



**AgEcon** SEARCH

RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

*The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library*

**This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.**

**Help ensure our sustainability.**

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

[aesearch@umn.edu](mailto:aesearch@umn.edu)

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

*No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.*

# GOSPODARKA NARODOWA

9  
(253)  
Rok LXXX/XXI  
wrzesień  
2012  
s. 39-59

Bernadeta BARAN\*

## Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest analiza znaczenia państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym. W artykule zdefiniowano państwowe fundusze majątkowe, określono ich rolę i pozycję wśród innych inwestorów. Wskazano również na najważniejsze kontrowersje związane z działalnością inwestycyjną tych podmiotów oraz zaprezentowano postawę UE w tym temacie. Jako metodę badawczą zastosowano analizę danych dotyczących aktywności państwowych funduszy majątkowych publikowanych przez *SWF Institute* i MFW oraz przegląd literatury i dokumentów źródłowych UE. Z przeprowadzonych badań wynika, że państwowe fundusze majątkowe stają się coraz ważniejszym uczestnikiem globalnego systemu finansowego. W ostatnich latach znacząco wzrosła liczba i aktywność inwestycyjna tych podmiotów. W szczególności odnosi się to do PFM pochodzących z krajów wschodzących. Mimo iż fundusze te dostarczają pożądanego kapitału i przyczyniają się do stabilizacji rynku finansowego, to ich rosnące znaczenie wzbudza pewien niepokój. Źródłem obaw jest niska przejrzystość struktur i celów wielu PFM, potencjalne skutki ich międzynarodowej aktywności, lecz przede wszystkim fakt dynamicznego rozwoju takich form inwestowania publicznych środków jako skutek przekształceń w strukturze światowej produkcji, pogłębiającej się nierównowagi w międzynarodowym handlu i zmieniających się relacji pomiędzy gospodarkami rozwiniętymi a rozwijającymi.

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, inwestorzy instytucjonalni, międzynarodowy rynek kapitałowy

**Kody JEL:** F34, G15, G18, H87, O16

---

Artykuł wpłynął do druku 3 lipca 2012 r.

---

---

\* Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Katedra Polityki Ekonomicznej i Europejskich Studiów Regionalnych, e-mail: bernadeta.baran@ue.wroc.pl

## Wprowadzenie

Pierwsze państwowe fundusze majątkowe (PFM, *SWFs -sovereign wealth funds*) powstały na początku drugiej połowy XX w., dlatego nie można ich uznać za nowe zjawisko na międzynarodowym rynku kapitałowym. Jednak stosunkowo niedawno stały się przedmiotem zwiększonej uwagi. Imponuje zarówno rosnąca popularność takich form inwestowania środków publicznych, jak również bardzo dynamiczny wzrost wartości portfeli państwowych funduszy majątkowych (w 2010 r. dysponowały aktywami o wartości 4,7 bln dolarów, z kwartalnym przyrostem na poziomie 100 mld dolarów). Ich dynamiczny rozwój przypada na ostatnią dekadę i jest związany z dokonującą się zmianą układu sił w światowej gospodarce. Cytując N. Fergusona, następuje „przesunięcie ekonomicznego punktu ciężkości z Zachodu na Wschód” i kończy się gospodarcza dominacja państw zachodnich. Kraje wschodzące dysponują coraz większym kapitałem pochodzącym głównie z nadwyżek rezerw walutowych i coraz większą pewnością siebie, szczególnie w warunkach wzrastającego zadłużenia krajów rozwiniętych i ich zwiększonego zapotrzebowania na środki finansowe.

Analiza fenomenu państwowych funduszy majątkowych w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych pozwala na postawienie następujących hipotez:

1. działalność inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych jest efektem pogłębiającej się nierównowagi w międzynarodowym handlu i przejawem zmian zachodzących na gospodarczej mapie świata. Państwowe fundusze majątkowe są ważnym uczestnikiem globalnego rynku kapitałowego i będą odgrywać na nim dużą rolę, w szczególności jako źródło kapitału i stabilizacji finansowej;
2. coraz większa aktywność międzynarodowa państwowych funduszy majątkowych pochodzących z tzw. rynków wschodzących wzbudza liczne obawy. Przyczyną są potencjalne polityczno-ekonomiczne konsekwencje ich działalności inwestycyjnej oraz brak pełnej przejrzystości wielu PFM, co utrudnia (lub uniemożliwia) poznanie ich struktur i celów.

W odpowiedzi na wyzwania związane z rosnącą aktywnością państwowych funduszy majątkowych, zagadnienie to jest coraz częściej podejmowane w międzynarodowych dyskursach politycznych i naukowych. W krajowej literaturze problematyka ta jest natomiast poruszana względnie rzadko. Dlatego najważniejszym celem artykułu jest zaprezentowanie najważniejszych aspektów związanych z funkcjonowaniem państwowych funduszy majątkowych. Zadanie to, podporządkowane weryfikacji przyjętych hipotez, będzie realizowane według następującego porządku: w pierwszej części zostaną zdefiniowane państwowe fundusze majątkowe oraz wskazane ich najważniejsze typy. Następnie zostanie określona rola tych podmiotów na międzynarodowym rynku kapitałowym oraz skala ich aktywności. W ostatniej części wskazane zostaną kontrowersje związane z funkcjonowaniem państwowych funduszy majątkowych i próby odpowiedzi na te obawy ze strony Unii Europejskiej.

## Rodzaje państwowych funduszy majątkowych

Mianem państwowych funduszy majątkowych określa się państwowe instytucje inwestycyjne zarządzające zdywersyfikowanym portfelem krajowych i międzynarodowych aktywów finansowych. Ta powszechna definicja jest jednak dość ogólna i nie oddaje właściwie istoty PFM. W tym znaczeniu można ją bowiem używać w odniesieniu do innych państwowych jednostek inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia, takich jak fundusze emerytalne czy fundusze stabilizacyjne. Na szczególne cechy, które muszą wspólnie zaistnieć aby daną jednostkę inwestycyjną uznać za PFM, zwróciła uwagę Międzynarodowa Grupa Robocza ds. Państwowych Funduszy Majątkowych. Definiuje ona PFM jako instytucje będące własnością państwa (rządu), zarządzające lub administrujące aktywami w celu osiągnięcia założonych planów finansowych, formalnie umieszczone poza rezerwami walutowymi władz monetarnych, poza operacjami przedsiębiorstw państwowych i rządowych funduszy emerytalnych, funkcjonujące w oparciu o różne strategie inwestycyjne, podejmujące krajowe i międzynarodowe transakcje oraz posiadające zróżnicowaną strukturę organizacyjną [International Working Group, 2008]. Należy nadmienić, że często stosowanym synonimem wobec pojęcia *państwowe fundusze majątkowe* jest określenie *państwowe fundusze inwestycyjne*. Wydaje się ono jednak mało trafne, przede wszystkim z uwagi na odmienne od pierwotnego terminu tłumaczenie (*sovereign wealth funds*). Ponadto, nieścisłość powoduje użycie sformułowania *fundusz inwestycyjny*, powszechnie wykorzystywanego w kontekście znanych form zbiorowego lokowania środków pieniężnych, których tytułem partycypacji jest określona jednostka uczestnictwa. Istotę omawianego przedmiotu dobrze oddaje określenie *fundusz narodowy*, jednak jest ono stosunkowo rzadko używane (stąd w dalszej części opracowania wykorzystywany będzie termin *państwowe fundusze majątkowe*). Nie wnikając w dalsze różnice terminologiczne, należy wskazać na zasadnicze cechy odróżniające PFM od innych rządowych jednostek specjalnego przeznaczenia (tabl. 1). Po pierwsze, PFM są finansowane z rezerw walutowych nagromadzonych w krajach będących właścicielami funduszy, przy czym rezerwy te są zarządzane odrębnie. Po drugie, PFM realizują zazwyczaj strategię zdywersyfikowanych inwestycji o wyższym poziomie ryzyka w dążeniu do uzyskania większych zysków. Portfele PFM obejmują też szerszy wachlarz aktywów finansowych, w tym papiery wartościowe o stałej stopie zwrotu, akcje, nieruchomości i alternatywne formy inwestycji [Mezzacapo, 2009].

Same PFM różnią się między sobą rozmiarem, strukturą, celem, pochodzeniem kapitału, horyzontem inwestycyjnym, posiadanymi aktywami, poziomem akceptacji ryzyka. Właściwości te są źródłem licznych klasyfikacji funduszy. Według kryterium celu działalności można wyróżnić na przykład następujące PFM [MFW, 2007]:

1. fundusze oszczędnościowe – inwestujące część bieżących dochodów państwa w celu osiągnięcia zysków dla przyszłych pokoleń (środki mogą być

**Tablica 1**  
**Rządowe jednostki inwestycyjne specjalnego przeznaczenia**

Ryzyko inwestycyjne	
Rezerwy walutowe banku centralnego	<ul style="list-style-type: none"> <li>– aktywa banku centralnego w zagranicznych walutach mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa wymiany z zagranicą i stabilności kursu walutowego</li> <li>– wysoce płynne</li> <li>– najczęściej obligacje krajów OECD</li> <li>– np. Rezerwa Federalna (USA), Bank Anglii</li> </ul>
Fundusze stabilizacyjne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– fundusze mające na celu stabilizację gospodarki i budżetu (np. przed inflacją, tzw. chorobą holenderską i innymi makroekonomicznymi zagrożeniami)</li> <li>– nisko ryzykowne, płynne aktywa (gotówka, obligacje rządowe)</li> <li>– np. Oil Stabilisation Fund (Iran), Economic and Social Stabilization Fund (Chile)</li> </ul>
Fundusze emerytalne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– jednostki inwestycyjne wspierające państwo w wywiązaniu się ze zobowiązań emerytalnych.</li> <li>– utworzone i zarządzane w krajowej walucie</li> <li>– np. California Public Employees Retirement System (USA), Government Pension Fund (Norwegia)</li> </ul>
Krajowe fundusze inwestycyjne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– jednostki inwestycyjne, mające na celu wspieranie rozwoju gospodarczego kraju, mogą zarządzać funduszami inwestującymi w przedsiębiorstwa krajowe lub same nabywać udziały</li> <li>– utworzone i zarządzane w walucie krajowej</li> <li>– np. Malaysia Development Fund (Malezja), Samruk-Kazyna (Kazachstan)</li> </ul>
Państwowe fundusze majątkowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– jednostki inwestycyjne angażujące powierzone im środki w krajowe i zagraniczne aktywa o różnej płynności i stopie ryzyka,</li> <li>– formalnie umieszczone i zarządzane poza rezerwami walutowymi władz monetarnych, operacjami przedsiębiorstw państwowych i rządowych funduszy Emerytalnych, nastawione na realizację wyższego ryzyka</li> <li>– wyższa tolerancja ryzyka</li> </ul>
Przedsiębiorstwa państwowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– firmy będące własnością państwa lub w których państwo ma większościowe udziały</li> <li>– mogą dokonywać inwestycji w zagraniczne aktywa</li> <li>– np. Gazprom (Rosja), SABIC (Arabia Saudyjska), CNOOC (Chiny)</li> </ul>

Źródło: [Monitor, 2011, s. 32]

- zabezpieczeniem przyszłych emerytur lub potrzeb państwa na wypadek nieprzewidzianych trudności budżetowych);
2. fundusze stabilizacyjne – mające na celu zabezpieczenie budżetu państwa przed wahaniami cen eksportowanych surowców oraz zapobieganie nadmiernej aprecjacji waluty lokalnej w wyniku napływu zagranicznego kapitału;
  3. fundusze inwestycji rezerwowych – mające na celu zyskowne wykorzystanie rezerw walutowych kraju;
  4. fundusze rozwojowe – finansujące inwestycje wspierające rozwój gospodarczy kraju (np. infrastrukturalne);

5. państwowe fundusze emerytalne – wspomagające wypłatę przyszłych świadczeń emerytalnych, przy czym środki PFM nie pochodzą od uczestników systemu emerytalnego<sup>1</sup>.

Inne kryterium – źródło pochodzenia kapitału – pozwala na wyróżnienie dwóch podstawowych typów państwowych funduszy majątkowych:

- towarowe (*commodity SWF*), które są zasilane kapitałem pochodzącym z działalności eksportowej koncernów państwowych lub z opodatkowania eksportu przedsiębiorstw prywatnych (najczęściej dotyczy to surowców naturalnych). Do głównych zadań stawianych przed tymi funduszami należą stabilizacja dochodów podatkowych państwa, zachowanie równowagi na rachunku płatniczym oraz gromadzenie kapitału dla przyszłych pokoleń,
- nietowarowe (*noncommodity SWF*), które są tworzone z części środków składających się na rezerwy walutowe państwa, z nadwyżki budżetowej, krajowych oszczędności lub z wpływów z prywatyzacji. Głównym celem tych funduszy jest uzyskanie wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału lub (i) stabilizacja poziomu inflacji [Aizenman, 2008].

Działalność PFM, podobnie jak innych racjonalnych inwestorów, jest motywowana przede wszystkim ekonomicznie<sup>2</sup>. W większości przypadków PFM działają jak zwykli inwestorzy portfelowi, których celem nie jest zdobycie formalnego udziału w strukturach zarządzania czy wpływu na politykę spółki, a jedynie posiadanie zyskownych udziałów mniejszościowych<sup>3</sup>. Co je jednak wyróżnia spośród innych podmiotów to fakt, że posiadają gwarancję stabilności finansowej ze strony państwa i nie ciąży na nich presja ze strony akcjonariuszy na dochodowość lub płynność (jak to jest np. w prywatnych funduszach inwestycyjnych). Dzięki temu mogą inwestować w aktywa o niższym ratingu i mniejszej płynności. Charakteryzuje je również wyższa skłonność do ryzyka i większe oczekiwania odnośnie zwrotu kapitału<sup>4</sup> niż to jest w przypadku innych jednostek inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia oraz większa dywersyfikacja geograficzna [Beck, Fidora, 2008].

---

<sup>1</sup> Niektóre fundusze realizują różne cele jednocześnie, np. Global Government Pension Fund jest zarówno funduszem oszczędnościowym i stabilizacyjnym.

<sup>2</sup> PFM mogą się kierować także innymi motywami, np. politycznymi, kiedy dążą do przysporzenia korzyści państwu z którego pochodzą (przykładem może być zakup przez China Investment Corporation większościowych udziałów w spółce wydobywającej węgiel, w której zaopatruje się ChRL).

<sup>3</sup> W 2010 r. średnia wartość przejmowanych przez PFM udziałów wyniosła 25%, ale zanotowano też 22 przypadki przejęć większościowych. Można również wskazać przykłady bardziej aktywnego zaangażowania PFM w politykę spółek, w których nabywają udziały (w 2009 r. miejsce w zarządzie otrzymał Qatar Investment Authority po zakupie 5% udziałów w Veolia Environnement oraz Qatar Holding po zainwestowaniu 7 mld USD w Volkswagena). Szerzej: [Monitor, 2011].

<sup>4</sup> Skłonność do ryzyka i oczekiwania zwrotu są przy tym zróżnicowane w zależności od rodzaju funduszu.

**Tablica 2**  
**10 największych inwestycji PFM w 2010 r.**

PFM	Cel inwestycji	Kraj inwestycji	Wartość inwestycji (mln \$)	Wielkość udziału
Mubadala Development Company	Aluminium in the Sarawak Corridor of Renewable Energy	Malezja	7000	b.d.
Qatar Investment Authority	Agricultural Bank of China	Chiny	2800	b.d.
Qatar Investment Authority	Banco Santander Brasil	Brazylia	2719	5%
Khazanah Nasional Bhd	Parkway Holding Ltd.	Singapur	2541	77%
China Investment Corporation	General Growth Properties Inc.	USA	2300	7,4%
International Petroleum Investment Company	UniCredit SpA	Włochy	2300	4,99%
Qatar Investment Authority	Harrods	USA	2227	100%
National Social Security Fund	Agricultural Bank of China	Chiny	2195	b.d.
China Investment Corporation	AES Corporation	USA	1580	15,82%
Temasek Holdings	China Construction Bank	Chiny	1500	0,75%

Źródło: [SWF Institute, dostęp: 29.02.2012]

## Pozycja i aktywność PFM na międzynarodowym rynku finansowym

Pierwsze państwowe fundusze majątkowe powstawały na początku drugiej połowy XX w. w państwach regionu Bliskiego Wschodu<sup>5</sup> i pierwotnie miały charakter wyłącznie stabilizacyjny (ich celem było łagodzenie zaburzeń w gospodarce i budżecie w związku ze zmianami cen eksportowanych surowców). Kolejne lata charakteryzował niewielki przyrost liczby PFM (po 30 latach od chwili powstania pierwszego PFM istniało zaledwie 12 takich jednostek). Szybszą dynamikę można było zaobserwować w latach 90., ale to w ostatniej dekadzie powstało najwięcej państwowych funduszy majątkowych. W grudniu 2011 r. funkcjonowało 59 PFM<sup>6</sup> (tabl. 2), spośród których najwięcej pochodzi z USA (6), ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich (6) i z Chin (5). W układzie kontynentalnym, najwięcej PFM zostało utworzonych w Azji (31), w tym 15 w rejonie Bliskiego Wschodu. Swoje państwowe fundusze majątkowe mają też wszystkie kraje Ameryki Północnej, cztery państwa Ameryki Środkowej i Południowej (Wenezuela, Chile, Brazylia, Trynidad i Tobago), 7 krajów afrykańskich oraz Nowa Zelandia, Australia, Papua Nowa Gwinea i Kiribati. Na kontynencie

<sup>5</sup> Pierwszym PFM był *Kuwait Investment Authority*, utworzony w 1953 r. z nadwyżki pochodzącej ze sprzedaży ropy naftowej.

<sup>6</sup> Liczba ta może zmieniać się w zależności od przyjętych kryteriów charakteryzujących PFM.

europjskim funkcjonuje zaledwie pięć państwowych funduszy majątkowych<sup>7</sup> (norweski i rosyjski są finansowane przychodami z ropy naftowej a irlandzki, włoski i francuski majątkiem państwowym).

**Tablica 3**  
**Państwowe fundusze majątkowe w 2011 r.**

Państwo	Fundusz	Aktywa (mld \$)	Rok zał.	Źródło kapitału	I.T.
ZEA	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Towarowy (ropa)	4
Chiny	SAFE Investment Company	567.9*	1997	Nadwyżka handl.	2
Norwegia	Government Pension Fund – Global	560	1990	Towarowy (ropa)	10
Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	472.5	b.d.	Towarowy (ropa)	4
Chiny	China Investment Corporation	409.6	2007	Nadwyżka handl.	7
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	96	1953	Towarowy (ropa)	6
Chiny – Honkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293.3	1993	Nadwyżka handl.	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corp.	247.5	1981	Nadwyżka handl.	6
Singapur	Temasek Holdings	157.2	1974	Majątek państw.	10
Chiny	National Social Security Fund	134.5	2000	Nadwyżka handl.	5
Rosja	National Welfare Fund	113.9	2008	Towarowy (ropa)	5
Katar	Qatar Investment Authority	85	2005	Towarowy (ropa)	5
Australia	Australian Future Fund	73	2004	Majątek państw.	10
ZEA	Investment Corporation of Dubai	70	2006	Towarowy (ropa)	4
Libia	Libyan Investment Authority	65	2006	Towarowy (ropa)	2
ZEA	International Petroleum Investment Company	58	1984	Towarowy (ropa)	3
Algieria	Revenue Regulation Fund	56.7	2000	Towarowy (ropa)	1
Korea Płd.	Korea Investment Corporation	43	2005	Nadwyżka handl.	9
USA	Alaska Permanent Fund	40.3	1976	Towarowy (ropa)	10
Kazachstan	Kazakhstan National Fund	38.6	2000	Towarowy (ropa)	6
Malezja	Khazanah Nasional	36.8	1993	Majątek państw.	5
Azerbejdżan	State Oil Fund	30.2	1999	Towarowy (ropa)	10
Irlandia	National Pensions Reserv Fund	30	2001	Majątek państw.	10
Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983	Towarowy (ropa)	1
Francja	Strategic Investment Fund	28	2008	Majątek państw.	b.d.
ZEA	Mubadala Developmen Company	27.1	2002	Towarowy (ropa)	10
USA	Texas Permanent School Fund	24.4	1854	Towarowy (ropa)	b.d.
Iran	Oil Stabilisation Fund	23	1999	Towarowy (ropa)	1

<sup>7</sup> Niedługo do tej grupy dołączy Wielka Brytania. Poza kontynentem europejskim plany utworzenia PFM mają m.in.: Indie, Japonia, Tajwan, Tajlandia, Angola, Boliwia, Syria.

cd. tablicy 3

Państwo	Fundusz	Aktywa (mld \$)	Rok zał.	Źródło kapitału	I.T.
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	21.8	1985	Towarowy (miedź)	10
Kanada	Alberta's Heritage Fund	15.1	1976	Towarowy (ropa)	9
USA	New Mexico State Investment Council	14.3	1958	Majątek państw.	9
N. Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	13.5	2003	Majątek państw.	10
Brazylia	Sovereign Fund of Brazil	11.3	2008	Majątek państw.	b.d.
Bahrajn	Mumtalakat Holding Company	9.1	2006	Majątek państw.	9
Oman	State General Reserve Fund	8.2	1980	Towarowy (ropa, gaz)	1
Botswana	Pula Fund	6.9	1994	Towarowy (minerały)	6
Timor Wsch.	Timor-Leste Petroleum Fund	6.3	2005	Towarowy (ropa, gaz)	6
Meksyk	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6.0	2000	Towarowy (ropa)	b.d.
Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	5.3	2008	Towarowy (ropa)	4
Chiny	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Majątek państw.	4
USA	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	4.7	1974	Towarowy (minerały)	9
Trinidad i Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2.9	2000	Towarowy (ropa)	8
USA	Alabama Trust Fund	.	1985	Towarowy (ropa, gaz)	b.d.
Włochy	Italian Strategic Fund	1.4	2011	Majątek państw.	b.d.
ZAE	RAK Investment Authority	1.2	2005	Towarowy (ropa)	3
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1	2011	Towarowy (ropa)	b.d.
Wenezuela	FEM	0.8	1998	Towarowy (ropa)	1
Wietnam	State Capital Investment Corp.	0.5	2006	Majątek państw.	4
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.4	1956	Towarowy (fosforyty)	1
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Towarowy (ropa)	b.d.
Indonezja	Government Investment Unit	0.3	2006	Majątek państw.	b.d.
Mauretania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Towarowy (ropa, gaz)	1
USA	North Dakota Legacy Fund	0.1	2011	Towarowy (ropa)	b.d.
Gwinea Równ.	Fund for Future Generations	0.0	2002	Towarowy (ropa)	b.d.
ZAE	Emirates Investment Authority	b.d.	2007	Towarowy (ropa)	2
Oman	Oman Investment Fund	b.d.	2006	Towarowy (ropa)	b.d.

cd. tablicy 3

Państwo	Fundusz	Aktywa (mld \$)	Rok zał.	Źródło kapitału	I.T.
ZEA	Abu Dhabi Investment Council	b.d.	2007	Towarowy (ropa)	b.d.
Papua N. Gwinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	b.d.	2011	Towarowy (gaz)	b.d.
Mongolia	Fiscal Stability Fund	b.d.	2011	Towarowy (kopalnie)	b.d.
Łącznie: towarowe – ropa i gaz		2,667.9			
Łącznie: pozostałe		2,110.0			
<b>ŁĄCZNIE</b>		<b>4,777.9</b>			

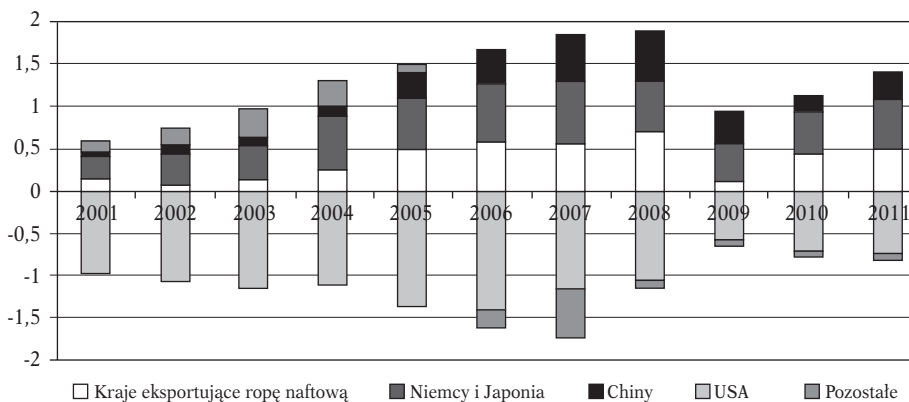
\* szacunki I.T. – indeks transparentności

Źródło: [SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> dostęp: 29.02.2012]

Na tak szybki wzrost liczby PFM wpływają dwa główne czynniki. Pierwszym z nich są rosnące ceny surowców, głównie ropy naftowej. Drugim – bardzo szybki wzrost wartości rezerw walutowych, m.in. w krajach rozwijających się (roczny wzrost światowych rezerw w okresie 1989-2009 wyniósł 11%, w latach 2004-2009 – 22%, a w samych Chinach w ciągu czterech lat – od 2007 r. do 2011 r. – aż 43%, osiągając poziom 8,1 bln USD). Coraz większe nadwyżki handlowe w wielu krajach (wykres 1) zachęcają do zyskowego wykorzystywania posiadanych rezerw, m.in. za pomocą inwestycji dokonywanych w ramach PFM [Aizenman, 2008].

Wykres 1

Globalne saldo bilansu płatniczego w latach 2001-2011 (% globalnego PKB)

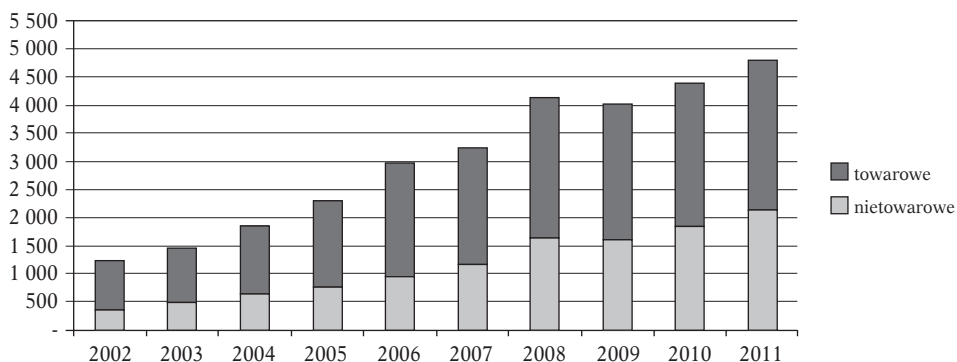


Źródło: [Financial Markets Series, 2012]

W ostatnich latach wzrosła nie tylko liczba państwowych funduszy majątkowych, ale również wartość zarządzanych przez nie aktywów i tym samym ich znaczenie na międzynarodowym rynku finansowym. W 2011 r., PFM dysponowały aktywami o wartości 4,7 bln USD, przy czym 3 największe (*Abu Dhabi*

*Investment Authority* z ZEA, *SAFE Investment Company* z Chin i *Government Pension Fund—Global* z Norwegii) ponad jedną trzecią tej kwoty. Szacuje się, że na koniec 2012 r. wartość ta wzrośnie o kolejne 8% (do poziomu 5,2 bln USD), a do 2015 r. może być ponad dwukrotnie wyższa [Financial Markets Series, 2012]. W ciągu 10 lat – od początku 2002 r. do końca 2011 r., aktywa PFM zwiększyły się blisko czterokrotnie (wykres 2). Od 2008 r., pomimo kryzysu finansowego i załamania koniunktury gospodarczej, dynamika wzrostu wartości aktywów PFM wynosi średnio 100 mld dolarów kwartalnie. Widoczny jest przy tym rosnący udział PFM nietowarowych (w 2011 r. zarządzały 44% wartości łącznych aktywów, podczas gdy w 2002 r. było to 30%).

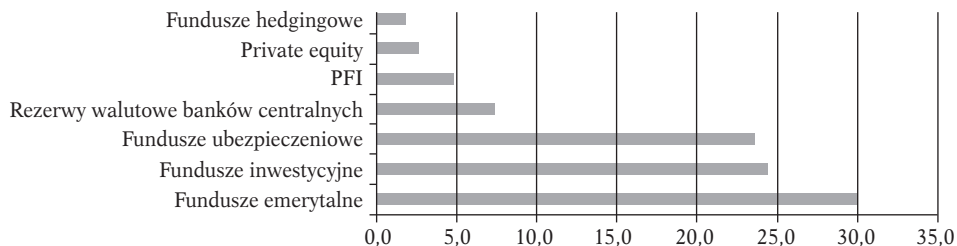
**Wykres 2**  
Wartość aktywów PFM w okresie 2002-2011 (w mld dolarów)



Źródło: [SWF Institute, dostęp: 29.02.2012]

O pozycji PFM na międzynarodowym rynku finansowym świadczy też ich miejsce wśród innych uczestników. Pod względem wielkości zarządzanych aktywów, PFM znajdują za funduszami emerytalnymi, funduszami inwestycyjnymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi i rezerwami walutowymi, a przed funduszami hedgingowymi i *private equity* (wykres 3).

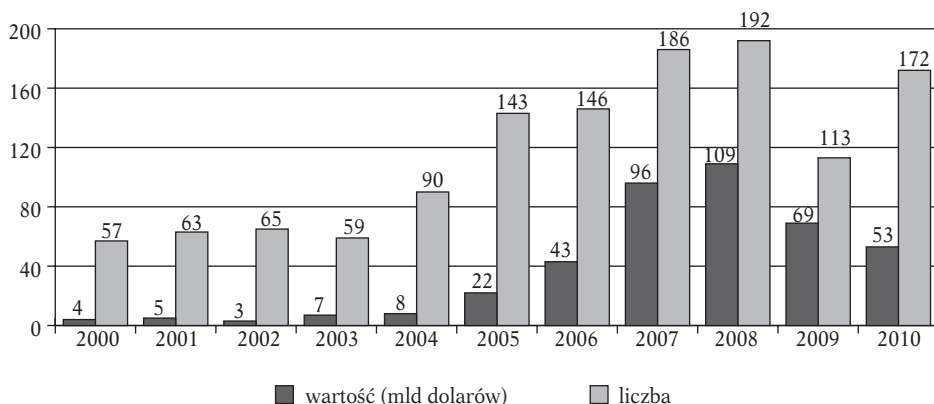
**Wykres 3**  
Wartość aktywów PFM na tle innych jednostek inwestycyjnych (bln USD)



Źródło: [Financial Markets Series, 2012]

Wzrost liczby PFM i wartości posiadanego kapitału pociąga za sobą coraz większą aktywność tych instytucji w otoczeniu międzynarodowym – szacuje się, że ok. 75% podejmowanych przez nie inwestycji ma wymiar międzynarodowy<sup>8</sup>. Do 2009 r., zarówno wartość dokonywanych transakcji jak i liczba inwestycji systematycznie wzrastały, przy czym widoczne było rosnące zainteresowanie dużymi inwestycjami (ilość transakcji w 2008 r. w porównaniu do 2000 r. zwiększyła się ponad 3-krotnie, natomiast wartość – aż 27-krotnie). W 2009 r. liczba inwestycji spadła, co było związane z przyjętą przez PFM strategią powstrzymywania w związku z trwającym kryzysem gospodarczym i finansowym. Tendencja odwróciła się ponownie w 2010 r., kiedy liczba transakcji w porównaniu do poprzedniego roku wzrosła o blisko 50%, lecz ich wartość była o 23% niższa. Należy to odczytać jako próbę większej dywersyfikacji (więcej mniejszych inwestycji) w warunkach zwiększonej niepewności na rynku<sup>9</sup> (wykres 4).

**Wykres 4**  
**Liczba i wartość inwestycji PFM w okresie 2000-2010**



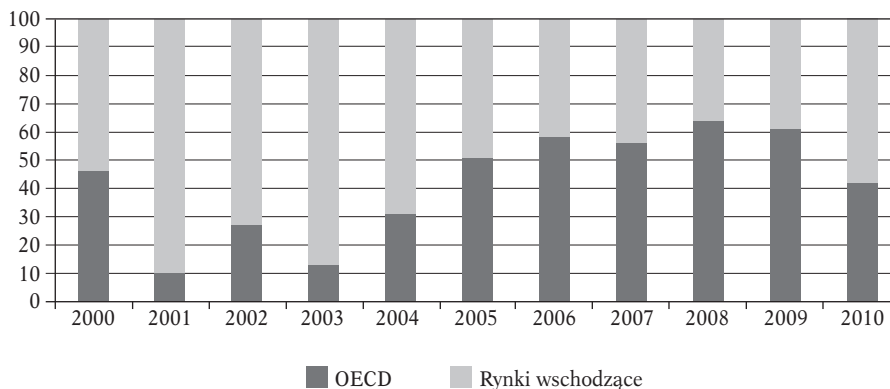
Źródło: [Financial Markets Series, 2012]

W zależności od warunków inwestycyjnych, PFM zmieniają też kierunki lokowania swojego kapitału. Można zauważyć, że w okresie korzystnej koniunktury częściej zwracają się w stronę gospodarek rozwiniętych, natomiast spowolnienie gospodarcze przesuwa ich obszar zainteresowania na rynki krajów wschodzących (wykres 4). Tendencja ta była widoczna w ostatnich latach, kiedy to przed kryzysem największym odbiorcą inwestycji w ujęciu wartościowym była Europa, lecz już w warunkach zwiększonej niepewności (2010 r.) 40% ogółu transakcji o wartości 24 mld dolarów spłynęło do krajów Azji i Pacyfiku.

<sup>8</sup> Pozostała część to inwestycje krajowe. Szerzej [Chhaochharia, Laeven, 2009].

<sup>9</sup> Dane odnoszą się do transakcji dokonanych przez 30 PFM, zarejestrowanych przez SWFs Institute.

Wykres 5  
Inwestycje PFM wg miejsca przeznaczenia (%)



Źródło: [Financial Markets Series, 2012]

Bez względu na okoliczności gospodarcze, największym odbiorcą inwestycji dokonywanych przez PFM wśród krajów są Stany Zjednoczone (łącznie 76 mld USD, tj. 19% wszystkich inwestycji). Na drugim miejscu znajduje się Wielka Brytania (68 mld USD, tj. 17%), a za nią kolejno: Chiny (38 mld USD), Francja (28 mld USD), Szwajcaria (27 mld USD), Niemcy (26 mld USD) i Katar (15 mld USD). Pozycja lidera nie dziwi, zarówno z uwagi na wielkość rynku jak i możliwości inwestycyjne. Jednak nieznacznie mniejszym zainteresowaniem wśród PFM cieszy się rynek brytyjski. Tak wysoka pozycja Wielkiej Brytanii (w szczególności Londynu) jest efektem nie tylko siły ekonomicznej tego kraju, dobrze rozwiniętego rynku usług finansowych, otwartej gospodarki czy przyjaznego prawa, ale też historycznych powiązań z wieloma państwami, z których pochodzą największe fundusze majątkowe (PFM z Kuwejtu, Zjednoczonych Emiratów Arabskich, Singapuru posiadają w Londynie swoje biura reprezentacyjne). Co więcej, rząd brytyjski jest aktywny w rozmowach z inwestorami, wyrażając poparcie i zainteresowanie dla takiej formy zagranicznego kapitału. W efekcie, Wielka Brytania każdego roku znajduje się w czołówce krajów przyjmujących najwięcej inwestycji od PFM (por. tabl. 4).

PFM generują popyt zarówno na państwowe jak i prywatne papiery wartościowe<sup>10</sup>. Około 85% wszystkich państwowych funduszy majątkowych lokuje swój kapitał w akcje przedsiębiorstw, 76% PFM kupuje obligacje rządowe, 61% inwestuje w infrastrukturę, 59% w sektor *private equity*, 56% w nieruchomości, a 36% w fundusze hedgingowe [SWF Institute]. Ze wszystkich sektorów gospodarki największym zainteresowaniem cieszą usługi finansowe, wśród których aż 67% udziału przypada sektorowi bankowemu, a 15% rynkowi *pri-*

<sup>10</sup> Wg SWF Institute, w 2010 r. najbardziej aktywnymi PFM były Singapore's Temasek Holdings (38 inwestycji), następnie China Investment Corporation (23) i Qatar Investment Authority (22). QIA and CIC z kolei zainwestowały najwięcej w ujęciu wartościowym (odpowiednio 12,3 i 9,8 mld USD).

vate equity (2010 r.). Pozostałe obszary inwestycji to przemysł wydobywczy (ropa, gaz, metale) i przetwórczy, m.in. energetyczny. Łącznie, te trzy sektory przyciągają rocznie blisko 80% wartości inwestycji dokonywanych przez PFM. [SWF Institute].

**Tablica 4**  
**Największe inwestycje PFM w Europie w 2008 r.**

Cel inwestycji	Kraj celu inwestycji	PFM	Wartość transakcji (mln USD)
OMX	Szwecja	DIFC (ZEA)	3551,4
Barclays	W. Brytania	China Development Bank (Chiny)	2980,1
Budapest Airport	Węgry	Caisse de Depot et Placement (Kanada)	2610,4
London Stock Exchange	W. Brytania	DIFC (ZEA)	1648,0
Alliance Medical	W. Brytania	Dubai International Capital (ZEA)	1248,7
Mauser	Niemcy	Dubai International Capital (ZEA)	1159,8
OMX	Szwecja	DIFC (ZEA)	1100,6
Chapterhouse Holdings Ltd	W. Brytania	GIC Real Estate (Singapur)	0, 9542
British Petroleum	W. Brytania	SAFE (Chiny)	2013,0

Źródło: [SWF Institute, dostęp: 29.02.2012]

Nie do przecenienia są korzyści z działalności inwestycyjnej PFM. Państwowe fundusze majątkowe nie tylko dostarczają potrzebnego kapitału, co korzystnie wpływa na funkcjonowanie globalnego rynku kapitałowego (w szczególności w okresach spadku aktywności gospodarczej). Ich kapitał przyczynia się również do wzrostu stabilności międzynarodowego systemu finansowego, gdyż podmioty te wykazują preferencję do stabilnych i długoterminowych inwestycji [European Central Bank, 2007]. Rola PFM została szczególnie doceniona podczas kryzysu finansowego, kiedy dzięki dokapitalizowaniu licznych instytucji finansowych dostarczony przez nie kapitał zwiększył płynność na rynku: PFM nabyły udziały w wielu zagrożonych upadłością zachodnich bankach, m.in. w Citigroup, UBS, Credit Suisse, Unicredit, Merrill Lynch, Morgan Stanley. Łącznie, w kryzysowym 2008 r. PFM zainwestowały w sektor finansowy ok. 100 miliardów dolarów, co stanowiło blisko 75% wartości ich rocznych inwestycji [Monitor Group, 2009].

### **Obawy i postawa Unii Europejskiej wobec aktywności PFM**

Obok pozytywnych aspektów działalności inwestycyjnej PFM, można też wskazać na pewne „zagrożenia” związane z ich międzynarodową aktywnością. Niepokój wywołują przede wszystkim motywy, którymi mogą kierować się te podmioty oraz potencjalne – gospodarcze i polityczne – konsekwencje inwestycji dla krajów przyjmujących. Istnieje ryzyko, że PFM jako instytucje państwowe

nie będą opierać swoich decyzji wyłącznie na przesłankach ekonomicznych. Ich posunięcia mogą być dyktowane częściowo przez interes polityczny, co może prowadzić do późniejszego wywierania wpływu na gospodarkę kraju przyjmującego. Innymi, negatywnymi skutkami działalności inwestycyjnej PFM mogą być:

1. zmiany na geopolitycznej mapie świata (jako skutek zwiększonej aktywności PFM pochodzących z krajów rozwijających się i przejmowania przez nie udziałów w podmiotach z krajów rozwiniętych);
2. nasilenie działań protekcyjnych w krajach przyjmujących (na skutek zakupu lub wobec planów przejścia przez zagraniczne PFM udziałów w ich strategicznych przedsiębiorstwach lub branżach);
3. zmiany na globalnym rynku finansowym i wzrost cen aktywów w związku z dużą koncentracją pieniądza (np. ryzyko gwałtownych wzrostów cen aktywów z sektora *private equity*, którym są obecnie zainteresowane PFM);
4. zwiększenie udziału własności publicznej na rynku;
5. ograniczenie konkurencji i pozytywnych efektów dyscypliny podmiotów działających w sektorze prywatnym (jako skutek braku transparentności działania wielu PFM);
6. negatywny wpływ na efektywność przedsiębiorstw w których PFM nabyły udziały (co może być rezultatem zaangażowania kapitału pochodzącego z sektora publicznego lub realizacji celów innych niż maksymalizacja zysków, np. podjęcie suwerennej decyzji inwestycyjnej przez przedsiębiorstwo będzie utrudnione i przyniesie mniejszą korzyść, kiedy wybór lokalizacji lub zakup technologii będzie motywowany interesem kraju PFM)<sup>11</sup>;
7. ryzyko *moral hazard* (fakt posiadania przez PFM gwarancji stabilności może je skłaniać do podejmowania zbyt dużego ryzyka i prowadzenia działalności inwestycyjnej w sposób nieodpowiedzialny)<sup>12</sup>.

U podstaw ostrożnego podejścia wobec aktywności międzynarodowej PFM leży brak pełnej przejrzystości w wielu państwowych funduszach majątkowych, co utrudnia (lub czasami uniemożliwia) dokładne poznanie ich struktur i celów. Państwa przyjmujące oczekują, że PFM będą kierowały się w swoich decyzjach wyłącznie przesłankami ekonomicznymi i że będą konkurowały na uczciwych zasadach z inwestorami z sektora prywatnego. Domagają się więc pełnej przejrzystości, tj. zapewnienia i przestrzegania standardów podawania informacji o wartości zarządzanych aktywów, celach i strategiach inwestycyjnych, docelowym podziale portfela, systemach zarządzania ryzykiem i mechanizmach kontroli wewnętrznej. Dążą również do objęcia PFM globalnymi mechanizmami nadzoru rynków finansowych, zapewnienia odpowiedniego władztwa korpo-

<sup>11</sup> Koncentracja udziałów może też generować inne koszty, wpływając na wycenę przedsiębiorstwa i wartość akcji, zob. [Fotak, Bortolotti, Megginson, 2008]. Z drugiej strony wskazuje się na potencjalne korzyści zaangażowania kapitału PFM w prywatnych przedsiębiorstwach, np. ich możliwości wpływu na decyzje rządowe w kraju pochodzenia sprzyjające przedsiębiorstwu czy ułatwienie ekspansji na nowe rynki. Więcej: [Dewenter, Han, Malatesta, 2010], [Bortolotti, Fotak, Megginson, Miracky].

<sup>12</sup> Por.: [Balin, 2008].

racyjnego, m.in. do zagwarantowania jasnego podziału praw i obowiązków między rządami krajów będących właścicielami oraz zarządem PFM, jak również skutecznego systemu równowagi i wzajemnej kontroli przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Odpowiedzią na obawy i wyzwania, związane z rosnącą aktywnością PFM, są liczne międzynarodowe inicjatywy monitorujące ich działalność. Jednym z najważniejszych przedsięwzięć było powołanie w 2008 r. *Sovereign Wealth Fund Institute*, który zajmuje się zbieraniem i rozpowszechnianiem informacji na temat PFM. Utworzona też została międzynarodowa grupa robocza ds. PFM składająca się z przedstawicieli 26 członków-krajów właścicieli PFM, która zainicjowała proces zmierzający do wypracowania międzynarodowych standardów funkcjonowania PFM (pod auspicjami MFV). W 2008 r. zainteresowane strony porozumiały się w sprawie utworzenia katalogu dobrych praktyk. Przyjęto 24 zasady, zwane regułami z Santiago (*The generally accepted principles and practices – GAPP* [Sovereign Wealth Funds, 2008]), które państwa Grupy zobowiązały się przestrzegać. Do najważniejszych należą: stworzenie ram prawnych funkcjonowania PFM, jasne zdefiniowanie i ujawnienie polityki inwestycyjnej, zapewnienie przejrzystych i publicznie dostępnych informacji nt. strategii, reguł oraz planów, udostępnianie i publikowanie okresowych danych statystycznych jak również określenie zasad odpowiedzialności za działalność PFM. Trzy lata po podpisaniu porozumienia z Santiago, dokonano oceny stanu implementacji i przestrzegania wspólnych reguł (dane zostały zebrane w cztery kategorie: prawne i instytucjonalne ramy funkcjonowania PFM, struktura rządów, strategia i ryzyko inwestycyjne oraz przejrzystość danych, [IFSWF Raport, 2011]). Z pierwszego raportu<sup>13</sup> wynika, że zdecydowana większość członków porozumienia prowadzi działalność w pełni lub częściowo zgodną z przyjętymi zasadami, a państwa sygnatariusze wyrażają wolę dalszej implementacji zasad. Niemniej jednak jeszcze wiele państwowych funduszy majątkowych charakteryzuje się bardzo małą przejrzystością, o czym świadczą niskie (1-4) wskaźniki transparentności<sup>14</sup> (zob. ostatnia kolumna tab. 1). Otrzymały je PFM z Chin, Libii, Algierii, Brunei, Iranu, Omanu, Wenezueli, ZEA, Mauretanii, Arabii Saudyjskiej i Wenezueli, a więc z państw o słabo wykształconych instytucjach demokratycznego systemu politycznego i rynkowego. Natomiast najwyższą ocenę (9 lub 10) przyznano zaledwie 14 PFM. Fundusze te pochodzą z dziewięciu państw w pełni demokratycznych<sup>15</sup> (tj. z USA, Kanady, Norwegii, Australii, Nowej Zelandii, Korei Południowej, Singapuru, Irlandii, Chile) i z trzech częściowo demokratycznych (tj. z Azerbejdżanu, Bahrajnu i Zjednoczonych Emiratów Arabskich).

<sup>13</sup> Raport powstał w oparciu o ankietę, na którą odpowiedziało 80% sygnatariuszy porozumienia z Santiago.

<sup>14</sup> Linaburg-Maduell Transparency Index to dziesięciostopniowy ranking przejrzystości PFM skonstruowany przez *Sovereign Wealth Fund Institute* (w oparciu o dane nt. stanu respektowania reguł z Santiago). Dokonywany jest również pomiar ryzyka politycznego w efekcie zaangażowania PFM w innych krajach (*Breakingviews Sovereign Wealth Funds Risk Index*, por.: [Galani, Nixon, 2008]).

<sup>15</sup> Wg wskaźnika demokracji, *democracy index*.

Wydaje się więc, że pełna implementacja reguł przez wszystkie PFM nie będzie możliwa. Przyczyną jest przede wszystkim brak doświadczenia w funkcjonowaniu w warunkach rynkowych wielu funduszy majątkowych (pochodzących z krajów o niskim wskaźniku demokracji) oraz niewielka waga przypisywana określonym standardom działania. Co więcej, porozumienie z Santiago nie ma charakteru bezwzględnie obowiązującego, a przystąpienie do niego i przyjęcie wspólnych zasad stanowi jedynie wyraz dobrej woli.

Na problemy wynikające z nieprzestrzegania standardów działania i obawy związane z potencjalnymi motywami międzynarodowej aktywności PFM nakłada się inna ważna kwestia. Szybki rozwój PFM wywołuje niepokój głównie dlatego, że symbolizuje fenomen zmiany układu sił w światowej gospodarce. Większość PFM, szczególnie tych największych i pochodzących z krajów wschodzących, jest efektem gospodarczych i finansowych przemian. Kraje OECD w coraz mniejszym stopniu przyczyniają się do tworzenia światowej produkcji: w połowie XX w. generowały ponad 80% globalnego PKB, natomiast pod koniec pierwszej dekady XXI w. wielkość ta spadła do 55%, głównie na korzyść gospodarek wschodzących. Równie imponujące zmiany zachodzą w obszarze bezpośrednich inwestycji zagranicznych: w 1970 r. państwa rozwijające się miały zaledwie półprocentowy udział w ich światowym poziomie, natomiast w 2010 r. – już blisko 15-sto procentowy. Kraje wschodzące, m.in. za pośrednictwem swoich PFM, stają się więc aktywnymi dostawcami kapitału dla rozwiniętych gospodarek i zaczynają odgrywać coraz większą rolę na międzynarodowym rynku finansowym.

Należy podkreślić, że międzynarodowa działalność inwestycyjna PFM nie powodowała dotąd poważnych napięć między państwami. Jednak rosnące znaczenie tych podmiotów prowokuje rozmowy na temat stworzenia ewentualnego „mechanizmu obronnego”, także w UE. Wśród propozycji europejskich znalazło się m.in. ustalenie wspólnych standardów oraz powołanie komisji ds. inwestycji zagranicznych na wzór organu funkcjonującego w USA<sup>16</sup>. Komisja Europejska stoi tymczasem na stanowisku, że obejmowanie PFM odrębnymi regulacjami nie jest konieczne (choćby dyskutowane są rozwiązania mające na celu uniemożliwienie podmiotom z innych państw przejęcia kontroli nad kluczowymi sektorami gospodarki takimi jak telekomunikacja, media, sektor energetyczny i finansowy). W oficjalnym komunikacie [European Commission, 2008] zapowiedziała, że PFM będą funkcjonować na obszarze UE w oparciu o ogólne zasady odnoszące się do inwestorów zagranicznych. Najważniejsza z nich wynika z istoty wspólnego rynku i dotyczy swobody przepływu kapitału. Mówi o niej art. 63 TFUE, który zakazuje stosowania jakichkolwiek ograniczeń w przepływie kapitału między państwami członkowskimi oraz między państwami członkowskimi a państwami trzecimi. Należy jednak zauważyć, że reguła

<sup>16</sup> Zadaniem Komitetu ds. Inwestycji Zagranicznych w USA jest m.in. monitorowanie zagranicznych inwestycji które skutkują nabyciem 10% lub więcej udziałów w krajowych przedsiębiorstwach. Komitet może też zarekomendować prezydentowi zablokowanie inwestycji zagranicznej, jeżeli stwierdzi zagrożenie dla bezpieczeństwa narodowego.

swobodnego przepływu kapitału nie jest absolutna. Art. 64 TFEU dopuszcza bowiem możliwość przyjęcia pewnych środków, które w prawie Unii stanowią krok wstecz w odniesieniu do liberalizacji przepływu kapitału do/lub z państw trzecich. Co więcej, prawo UE umożliwia państwom członkowskim interwencje w obliczu zagrożeń wynikających z łączenia się przedsiębiorstw i zezwala na podejmowanie odpowiednich działań na rzecz ochrony interesów, innych niż konkurencja (to jest, bezpieczeństwa publicznego, pluralizmu mediów, realizacji zasad nadzoru ostrożnościowego). Działania te muszą być jednak niezbędne, niedyskryminacyjne i proporcjonalne. Państwa członkowskie mają też możliwość opracowania nowych środków, które będą odpowiadać nowym specyficznym potrzebom, ale zawsze przy zachowaniu zgodności z Traktatem i ze zobowiązaniami międzynarodowymi<sup>17</sup>.

Przeciwnicy wspólnotowej regulacji działalności inwestycyjnej PFM mają więc zasadne argumenty. Do powyższych, dołączają jeszcze przykład funkcjonującej w wielu krajach UE reguły złotej akcji, która nadaje uprzywilejowaną pozycję Skarbowi Państwa w prywatyzowanych spółkach (pozwalając mu na sprawowanie kontroli w stopniu nieproporcjonalnym do ilości posiadanych akcji)<sup>18</sup>. W ich opinii, wszystkie te sytuacje rodzą narzędzia możliwe do wykorzystania w obliczu potencjalnych zagrożeń związanych z międzynarodową aktywnością PFM, zarówno na poziomie UE jak i w poszczególnych państwach członkowskich. Wskazują również, że utrzymywanie otwartego klimatu inwestycyjnego zgodnego z zasadami funkcjonowania wspólnego rynku będzie korzystne dla unijnej gospodarki, co ma szczególne znaczenie w okresie trwającego spadku aktywności gospodarczej (takie podejście ułatwiało osiągnięcie Unii Europejskiej pierwszego miejsca pod względem celu bezpośrednich inwestycji i przysparzało korzyści z otwartego światowego systemu gospodarczego). Dzięki nieskrepowanej działalności PFM w UE może też zyskać wspólna waluta – im większa będzie wartość aktywów denominowanych w euro, tym większa będzie jej rola jako waluty międzynarodowej. Należy przy tym zaznaczyć, że Komisja Europejska nie zamierza pozostać wyłącznie biernym obserwatorem. Jak podkreśla, jej celem jest wykorzystanie potencjału i motywacji UE dla propagowania międzynarodowych działań w odpowiedzi na wyzwania związane z rosnącym znaczeniem PFM. Komisja chce aktywnie uczestniczyć w debacie toczącej się w światowych kręgach gospodarczych, wyrażając poparcie dla międzynarodowych działań zmierzających do zwiększenia przejrzystości, przewidywalności i rozliczalności inwestycji podejmowanych przez PFM.

<sup>17</sup> Działania UE są ograniczone przez różne międzynarodowe zobowiązania, nakładające obowiązek respektowania zasady swobody inwestycji. Niemniej jednak umowy zawierane w ramach WTO i umowy dwustronne przewidują wyjątki z przyczyn dotyczących porządku lub bezpieczeństwa publicznego.

<sup>18</sup> W prawie unijnym obowiązuje zasada (potwierdzona wyrokami Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości), że państwo może mieć specjalne przywileje wyłącznie w tych spółkach, które mają rzeczywisty i bezpośredni wpływ na bezpieczeństwo kraju. W pozostałych przypadkach reguła ta jest sprzeczna z prawem europejskim i narusza zasadę swobody przepływu kapitału.

Bardziej zapobiegawczą postawę rekomenduje Parlament Europejski [European Parliament, 2008] i Rada<sup>19</sup>. W ich opinii działalność Komisji Europejskiej nie powinna ograniczać się do pełnienia roli koordynatora zgodności posunięć PFM z zasadą swobody przepływu kapitału oraz zabierania głosu w publicznych gremiach. Parlament stoi na stanowisku, że niezbędne jest przeprowadzenie dokładnej analizy narzędzi, które w świetle obowiązującego prawa UE posiada (wymogi przejrzystości, prawa głosu, prawa udziałowców i złote akcje), aby w sytuacji tego wymagającej możliwe było ich sprawne wykorzystanie. Można więc powiedzieć, że instytucje te proponują „zwiększenie czujności” i stworzenie skoordynowanego mechanizmu działania na wypadek próby naruszenia interesów UE. Stanowisko to podzielają także ci ekonomiści, którzy obawiają się wystąpienia negatywnych skutków braku wspólnotowych regulacji. Wskazują oni, że pasywna postawa instytucji UE wobec PFM może prowadzić do nieskoordynowanych działań pojedynczych państw członkowskich, a w rezultacie do fragmentacji rynku wewnętrznego czy nawet do ograniczenia aktywności inwestycyjnej PFM na obszarze UE. Dowodem mają być już rozpoczęte indywidualne działania, np. w Wielkiej Brytanii i Francji, które to kraje podjęły środki zmierzające do zbadania inwestycji PFM pod kątem ochrony interesów narodowych, czy w Niemczech, które wyraziły podobny zamiar [Gugler, Chaisse, 2009]. Scenariusz zakładający fragmentację rynku wewnętrznego wydaje się co prawda mało prawdopodobny, ale całkiem możliwe jest nasilenie działań protekcyjnych ze strony poszczególnych państw UE, szczególnie w sytuacji wystąpienia pierwszych napięć i braku stosownej reakcji ze strony UE.

### Podsumowanie

Państwowe fundusze majątkowe należą do grupy najszybciej rozwijających się inwestorów instytucjonalnych i stają się coraz ważniejszym uczestnikiem międzynarodowego rynku kapitałowego (pod względem wartości posiadanych aktywów znajdują się na piątym miejscu za funduszami emerytalnymi, funduszami inwestycyjnymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi i państwowymi rezerwami walutowymi). Z uwagi na swoje rozmiary i specyfikę, mogą pełnić istotną rolę w stabilizacji światowego systemu finansowego, szczególnie w warunkach zaburzeń koniunktury gospodarczej (podmioty te posiadają gwarancje rządowe oraz charakteryzują się długoterminowym podejściem strategicznym, co w świecie gwałtownych zmian taktyk inwestycyjnych i nastawienia na szybkie zyski jest czynnikiem silnie łagodzącym). Pozytywne (i zyskowe) doświadczenia już istniejących państwowych funduszy majątkowych zachęcają inne państwa do tworzenia kolejnych takich podmiotów. Dalszemu wzrostowi liczby PFM niewątpliwie sprzyja globalizacja oraz trwający proces ekonomicznego wzmocnienia krajów rozwijających się, które dysponują coraz większymi i „gotowymi

<sup>19</sup> Rada podtrzymała jednocześnie stanowisko Komisji Europejskiej, wyrażając potrzebę wspierania działań na forum międzynarodowym – m.in. w ramach MFW i OECD [Council of the European Union, 2008].

do zagospodarowania” nadwyżkami rezerw walutowych. U podstaw sukcesów gospodarczych tych państw oraz ich rosnącej aktywności eksportowej i inwestycyjnej leżą korzystne uwarunkowania makroekonomiczne oraz wzrastające zadłużenie krajów rozwiniętych. Według danych MFW [MFW, 2011] w latach 2000-2011 średnioroczny wzrost realnego PKB w krajach rozwiniętych wyniósł 1,8%, podczas gdy w krajach rozwijających się 6,2%, a w Azji 8,2% (równie pozytywnie rysują się średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarek wschodzących). Jeśli chodzi natomiast o zadłużenie, to problem ten dotknął kraje rozwinięte w końcu XX w., lecz dopiero kryzys finansowy 2007-2009 przyczynił się do skokowego wzrostu wskaźników długu publicznego (średni poziom zadłużenia w tych krajach w latach 2000–2011 wyniósł 81,1% PKB, podczas gdy w krajach rozwijających się był dwukrotnie niższy). Wewnętrzne możliwości i zewnętrzne uwarunkowania otwierają więc przed krajami rozwijającymi pole do zwiększonej aktywności. Dodatkowo, czynnikami ułatwiającymi rozwój PFM są wysoki poziom cen surowców (głównie ropy naftowej), korzystny klimat inwestycyjny i otwarta postawa krajów przyjmujących. Jak dotąd bowiem, działalność inwestycyjna PFM nie powodowała poważnych napięć na rynkach krajowych. Jednak rosnąca siła funduszy pochodzących z krajów rozwijających się oraz brak przejrzystych struktur, celów czy systemów zarządzania wielu z nich jest źródłem niepokoju wśród państw przyjmujących. Co więcej, specyfika tej grupy inwestorów której kapitał stanowi własność państwową sprawia, że zainteresowanie pewnymi obszarami inwestycji może być podbarwione politycznie. Dlatego państwa rozwinięte ze szczególną uwagą obserwują międzynarodową aktywność PFM, a w szczególności działalność inwestycyjną funduszy pochodzących z krajów rozwijających się (w 2010 r. większość PFM pochodziło z krajów określanych jako rynki wschodzące, a łączna wartość aktywów jakimi zarządzały sięgała 3,125 bln USD, co stanowiło 65% łącznej wartości kapitału wszystkich funduszy). W wielu krajach, także w UE, trwają dyskusje nad skutkami zmian struktury światowej produkcji i pogłębiającej się nierównowagi w międzynarodowym handlu, których przejawem jest rosnąca aktywność PFM. Z jednej strony doceniane są pozytywne efekty zaangażowania kapitału ze strony państwowych funduszy majątkowych, z drugiej natomiast ich poczynania podawane są uważnej obserwacji. Zarówno rynek kapitałowy, jak i państwa przyjmujące inwestycje zyskałyby na większej przejrzystości, dlatego dla pomyślnego rozwoju rynku PFM niezbędne jest stworzenie klimatu zaufania wobec tych inwestorów, a koniecznym tego warunkiem jest implementacja i respektowanie przez nie przyjętych standardów działania.

Powyższe opracowanie miało na celu zwrócenie uwagi na najważniejsze aspekty związane z funkcjonowaniem państwowych funduszy majątkowych. Dokonana analiza rozwoju i pozycji państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym pozwala wyznaczyć dalsze kierunki badań w obszarze związanym z ich działalnością, m.in.:

- wpływ państwowych funduszy majątkowych na globalny rynek kapitałowy,
- strategie inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych,

- aktywność państwowych funduszy majątkowych w Unii Europejskiej i ich wpływ na regulacje z zakresu przepływu kapitału.

## Bibliografia

- Aizenman J., Glick R., [December 2008], *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, Working Paper 2008-33, Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis.
- Balin B.J., [2008], *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*, The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington DC 20036, USA.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W., *Quiet Leviathans: Sovereign wealth fund investment, passivity, and the value of the firm*, Unpublished Working Paper. University of Oklahoma.
- Beck R., Fidora M., [July 2008], *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, ECB Occasional Paper series No. 91.
- Braving the New World: Sovereign Wealth Fund Investments in the Uncertain Times of 2010*, [2011], Monitor.
- Chhaochharia V., Laeven L., [2009], *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance*, Social Science Research Network.
- Council of the European Union, Economic and Financial Affairs, 2857th Council meeting, 7192/08, 4.03.2008.
- Dewenter K., Han Xi, Malatesta P., [2010], *Firm value and sovereign wealth fund investments*, „Journal of Financial Economics” 98.
- European Central Bank, [December 2007], *Sovereign Wealth Funds – a new class of investors*, Financial Stability Review.
- European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, COM (2008) 115 final, 27.2.2008.
- Fotak V., Bortolotti B., Megginson W., [June 2008], *The financial impact of Sovereign wealth fund investment in listed companies*.
- Galani U., Nixon S., [2008], *Breakingviews Sovereign Wealth Fund Risk Index. Global Financial Stability Report 2007*, MFW, 10.2007.
- Gugler P., Chaisse J., [January 2009], *Sovereign Wealth Funds in the European Union, General trust despite concerns*, NCCR Trade Working Papers, Working Paper No. 4.
- IFSWF Members’ Experiences in the Application of the Santiago Principles*, [July 2011], Report prepared by IFSWF Sub-Committee 1 and the Secretariat in collaboration with the Members of the IFSWF, IFSWF international forum of SWF.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, [October 2008], *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”*.
- Mezzacapo S., [2009], *The so-called „Sovereign Wealth Funds”: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, Economic Papers nr 378, European Commission.
- MFW, [September 2011], *Global Financial Stability Report*.
- Resolution of European Parliament on sovereign wealth funds, [9 July 2008], P6\_TA-PROV(2008)0355, Strasbourg.
- Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”*, [October 2008], International Working Group of Sovereign Wealth Funds.
- Sovereign Wealth Funds*, [February 2012], Financial markets series, The CityUK.
- Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, [April 2009], Monitor Group.
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r., Dz.U. z 2004 nr 146 poz. 1546.

**Serwisy internetowe:**SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/>

---

**SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND THEIR ROLE  
ON THE GLOBAL CAPITAL MARKET****S u m m a r y**

The article examines the role of sovereign wealth funds (SWFs) on the global capital market. Sovereign wealth funds are state-owned investment funds that invest globally in financial assets such as stocks, bonds, property, precious metals and other financial instruments.

The author defines sovereign wealth funds and describes their market position. She also refers to some controversial issues related to the operations of sovereign wealth funds and discusses the policy of the European Union vis-à-vis SWFs.

The research method used by the author is based on analyzing data on the operations of sovereign wealth funds published by the Sovereign Wealth Fund Institute and the International Monetary Fund (IMF). The article also reviews a body of research conducted in EU countries and source documents.

The study shows that sovereign wealth funds are becoming an increasingly important participant in the global financial system, the author says. In recent years, SWFs have grown in number and their investments have increased significantly. In particular, this applies to SWFs based in emerging-market countries. Although these funds provide the desired capital and contribute to the stabilization of the financial market, their growing significance raises some concerns, the author says. These concerns stem from the low transparency of many SWFs in terms of their organizational structures and objectives and from the potential implications of their international operations. A further concern is the rapid development of such forms of investing public funds in the wake of changes in the structure of global production, accompanied by a widening imbalance in international trade, and changing relations between developed and emerging economies.

Sovereign wealth funds have been investing governments' foreign assets for decades, but it is only recently that such funds have emerged as managers of large excess reserves, the author notes. SWFs are likely to continue growing and increase their importance on global financial markets, the author says.

**Keywords:** sovereign wealth funds, institutional investors, international capital markets

**JEL classification codes:** F34, G15, G18, H87, O16

---