

Michał Kulbacki

# Państwowe fundusze majątkowe krajów członkowskich Unii Europejskiej

## Streszczenie

*Cel:* Celem artykułu jest ocena działalności państwowych funduszy majątkowych krajów członkowskich Unii Europejskiej oraz wskazanie ich mocnych i słabych stron.

*Metodyka badań:* W pracy zastosowano autorski wskaźnik oceny państwowych funduszy majątkowych (wskaźnik SWF), a także analizę informacji i danych dotyczących funduszy oraz analizę porównawczą.

*Wyniki badań:* Działalność państwowych funduszy majątkowych krajów członkowskich UE oceniono umiarkowanie pozytywnie. Zidentyfikowanymi w analizie mocnymi stronami funduszy są ich podstawy instytucjonalne, zarządzanie organizacją (*governance*) oraz zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Słabe strony to realizacja celów środowiskowych, społecznych oraz etycznych, a także wspieranie polityki gospodarczej.

*Wnioski:* Państwowe fundusze majątkowe powinny podjąć działania mające na celu poprawę ich funkcjonowania w zakresie słabo ocenionych obszarów. W tym celu mogą oprzeć się na zidentyfikowanych w artykule dobrych praktykach.

Michał Kulbacki, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Gospodarki Światowej, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: [michal.b.kulbacki@gmail.com](mailto:michal.b.kulbacki@gmail.com), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9203-3904>.

\* Autor pragnie złożyć podziękowania za cenne wskazówki oraz uwagi prof. Krzysztofowi Falkowskiemu, prof. Tomaszowi Berentowi, dr. Dominikowi Skopcowi, Adrianowi Michalcukowi, Justynie Witkowskiej, a także dwóm anonimowym recenzentom.

Artykuł udostępniany na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND 4.0); <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

*Wkład w rozwój dyscypliny:* Próba kompleksowej oceny działalności państwowych funduszy majątkowych krajów członkowskich UE.

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, SWF, rozwój gospodarczy, polityka gospodarcza, Unia Europejska.

**Klasyfikacja JEL:** G23, G38, H10, H84.

## 1. Wprowadzenie

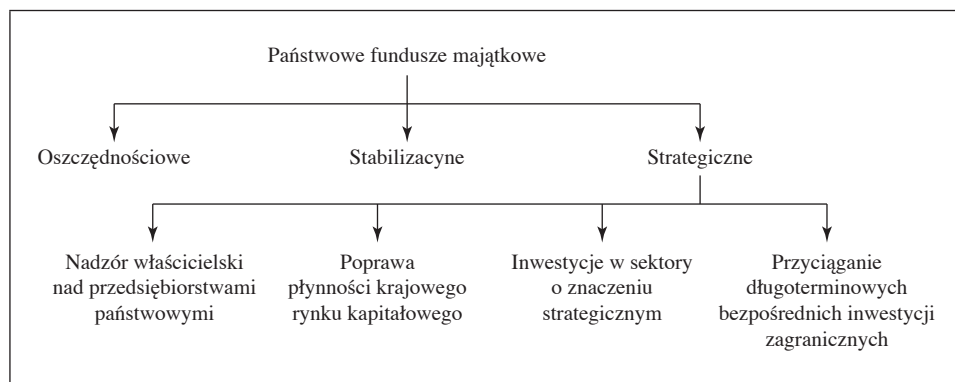
Państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds* – SWF) stanowią jedną z najważniejszych kategorii inwestorów instytucjonalnych na świecie. Jak wskazuje SWF Institute (SWFI), globalna wartość aktywów, którymi zarządzają, wyniosła w 2019 r. ok. 7,9 bln USD (*Top 89 Largest... 2020*), co oznacza ponaddwukrotny wzrost od 2008 r. Sprawia to, że SWF zarządzają obecnie aktywami dwukrotnie większymi niż fundusze hedgingowe oraz trzykrotnie większymi niż fundusze typu *private equity* (Bortolotti, Fotak i Loss 2017). Jednocześnie w ostatnich latach następował znaczący wzrost liczby państwowych funduszy majątkowych na świecie (*Sovereign Wealth... 2020*, s. 26). SWF kojarzone są przede wszystkim z państwami eksportującymi surowce naturalne oraz posiadającymi nadmierne rezerwy dewizowe, w ostatnich latach jednak fundusze takie powstawały i intensywnie rozwijały się także w państwach nienależących do tej grupy. Wśród nich znajdują się państwa członkowskie Unii Europejskiej.

Celem artykułu jest ocena działalności państwowych funduszy majątkowych krajów członkowskich UE oraz wskazanie mocnych i słabych stron w ich funkcjonowaniu. Metody badawcze obejmują zastosowanie autorskiego wskaźnika oceny państwowych funduszy majątkowych (wskaźnik SWF), a także analizę informacji i danych dotyczących tych funduszy oraz analizę porównawczą.

## 2. Przegląd literatury

Istnieje obszerna literatura dotycząca różnych aspektów funkcjonowania SWF i związanych z tym implikacji. Nie zawiera ona jednak powszechnie akceptowanej definicji SWF, co wynika w dużej mierze z heterogeniczności podmiotów, które są określane takim mianem (Bahoo, Alon i Paltrinieri 2020, s. 8). Większość funkcjonujących definicji posiada cechy wspólne, wśród których należy wymienić niezależność organizacyjną takich jednostek, a także sprawowanie nad nimi kontroli przez państwo, które jest ich właścicielem. Mają one różne cele, w tym wspieranie stabilności makroekonomicznej kraju oraz powiększanie wartości zgromadzonych w nich środków przez dokonywanie inwestycji (Megginson i Fotak 2015, s. 737).

Podstawową klasyfikacją państwowych funduszy majątkowych jest podział na fundusze surowcowe (*commodity funds*) utworzone z dochodów uzyskiwanych z eksploatacji surowców naturalnych oraz niesurowcowe (*non-commodity funds*) powstałe ze środków z innych źródeł (Aizenman i Glick 2009). Inną istotną klasyfikacją jest podział tych podmiotów ze względu na pełnione przez nie funkcje. Tę klasyfikację stosuje International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), dobrowolne stowarzyszenie państwowych funduszy majątkowych, którego członkowie zobowiązują się przestrzegać zasad z Santiago (*Santiago Principles*) dotyczących transparentności ich działania (Bagnall i Truman 2011). Organizacja dzieli fundusze na trzy podstawowe kategorie: oszczędnościowe, stabilizacyjne oraz strategiczne, a w przypadku funduszy strategicznych również na cztery podkategorie (*What Is a Sovereign...* 2020a). Wskazany podział zaprezentowano na rys. 1.



Rys. 1. Podział SWF na kategorie i podkategorie zgodnie z klasyfikacją IFSWF

Źródło: opracowanie własne na podstawie klasyfikacji IFSWF (*What Is a Sovereign...* 2020a).

Fundusze oszczędnościowe (*savings funds*) są podmiotami, których głównym celem jest zarządzanie oszczędnościami przeznaczonymi dla przyszłych pokoleń; tworzone są przede wszystkim w krajach będących eksporterami ropy naftowej, gazu oraz metali rzadkich. Trafia do nich część dochodów uzyskiwanych ze sprzedaży wydobywanych surowców i służą jako zabezpieczenie na wypadek wyczerpania się złóż. Mogą być one tworzone również w celu sfinansowania przyszłych zobowiązań, w tym zobowiązań emerytalnych (*What Is a Sovereign...* 2020a).

Drugą kategorię stanowią fundusze stabilizacyjne (*stabilisation funds*), które służą do stabilizowania wpływów do budżetu państwa i są tworzone, podobnie jak fundusze oszczędnościowe, głównie w krajach eksportujących zasoby naturalne. Trafiają do nich dochody ze sprzedaży surowców, kiedy ich ceny są wysokie,

a zebrane w ten sposób środki są wykorzystywane do finansowania budżetu państwa, kiedy ceny surowców są niskie (*What Is a Sovereign...* 2020a).

Trzecią kategorię SWF stanowią fundusze strategiczne (*strategic funds*), które różnią się od poprzednich dwóch grup funduszy przede wszystkim tym, że ich kapitał nie pochodzi z nadwyżek generowanych przez eksport surowców, a także tym, że ich celem jest wspieranie krajowych gospodarek, a nie inwestycje zagraniczne. Ich aktywa stanowią zazwyczaj udziały w przedsiębiorstwach państwowych otrzymane od rządu lub środki przekazane z budżetu państwa. Wskazywane są cztery szczegółowe funkcje, jakie mogą pełnić takie fundusze, co zostało przedstawione na rys. 1, przy czym należy zaznaczyć, że funkcje te nie wykluczają się wzajemnie (*What Is a Sovereign...* 2020a).

Warto również nadmienić, że część SWF pełni więcej niż jedną funkcję spośród wymienionych trzech głównych kategorii (oszczędnościowe, stabilizacyjne, strategiczne). Istotne jest również pełnienie przez SWF funkcji inwestora ostatniej instancji (*investor of the last resort*) dla firm krajowych oraz zagranicznych, zwłaszcza w przypadku głębokich kryzysów gospodarczych. Wskazuje się, że było to jedno z istotnych działań podejmowanych przez SWF wielu krajów (w tym SWF Francji) podczas globalnego kryzysu finansowego w latach 2008–2009, a także podczas wcześniejszych kryzysów lokalnych (kryzys azjatycki w latach 1997–1998, krach na giełdach państw Zatoki Perskiej w 2006 r.) (Raymond 2010). Dzięki takiemu działaniu SWF mogą zapobiegać przejściom istotnych strategicznie spółek krajowych przez zagranicznych inwestorów. Funkcja inwestora ostatniej instancji jest również widoczna w trakcie kryzysu wywołanego przez pandemię COVID-19, podczas którego SWF inwestują głównie w przedsiębiorstwa krajowe znajdujące się w złej sytuacji finansowej (Bortolotti, Fotak i Hogg 2020). Oprócz funkcji inwestora ostatniej instancji SWF pełnią również funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender of the last resort*) dla firm krajowych mających problemy finansowe, w tym banków. Mogą one również wspomagać odbudowę gospodarki po dużych załamaniach gospodarczych (Clark i Monk 2010, Raymond 2010).

### 3. Metodologia oceny działalności państwowych funduszy majątkowych

W literaturze przedmiotu wskazywane są różne metody oceny działalności państwowych funduszy majątkowych. Te najczęściej stosowane dotyczą ich transparentności oraz jakości zarządzania. W tym zakresie pierwszym oraz najbardziej uznanym narzędziem jest *SWF scoreboard*, określany również mianem indeksu Trumana. Został on opracowany w 2007 r. przez E.M. Trumana (2007) i był rozwi-

jany w kolejnych latach (Truman 2009, Bagnall i Truman 2013, Stone i Truman 2016). Ocena w indeksie obejmuje 33 kryteria w czterech obszarach: struktura, zarządzanie organizacją (*governance*), transparentność i odpowiedzialność (*transparency and accountability*) oraz zachowanie funduszu (*behaviour*), rozumiane jako ocena jego bieżącej działalności. Pomija ona jednak ocenę wsparcia polityki gospodarczej przez fundusz, a także w bardzo ograniczonym stopniu uwzględnia realizację celów środowiskowych i społecznych. Łączna ocena może wynosić 0–100 pkt.

Drugim istotnym wskaźnikiem oceny działalności jest *GSR scoreboard* (Meggison, López i Malik 2020), który obejmuje 25 kryteriów w trzech obszarach: zarządzanie organizacją, zrównoważony rozwój (*sustainability*) oraz odporność funduszu na szoki (*resilience*). W pierwszym oraz trzecim obszarze oceniane są podobne działania jak w przypadku indeksu Trumana, główna różnica dotyczy zaś drugiego obszaru. W indeksie ograniczona jest jednak ocena instytucjonalnych podstaw funkcjonowania funduszy, a także ocena działania na rzecz wspierania polityki gospodarczej. Liczba punktów możliwych do uzyskania przez fundusz również wynosi 0–100.

W niniejszym artykule zastosowana została autorska metoda oceny działalności SWF oparta na autorskim wskaźniku oceny państwowych funduszy majątkowych (wskaźnik SWF). W ramach tego narzędzia oceniono pięć obszarów: podstawy instytucjonalne funduszu, wsparcie polityki gospodarczej, zarządzanie organizacją (*governance*), zarządzanie portfelem inwestycyjnym oraz realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych. Jest to zatem wskaźnik szerzej oceniający SWF niż przedstawione wyżej wskaźniki, ponieważ uwzględnia zarówno kwestie związane z architekturą instytucjonalną funduszu, jak również wsparcie polityki gospodarczej kraju, nie pomijając przy tym kwestii jakości zarządzania funduszem, portfelem inwestycyjnym oraz realizacja celów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Część kryteriów jest jednak zbliżona do kryteriów wykorzystywanych w istniejących metodach oceny działalności SWF.

W ramach każdego obszaru fundusz oceniano, biorąc pod uwagę pięć kryteriów sformułowanych w formie pytań (tabela 1). Fundusz mógł otrzymać 4 pkt – jeśli kryterium zostało w całości spełnione, 2 pkt – jeśli kryterium zostało spełnione częściowo, oraz 0 pkt za niespełnienie kryterium. Należy jednak zastrzec, że w przypadku niektórych kryteriów nie istniała możliwość częściowego spełnienia kryterium (np. kryterium 8). Łączna punktacja w ramach wskaźnika mogła wynieść 0–100 pkt, gdzie 100 pkt oznacza spełnienie w całości wszystkich kryteriów ocenianych w ramach wskaźnikach. Punktacja w ramach każdego obszaru wynosiła 0–20 pkt.

Tabela 1. Kryteria wskaźnika oceny państwowych funduszy majątkowych

Obszar 1. Podstawy instytucjonalne funduszu
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Czy fundusz posiada precyzyjnie określony cel funkcjonowania/misję?</li> <li>2. Czy istnieją zasady dotyczące dopuszczalnych klas aktywów oraz alokacji geograficznej inwestycji funduszu?</li> <li>3. Czy są określone procedury powoływania osób na najważniejsze stanowiska zarządcze w funduszu oraz czy są określone wymogi dla kandydatów?</li> <li>4. Czy istnieją precyzyjnie określone regulacje dotyczące nadzoru nad funduszem?</li> <li>5. Czy istnieją jasno określone regulacje dotyczące wycofywania środków z funduszu oraz wypłat bieżących zysków?</li> </ol>
Obszar 2. Wsparcie polityki gospodarczej
<ol style="list-style-type: none"> <li>6. Czy fundusz wspiera długoterminową politykę gospodarczą kraju?</li> <li>7. Czy fundusz publikuje okresową (co najmniej roczną) ocenę wpływu ekonomiczno-społecznego swojej działalności inwestycyjnej?</li> <li>8. Czy wielkość funduszu jest istotna w kontekście potencjalnego wykorzystania w przypadku kryzysu gospodarczego (powyżej 1% PKB)?</li> <li>9. Czy fundusz realizował inwestycje lub udzielał pożyczek przedsiębiorstwom dotkniętym kryzysem wywołanym pandemią COVID-19?</li> <li>10. Czy został określony mandat funduszu do aktywnego zarządzania spółkami, w których posiada udziały?</li> </ol>
Obszar 3. Zarządzanie organizacją ( <i>governance</i> )
<ol style="list-style-type: none"> <li>11. Czy fundusz publikuje informacje na temat dokładnej struktury organizacyjnej wraz z podziałem kompetencji?</li> <li>12. Czy fundusz publikuje zasady dotyczące zatrudniania zewnętrznych menedżerów zarządzających aktywami (jeśli menadżerowie zewnętrzni są zatrudniani)?</li> <li>13. Czy fundusz publikuje raporty okresowe (roczne, kwartalne) wraz z kwotą aktywów, którą zarządza?</li> <li>14. Czy fundusz podlega audytowi niezależnego audytora i publikuje wyniki audytów?</li> <li>15. Czy fundusz publikuje zasady etyczne dotyczące pracowników?</li> </ol>
Obszar 4. Zarządzanie portfelem inwestycyjnym
<ol style="list-style-type: none"> <li>16. Czy fundusz publikuje strategię inwestycyjną uwzględniającą strategiczną alokację aktywów?</li> <li>17. Czy fundusz publikuje strategię zarządzania ryzykiem inwestycyjnym?</li> <li>18. Czy fundusz podaje osiąganą roczną stopę zwrotu oraz zewnętrzne wskaźniki (benchmarki), do których ją odnosi?</li> <li>19. Czy fundusz podaje regularne informacje (co najmniej roczne) o swoim portfelu inwestycyjnym w ujęciu klas aktywów, geograficznym oraz branżowym?</li> <li>20. Czy fundusz podaje informacje o zatrudnianych menedżerach zewnętrznych oraz aktywach, którymi zarządzają (jeśli menedżerowie są zatrudniani)?</li> </ol>
Obszar 5. Realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych
<ol style="list-style-type: none"> <li>21. Czy fundusz uwzględnia cele zrównoważonego rozwoju w procesie zarządzania aktywami?</li> <li>22. Czy fundusz inwestuje w projekty o pozytywnym wpływie środowiskowym?</li> <li>23. Czy fundusz inwestuje w projekty o pozytywnym wpływie społecznym?</li> <li>24. Czy fundusz publikuje zasady etyczne dotyczące przeprowadzania procesu inwestycyjnego?</li> <li>25. Czy fundusz prowadzi lub wspiera działalność mającą na celu poprawę jakości inwestowania (wydawanie publikacji naukowych, organizacja konferencji, paneli dyskusyjnych itp.)?</li> </ol>

Źródło: opracowanie własne.

Źródłem informacji wykorzystanym do oceny każdego funduszu była jego strona internetowa, w tym wszystkie publikacje, dokumenty i akty prawne, które się na niej znajdowały, a także akt prawny powołujący fundusz. Dodatkowym źródłem w przypadku funduszy będących członkami IFSWF był raport samooceny spełnienia zasad z Santiago opublikowany na stronie tej organizacji. W przypadku kryteriów dotyczących publikacji raportów okresowych rokiem, który podlegał ocenie, był rok 2019. Wynika to z długiego okresu raportowania w przypadku niektórych funduszy, co z kolei sprawia, że nie podały one jeszcze pełnej informacji o swojej działalności za 2020 r.

#### **4. Ocena działalności państwowych funduszy majątkowych krajów Unii Europejskiej**

Podejście do rynku państwowych funduszy majątkowych zastosowane w niniejszym artykule łączy definicje SWF przyjmowane przez dwie główne instytucje zajmujące się badaniem tego rynku – SWF Institute oraz IE Centre for the Governance of Change (IE CGC)<sup>1</sup>. Zestawienie SWF krajów UE przedstawione w tabeli 1 powstało na podstawie list SWF opracowanych przez SWFI (*Top 89 Largest...* 2020) oraz IE CGC (*Sovereign Wealth...* 2020, s. 98–100). Takie podejście pozwala na pokazanie szerokiej perspektywy SWF działających w krajach UE.

Spośród 27 krajów członkowskich Unii Europejskiej 12 krajów posiada obecnie SWF, przy czym żaden z tych krajów nie posiada więcej niż jednego tego typu podmiotu. Należy przy tym wskazać, że liczba ta może się różnić w zależności od przyjętej definicji SWF. Na wspomniane duże rozbieżności definicyjne wskazuje to, że jedynie dwa spośród 12 funduszy znajdują się na obu listach SWF publikowanych przez wymienione instytucje. Lista funduszy wraz podstawowymi informacjami o nich została zaprezentowana w tabeli 2. Warto wspomnieć, że pewne cechy państwowego funduszu majątkowego spełnia również Polski Fundusz Rozwoju (PFR), ale ponieważ nie jest on wymieniany jako SWF przez żadną ze wskazanych instytucji, nie został uwzględniony w niniejszym opracowaniu.

Większość SWF powstała lub została przekształcona z istniejącego wcześniej podmiotu publicznego po 2010 r., ale w części z wymienionych w tabeli krajów (Francja, Irlandia) państwowe fundusze majątkowe istniały już wcześniej. Zdecydowana większość z nich znajduje się w posiadaniu „starych” krajów członkowskich, tzn. krajów, które były członkami UE przed 2004 r., z dwoma wyjątkami – Cyprem oraz Maltą. Spośród SWF krajów UE największymi aktywnymi zarządza-

---

<sup>1</sup> Definicja SWF stosowana przez SWFI – zob. (*What Is a Sovereign...* 2020b), natomiast definicja stosowana przez IE CGC – zob. (Capapé i Guerrero Blanco 2013).



Tabela 2. Zestawienie podstawowych informacji o SWF krajów członkowskich Unii Europejskiej

Fundusz	Kraj	Rok powstania/ przekształcenia w SWF	Aktywa (w mld USD)	
			SWFI	IE CGC
Nuclear Waste Disposal Fund (KENFO)	Niemcy (DE)	2017	26,01	–
Österreichische Beteiligungs AG (ÖBAG)	Austria (AT)	2015	25,81	–
Ireland Strategic Investment Fund (ISIF)	Irlandia (IE)	2014	16,91	19,66
Solidium	Finlandia (FI)	2008	9,31	–
Bpifrance	Francja (FR)	2012	–	4,67
CDP Equity	Włochy (IT)	2011	–	4,23
Federal Holding and Investment Company (SFPI-FPIM)	Belgia (BE)	2006	2,70	–
Hellenic Corporation of Assets and Participations (HCAP)	Grecja (GR)	2016	1,56	–
National Development and Social Fund (NDSF)	Malta (MT)	2015	0,64	0,53
Luxembourg Intergenerational Sovereign Fund (FSIL)	Luksemburg (LU)	2014	0,27	–
COFIDES	Hiszpania (ES)	1988	–	0,20
National Investment Fund (NIF)	Cypr (CY)	2019	–	·
Liczba funduszy	12	Suma aktywów <sup>a</sup>	95,06	

<sup>a</sup> Ze względu na brak danych suma nie uwzględnia aktywów SWF Cypru. W przypadku różnych danych o wartości aktywów posiadanych przez dany SWF do obliczeń została przyjęta wyższa wartość. Uwaga: fundusze zostały ułożone w kolejności malejących aktywów. Znak „–” oznacza, że fundusz nie znalazł się na liście SWF opublikowanej przez daną instytucję, a znak „·” wskazuje, że fundusz znalazł się na liście, ale nie została podana wartość aktywów, którymi zarządza.

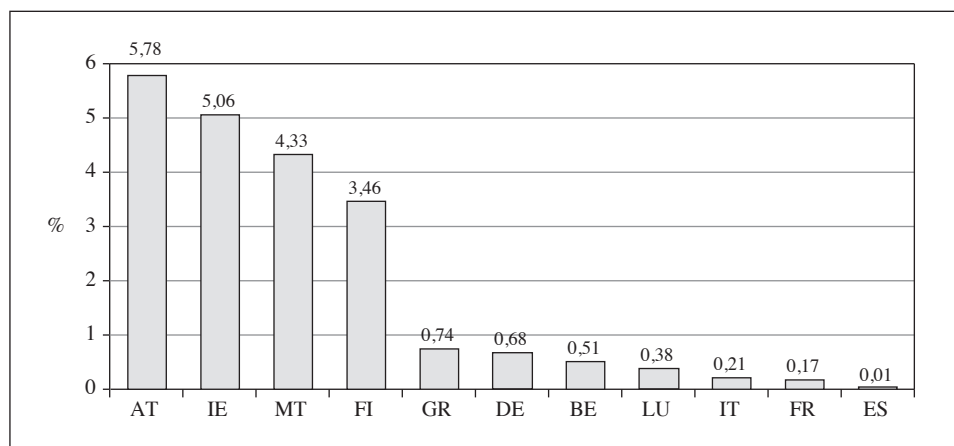
Źródło: opracowanie własne na podstawie (*Top 89 Largest... 2020*; *Sovereign Wealth... 2020*, s. 98–100).

SWF Niemiec, Austrii i Irlandii. Są to jednak wartości aktywów, które plasują te fundusze poza 30 największymi SWF na świecie, w ujęciu przedstawianym zarówno przez SWFI (*Top 89 Largest... 2020*), jak i przez IE CGC (*Sovereign Wealth... 2020*).

Całkowita wartość aktywów SWF krajów UE w 2019 r. wynosiła 95,06 mld USD. Dla porównania wartość wszystkich 94 SWF uwzględnionych przez IE CGC (*Sovereign Wealth... 2020*) wynosiła 9,34 bln USD, a wartość aktywów 89 funduszy z listy SWFI (*Top 89 Largest... 2020*) wynosiła 7,92 bln USD, co oznacza, że



aktywa funduszy z UE stanowią jedynie odpowiednio ok. 1,02% oraz 1,20% całości SWF. Co więcej, wartość aktywów wszystkich SWF krajów UE to tylko ok. 9,08% wartości aktywów największego SWF na świecie, norweskiego GPF. Są to więc mało znaczące aktywa na światowym rynku tych podmiotów, mogą jednak być istotne, jeśli chodzi o inwestycje w gospodarki krajowe. Na rys. 2 przedstawiono porównanie wielkości aktywów zarządzanych przez SWF z nominalnym PKB kraju pochodzenia.



Rys. 2. Aktywa zarządzane przez SWF krajów Unii Europejskiej jako % nominalnego PKB kraju posiadającego w 2019 r.

Uwaga: w przypadku dwóch różnych danych o wartości aktywów danego SWF do obliczeń przyjęto wyższą wartość. Ze względu na brak danych nie uwzględniono SWF Cypru.

Źródło: opracowanie własne na podstawie (*Top 89 Largest... 2020; Sovereign Wealth... 2020*, s. 98–100; *World Development... 2020*).

Podobnie jak w przypadku światowego rynku SWF fundusze krajów UE są heterogeniczne, a więc zróżnicowane pod względem stawianych przed nimi celów, pełniących funkcji, posiadanego portfela aktywów, motywów powstania, źródeł pochodzenia kapitału oraz struktury organizacyjnej. W tabeli 3 przedstawiono klasyfikację SWF krajów UE w podziale na kategorie i podkategorie zgodnie z podziałem IFSWF. Większość spośród SWF zarządzanych przez kraje UE stanowią fundusze strategiczne – aż dziewięć na dwanaście podmiotów pełni taką funkcję, z czego jeden łączy ją z pełnieniem funkcji stabilizacyjnej. Zadaniem sześciu funduszy z tej kategorii jest inwestowanie w sektory o znaczeniu strategicznym, przy czym są one rozumiane w różny sposób. Cztery spośród funduszy strategicznych pełni nadzór właścicielski nad spółkami skarbu państwa, a trzy

fundusze są odpowiedzialne za przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych do krajowych gospodarek.

Pozostałe trzy SWF krajów UE są funduszami o charakterze oszczędnościowym. Należy zauważyć, że tylko w przypadku SWF Cypru motywem utworzenia była chęć zagospodarowania nadwyżek pochodzących z eksploatacji surowców naturalnych. Motywy powstania wszystkich pozostałych funduszy były niezwiązane z eksploatacją surowców lub zagospodarowaniem nadmiernych rezerw dewizowych.

Tabela 3. Podział SWF krajów Unii Europejskiej na kategorie i podkategorie zgodnie z klasyfikacją IFSWF

Fundusz	Kategoria			Podkategoria			
	oszczędnościowy	stabilizacyjny	strategiczny	nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami państwowymi	poprawa płynności krajowego rynku kapitałowego	przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych	inwestycje w sektorze o znaczeniu strategicznym
KENFO (Niemcy)	x						
FSIL (Luksemburg)	x						
NIF (Cypr)	x						
NDSF (Malta)		x	x				x
Solidium (Finlandia)			x	x			
SFPI-FPIM (Belgia)			x	x			x
ÖBAG (Austria)			x	x		x	
ISIF (Irlandia)			x				x
Bpifrance (Francja)			x			x	x
CDP Equity (Włochy)			x			x	x
COFIDES (Hiszpania)			x				x
HCAP (Grecja)		x	x	x			

Źródło: opracowanie własne na podstawie klasyfikacji IFSWF (*What Is a Sovereign...* 2020a).

Ocena państwowych funduszy majątkowych krajów członkowskich UE została przedstawiona w tabeli 4. Średni wynik funduszy ocenianych w badaniach to 63,7 pkt. Najlepiej ocenione zostały podstawy instytucjonalne funduszy – średni wynik w tym obszarze to 19,2 pkt na 20 pkt możliwych do uzyskania. Średnio powyżej 10 pkt SWF uzyskały również w obszarach zarządzania organizacją (12,7 pkt) oraz zarządzania portfelem (12,0 pkt). W obszarze wspierania polityki

gospodarczej średnia ocena wyniosła 10,0 pkt, a najgorzej oceniona została realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych – średnia ocena to 9,8 pkt.

Tabela 4. Wyniki oceny SWF krajów członkowskich Unii Europejskiej według wskaźnika oceny państwowych funduszy majątkowych

Fundusz	Wynik	Obszar 1 – podstawy instytucjonalne	Obszar 2 – wspieranie polityki gospodarczej	Obszar 3 – zarządzanie organizacją ( <i>governance</i> )	Obszar 4 – zarządzanie portfelem inwestycyjnym	Obszar 5 – realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych
ISIF (Irlandia)	82	20	16	10	18	18
HCAP (Grecja)	78	20	10	20	16	12
ÖBAG (Austria)	70	18	14	14	12	12
COFIDES (Hiszpania)	68	20	6	12	14	16
Solidium (Finlandia)	68	16	12	14	16	10
Bpifrance (Francja)	66	20	10	16	6	14
FSIL (Luksemburg)	66	20	8	16	18	4
KENFO (Niemcy)	64	20	6	14	12	12
CDP Equity (Włochy)	62	18	12	14	14	4
NDSF (Malta)	60	18	10	12	16	4
SFPI-FPIM (Belgia)	56	20	12	10	2	12
NIF (Cypr)	24	20	4	0	0	0
Średnia	63,7	19,2	10,0	12,7	12,0	9,8

Źródło: opracowanie własne.

Najwyżej oceniony został irlandzki ISIF, który uzyskał 82 pkt, a najniżej – fundusz cypryjski NIF, który otrzymał 24 pkt. Rozstęp ocen wyniósł zatem 58 pkt. Bez uwzględnienia SWF Cypru, który był jednym funduszem z oceną poniżej 50 pkt, rozstęp zmniejsza się do 24 pkt. Oprócz ISIF wysoko oceniony został również grecki HCAP – 78 pkt. Pozostałe fundusze uzyskały zdecydowanie mniejszą liczbę punktów, ale wynik aż ośmiu funduszy zmieścił się w przedziale 60–70 pkt. Niższe oceny uzyskały tylko SFPI-FPIM z Belgii (56 pkt) oraz wspomniany już NIF.

W przypadku każdego funduszu podstawy instytucjonalne zostały ocenione bardzo wysoko. Tym samym jest to obszar, który nie wymaga istotnej poprawy. Duża część funduszy odnotowała natomiast bardzo niskie oceny w zakresie

wspierania polityki gospodarczej. W szczególności dotyczy to funduszy COFIDES (Hiszpania), FSIL (Luksemburg), KENFO (Niemcy) oraz NIF (Cypr), które uzyskały poniżej 10,0 pkt. Taki wynik jest skutkiem tego, że żaden z nich nie podjął działań mających na celu wsparcie gospodarki w sytuacji związanej z kryzysem wywołanym pandemią. Ponadto spośród wymienionych podmiotów tylko COFIDES publikuje ograniczoną ocenę ekonomiczno-społecznego wpływu swojej działalności. Może to być związane z funkcją pełnioną przez fundusz, ponieważ wszystkie analizowane fundusze oszczędnościowe (FSIL, KENFO i NIF) zostały w tym obszarze ocenione nisko. Wobec bardzo silnego kryzysu gospodarczo-społecznego w całej UE powinny one jednak wdrożyć działania mające na celu poprawę w tym obszarze. Bardzo wysoko został oceniony w tym zakresie ISIF, m.in. za uruchomienie subfunduszu w celu inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa działające w branżach silnie dotkniętych pandemią (Pandemic Stabilisation and Recovery Fund) oraz publikowanie półrocznych raportów oceny wpływu ekonomiczno-społecznego swojej działalności, co zasługuje na miano dobrej praktyki.

Większość funduszy uzyskała umiarkowanie dobre wyniki w obszarze *governance*. Maksymalną ocenę uzyskał grecki HCAP, który publikuje bardzo szczegółowe informacje dotyczące zasad i praktyki zarządzania organizacją. Dobre wyniki uzyskały również Bpifrance (Francja) oraz FSIL (Luksemburg). Uwagę zwraca bardzo niski wynik osiągnięty przez ISIF, który jest efektem niejasnej struktury organizacyjnej funduszu. Działa on w dużym stopniu niezależnie, ale stanowi część większego podmiotu państwowego zarządzającego różnymi funduszami państwowymi (National Treasury Management Agency) i nie raportuje tym samym dużej części swoich działań. Wskazany podmiot robi to z kolei zbyt ogólnie, by dało się to odnieść do ISIF. Tym samym powstaje szara strefa, która powoduje, że ocena jakości zarządzania organizacją jest bardzo niska w odniesieniu do ogólnego wyniku. W tym obszarze niskie wyniki uzyskały również SPFI-FPIM (Belgia) oraz NIF, który otrzymał zaledwie 4 pkt.

W obszarze zarządzania portfelem inwestycyjnym, podobnie jak w obszarze zarządzania organizacją, zdecydowana większość ocenianych funduszy uzyskała dobry wynik. Tylko trzy fundusze uzyskały wynik zdecydowanie poniżej średniej – były to Bpifrance oraz ponownie SPFI-FPIM i NIF. W pierwszym przypadku jest to efekt struktury funduszu – duża część środków inwestowana jest w formie funduszu funduszy (*fund of funds*), a więc Bpifrance inwestuje w inne fundusze, które dopiero inwestują w aktywa. Poprzestaje on w związku z tym na publikacji informacji o firmach zarządzających tymi funduszami, nie publikuje natomiast informacji o ich portfolio inwestycyjnym w ujęciu geograficznym i branżowym ani informacji o stopie zwrotu i benchmarkach, nawet gdyby miały dotyczyć one

tylko zamkniętych inwestycji. Ponadto nie publikuje swojej strategii inwestycyjnej. To wszystko składa się na niską ocenę jakości zarządzania portfelem.

W ostatnim z analizowanych obszarów szczególnie dobrze oceniony został ISIF, który uzyskał 18 pkt. Fundusz dużą część środków inwestuje w projekty o pozytywnym wpływie środowiskowym oraz społecznym. W tym zakresie wysoką ocenę otrzymał również COFIDES, który bardzo mocno włączył cele związane ze zrównoważonym rozwojem do swojego procesu inwestycyjnego. Z drugiej strony duża część funduszy została oceniona słabo lub bardzo słabo w tym obszarze. Dotyczy to funduszy FSIL, CDP Equity (Włochy), NDSF (Malta), NIF, a w pewnym stopniu również Solidium (Finlandia). Wymienione fundusze w niewielkim stopniu uwzględniają kwestie związane ze środowiskiem oraz społecznym wpływem działalności podmiotów, w które inwestują, lub nie uwzględniają ich wcale. Wobec zmiany klimatu, jak i coraz większej powszechności włączania oceny takich kwestii w proces inwestycyjny przez SWF oraz innych inwestorów instytucjonalnych na świecie wymienione fundusze powinny wdrożyć działania w tym zakresie.

Średnie wyniki dotyczące poszczególnych kryteriów zostały przedstawione w tabeli 5. Fundusze zostały ocenione najwyżej w zakresie kryteriów celu funkcjonowania (kryterium 1), dopuszczalnych klas aktywów oraz alokacji geograficznej inwestycji (kryterium 2), regulacji w zakresie nadzoru nad funduszem (kryterium 4) oraz wsparcia długoterminowej polityki gospodarczej (kryterium 6). W przypadku wszystkich wymienionych kryteriów każdy z ocenianych funduszy otrzymał maksymalną liczbę punktów. Wysoko zostały również ocenione w zakresie kryterium 5, odnoszącego się do regulacji dotyczących wycofywania środków z funduszu i wypłaty zysków (3,7 pkt), oraz kryterium 3, dotyczącego procedur powoływania osób na najważniejsze stanowiska i stosowanych wobec nich wymogów (3,5 pkt).

Tabela 5. Uśrednione wyniki oceny według poszczególnych kryteriów wskaźnika oceny państwowych funduszy majątkowych uzyskane przez SWF krajów członkowskich Unii Europejskiej

Obszar/kryterium	Średni wynik
Obszar 1. Podstawy instytucjonalne funduszu	19,2
1. Cel funkcjonowania/ misja	4,0
2. Dopuszczalne klasy aktywów oraz alokacja geograficznej inwestycji	4,0
3. Procedury powoływania osób na najważniejsze stanowiska zarządcze w funduszu i wymogi dla kandydatów	3,5
4. Regulacje dotyczące nadzoru nad funduszem	4,0
5. Regulacje dotyczące wycofywania środków z funduszu oraz wypłat bieżących zysków	3,7

cd. tabeli 5

Obszar/kryterium	Średni wynik
Obszar 2. Wsparcie polityki gospodarczej	10,0
6. Wsparcie długoterminowej polityki gospodarczej	4,0
7. Okresowa (co najmniej roczna) ocena wpływu ekonomiczno-społecznego działalności inwestycyjnej	1,0
8. Wielkość funduszu jest istotna w kontekście potencjalnego wykorzystania w przypadku kryzysu gospodarczego (powyżej 1% PKB)	1,3
9. Fundusz realizował inwestycje lub udzielał pożyczek przedsiębiorstwom dotkniętym kryzysem wywołanym pandemią COVID-19	1,3
10. Określony mandat funduszu do aktywnego zarządzania spółkami, w których posiada udziały	2,2
Obszar 3. Zarządzanie organizacją ( <i>governance</i> )	12,3
11. Informacje na temat dokładnej struktury organizacyjnej wraz z podziałem kompetencji	2,8
12. Zasady dotyczące zatrudniania zewnętrznych menedżerów zarządzających aktywami (jeśli menedżerowie zewnętrzni są zatrudniani)	2,5
13. Raporty okresowe (roczne, kwartalne) wraz z kwotą aktywów, którymi zarządza	2,0
14. Audytowany przez niezależnego audytora, publikacja wyników audytów	2,8
15. Zasady etyczne dotyczące pracowników	2,2
Obszar 4. Zarządzanie portfelem inwestycyjnym	12,0
16. Strategia inwestycyjna uwzględniającą strategiczną alokację aktywów	2,5
17. Strategia zarządzania ryzykiem inwestycyjnym	2,0
18. Osiągana roczna stopa zwrotu oraz zewnętrzne wskaźniki (benchmarki), do których jest odnoszona	1,5
19. Regularne informacje (co najmniej roczne) o portfelu inwestycyjnym w ujęciu klas aktywów, geograficznym oraz branżowym	3,0
20. Informacje o zatrudnianych menedżerach zewnętrznych oraz aktywach, którymi zarządzają (jeśli menedżerowie są zatrudniani)	3,0
Obszar 5. Realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych	9,8
21. Uwzględnianie celów zrównoważonego rozwoju w procesie zarządzania aktywami	2,3
22. Inwestycje w projekty o pozytywnym wpływie środowiskowym	1,8
23. Inwestycje w projekty o pozytywnym wpływie społecznym	2,8
24. Zasady etyczne dotyczące przeprowadzania procesu inwestycyjnego	2,2
25. Działalność mająca na celu poprawę jakości inwestowania (wydawanie publikacji naukowych, organizacja konferencji, paneli dyskusyjnych itp.)	0,7

Źródło: opracowanie własne.

Fundusze zostały ocenione najgorzej według kryteriów związanych z prowadzeniem działalności mającej na celu poprawę jakości inwestowania (kryterium 25) – tylko 0,7 pkt, a także z okresową oceną wpływu ekonomiczno-społecznego prowadzonej działalności inwestycyjnej (kryterium 7) – średnio 1,0 pkt. Niskie oceny odnotowały także w zakresie kryteriów 7 oraz 8, a więc w odniesieniu do wielkości gospodarki ich kraju oraz działań związanych ze wsparciem gospodarki w związku z kryzysem wywołanym pandemią – w przypadku obu średnia ocena wyniosła 1,3 pkt.

## 5. Podsumowanie i wnioski

Biorąc pod uwagę wyniki uzyskane przez państwowe fundusze majątkowe krajów UE w ocenie według wskaźnika SWF, można stwierdzić, że zostały one ocenione umiarkowanie dobrze. Do ich mocnych stron zaliczyć można podstawy instytucjonalne, a także zarządzanie samymi organizacjami oraz zarządzanie portfelem inwestycyjnym, chociaż w tych obszarach istnieją pewne kwestie, które zostały ocenione nisko, jak np. bieżące raportowanie czy publikowanie informacji o stopach zwrotu i benchmarkach. Słabe strony działalności analizowanych SWF to realizacja celów środowiskowych, społecznych i etycznych, a także wspieranie polityki gospodarczej. Biorąc pod uwagę wyzwania związane z odbudową gospodarek po kryzysie spowodowanym pandemią oraz kryzysem klimatycznym, powinny one ulec zdecydowanej poprawie w najbliższych latach. Warto przy tym zwrócić uwagę, że we wszystkich obszarach zidentyfikowane zostały fundusze, których działalność można uznać za dobrą praktykę i to one mogą stanowić wzór dla funduszy, które uzyskały niższe oceny. Doświadczenia te mogą być również przydatne dla państwowych funduszy majątkowych, które będą w przyszłości powstawać w krajach członkowskich UE.

## Literatura

- Aizenman J., Glick R. (2009), *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*, „International Finance”, vol. 12, nr 3, <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2009.01249.x>.
- Bagnall A.E., Truman E.M. (2011), *IFSWF Report on Compliance with the Santiago Principles: Admirable but Flawed Transparency, Policy Brief*, PB11-14, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Bagnall A.E., Truman E.M. (2013), *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard, Policy Brief*, PB13-19, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.



- Bahoo S., Alon I., Paltrinieri A. (2020), *Sovereign Wealth Funds: Past, Present and Future*, „International Review of Financial Analysis”, vol. 67, January, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101418>.
- Bortolotti B., Fotak V., Hogg Ch. (2020), *Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 Shock: Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries*, „BAFFI CAREFIN Centre Research Paper”, nr 147/2020, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3665993>.
- Bortolotti B., Fotak V., Loss G. (2017), *Taming Leviathan: Mitigating Political Interference in Sovereign Wealth Funds' Public Equity Investments*, „BAFFI CAREFIN Centre Research Paper”, nr 64/2017, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3088430>.
- Capapé J., Guerrero Blanco T. (2013), *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds*, „ESADE Business School Research Paper”, nr 21, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2391165>.
- Clark G.L., Monk A. (2010), *Government of Singapore Investment Corporation (GIC): Insurer of Last Resort and Bulwark of Nation-State Legitimacy*, „The Pacific Review”, vol. 23, nr 4, <https://doi.org/10.1080/09512748.2010.495997>.
- Megginson W.L., Fotak V. (2015), *Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research*, „Journal of Economic Surveys”, vol. 29, nr 4, <https://doi.org/10.1111/joes.12125>.
- Megginson W.L., López D., Malik A. (2020), *The Rise of State-Owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, „Annual Review of Financial Economics”, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3712690>.
- Raymond H. (2010), *Sovereign Wealth Funds as Domestic Investors of Last Resort during Crises*, „International Economics”, vol. 123, March, [https://doi.org/10.1016/S2110-7017\(13\)60016-5](https://doi.org/10.1016/S2110-7017(13)60016-5).
- Sovereign Wealth Funds 2019. Managing Continuity, Embracing Change* (2020), red. J. Capapé, IE Center for the Governance of Change, IE University, Spain.
- Stone S.E., Truman E.M. (2016), *Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability, Policy Brief*, PB16-18, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C.
- Top 89 Largest Sovereign Wealth Fund Ranking by Total Assets* (2020), SWF Institute, <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (data dostępny: 2.09.2020).
- Truman E.M. (2007), *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, Paper Prepared for Conference on China's Exchange Rate Policy, Peterson Institute of International Economics, October 19, Washington, D.C.
- Truman E.M. (2009), *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, „Revue d'économie Financière”, vol. 9, nr 1, <https://doi.org/10.3406/ecofi.2009.5526>.
- What Is a Sovereign Wealth Fund?* (2020a) (w:) *Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019*, International Forum of Sovereign Wealth Funds, <https://ifswfreview.org/2019/what-sovereign-wealth-fund> (data dostępny: 20.09.2020).
- What Is a Sovereign Wealth Fund?* (2020b), SWF Institute, <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> (data dostępny: 29.09.2020).
- World Development Indicators Database* (2020), <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#> (data dostępny: 1.10.2020).

## **The Sovereign Wealth Funds of European Union Member States**

(Abstract)

*Objective:* The article has two objectives: to evaluate the activities of the sovereign wealth funds of EU member states, and to identify the strengths and weaknesses in their functioning.

*Research Design & Methods:* The study uses the original Indicator of Assessment of Sovereign Wealth Funds (the SWF Indicator), an analysis of information and data on these funds, and comparative analysis.

*Findings:* The activity of the sovereign wealth funds was assessed as moderately positive. Their strengths include their institutional foundations, governance and portfolio management. The weaknesses include a failure to achieve environmental, social and ethical goals, as well as the support of economic policy.

*Implications / Recommendations:* The implications presented in the paper show that sovereign wealth funds should take measures to address their weaknesses. For this purpose, they can rely on good practices identified in the study.

*Contribution:* A comprehensive assessment of the activities of EU Member States' sovereign wealth funds.

**Keywords:** sovereign wealth funds, SWF, economic development, economic policy, European Union.