



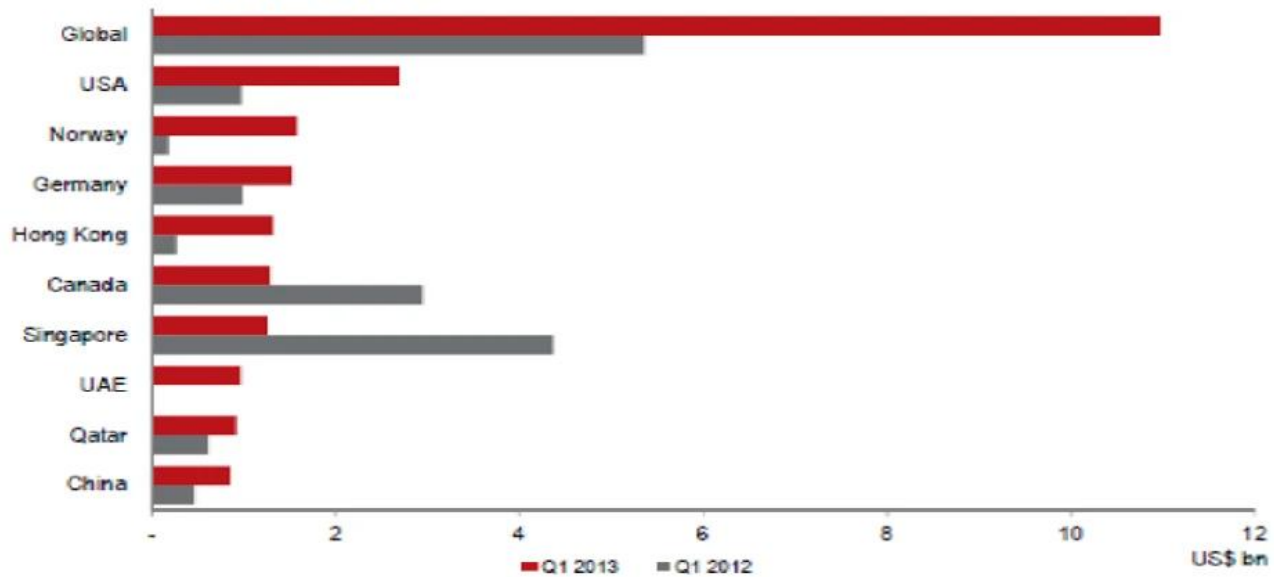
الجزء 3 من 3

رأس المال، العقارات، والسياسة: حوكمة صناديق الثروة السيادية في أسواق العقارات العالمية

بقلم عمرو الختالي 10 يناير 2015

هل ينبغي للحكومات في الولايات المتحدة وأوروبا أن تكون قلقة بشأن وجود ونمو صناديق الاستثمار المملوكة للحكومات هذه؟ في السنوات الأخيرة، أعرب العديد من المسؤولين في العاصمة الأمريكية وداخل دول الاتحاد الأوروبي عن قلقهم وبدأوا في إيلاء اهتمام وثيق لأنشطة صناديق الثروة السيادية داخل حدودهم.

Figure 8: Top 10 Cross Border Purchasers by Source of Capital Q1 2012 & 2013



Source: Jones Lang LaSalle

يخشى منتقدو صناديق الثروة السيادية أنه مع استمرار نمو مجمع الأصول هذا من حيث الحجم والأهمية، فإنه قد يؤثر على الأمن القومي والأسواق الداخلية. ويتمثل القلق الرئيسي في أن الغرض من هذه الاستثمارات قد لا يكون مقتصرًا على تحقيق أرباح مالية فحسب، بل قد يهدف بدلاً من ذلك إلى فرض السيطرة على صناعات استراتيجية لتحقيق مكاسب سياسية. هذا القلق مدفوع بشكل كبير بحقيقة أن العديد من صناديق الثروة السيادية تفتقر إلى الشفافية فيما يتعلق بحجمها، ومصدر أموالها، وأهدافها الاستثمارية، وآليات التدقيق والتوازن الداخلي، ولعل الأهم من ذلك — الإفصاح عن علاقاتها بحصص الملكية في صناديق الأسهم الخاصة.

ويمكن رؤية مثال رئيسي على تحديات الحوكمة هذه في المؤسسة الليبية للاستثمار، والتي شهدت أربعة تغييرات في منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي منذ عام 2012. وخلال الفترة نفسها، تولى مكتب رئيس الوزراء الليبي أربعة وزراء مختلفين وسط تقلبات حكومية أوسع نطاقاً. وقد أثار هذا النقص العميق في الاستمرارية في القيادة والإدارة التنفيذية مخاوف كبرى داخل العالم المالي وبين الحكومات المعنية، لا سيما فيما يتعلق بالملكية، والشفافية في تقديم التقارير، والحوكمة الداخلية للصندوق البالغة قيمته 67 مليار دولار.

ورغم هذه المخاوف، تظهر الأبحاث عدم وجود حالات لنزاعات كبرى بين الحكومات المضيفة وصناديق الثروة السيادية حول قضايا الاستثمار. وبدلاً من ذلك، يقدم التاريخ الحديث أمثلة كثيرة على دول غنية برأس المال هبت لإنقاذ اقتصادات كبرى. وكان من أبرز الحالات ضخ مليارات الدولارات في شركات أمريكية متعثرة خلال الأزمة المالية عام 2007، حيث تم الاحتفاء بالمستثمرين الأجانب كمنقذين لمؤسسات مالية كبرى مثل "سي تي جروب" و"يو بي إس" و"مورغان ستانلي". وفي نهاية المطاف، يمكن أن تؤدي هذه التدخلات المالية ذات المنفعة المتبادلة إلى علاقات سياسية أقوى وأكثر مرونة.

ومنذ عام 2007، عالجت صناديق الثروة السيادية والقوى العالمية الرئيسية العديد من هذه المخاوف من خلال اعتماد مبادئ سانتياغو، في حين سنت عدة حكومات منفردة بروتوكولاتها الخاصة:

- **الولايات المتحدة:** أقرت الحكومة الأمريكية قانون الاستثمار الأجنبي والأمن القومي لعام 2007، والذي وضع رقابة أكبر على الحالات التي تحاول فيها حكومة أجنبية أو كيان مملوك لحكومة شراء أصل أمريكي. وبموجب هذا الإطار، تواجه صناديق الثروة السيادية تحقيقات أكثر كثافة عند شراء حصة تزيد عن 10% في شركة مقرها

الولايات المتحدة. وعلاوة على ذلك، في 5 مارس 2008، عقدت لجنة فرعية مشتركة تابعة للجنة الخدمات المالية بمجلس النواب الأمريكي جلسة استماع لمناقشة دور استثمار الحكومات الأجنبية في الاقتصاد والقطاع المالي الأمريكي. وحضر جلسة الاستماع هذه ممثلون عن وزارة الخزانة الأمريكية، ولجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، ومجلس الاحتياطي الفيدرالي، ووزارة المالية النرويجية، وشركة "تماسيك القابضة" السنغافورية، ومجلس استثمار خطة المعاشات التقاعدية الكندية.

• **ألمانيا:** في 20 أغسطس 2008، وافقت ألمانيا على قانون يتطلب موافقة البرلمان على الاستثمارات الأجنبية التي قد تعرض المصالح الوطنية للخطر. وتؤثر هذه التشريعات على وجه التحديد على عمليات الاستحواذ على أكثر من 25% من أسهم التصويت في شركة ألمانية من قبل مستثمرين من خارج أوروبا. ومع ذلك، تعهد وزير الاقتصاد ميخائيل غلوس في ذلك الوقت بأن مراجعات الاستثمار الفعلية ستكون نادرة للغاية. وقد تم تصميم هذا التشريع بشكل فضفاض على غرار قانون الاستثمار الأجنبي والأمن القومي الأمريكي لعام 2007.

• **مجموعة العمل الدولية:** اجتمعت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، والتي تضم الصناديق السيادية الكبرى في العالم، خلال قمة سبتمبر 2008 في سانتياغو، تشيلي. وخلال هذه القمة، وافقت الصناديق الأعضاء رسمياً على مدونة سلوك طوعية صاغها في الأصل صندوق النقد الدولي، وتعرف الآن على نطاق واسع باسم مبادئ سانتياغو.

وقد تم الإعلان عن مجموعة المبادئ الـ 24 هذه، والتي يُشار إليها الآن باسم مبادئ سانتياغو، بعد تقديمها إلى المجلس الحاكم لصندوق النقد الدولي في 11 أكتوبر 2008. والجدير بالذكر أن مبادئ سانتياغو طوعية وغير ملزمة. وبالمثل، في يونيو 2008، اعتمد المجلس الوزاري لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إطاراً بين الحكومات وصناديق الثروة السيادية؛ ويسمى هذا الاتفاق بالإعلان. ومثل مبادئ سانتياغو تماماً، فإن هذا الإعلان طوعي وغير ملزم.

وترحب العواصم المالية في جميع أنحاء العالم بصناديق الثروة السيادية وتحاول جعل ممارسة الأعمال التجارية داخل حدودها سهلة قدر الإمكان. ولهذا الغرض، أنشأت الحكومة الأمريكية هيئة حكومية متعددة الوكالات. حيث تم إنشاء لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة (CFIUS) لتسهيل الدخول إلى السوق الأمريكية. وتقدم الشركات المهتمة بشراء حصص كبيرة في الشركات الأمريكية طلباً طوعياً للحصول على الموافقة لضمان أن هذا الدخول لا ينتهك أي قوانين للأمن القومي. وتدير هذه اللجنة وزارة الخزانة الأمريكية، ويمكن استشارة الرئيس الأمريكي بشأن هذه الطلبات. وتاريخياً، عملت لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة بفعالية كبيرة مع الشركات التي تتطلع إلى دخول السوق الأمريكية.

في عام 2008، وضعت وزارة الخزانة الأمريكية أربعة مبادئ توجيهية لصناديق الثروة السيادية:

• إصدار سياسة تنص على أن قرارات الاستثمار يجب أن تستند حصرياً إلى اعتبارات اقتصادية، وليس إلى اعتبارات سياسية أو أهداف تتعلق بالسياسة الخارجية.

• التمتع بأعلى مستويات النزاهة المؤسسية، بما في ذلك الشفافية بشأن سياسات الاستثمار، وأنظمة قوية لإدارة المخاطر، وهياكل الحوكمة، والضوابط الداخلية.

• المنافسة العادلة مع القطاع الخاص.

• احترام القوانين والأنظمة المعمول بها في الدول المستقبلة للاستثمارات.

في 20 مارس 2008، أصدرت وزارة الخزانة الأمريكية وحكومتا سنغافورة وأبوظبي بياناً مشتركاً رحبت فيه بهذه المبادئ باعتبارها أساساً لأفضل الممارسات لصناديق الثروة السيادية، مع التركيز بشكل خاص على الشفافية والحوكمة. كما أصدرت هذه الدول الثلاث بياناً للمبادئ الموجهة للدول المستقبلة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

وفي الوقت نفسه، كان الاتحاد الأوروبي يعمل أيضاً على وضع إطار تنظيمي لصناديق الثروة السيادية. ففي 28 فبراير 2008، أصدرت مفوضية الجماعات الأوروبية بياناً حددت فيه المعايير المفضلة لديها فيما يتعلق بالحوكمة والشفافية لصناديق الثروة السيادية.

وقد اتفقت المفوضية على ما يلي:

- **الحوكمة:** وجود توزيع واضح وفصل للمسؤوليات بين الحكومة وصندوق الثروة السيادي.
- **السياسة الاستثمارية:** تحديد الأهداف العامة للصندوق، مع توفير الاستقلالية التشغيلية اللازمة لتحقيق تلك الأهداف.
- **الإفصاح العام:** الكشف عن المبادئ التي تحكم العلاقة بين صندوق الثروة السيادي والسلطات الحكومية التابعة له.
- **الحوكمة الداخلية:** وجود إجراءات تضمن النزاهة وتطبيق سياسات مناسبة لإدارة المخاطر.
- **الشفافية:** الإفصاح السنوي عن المراكز الاستثمارية وتوزيع الأصول، بالإضافة إلى الإفصاح عن استخدام الرافعة المالية، والتركيبية النقدية للأصول، وحجم ومصادر موارد الصندوق. ويشمل ذلك أيضاً الإفصاح الكامل عن الأنظمة والرقابة المعمول بها في الدولة الأم المنظمة للصندوق.

كما دعت المفوضية الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية إلى فتح أسواقها أمام المستثمرين الأوروبيين لضمان حصولهم على معاملة عادلة ومنصفة من خلال مفاوضات اتفاقيات التجارة الحرة.

ويجب أن نضع في اعتبارنا أن جميع هذه البيانات تمثل توصيات تهدف إلى تحقيق منفعة متبادلة لكل من الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية والدول المستقبلة لاستثماراتها. فالعواصم المالية حول العالم تنظر بحماس إلى وجود هذه الصناديق وتعتبرها من المشاركين المهمين في تحقيق النمو الاقتصادي.

وفي 19 أكتوبر 2007، أعلن وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية في مجموعة السبع (G-7) ما يلي:

"أصبحت صناديق الثروة السيادية مشاركاً متزايد الأهمية في النظام المالي الدولي، ويمكن لاقتصاداتنا أن تستفيد من الانفتاح على تدفقات استثمارات هذه الصناديق. ونرى أهمية في تحديد أفضل الممارسات لصناديق الثروة السيادية في مجالات مثل الهيكل المؤسسي، وإدارة المخاطر، والشفافية، والمساءلة. أما بالنسبة للدول المستقبلة للاستثمارات الحكومية، فنرى أنه من المهم البناء على مبادئ مثل عدم التمييز، والشفافية، وقابلية التنبؤ."

ومن خلال أبحاثي، يبدو أن هناك قضيتين تتكرران باستمرار وتمثلان مصدر قلق رئيسي للحكومات عند التعامل مع صناديق الثروة السيادية، وهما: الشفافية والحوكمة الداخلية.

وبحلول عام 2015، تجاوزت القيمة الإجمالية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية خمسة تريليونات دولار أمريكي. ومع استمرار هذه الصناديق في الاستثمار في مناطق متعددة حول العالم، سيبرز تساؤل مهم حول كيفية تنظيم هذه الصناعة ومراقبتها بصورة أكثر فعالية.

واعتقد أنه خلال العقد القادم ستبدأ حكومات العالم، ولا سيما في الولايات المتحدة وأوروبا، بإيلاء اهتمام متزايد لتدفقات هذه الأموال القادمة من مناطق تفتقر إلى الاستقرار السياسي وتقع خارج مجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD).

ومع تزايد التهديدات الإرهابية، سيزداد الطلب على التدقيق في قضايا مثل غسل الأموال، وتمويل الإرهاب، والامتثال الضريبي، لضمان سلامة النظام المالي العالمي وحمايته من المخاطر المحتملة.

المراجع

- Colliers International. (2014). 25 predictions for 2014: International capital will seek property returns around the globe (تقرير الربع الأول 2014).
- Fiorilla, P., Kapas, M., & Liang, Y. (2012). A bird's eye view of global real estate markets: 2012 .PFIA-8RWQD5). Prudential Real Estate Investors (المراجع) update
- .Jonas, L., & Randall, D. (2013, April 26). More U.S. investors spanning the globe for real estate منشور إلكتروني.
- Q4 (المجلد 4) Jones Lang LaSalle. (2013). Encouraging signs for 2014: Global market perspective (2013).
- Kalter, E., & Holt, T. F., Jr. (2009). Key international issues for sovereign wealth funds. Center for .Emerging Market Enterprises
- Mouchakkaa, P. (2012). Views from the observatory: Real estate portfolio risk management and .monitoring. Morgan Stanley
- Sovereign Wealth Fund Institute. (2014, January). Largest sovereign funds 2013 ranking. /https://www.swfinstitute.org/fund-rankings
- Stahl, A. (2013, December 19). The promise and perils of sovereign wealth funds. Forbes. https://www.forbes.com/sites/riskmap/2013/12/19/the-promise-and-perils-of-sovereign-wealth-funds
- Truman, E. M. (2008). A blueprint for sovereign wealth fund best practices (Policy Brief PB08-3). .Peterson Institute for International Economics
- .Wilson, R. (2012, June 16). An introduction to sovereign wealth funds
- Yong Yu, H., & Chu, K. (2013, June 14). World chasing U.S. yield with 25% deal jump: Real .estate. Bloomberg
- Banerjee, D. (2012, December 1). Norway wealth fund to spend \$11B adding U.S. real estate. .Bloomberg
- .Georgiev, G. (2002, March 1). The benefits of real estate investments
- Gerrity, M. (2013, January 10). Global commercial real estate investment volumes reach \$436 .billion in 2012. World Property Channel
- Hudson-Wilson, S., Gordon, J. N., Fabozzi, F. J., Anson, M. J. P., & Giliberto, M. S. (2005). Why .real estate. The Journal of Portfolio Management
- .Kolesnikov-Jessop, S. (2013, April 28). Spreading the risk with real estate. The New York Times

Rao, S. (2013, March 12). Sovereign wealth funds to hit record \$5.6 trillion by year end—Study. Reuters

Schena, P. J. (2013). From investment goals to asset allocation models. The Fletcher School, Tufts University

Sovereign Wealth Institute. (2014, January 8). Direct sovereign wealth fund transactions grow in 2013

Deutsche Asset & Wealth Management. (2013, October). Global real estate strategic outlook: Mid-year review

Vallecillo, F. (2013, April 19). Europe commercial investments jump in first quarter. World Property Channel

Wille, K. (2013, May 16). Real estate overtakes commodities as top sovereign asset. Bloomberg

Wolcott, R. (n.d.). Sovereign wealth funds and real estate: The sovereigns are coming. Euromoney