. Τον Οκτώβριο, το υπουργείο Οικονομικών της Νορβηγίας ανακοίνωσε ότι θα αποσύρει σχεδόν το 3% από το GPF: \$ 37 δις. \$ για να μετριάσει τις αυξανόμενες δαπάνες της χώρας λόγω της πανδημίας. Το 2020 το Ταμείο Πλούτου της Τουρκίας (TWF) επένδυσε 5,8 δισεκατομμύρια δολάρια, σε μεγάλο βαθμό για την εδραίωση του τοπικού ασφαλιστικού και τραπεζικού τομέα και για την ανάληψη μεριδίου 26,2% στην εταιρεία κινητής τηλεφωνίας Turkcell. Η TWF κατάφερε να προσελκύσει και ξένες επενδύσεις, πουλώντας το 10% του χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης Borsa İstanbul AŞ στην Qatar Investment Authority (QIA) έναντι 200 εκατομμυρίων δολαρίων. Ορισμένα κρατικά ταμεία πλούτου που έχουν συσταθεί για στρατηγικούς σκοπούς έχουν εμπλακεί πιο άμεσα στην πολιτική αντιμετώπιση της κυβέρνησής τους κατά τη διάρκεια της πανδημίας, με ειδικά κονδύλια να διατίθενται για την υποστήριξη της τοπικής οικονομίας, χωρίς όμως να απομακρύνονται από τον κύριο σκοπό των κρατικών ταμείων πλούτου. Ένα από τα καλύτερα παραδείγματα είναι το Ιρλανδικό Στρατηγικό Επενδυτικό Ταμείο (ISIF), το οποίο διέθεσε 2 δισεκατομμύρια ευρώ (2,4 δισεκατομμύρια δολάρια) στο Ταμείο Σταθεροποίησης και Ανάκαμψης της Πανδημίας (PSRF) τον Μάιο του 2020 ως μέρος του κυβερνητικού πακέτου οικονομικών και κοινωνικών ενισχύσεων σε απάντηση στην πανδημία Covid. Το Ιρλανδικό Στρατηγικό Επενδυτικό Ταμείο έχει επενδύσει στην Aeg Lingus μέσω του Ταμείου Σταθεροποίησης και Ανάκαμψης της Πανδημίας.

Το PSRF επενδύει σε επιχειρήσεις που απασχολούν περισσότερους από 250 εργαζομένους ή με ετήσιο κύκλο εργασιών άνω των 50 εκατ. Ευρώ. Η ISIF έχει την ευελιξία να εξετάζει μικρότερες εταιρείες εάν έχουν σημαντική εθνική ή περιφερειακή οικονομική σημασία. Σύμφωνα με την επενδυτική πολιτική της, η ISIF επενδύει μόνο σε εταιρείες που μπορούν να αποδείξουν ότι η επιχείρησή τους ήταν εμπορικά βιώσιμη πριν από την πανδημία Covid-19 και ότι μπορούν να επιστρέψουν στη βιωσιμότητα και να συνεισφέρουν στην ιρλανδική οικονομία μετά το πέρας της έκτακτης ανάγκης. Μεταξύ Μαΐου 2020 και τέλους του έτους, η ISIF διέθεσε συνολικά το 90% όλων των άμεσων και έμμεσων επενδύσεών του σε επιχειρήσεις που έχουν πληγεί από πανδημία. Οι δεσμεύσεις περιελάμβαναν επενδύσεις σε επιχειρήσεις που επηρεάστηκαν άμεσα από μακροχρόνια λουκέτα. Για παράδειγμα, ο εθνικός αερομεταφορέας Aeg Lingus και ο πάροχος τουριστικών καταλυμάτων, Staycity. Η ISIF εργάζεται επί του παρόντος σε αγωγό άνω των 600 εκατομμυρίων ευρώ (720 εκατομμύρια δολάρια) σε πιθανές επενδύσεις από το PSRF».

126. Βλ. Ρωσία και Αυστραλία. Βλ. στην ιστοσελίδα του IFSWF όπου αναφέρεται ότι «Το Ρωσικό Ταμείο Άμεσων Επενδύσεων ήταν πιο εμφανές στην άμεση καταπολέμηση του κορωνοϊού. Καθιέρωσε αρκετές διεθνείς συνεργασίες σε έργα ανίχνευσης πνευμονίας, σε διαγνωστικά συστήματα κορωνοϊού και σε αντιικά φάρμακα - αρχικά χρησιμοποιήθηκαν για την καταπολέμηση των χειρότερων συμπτωμάτων του COVID. Τον Νοέμβριο του 2020, η RDIF κατέγραψε το πρώτο στον κόσμο εμβόλιο κατά του κορωνοϊού - Sputnik V - που αναπτύχθηκε από το Εθνικό Ινστιτούτο Επιδημιολογίας και Μικροβιολογίας της Gamaleya».

Εκτός από την υποστήριξη των κυβερνήσεων τους ή των επιχειρήσεων της χώρας τους κάποια ΚΕΤ βρήκαν την ευκαιρία να αποκτήσουν μεγάλα μερίδια συμμετοχής σε εταιρείες των οποίων η αξία είχε μειωθεί λόγω της κρίσης.

Χαρακτηριστικό και ξεχωριστό παράδειγμα το ΚΕΤ της Σαουδικής Αραβίας (PIF), το οποίο τοποθέτησε συνολικά 1,2 δις δολάρια εκ των οποίων 200 εκ δολάρια στη Νορβηγική εταιρεία πετρελαίου Equinor και το υπόλοιπο 1 δις στις Royal Dutch Shell, Eni & Total. Επιπλέον, απέκτησε 8,2% στην Carnival (cruise ship operator), προέβη σε αγορές μεριδίων -μεταξύ άλλων- στην Boeing, στην Facebook, στη Citigroup, στην Walt Disney, στη Marriott και σε άλλες εταιρείες του Δυτικού κόσμου με εντελώς διαφορετικό σκοπό και δραστηριότητες καθώς επίσης και σε πολλή μεγάλη Ινδική εταιρεία που δραστηριοποιείται σε υπηρεσίες διαδικτύου (Bertolotti, Fotak & Hogg (2015)). Επενδύει επίσης στα λεγόμενα giga projects (τεράστια κομμάτια γης που μετατρέπονται σε οικοσυστήματα). Δεν είναι τυχαίο που η πλατφόρμα Globalswf το χαρακτηρίζει ως το ΚΕΤ της χρονιάς 2020 και το IFSWF κάνει ειδική μνεία [127] σε αυτό.

Αυτό που έχει μεγάλη σημασία είναι να αναγνωρίσει κανείς το «άνοιγμα» του εν λόγω ΚΕΤ στη λογική της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (diversification) και της κατανομής των κινδύνων. Το χαρτοφυλάκιό του είναι στην ουσία διηρημένο σε έξι διαφορετικά τμήματα κεφαλαίων, τα τέσσερα εκ των οποίων προβαίνουν σε ημεδαπές επενδύσεις και τα δύο σε αλλοδαπές. Εκείνο όμως που κάνει το PIF να ξεχωρίζει είναι ότι δείχνει να έχει αντιληφθεί αυτό που πρέπει να γίνει αντιληπτό από όλα τα rentier states: ότι τα αποθέματα σε φυσικούς πόρους, όπως το πετρέλαιο και το αέριο

---

127. Βλ. επίσης από πηγή IFSWF: «Το Ταμείο Δημοσίων Επενδύσεων (PIF) της Σαουδικής Αραβίας, το οποίο έχει επίσης εντολή, είχε διαφορετική προσέγγιση στην κρίση. Εκτός από την υποστήριξη της σαουδαραβικής οικονομίας, η PIF επένδυσε περισσότερα από 10 δισεκατομμύρια δολάρια σε αμερικανικές και ευρωπαϊκές εταιρείες blue-chip όταν το χρηματιστήριο κατέρρευσε τον Μάρτιο. Επένδυσε αντικυκλικά στους τομείς που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημία, όπως εταιρείες αναψυχής, ταξιδιών και ενέργειας. Για παράδειγμα, η PIF αποκάλυψε συνολικά μερίδια άνω των 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων των τεσσάρων εταιρειών πετρελαίου και φυσικού αερίου - BP, Royal Dutch Shell, Suncor Energy και Total. Το σαουδαραβικό ταμείο επένδυσε επίσης 1 δισεκατομμύριο δολάρια σε δύο εταιρείες που επλήγησαν από τον αποκλεισμό: τον ξενοδοχειακό χειριστή Marriott International και την εταιρεία κρουαζιέρας Carnival. Οι αγορές του σε δημόσιες αγορές αντανακλώνται στα δεδομένα μας που ωθούν τις επενδύσεις στη δημόσια αγορά να αυξηθούν πέντε φορές από 6 δισεκατομμύρια δολάρια το 2019 σε 28 δισεκατομμύρια δολάρια το 2020. Αυτή η σχετικά υψηλή δραστηριότητα κρατικών κεφαλαίων πλούτου στις δημόσιες αγορές είναι σίγουρα μια βραχυπρόθεσμη εκτροπή που οφείλεται όχι μόνο στις ασυνήθιστες επενδύσεις της PIF της Σαουδικής Αραβίας, αλλά και σε ορισμένα από τα στρατηγικά κεφάλαια για την αντιμετώπιση της πανδημίας των τοπικών επιχειρήσεων σε δημόσιες αγορές. Επιπλέον, σύμφωνα με την τελευταία έρευνα της State Street και του IFSWF, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, οι επενδυτές επανέφεραν κεφάλαια και έφτασαν σε ουδέτερο κίνδυνο σε όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Τα κρατικά ταμεία πλούτου πέτυχαν σε μεγάλο βαθμό αυτήν τη θέση αυξάνοντας την κατανομή στις μετοχές, εκμεταλλευόμενοι τις χαμηλότερες τιμές το πρώτο εξάμηνο του 2020».

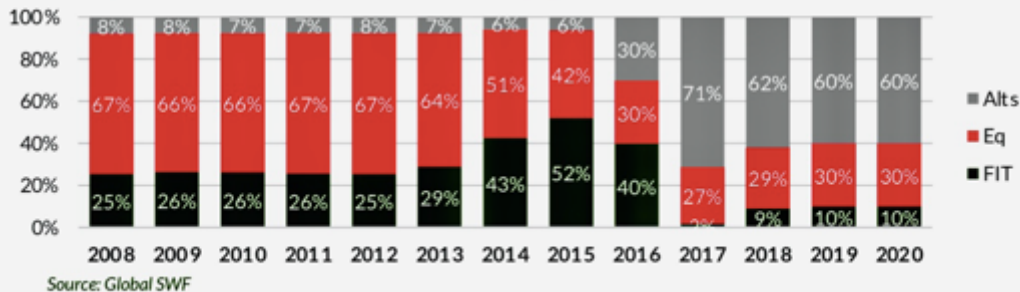
εξαντλούνται, και τα κέρδη του ΚΕΤ και του Βασιλείου πρέπει να επιδιώκονται πλέον από άλλες δραστηριότητες και όχι από την εκμετάλλευση των φυσικών πόρων του πετρελαίου. Ο Yazeed Al-Humied, επικεφαλής της Local Holdings Investments, ερωτώμενος, για το πώς θα μπορούσε να περιγράψει την διακυβέρνηση του PIF απάντησε: «Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται αποκλειστικά με βάση εμπορικά/επιχειρηματικά κριτήρια και επισκοπούνται από πέντε επιτροπές εξειδικευμένες στις επενδύσεις- εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος και κανόνες συμμόρφωσης- διαχείριση ρίσκου- διαχείριση ανθρώπινου κεφαλαίου και παροχή κινήτρων- και σχεδιασμός και εφαρμογή στρατηγικής». Η ανωτέρω απάντηση αφορά στην εσωτερική διακυβέρνηση του PIF. Αναφορικά με την εξωτερική του διακυβέρνηση ο επικεφαλής δήλωσε ότι το ΚΕΤ ιδρύει επιχειρήσεις μέσω επενδύσεων και συνεργασιών με προσανατολισμό σε νέους τομείς. Έχει 300 εκπροσώπους στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών-στόχων, προωθεί την καινοτομία και τις νέες συνεργασίες, δημιουργεί νέα κανάλια εσόδων, επιταχύνει τη μετάδοση της γνώσης και της τεχνολογίας, συμβάλει στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Η γενική εικόνα του PIF το 2020 είναι η εξής:

- 400 δις δολάρια υπό διαχείριση και 4-5% αποδόσεις
- 20% μερίδιο συμμετοχής σε νέους τομείς που θα συνεισφέρουν 8 δις δολάρια στο ΑΕΠ της Σαουδικής Αραβίας
- 25% του χαρτοφυλακίου σε διεθνείς επενδύσεις και 5,3 δις δολάρια σε άμεσες αλλοδαπές επενδύσεις
- 11.000 θέσεις εργασίας υψηλής εξειδίκευσης και 56 δις δολάρια σε τεχνολογία και έρευνα και ανάπτυξη
- Μόνο το Νοέμβριο του 2020 το PIF ενίσχυσε κεφαλαιακά εγχώριες επιχειρήσεις με 83 δις δολάρια και δημιούργησε 190.000 θέσεις εργασίας και αναμένεται το 2021 και το 2022 να επενδύσει 40 δις δολάρια σε νέους τομείς όπως ο τουρισμός, οι μεταφορές και ο αθλητικός κλάδος.

Είναι ξεκάθαρο ότι τα παραπάνω νούμερα καταδεικνύουν την έκταση της άσκησης εξωτερικής διακυβέρνησης του PIF και πώς ένα ΚΕΤ μπορεί να αλλάξει τόσο τα δικά του δεδομένα όσο και των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει.



Figure 20. PIF Strategic Asset Allocation (%)



Η Στρατηγική κατανομή περιουσιακών στοιχείων του PIF. Από το διάγραμμα είναι εμφανής η στροφή στις εναλλακτικές επενδύσεις.

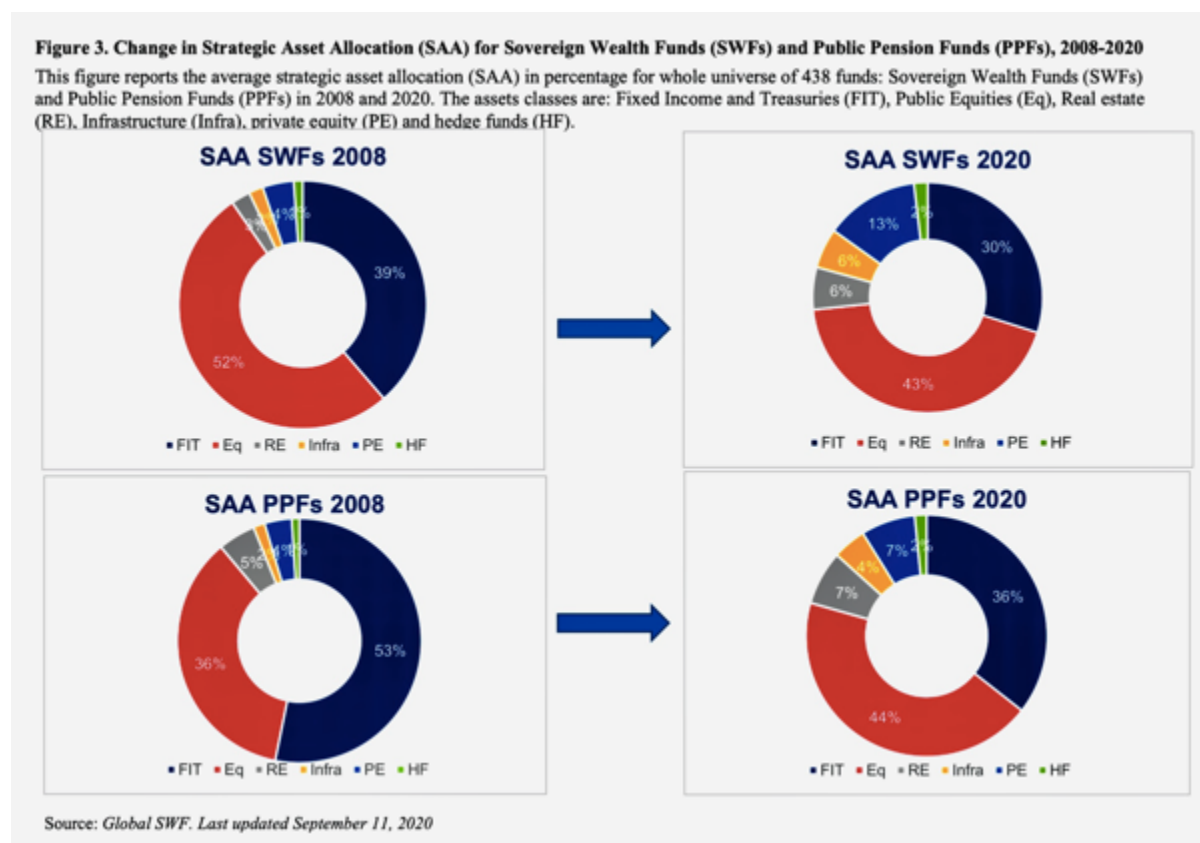
Πηγή: Globalswf

Και στις δυο κρίσεις (του 2008 και του 2020 που διαρκεί ακόμη) τα ΚΕΤ παρατηρήθηκε ότι επέστρεψαν σε εγχώριες επενδύσεις για να στηρίξουν την τοπική κοινωνία και οικονομία [128]. Ωστόσο, υπάρχουν και διαφορές μεταξύ του 2008 και του 2020 καθώς (α) στην κρίση του 2020 τα πιο ενεργά ΚΕΤ από άποψη επενδύσεων ήταν τα αναπτυξιακά συγκριτικά με τα ΚΕΤ σταθεροποίησης [129] και (β) το 2020 φαίνεται ότι το περιουσιακό στοιχείο της χρονιάς – σε αντίθεση με το 2008- είναι το ιδιωτικό χρέος, προφανώς λόγω του ότι οι εισηγμένοι μετοχικοί τίτλοι υποφέρουν από έντονες διακυμάνσεις στην αξία τους και για τους αντίστοιχους ιδιωτικούς υπάρχει πάντα ο φόβος της «φούσκας». Το ιδιωτικό χρέος ως περιουσιακό στοιχείο προς επένδυση αποτελεί το 3,2% της κατανομής των θεσμικών επενδυτών. Επίσης, τα ΚΕΤ δεσμεύτηκαν περισσότερο σε σχέση με το 2019 σε υποδομές και το ίδιο ποσό σε ακίνητα, σε σχετικούς όρους, οι επενδύσεις αυτές μειώθηκαν το 2020, συνεχίζοντας τη μακροπρόθεσμη τάση μείωσης του ενδιαφέροντος για πάγια περιουσιακά στοιχεία. Το 2020, αυτή η τάση επιδεινώθηκε με τη μεγάλη αβεβαιότητα που περιβάλλει τα περιουσιακά στοιχεία των εμπορικών ακινήτων, καθώς η σχετική αγορά άλλαξε με την εφαρμογή της εργασίας από το σπίτι.

128. Βλ. Mutsaers, σελ. 26-27 & Bortolotti B. Fotak V. & Hogg C., (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and financial resilience in resource -rich countries, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=3665993>, σελ. 3 επ. Βλ. επίσης ότι -σύμφωνα με το IFSWF- ήδη από το 2019 το 21% των επενδύσεων των ΚΕΤ αφορούσε εγχώριες επενδύσεις, τάση που μόνο αυξήθηκε μετά την κρίση του 2020.

129. Σύμφωνα με τα δεδομένα του IFSWF, υπάρχουν σήμερα μόνο δέκα καθαρά ταμεία σταθεροποίησης και 26 αποταμιευτικά κεφάλαια παγκοσμίως. Κατά συνέπεια, λίγες χώρες έχουν τους πόρους να βυθιστούν σε ένα ταμείο βροχερής ημέρας για να καλύψουν τις ανάγκες του προϋπολογισμού τους. Ωστόσο, ορισμένα στρατηγικά κεφάλαια συνέχισαν να προωθούν τη μακροπρόθεσμη εγχώρια ατζέντα τους κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Η Κίνα και η Ινδία χαρακτηρίζονται για το 2020 ως οι χώρες της χρονιάς σε σχέση με τις επενδύσεις των ΚΕΤ τους και τη σαφή στροφή τους στον κόσμο της τεχνολογίας, του ηλεκτρονικού εμπορίου, της βιοηθικής, των επιστημών υγείας και του ψηφιακού μετασχηματισμού, με την τεχνολογία επίσης να είναι η βαριά βιομηχανία της χρονιάς. Η εξωτερική διακυβέρνηση των ΚΕΤ «δείχνει» τον κόσμο της νέας ψηφιακής πραγματικότητας ως πεδίο επενδύσεων και κερδών (οικονομικών κερδών αλλά κυρίως κέρδους «ζωής»).



Αλλαγή στην Στρατηγική Κατανομή Περιουσιακών Στοιχείων για τα ΚΕΤ και τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία, 2008-2009.

Το διάγραμμα αναφέρεται στη στρατηγική κατανομή περιουσιακών στοιχείων παγκοσμίως για 438 θεσμικούς επενδυτές κατά το 2008 και κατά το 2020. Οι κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων είναι: τίτλοι σταθερού εισοδήματος, εισηγμένες μετοχές, ακίνητα, υποδομές, μη εισηγμένες μετοχές και hedge funds.

Πηγή Globalswf

**Τα συμπεράσματα και οι προβλέψεις του Globalswf για τα επόμενα δέκα χρόνια αναφορικά με τα ΚΕΤ παγκοσμίως είναι συνοπτικά οι εξής:**

- τα κεφάλαια υπό διαχείριση των ΚΕΤ θα ανέλθουν από 9,1 τρις δολάρια σε 15,8 τρις δολάρια
- θα δημιουργηθούν νέα ΚΕΤ είτε λόγω πλεονασμάτων στα αποθέματα είτε λόγω πλεονασμάτων στα αγαθά είτε λόγω της επιτακτικής ανάγκης για ανάπτυξη που θα οδηγήσει στα λεγόμενα SWF without Wealth [130]
- τα ΚΕΤ θα επεκτείνουν την φυσική παρουσία τους και εκτός χώρας προέλευσης
- το ιδιωτικό κεφάλαιο και το ιδιωτικό χρέος θα είναι τα πιο δημοφιλή προς επένδυση περιουσιακά στοιχεία
- ο COVID-19 θα συνεχίσει να αποτελεί την αιτία ενίσχυσης των τοπικών οικονομιών και κοινωνιών
- 4 από τις 5 μεγαλύτερες οικονομίες θα είναι ασιατικές
- Η τεχνολογία θα πρωτοστατεί στο πώς βλέπουμε τη νέα τάξη πραγμάτων και πώς ενεργούμε μέσα σε αυτήν
- Οι επενδύσεις με ESG κριτήρια θα έχουν κύριο ρόλο

Οι Bortolotti, Fotak & Hogg (2020) εξηγούν ότι όλα τα κράτη που ίδρυσαν ΚΕΤ για την εκμετάλλευση των εσόδων από φυσικούς πόρους βίωσαν ήδη προ της έλευσης του COVID-19 μια κρίση στα έσοδα από το πετρέλαιο που παρουσίασαν πτώση ζήτησης της τάξης του 2,5% που μεταφράζεται αριθμητικά σε μια συσσωρευμένη μείωση 100 εκατομμυρίων βαρελιών την ημέρα από το 1971 έως το 2016. Η μείωση του παγκόσμιου πληθυσμού και η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης εμφανίζονται ως οι δυο κύριοι λόγοι της πτώσης της ζήτησης σε πετρέλαιο. Επιπλέον, ο ΟΡΕC δεν φαίνεται να έχει πλέον την επίδραση που είχε στο παρελθόν καθώς οι τιμές του πετρελαίου δεν παρουσιάζουν την ίδια «ευαισθησία» στις μειώσεις της παραγωγής με αυτήν που παρουσίαζαν στο παρελθόν. Αυτή η τάση απλώς επιδεινώθηκε με γοργούς ρυθμούς λόγω της πανδημίας του COVID-19, η οποία εξανάγκασε -όπως ήδη έχει εκτενώς αναφερθεί ανωτέρω- πολλά από τα κράτη να απομυζήσουν τα έσοδα των ΚΕΤ προβαίνοντας σε μεγάλες αναλήψεις των αποθεματικών τους για να στηρίξουν τις τοπικές οικονομίες τους.

---

130. Αναφέρονται ως τέτοια τα ΚΕΤ από χώρες, όπως η Ρουμανία, το Μπαγκλαντές και η Νότιος Αφρική. Περαιτέρω, ιδιαίτερη μνεία αξίζει στην Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας (ΕΕΣΥΠ) που φιλοδοξεί να μετασηματιστεί σε ΚΕΤ, βλ. ενδεικτικά δημοσιεύματα από 14/9/21 του Money Review & του [www.capital.gr](http://www.capital.gr) με αναφορά στην ΕΕΣΥΠ και την πρόθεση των διοικούντων της να την μετατρέψουν στο ελληνικό Sovereign Wealth Fund.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι Bortolotti, Fotak & Hogg (2020) εξηγούν ότι η ελαστικότητα-ανθεκτικότητα (resilience) θα είναι το στοιχείο από το οποίο θα εξαρτηθεί η βιωσιμότητα των ΚΕΤ μετά την πανδημία του COVID-19 και υιοθετούν ένα δείκτη μέτρησης της ελαστικότητας, ο οποίος ονομάζεται Economic and Financial Resilience Index και βασίζεται σε τέσσερις βασικούς πυλώνες:

1. Τον προσαρμοσμένο πλούτο από τα αποθεματικά των ΚΕΤ (Adjusted Sovereign Wealth), ο οποίος είναι ουσιαστικά ο λόγος των συνολικών αποθεματικών της χώρας αφαιρούμενων των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το δημοσιονομικό μη πετρελαϊκό έλλειμμα. Με βάση αυτόν τον πυλώνα, ελαστικό-ανθεκτικό θεωρείται το ΚΕΤ το οποίο έχει ικανό επίπεδο άμεσα διαθέσιμων αποθεμάτων προκειμένου να μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιμετώπιση οποιασδήποτε οικονομικής κρίσης. Αυτό θα επηρεάσει την εξωτερική διακυβέρνηση των ΚΕΤ με την έννοια ότι θα επηρεάσει τις επενδύσεις τους καθώς θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η σχέση μεταξύ των μη άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του χαρτοφυλακίου (π.χ. ιδιωτικές συμμετοχές, συμμετοχές σε υποδομές και ακίνητα) και των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του χαρτοφυλακίου (π.χ. μετρητά, εισηγμένες μετοχές κ.λπ.).
2. Τον δείκτη χρέους (debt ratio), με την έννοια ότι, όσες χώρες είναι σε θέση (π.χ. έχουν καλό rating, μπορούν να εξασφαλίζουν χαμηλό κόστος δανεισμού), δανείζονται για να αντιμετωπίσουν κρίσεις, όπως αυτή της πανδημίας. Ωστόσο, αυτή η τακτική σε χώρες που τα εισοδήματα από τα πετροδολάρια φθίνουν, έχει σταδιακά ως αποτέλεσμα δανεισμό με υψηλότερο κόστος, αύξηση των περιθωρίων των CDS και υψηλό ρίσκο default.
3. Τον βαθμό διαφοροποίησης (resources diversification) των πηγών εσόδων μιας χώρας. Όσο μια χώρα εξαρτάται από μια συγκεκριμένη πηγή εσόδων τόσο πιο ευάλωτη είναι να υποστεί τις συνέπειες της κατάρτας των πόρων και της Ολλανδικής ασθένειας [131].
4. Τον πίνακα βαθμολόγησης του Truman (Truman scoreboard), ο οποίος περιλαμβάνει 33 στοιχεία-ερωτήσεις που καλύπτουν τέσσερις βασικές κατηγορίες: (α) δομή του ΚΕΤ, συμπεριλαμβανομένων των στόχων του, της

---

131. Βλ. σχετικά και δείκτη Hirshmann-Herfindal που λαμβάνει υπόψη την αξία των εξαγωγών της χώρας ανά τομέα, σελ. 11 σε Bortolotti B. Fotak V. & Hogg C., (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and financial resilience in resource -rich countries, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=3665993>.

δημοσιονομικής του μεταχείρισης και εάν τα αποθεματικά του διαχωρίζονται από τα γενικά εθνικά αποθεματικά, (β) (εσωτερική) διακυβέρνηση του ΚΕΤ με εστίαση στους ρόλους των διοικούντων και των διαχειριστών των περιουσιακών στοιχείων του ΚΕΤ και εάν το ΚΕΤ έχει κατευθυντήριες γραμμές για κοινωνική ευθύνη και ηθική επενδυτική συμπεριφορά, (γ) λογοδοσία, λογιστική αποτύπωση και διαφάνεια στην επενδυτική στρατηγική και επενδυτικές δραστηριότητες, ελέγχους και reporting, και (δ) συμπεριφορά του ΚΕΤ αναφορικά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του και τη χρήση των εργαλείων της μόχλευσης και των παραγώγων. Οι βαθμολογίες κυμαίνονται από το 0 έως το 100 και όποια χώρα έχει μεγαλύτερο σκορ είναι πιο πιθανό ότι θα είναι πιο ανθεκτική-ελαστική να αντιμετωπίσει μια ενδεχόμενη κρίση ρευστότητας.

Τόσο στον πίνακα βαθμολόγησης Truman όσο και στο γενικό δείκτη Economic & Financial Resilience Index το Νορβηγικό ΚΕΤ είναι αυτό με την υψηλότερη βαθμολογία [132].

#### **Τα βασικά συμπεράσματα των Bortolotti, Fotak & Hogg (2020) είναι τα εξής:**

1. Τα ΚΕΤ πρέπει να έχουν πολύ ξεκάθαρους στόχους για να μπορούν να αντιμετωπίσουν μια κρίση όπως η παγκόσμια χρηματοοικονομική ή η πανδημία του COVID-19
2. Στην περίπτωση κρατών που βρίσκονται σε καλή κατάσταση παροδικές κρίσεις, όπως αυτή της πανδημίας, ξεπερνούνται με τη βοήθεια των ΚΕΤ που λειτουργούν ως γέφυρα ώστε οι κρατικές οικονομίες να μπορέσουν γρήγορα να ανακάμψουν και να συνεχίσουν
3. Στην κρίση δεν είναι σκόπιμο να «ξεπουλά» κανείς συμμετοχές σε χαμηλές τιμές. Είναι προτιμότερο να δανείζεται χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση (collateral) τα αποθεματικά των ΚΕΤ
4. Είναι σκόπιμο η στήριξη των ΚΕΤ στις περιόδους κρίσεων να μη δίνεται απευθείας σε εταιρίες και επιχειρήσεις αλλά σε ειδικές πλατφόρμες που γνωρίζουν πώς και σε ποιους να καταναείμουν τη βοήθεια (π.χ. στην κρίση

---

132. Βλ. για Economic & Financial Resilience Index, Bortolotti B. Fotak V. & Hogg C., (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and financial resilience in resource -rich countries, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=3665993>.



επλήγησαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ενώ οι επενδύσεις των ΚΕΤ έγιναν σε μεγάλες εισηγμένες εταιρείες)

5. Οι κυβερνήσεις πρέπει να εκμεταλλεύονται τις κρίσεις ως μοχλό πίεσης για να μπορέσουν να απεξαρτητοποιηθούν από τα έσοδα που προέχονται μόνο από εκμετάλλευση φυσικών πόρων

Οι Bortolotti, Fotak & Hogg (2020) κλείνουν το άρθρο τους αναφέροντας χαρακτηριστικά τα εξής:

*«Εν γένει, κατά το σχεδιασμό των μελλοντικών επενδυτικών στρατηγικών, τα ΚΕΤ θα πρέπει να απόσχουν από την αυστηρή-τυπική εφαρμογή του καθήκοντος του θεματοφύλακα και να αγκαλιάσουν τα ESG κριτήρια προσπαθώντας για μια μετάβαση εστιασμένη περισσότερο στην κοινωνία. Αυτό θα είναι πιθανόν ο καλύτερος τρόπος για να μην θεωρηθεί ότι η κρίση πήγε στα χαμένα».*

### **XIII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Από την παρουσίαση των ανωτέρω θεωρούμε ότι εξάγονται τα κάτωθι βασικά συμπεράσματα:

1. Η εσωτερική διακυβέρνηση των ΚΕΤ είναι αναγκαία για να μετασχηματιστούν από απλά ταμεία συσσώρευσης κεφαλαίων σε θεσμικούς επενδυτές του μέλλοντος με πολλαπλούς στόχους, εξειδικευμένο προσωπικό και σταθμισμένη επενδυτική στρατηγική.
2. Ο αριθμός των ΚΕΤ και τα κεφάλαια που θα διαχειρίζονται την επόμενη δεκαετία τα καθιστά θεσμικούς επενδυτές μεγάλης σημασίας όσον αφορά και στην εξωτερική διακυβέρνηση που μπορούν να ασκήσουν.
3. Η εσωτερική και η εξωτερική διακυβέρνηση λειτουργούν συμπληρωματικά η μια για την άλλη με την έννοια ότι αφενός τα ΚΕΤ με υψηλού επιπέδου εσωτερική διακυβέρνηση ασκούν ουσιαστική εξωτερική διακυβέρνηση στις εταιρείες-στόχους και στην παγκόσμια οικονομία αλλά και οι εταιρείες με υψηλή εσωτερική διακυβέρνηση αναζητούν επενδυτές με αντίστοιχη εσωτερική διακυβέρνηση και αφετέρου τα ΚΕΤ με υψηλού επιπέδου εσωτερική διακυβέρνηση ουσιαστικά επηρεάζουν τη βιωσιμότητα συγκεκριμένων εταιρειών με το να τις συμπεριλαμβάνουν ή όχι στις επενδυτικές τους επιλογές.

4. Τα ΚΕΤ με αυξημένου επιπέδου εσωτερική διακυβέρνηση θα συμβάλουν στην αντιμετώπιση της νέας πραγματικότητας που θα προκύψει μετά την εξάντληση φυσικών πόρων, όπως το πετρέλαιο ή το φυσικό αέριο.
5. Τα ΚΕΤ με αυξημένου επιπέδου εσωτερική διακυβέρνηση θα συμβάλουν στην αντιμετώπιση κρίσεων, όπως αυτές της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης ή της πανδημίας του COVID-19. Ο ρόλος τους αυτός θα έχει ως αποτέλεσμα την αλλαγή της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων των χαρτοφυλακίων τους που θα πρέπει να περιέχουν και άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία και την τοποθέτηση μεγάλου μέρους των επενδύσεών τους στις τοπικές κοινωνίες /οικονομίες [133].
6. Οι επενδύσεις με ESG προσανατολισμό και οι επενδύσεις στην τεχνολογία θα είναι μονόδρομος όχι μόνο για τα ΚΕΤ αλλά και για τους υπόλοιπους θεσμικούς και μη επενδυτές.
7. Η προσαρμογή στα νέα δεδομένα της παγκόσμιας οικονομίας και η σημασία της τεχνολογίας θα καθοδηγήσουν εν πολλοίς τα ΚΕΤ τόσο όσον αφορά στις επιλογές τους όσο και στη βιωσιμότητά τους.

Αναφορικά με τυχόν μελλοντικό πεδίο έρευνας και με βάση όσα εξετάστηκαν στην παρούσα εργασία ξεχωρίζουν τρεις πιθανοί δρόμοι περαιτέρω έρευνας:

1. Πώς θα δράσουν και θα αναπτυχθούν τα λεγόμενα ΚΕΤ χωρίς Πλούτο (SWFs without Wealth).
2. Κατά πόσο -με μετρήσιμα στοιχεία- θα συμβάλει η ESG πολιτική επενδύσεων των ΚΕΤ στην αντιμετώπιση της κλιματικής κρίσης και της κλιματικής αλλαγής.
3. Αν τελικά θα συμβαδίσουν ως προς τα αποτελέσματά τους όλες οι έρευνες αναφορικά με τις αποδόσεις των εταιρειών-στόχων και την αξία των μετοχών

---

133. Βλ. και IFSWF όπου αναφέρεται ότι «Η παγκοσμιοποιημένη παγκόσμια οικονομία χρειάζεται ελεύθερες ροές κεφαλαίων, αγαθών και ανθρώπων για να λειτουργεί ομαλά. Κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι ροές κεφαλαίων πνίγηκαν και οι κεντρικές τράπεζες τράβηξαν όλους τους διαθέσιμους νομισματικούς μοχλούς (και μερικούς νέους) για να τους βοηθήσουν να απελευθερωθούν. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας του COVID-19, οι άνθρωποι δεν μπορούσαν να κινούνται ελεύθερα και η νομισματική πολιτική από μόνη της δεν θα ήταν επαρκής απάντηση πολιτικής. Οι κυβερνήσεις σε ανεπτυγμένες και αναδυόμενες αγορές έπρεπε να εφαρμόσουν επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές, οι οποίες χρηματοδοτούνται κυρίως από δανεισμό με ιστορικά χαμηλά επιτόκια. Ωστόσο, οι περισσότερες χώρες που είχαν την τύχη να διαθέτουν ένα κρατικό ταμείο πλούτου είχαν επαρκή δημοσιονομικό χώρο για να αυξήσουν τις δαπάνες, να ανταποκριθούν σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης και να μειώσουν τους φόρους όταν είναι απαραίτητο.

Στην πρώτη παγκόσμια οικονομική κρίση από το 2008, τα κρατικά ταμεία πλούτου φαίνεται να είναι και πάλι στο προσκήνιο και το κέντρο της δημοσιονομικής, πολιτικής και κοινωνικής αντίδρασης. Η άμεση απάντηση στην κρίση του Covid-19, για ορισμένες χώρες με ταμείο σταθεροποίησης ή ταμείο αποταμίευσης με ρευστότητα, ήταν να μειώσουν το ταμείο ή να έχουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρέους. Η κύρια διαφορά από την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση είναι ότι τα κρατικά κεφάλαια έχουν επενδύσει κυρίως σε εγχώριο επίπεδο σε όλους τους τομείς, σε αντίθεση με τις συγκεντρωμένες υπερπόντιες επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες το 2008».

τους μετά από επένδυση σε αυτές από ΚΕΤ με ESG προσανατολισμό είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα.

Το σίγουρο είναι πάντως ότι τα ΚΕΤ θα συνεχίζουν να στηρίζουν την παγκόσμια οικονομία και κυρίως πλέον την παγκόσμια κοινωνία στον αγώνα της ενάντια του COVID-19 με δεδομένο ότι, τώρα που η εκπόνηση της παρούσας εργασίας έφτασε στο τέλος της, ο κόσμος μπαίνει στην κορύφωση του τέταρτου κύματος της πανδημίας του COVID-19 που επηρεάζει περισσότερο το νεότερο πληθυσμό.

#### XIV. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Aggarwal R., Erel I., Ferreira M. & Matos P., (2010), Does governance travel around the world? Evidence from Institutional Investors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=1634823>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
2. Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M. & Sung C.C, (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Papers, WP 13/231.
3. Andonov A., Hochberg, Y. & Rauth J., (2017), Political representation and Governance: Evidence from the Investment Decisions of Public Pension Funds, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2754820>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
4. Barber B., Morse A. & Yasuda A., (2020), Impact Investing, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2705556>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
5. Barko T., Cremers M. & Renneboog L., (2018), Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance, European Corporate Governance Institute, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://ssrn.com/abstract\\_id=2977219](http://ssrn.com/abstract_id=2977219), τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
6. Bena J., Ferreira M., Matos P. & Pires P., (2016), Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2860849>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
7. Bernstein S., Lerner J. & Schoar A., (2013), The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds, Journal of Economic Perspectives, Volume 27, Number 2- Spring 2013, pages 219-238.
8. Borisova G., Fotak V., Holland K. & Megginson W., (2013), Government Ownership and the cost of debt: Evidence from Government Investment in Publicly Traded Firms, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=2046911>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
9. Bortolotti B., Fotak V. & Megginson W., (2015), The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2322745>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.

10. Bortolotti B. Fotak V. & Hogg C., (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and financial resilience in resource -rich countries, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=3665993>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
11. Boubaker S., Chourou L., Himick D. & Saadi S., (2017), It's about time! The influence of Institutional Investment Horizon on Corporate Social Responsibility, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3087575>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
12. Chambers D, Dimson E. & Imanen A., (2011), The Norway Model, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=1936806>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
13. Clark G., Dixon A. & Monk A., (2013), *Sovereign Wealth Funds, Legitimacy, Governance and Global Power*, Princeton, Princeton University Press.
14. Dewenter K., Han X. & Malatesta P., (2009), Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://ssrn.com/abstract=1527863>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
15. Gagliardi T., Gianfrate G. & Vincenzi R., (2014), Sovereign Wealth Fund Investments: the Bondholders' Perspective, Working paper, Bocconi University.
16. Hendov E. & Petrov A., (2018), How do Sovereign Investors approach ESG Investing?, State Street Global Advisors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ssga.com>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
17. Hoepner A. & Schopohl L., (2018), State Pension Funds and Corporate Social Responsibility: Do beneficiaries' political values influence Firms' Investment Decisions?, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=2663993>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
18. Li Z., Wang P. & Wu T., (2021), Do foreign institutional investors drive corporate social responsibility? Evidence from listed firms in China, *Journal of Business Finance & Accounting*, 48:338-373, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa](http://wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa), τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
19. McCahery J., Sautner Z. & Starks L., (2015), Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=1571046>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.

20. Megginson W., Lopez D. & Malik A., (2021), "The rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds", Annual Review of Financial Economics, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://ssrn.com/abstract=3712690>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
21. Murgatroyd G., (2021), "Sovereign Wealth Funds: Building Back Better", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.preqin.com/insights/research/blogs/sovereign-wealth-funds-building-back-better>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
22. Mutsaers O., (2019), "The sustainability footprint of Sovereign Wealth Funds, the Impact of sustainable investing on a target firm's performance, value and ESG score: evidence from global Sovereign Wealth Fund investments", Master Thesis, degree of Master of Science in Finance at the Tilburg School of Economics and Management, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=150893>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
23. Ouni Z., Bernard P. & Plaisent P., (2020), "Sovereign Wealth Funds Definition: Challenges and Concerns", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.hrpub.org>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
24. Rahman L., Rosten J., Monroy P. & Huang S., (2020), "Does ESG matter for Sovereign Debt Investing?", Pimco, διαθέσιμο στο [blog.pimco.com](http://blog.pimco.com), τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
25. Schwarz H., (2012), "Political Capitalism & the rise of SWFs", University of Virginia, διαθέσιμο στη δ/νση <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/3425>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
26. Ungureanu M.C., (2014), "The Corporate Governance of SWFs (Harvard Law Scholl Forum on Corporate Governance and Financial Regulation)", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/07/the-corporate-governance-of-sovereign-wealth-funds/>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
27. Global SWF, (2021), "Annual Report, 'State-owned Investors in a post-pandemic age'", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.globalswf.com>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
28. International Forum of Sovereign Wealth Funds, (2020), "Annual review 2020", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [www.ifswf.org](http://www.ifswf.org), τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.

29. International Forum of Sovereign Wealth Funds, (2019), APCF Santiago Principles Assessment 2019, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ifswf.org/assessment/apfc-santiago-principles-assessment-2019>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
30. Sovereign Wealth Fund Institute, “What is a SWF”?, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
31. Sovereign Wealth Fund Institute, (2021), Sovereign Wealth Funds Returned to the Deal Table in 2021, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.swfi.com>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
32. UNITED NATIONS, (2020), the 17 Goals, Department of Economic and Social Affairs, Sustainable Development διαθέσιμο στην ιστοσελίδα στην <https://sdgs.un.org/goals/> τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
33. UNPRI, (2019), A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt, Principles for responsible investments, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.unpri.org/fixed-income/a-practical-guide-to-esg-integration-in-sovereign-debt/4781.article>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
34. USSIF, (2020), Report on US Sustainable and Impact Investing Trends, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.ussif.org>, τελευταία πρόσβαση 25/09/2021.
35. Δασμάνογλου Α., Κουνάδης Γ., *Εταιρική Διακυβέρνηση- Πρακτικός Οδηγός – Με βάση τον Ν. 4706/2020*, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2021.
36. Θωμόπουλος Δ., (2008), Κρατικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Sovereign Wealth Funds): Ο ρόλος τους στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα, Τελική Εργασία, Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης, Τμήμα Υπαλλήλων Οικονομικών & Εμπορικών Υποθέσεων.
37. Καρκατσούλης Ρ., (2001), Η Διακυβέρνηση ως περιεχόμενο και διαδικασία λήψης απόφασης για τις δημόσιες υποθέσεις, *Επιστήμη και Κοινωνία*, Τεύχος 7/2001.
38. Ρόβα Α., (2016), Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία και το ζήτημα ισχύος στη Διεθνή Πολιτική, μεταπτυχιακή εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Σχολή Οικονομικών, Επιχειρηματικών και Διεθνών Σπουδών, ΠΜΣ στις Διεθνείς και Ευρωπαϊκές Σπουδές.

39. Ρουκανάς, Σ. (2019), Η πολιτική οικονομία των κρατικών επενδυτικών ταμείων στο Κλάψης, Α. (επιμ.) *Ειδικά θέματα διπλωματίας & διεθνούς οργάνωσης*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση, σελ. 261-285.
40. Τραυλός Ν., (2011), Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση, Συλλογικός Τόμος Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών «*Η Διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*», Αθήνα, ΕΕΤ, σελ. 85-100.
41. Τρίχα Π., (2018), Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Πελοποννήσου, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής.