

Państwowe fundusze majątkowe krajów Unii Europejskiej¹

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 Sovereign Wealth Fund... 2020*), co oznacza ponad dwukrotny 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 Funds 2019... 2020*, s. 26). SWF kojarzone są przede wszystkim z państwami eksportującymi surowce naturalne oraz posiadającymi nadmierne rezerwy dewizowe, jednak w ostatnich latach takie fundusze powstawały i intensywnie rozwijały się także w państwach nienależących do tej grupy. Wśród nich znajdują się państwa członkowskie Unii Europejskiej (UE).

Celem tego artykułu jest identyfikacja państwowych funduszy majątkowych w krajach UE, zbadanie pełnionych przez nie funkcji oraz ich charakterystyki, a także przedstawienie trendów dotyczących powstawania i rozwoju SWF krajów UE. Metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych i informacji dotyczących państwowych funduszy majątkowych, analizę porównawczą oraz studium literatury przedmiotu.

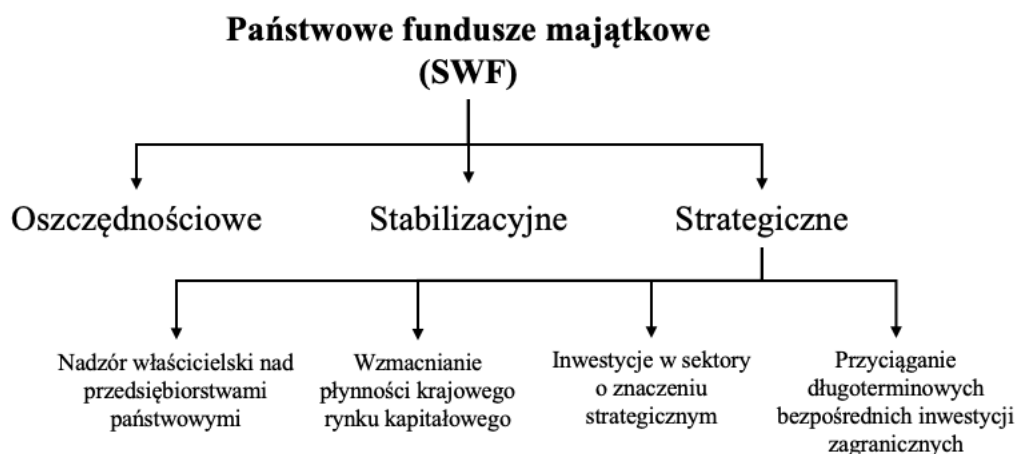
2. Przegląd literatury

¹ Autor pragnie złożyć podziękowanie za cenne wskazówki oraz uwagi następującym osobom: prof. Krzysztof Falkowski, prof. Tomasz Berent, dr Dominik Skopiec, Adrian Michalczuk, Justyna Witkowska.

Istnieje szeroka literatura dotycząca różnych aspektów funkcjonowania SWF i związanych z tym implikacji. Nie funkcjonuje jednak jedna, powszechnie akceptowana definicja 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 (Megginson i Fotak 2015, s. 737). Mają one różne cele, w tym wspieranie stabilności makroekonomicznej kraju oraz powiększanie wartości zgromadzonych w nich środków poprzez dokonywanie inwestycji (ibidem).

Istotnym czynnikiem charakteryzującym te podmioty jest pełniona przez nie funkcja. Na tej podstawie International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSFW), stanowiący dobrowolne stowarzyszenie państwowych funduszy majątkowych, dzieli je na trzy podstawowe kategorie – fundusze oszczędnościowe, stabilizacyjne oraz strategiczne, a w przypadku funduszy strategicznych również na cztery podkategorie (*What is...* 2020a). Wskazany podział zaprezentowany został na wykresie 1.

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



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

Fundusze oszczędnościowe (*savings funds*) są podmiotami, których głównym celem jest zarządzanie oszczędnościami przeznaczonymi dla przyszłych pokoleń, tworzone przede wszystkim w krajach będących eksporterami ropy naftowej, gazu oraz metali rzadkich. Trafia do nich część dochodów uzyskiwanych z sprzedaży wydobywanych surowców i służą jako zabezpieczenie na wypadek wyczerpania się ich złóż. Mogą być

one tworzone również w celu sfinansowania przyszłych zobowiązań, w tym zobowiązań emerytalnych (ibidem).

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 (ibidem).

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 poprzez 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 role, jakie mogą pełnić takie fundusze, przy czym należy zaznaczyć, że pełnią więcej niż jedną z nich:

- nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami państwowymi w celu tworzenia krajowych i regionalnych czempionów;
- wzmacnianie płynności krajowego rynku kapitałowego;
- wspieranie rozwoju gospodarczego poprzez inwestycje w sektory o znaczeniu strategicznym;
- przyciąganie długoterminowych bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) poprzez pełnienie roli współinwestora lub promocję kraju (ibidem).

Warto nadmienić również, że część SWF pełni więcej niż jedną funkcję spośród wymienionych trzech głównych kategorii (oszczędnościowe, stabilizacyjne, strategiczne) (ibidem).

Istotną rolą SWF jest również pełnienie funkcji inwestora ostatniej instancji (*investor of the last resort*) dla firm krajowych oraz zagranicznych, zwłaszcza w przypadku głębokich kryzysów gospodarczych. Wskazuje się, że jest to jedna z istotnych funkcji, jaką realizowały SWF wielu krajów (w tym SWF Francji) podczas globalnego kryzysu finansowego w latach 2008-09, a także podczas wcześniejszych kryzysów lokalnych (kryzys azjatycki w latach 1997-98, krach na giełdach w Zatoce Perskiej w 2006 r.) (Raymond 2010). Dzięki takiemu działaniu, SWF mogą zapobiegać przejęciom istotnych

strategicznie spółek krajowych przez zagranicznych inwestorów (ibidem). Rola 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). Poza pełnieniem 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 znaczących załamaniach gospodarczych (Clark i Monk 2010; Raymond 2010).

3. Charakterystyka państwowych funduszy majątkowych krajów UE

Metodologia zastosowana w niniejszym badaniu obejmuje podejście do rynku państwowych funduszy majątkowych łączące definicje SWF przyjmowane przez dwie wiodące instytucje zajmujące się badaniem tego rynku – SWF Institute (SWFI) oraz IE Centre for the Governance of Change (IE CGC)². Tym samym zestawienie SWF krajów UE przedstawione w tabeli 1 powstało w oparciu o listy SWF opracowane przez SWFI (*Top 89 Largest...* 2020) oraz IE CGC (*Sovereign...* 2020, s. 98-100). Takie podejście pozwala na pokazanie szerokiej perspektywy SWF działających w krajach UE.

Spośród dwudziestu siedmiu krajów członkowskich UE, dwanaście posiada obecnie SWF, przy czym żaden z tych krajów nie posiada więcej niż jednego tego typu podmiotu. Należy przy tym wskazać, że ta liczba może się różnić w zależności od przyjętej definicji SWF. Na wspomniane duże rozbieżności definicyjne wskazuje to, że jedynie dwa spośród dwunastu funduszy znajdują się na obu listach SWF, publikowanych przez wymienione instytucje.

Tabela 1. Zestawienie podstawowych informacji o SWF krajów UE.

Fundusz	Kraj		Zarządzane aktywa (mld USD)
---------	------	--	--------------------------------

² Pełna treść definicji SWF nie została przytoczona ze względu na ograniczoną objętość niniejszego artykułu. Definicja wykorzystywana przez SWFI została przedstawiona w notatce *What is Sovereign Wealth Fund?* (2020b), natomiast definicja używana przez IE CGC została opisana przez Capapé i Guerrero (2013).

		Rok powstania/ przekształcenia w SWF	SWF Institute	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	Włoch (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 aktywów³	95,06	

Uwagi: Fundusze zostały ułożone w kolejności malejących aktywów. Znak „-” oznacza, że fundusz nie znalazł się na liście SWF opublikowanej przez daną instytucję. Oznaczenie „.” wskazuje, że fundusz znalazł się na liście, jednak nie została podana wartość aktywów, którymi zarządza.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Top 89 Largest...* (2020); *Sovereign...* (2020, s. 98-100); *Investing for Resilience...* (2020).

Większość SWF powstała lub została przekształcona z istniejącego wcześniej podmiotu publicznego po roku 2010, jednak 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 rokiem 2004, z dwoma wyjątkami – Cyprzem oraz Malcią.

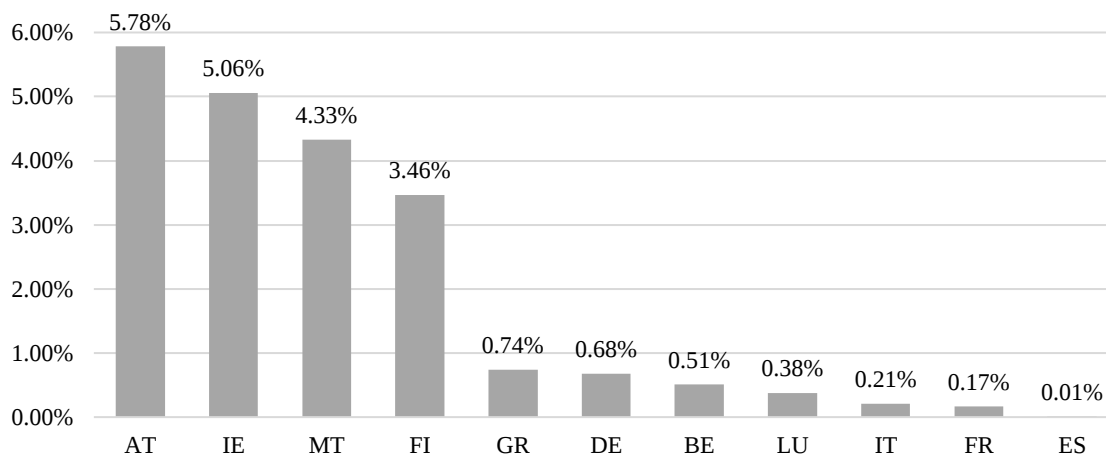
Spośród SWF krajów UE, największymi aktywami zarządzają odpowiednio SWF Niemiec, Austrii oraz Irlandii. Są to jednak wartości aktywów, które plasują te fundusze

³ 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.

poza 30 największymi SWF na świecie, zarówno w ujęciu przedstawianym przez SWFI (*Top 89... 2020*), jak i IE CGC (*Sovereign... 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 ... 2020*) wynosiła 9,34 bln USD, a wartość aktywów 89 funduszy z listy SWFI (*Top 89... 2020*) wynosiła 7,92 bln USD, co oznacza, że aktywa funduszy z UE stanowią jedynie odpowiedni ok. 1,02% oraz 1,20% całości światowej sumy SWF tej wartości. Co więcej, wartość aktywów wszystkich SWF krajów UE to jedynie ok. 9,08% wartości aktywów największego SWF na świecie, norweskiego GPF. Są to więc mało znaczące aktywa na światowym rynku tych podmiotów, jednak mogą być istotne w kontekście inwestycji w gospodarkę krajową. Na wykresie 2 przedstawione zostało porównanie wielkości aktywów zarządzanych przez SWF do nominalnego PKB kraju posiadającego, co może stanowić miarę ich znaczenia dla krajowych gospodarek.

Wykres 2. Aktywa zarządzane przez SWF krajów UE jako % nominalnego PKB kraju posiadającego w 2019 r.



Uwagi: W przypadku dwóch różnych danych o wartości aktywów posiadanych przez dany SWF, do obliczeń została przyjęta wyższa wartość. Ze względu na brak danych nie został uwzględniony SWF Cypru. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Top 89... (2020)* i *Sovereign..., (2020, s. 98-100)* dla zarządzanych aktywów oraz *World Development... (2020)* dla PKB.

W ujęciu relatywnym można podzielić analizowane fundusze na dwie grupy. Pierwszą grupą stanowią SWF, których aktywa są znaczące, tj. przekraczają 1% PKB krajów posiadających – SWF Austrii, Irlandii, Malty oraz Finlandii. Drugą grupą są fundusze, których aktywa stanowią poniżej 1% PKB i tym samym można uznać je za niewielkie i mniej znaczące dla krajowych gospodarek.

Podobnie jak w przypadku światowego rynku SWF, fundusze krajów UE są heterogeniczne, a więc zróżnicowane pod względem stawianych przed nimi celów,

pełnionych funkcji, posiadanego portfela aktywów, motywów powstania, źródeł pochodzenia kapitału oraz struktury organizacyjnej. W tabeli nr 2 przedstawiony została klasyfikacja 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. Rolą sześciu funduszy z tej kategorii jest inwestowanie w sektory o znaczeniu strategicznym, przy czym są one rozumiane w różny sposób. Cztery spośród funduszy strategicznych są odpowiedzialne za pełnienie nadzoru właścicielskiego nad spółkami skarbu państwa, a trzy fundusze 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 jego utworzenia była klasyczna dla SWF chęć zagospodarowania nadwyżek pochodzących z eksploatacji surowców naturalnych. Motywy powstania wszystkich pozostałych funduszy były niezwiązane z eksploatacją surowców lub zagospodarowaniem nadmiernych rezerw dewizowych.

Tabela 2. Podział SWF krajów UE na kategorie i podkategorie zgodnie z klasyfikacją IFSWF.

Fundusz	Kategoria			Podkategorie			
	Oszczędnościowy	Stabilizacyjny	Strategiczny	Nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami państwowymi	Wzmacnianie płynności krajowego rynku kapitałowego	Przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych	Inwestycje w sektory o znaczeniu strategicznym
KENFO (Niemcy)	X						
FSIL (Luksemburg)	X						
NIF (Cypr)	X						
Solidium (Finlandia)			X	X			
SFPI-FPIM (Belgia)			X	X			X
ÖBAG (Austria)			X	X		X	
ISIF (Irlandia)			X				X

NDSF (Malta)			X				X
Bpifrance (Francja)			X			X	X
CDP Equity (Włochy)			X			X	X
COFIDES (Hiszpania)			X				X
HCAP (Grecja)		X	X	X			

Zródło: opracowanie własne na podstawie klasyfikacji IFSWF (*What is...* 2020a).

Fundusze oszczędnościowe, pomimo klasyfikacji w ramach tej samej kategorii, posiadają zróżnicowaną charakterystykę oraz motywy powstania. Niemiecki Nuclear Waste Disposal Fund powstał w celu sfinansowania procesu likwidacji niemieckiej energetyki jądrowej, a ściślej przyszłych zobowiązań, jakie będą się z tym wiązały. Operatorzy niemieckich elektrowni atomowych mieli obowiązek wpłacić do funduszu kwotę w łącznej wysokości 24,1 mld EUR (ok. 28,9 mld USD) (*About KENFO* 2020), w zamian za co fundusz przejął zobowiązania operatorów związane z przechowywaniem i likwidacją opadów pozostałych po elektrowniach atomowych, których zagospodarowanie przewidywane jest na co najmniej 80 lat. Fundusz musi więc w taki sposób inwestować otrzymane środki, aby być w stanie pokryć rosnące w czasie koszty związane z takim procesem (Behrendt 2020).

Bardziej klasycznymi funduszami oszczędnościowymi są SWF Luksemburga oraz Cypru. Luxembourg Intergenerational Sovereign Fund jest funduszem, którego cel stanowi inwestowanie części dochodów z podatku VAT od sprzedaży internetowej oraz podatku VAT i akcyzy na paliwa, w celu wygenerowania oszczędności. Będą one mogły trafić pod pewnymi warunkami w przyszłości (poczynając od 2035 r.) do budżetu państwa w formie dotacji (*Fonds...* 2019). Z kolei SWF Cypru jest funduszem, który powstał w 2019 r. w celu zagospodarowania części dochodów z eksploatacji znaczących złóż gazu ziemnego (*National Investment...* 2020). Fundusz ma inwestować powierzone mu środki w aktywa zagraniczne, niezwiązane z surowcami, aby uniezależnić cypryjską gospodarkę od dużej zmienności cen gazu (ibidem).

Większą grupę SWF w UE stanowią fundusze strategiczne, których celem jest nadzór nad przedsiębiorstwami państwowymi. W tej grupie znajduje się SWF Finlandii, który pełni w nich rolę akcjonariusza mniejszościowego, aktywnie zaangażowanego w zarządzanie (*Annual Report 2020* 2020). Nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami państwowymi jest również wpisany w funkcjonowanie dwóch innych funduszy

strategicznych – SWF Belgii oraz SWF Austrii, które łączą go z innymi funkcjami. W przypadku belgijskiego funduszu jest to wspieranie rozwoju gospodarczego poprzez inwestycje w spółki w wybranych sektorach gospodarki (*What we do* 2020). Z kolei celem SWF Austrii jest uczynienie austriackiej gospodarki bardziej atrakcyjnym miejscem dla inwestycji zagranicznych oraz wzrost zaufania do austriackiego rynku kapitałowego poprzez transparentne zarządzanie posiadanymi spółkami (*Annual Report 2019* 2020).

Kolejną podkategorią SWF są fundusze strategiczne, których celem jest wspieranie rozwoju gospodarczego poprzez inwestycje w sektorach strategicznych. Wśród tej grupy znajduje się SWF Irlandii, który inwestuje w przedsiębiorstwa w celu wsparcia zatrudnienia oraz rozwoju irlandzkiej gospodarki. Fundusz współfinansuje również projekty rządowe związane m.in. z rozwojem regionalnym, budownictwem mieszkaniowym, zmianą klimatu, a w ostatnich latach także w przedsiębiorstwa, na które silny, negatywny wpływ wywiera brexit (*About ISIF* 2020). Funduszem o podobnych celach jest SWF Malty, którego misją jest wspieranie projektów o znaczeniu strategicznym dla rozwoju gospodarki, usług publicznych oraz dobrobytu (*The mission* 2020). Powstał on w celu zarządzania częścią środków, które trafiają do maltańskiego rządu w ramach programu Individual Investor Programme (ibidem). Do września 2020 r. pozwalał on na uzyskanie obywatelstwa Malty w zamian za wpłacenie równowartości minimum 650 tys. EUR (ok. 780 tys. USD) do tego funduszu, a także spełnienie innych wymogów, m.in. posiadania nieruchomości w tym kraju (Gamlen, Kutarna i Monk 2019, s. 528). Od września 2020 r. kształt programu został zmodyfikowany, jednak warunek obowiązkowej kontrybucji do funduszu został zachowany (Gutierrez 2020).

Odminną strukturę organizacyjną od powyższych funduszy strategicznych posiada SWF Francji. Nie działa on jako samodzielna organizacja, tylko w ramach instytucji wspierającej rozwój gospodarczy, w której poza częścią inwestycyjną charakterystyczną dla SWF, funkcjonuje bank rozwoju oraz agencja kredytów eksportowych. Bpifrance prowadzi swoją działalność inwestycyjną zarówno w formie bezpośrednich inwestycji w spółki krajowe i zagraniczne, jak i poprzez fundusz funduszy (*fund of funds*) (*Private equity* 2020). Poza inwestycjami w sektorach strategicznych, fundusz jest odpowiedzialny za przyciąganie długoterminowych inwestycji zagranicznych, współinwestuje we francuską gospodarkę wraz z innymi SWF, zwłaszcza spoza Europy (Dixon 2017).

W ramach podobnej grupy, zajmującej się szeroko pojętym wspieraniem rozwoju gospodarczego, działa SWF Włoch, który inwestuje w spółki o znaczeniu strategicznym dla włoskiej gospodarki, a także w projekty infrastrukturalne, działając zwykle jako inwestor mniejszościowy (About us 2020a). Podobnie jak w przypadku SWF Francji, jego drugą funkcją jest przyciąganie inwestycji zagranicznych do Włoch, a w szczególności do włoskich sektorów uznawanych za strategiczne, poprzez pełnienie roli współinwestora dla innych SWF, w tym jednymi z największych na świecie Kuwait Investment Authority (KIA) oraz Qatar Investment Authority (QIA) (Dixon 2017). Funkcje zbliżoną do dwóch wymienionych funduszy, posiada również SWF Hiszpanii, którego celem jest działanie na rzecz internacjonalizacji hiszpańskich przedsiębiorstw (Mission... 2020). Realizuje go zarówno za pomocą inwestycji zagranicznych dokonywanych wspólnie z tymi przedsiębiorstwami, jak i poprzez wspieranie hiszpańskich agencji rządowych odpowiedzialnych za promocję rozwoju gospodarczego oraz rozwój współpracy międzynarodowej (About us 2020b).

Jedynym spośród SWF krajów UE, który należy do dwóch kategorii jest SWF Grecji. Powstał on w wyniku wejścia w życie trzeciego pakietu pomocowego udzielonego temu krajowi przez jego wierzycieli, reprezentowanych przez tzw. Troikę (Komisję Europejską (KE), Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW)) (Papadopoulos 2018). Działa on jako fundusz strategiczny, który sprawuje nadzór nad greckimi spółkami państwowymi, w celu poprawy ich zyskowności oraz zwiększenia ich przychodów i inwestycji poprzez profesjonalizację zarządzania (Vission... 2020). Jednocześnie jest on funduszem stabilizacyjnym, który wspiera realizację planu makroekonomicznego, będącego częścią wspomnianego pakietu pomocowego. Realizuje w tym celu program prywatyzacji aktywów państwowych, a pozyskane w ten sposób środki finansują spłatę zobowiązań Grecji wobec jej zagranicznych wierzycieli (Papadopoulos 2018).

Należy wspomnieć, że w zakresie struktury posiadanych aktywów występuje istotna dychotomia pomiędzy funduszami oszczędnościowymi a pozostałymi funduszami. Pierwsza z wymienionych grup SWF posiada głównie aktywa zagraniczne, natomiast druga grupa prawie wyłącznie aktywa krajowe (wyjątek stanowi hiszpański COFIDES). Wskazane zróżnicowanie struktur portfolio inwestycyjnych wynika z odmiennych celów funkcjonowania danych typów funduszy. W przypadku SWF oszczędnościowych głównym kryterium dokonywania inwestycji jest osiągnięcie możliwie najwyższej długoterminowej stopy zwrotu, natomiast w przypadku SWF strategicznych jest to

wspieranie rozwoju krajowej gospodarki oraz realizacja istotnych zadań z punktu widzenia polityki gospodarczej państwa (jak nadzór na przedsiębiorstwami państwowymi). Sprawia to, że pierwsza grupa funduszy działa głównie na rynkach zagranicznych, zachowując się w większym stopniu jak typowy fundusz inwestycyjny. Z kolei druga z wymienionych grup funduszy inwestuje głównie w kraju, przypominając w większym stopniu państwowe instytucje rozwoju a jej potencjał inwestycyjny trzeba rozpatrywać przez pryzmat wielkości krajowej gospodarki.

4. Perspektywy rozwoju państwowych funduszy majątkowych w UE

SWF w krajach Unii Europejskiej mogą znacząco zyskiwać na znaczeniu w najbliższych latach, ze względu na kilka czynników.

Po pierwsze, powstawać mogą nowe SWF, zwłaszcza w krajach członkowskich UE, które takich funduszy obecnie nie posiadają. Jak zostało wskazane w poprzedniej części artykułu, dwanaście państw członkowskich posiada SWF, co oznacza, że pozostałe piętnaście państw nie posiada tego typu funduszu. Dynamika powstawania nowych SWF w UE w ostatnich latach wskazuje, że w perspektywie 5 – 10 lat powinny powstawać kolejne. Ich rola może być związana zwłaszcza z pojawiającymi się wyzwaniami ekonomiczno-społecznymi, wśród których należy wymienić m.in. transformację energetyczną, a także proces szybkiego starzenia się społeczeństw państw UE. Przykładem funduszu powstałego w związku z takimi wyzwaniami jest SWF Niemiec, który odpowiada za realizację części strategicznej polityki energetycznej kraju. Obecnie utworzenie SWF jest rozważane przez Rumunię (*Sovereign...* 2020, s. 100). W ostatnim czasie pojawił się również pomysł utworzenia polskiego SWF, który mógłby powstać z części obecnych rezerw dewizowych w przypadku wejścia Polski do strefy euro i mieć charakter funduszu oszczędnościowego (Kołodko 2020, s. 259).

Po drugie, rozwój SWF w UE może być spowodowany powstaniem SWF Unii Europejskiej lub strefy euro. W związku z procesem powoływania nowych władz Komisji Europejskiej w drugiej połowie 2019 r., mówiło się o możliwości powołania SWF Unii Europejskiej. Miał on inwestować w strategiczne sektory, w których UE jest zacofana w stosunku do swoich najważniejszych rywali gospodarczych, tj. Stanów Zjednoczonych i Chin, zwłaszcza w sektor firm technologicznych. Środki zarządzane przez fundusz miały wynosić nawet 100 mld EUR (ok. 120 mld USD) (Khan 2019). Utworzenie funduszu nie zostało jednak zawarte w

programie nowej przewodniczącej KE Ursuli von der Leyen (2019), natomiast wydaje się, że pomysł ten może powrócić w następnych latach, zwłaszcza w kontekście odbudowy europejskiej gospodarki po kryzysie spowodowanym pandemią.

Po trzecie, istniejące fundusze krajów UE mogą rozwijać swoją działalność w ramach pełnionych przez nie funkcji. Przykłady Francji, Irlandii oraz Włoch pokazują, że pomimo zawirowań związanych ze zmianami struktur organizacyjnych oraz pełnionych funkcji, jakie miały miejsce w ostatnich latach (Dixon 2017), fundusze w tych krajach nadal utrzymują mandat do działania jako państwowe fundusze majątkowe. Ponadto, SWF udowadniają swoją przydatność pełniąc role inwestorów i pożyczkodawców ostatniej instancji w związku z pandemią COVID-19. SWF Irlandii wydzielił ze swojej struktury specjalny subfundusz (Pandemic Stabilization and Recovery Fund), który zarządza kwotą ok. 2,4 mld USD (ok. 0,6% PKB Irlandii w 2019 r.), przeznaczoną na inwestycje w średnie i duże irlandzkie spółki, na które pandemia miała znaczący negatywny wpływ (*Pandemic Stabilization...* 2019). SWF Francji uruchomił pakiet pożyczek dla przedsiębiorstw w łącznej kwocie ok. 3,6 mld USD (ok. 0,1% PKB Francji), a także pakiet innych instrumentów antykryzysowych, w tym gwarancji kredytowych dla średnich, małych i mikro przedsiębiorstw, które zostały silnie dotknięte przez pandemię (*COVID-19 Response...* 2020). Podobny pakiet pożyczek długo- i krótkoterminowych o łącznej wartości ok. 5,4 mld USD uruchomił SWF Włoch (ok. 0,3% PKB Włoch). Są one adresowane do średnich i dużych przedsiębiorstw, które zanotowały straty z powodu pandemii (*COVID-19 Liquidity* 2020). Rolę zarówno inwestora, jak i pożyczkodawcy ostatniej instancji przyjął również belgijski SWF, który w trakcie pandemii zainwestował ok. 90 mln USD w cztery belgijskie firmy z branży lotniczej (Orban, 2020), a także udzielił pożyczki innej firmie z tej samej branży na kwotę ok. 36 mln USD (*COVID-19: Commission...* 2020).

Przyjęcie przez SWF roli inwestora oraz pożyczkodawcy ostatniej instancji dla przedsiębiorstw sektora realnego będzie wzmacniało ich znaczenie dla gospodarek krajowych. Tym samym może skłaniać państwa do stałego wykorzystywania SWF jako funduszy rezerwowych na wypadek kryzysów gospodarczych, przypisując im rolę instytucji stabilizacyjnej dla gospodarki realnej. Należy przy tym wspomnieć, że w wybranych krajach UE, m.in. w Irlandii i we Francji, państwowe fundusze majątkowe pełniły już taką rolę w trakcie globalnego kryzysu finansowego w latach 2008 – 2009,

jednak wówczas dotyczyła ona głównie sektora finansowego (Bergin i in. 2011; Raymond 2010⁴).

Po czwarte, istniejącym SWF mogą być przypisywane nowe kompetencje. Przykładem takiego działania może być SWF Irlandii, który po decyzji Wielkiej Brytanii z 2016 r. o opuszczeniu Unii Europejskiej, otrzymał mandat do inwestowania w irlandzkie przedsiębiorstwa, które mogą zostać silnie dotknięte w wyniku tego procesu (*Ireland Strategic...* 2019).

Po piąte wreszcie, SWF mogą także wypełniać funkcję inwestycyjną państwa i być wykorzystywane do finansowania projektów infrastrukturalnych (Barbary 2015). W najnowszej literaturze proponowana była koncepcja utworzenia Europejskiego Państwowego Funduszu Majątkowego (*European Sovereign Wealth Fund*), który miałby stanowić fundusz krajów strefy euro (Holzner 2019, s. 7-11). Byłby on zaangażowany w finansowanie paneuropejskiego programu infrastrukturalnego nazwanego Europejskim Jedwabnym Szlakiem (*European Silk Road*) i miałby powstać z części aktywów EBC (ibidem).

5. Podsumowanie i wnioski

Dwanaście państw członkowskich UE posiada obecnie państwowy fundusz majątkowy. Większość spośród nich powstała po 2010 r., jednak w wybranych krajach SWF istniały już w latach wcześniejszych. Łączne aktywa, którymi zarządzają, wynoszą 95,06 mld USD, co stanowi nieco ponad 1% wartości aktywów wszystkich tego typu funduszy na świecie. Podobnie jak globalny rynek tych podmiotów, nie są one homogeniczne, posiadają bardzo różne cele oraz funkcje. Dziewięć spośród nich stanowią fundusze strategiczne, których ogólny cel można określić jako wspieranie rozwoju krajowej gospodarki oraz realizacja istotnych zadań z punktu widzenia polityki gospodarczej państwa. W związku z tym, ich strategia inwestycyjna skupiona jest głównie na rynku krajowym, przy czym wyjątkiem jest hiszpański COFIDES. Jeden z funduszy strategicznych – grecki HCAP – pełni jednocześnie funkcję stabilizacyjną, co czyni go jedynym SWF w UE posiadającym więcej niż jedną funkcję. Pozostałe fundusze mają charakter oszczędnościowy, a ich ogólnym celem jest uzyskiwanie jak najwyższej długoterminowej stopy zwrotu. W związku z tym ich inwestycje skupiają się głównie na

⁴ W artykule podkreślone zostało, że ówczesny SWF Francji - Strategic Investment Fund (FSI), powstał w 2008 r. w celu rekapitalizacji francuskich przedsiębiorstw niefinansowych w obliczu kryzysu (Raymond, 2010, s. 129-130). Można więc stwierdzić, że wypełnianie roli inwestora ostatniej instancji było podstawowym motywem powstania funduszu.

rynkach zagranicznych. Należy przy tym zauważyć, że tylko SWF Cypru powstał w oparciu o dochody uzyskiwane z eksploatacji surowców naturalnych, co stanowi klasyczny motyw powstawania SWF na świecie.

W najbliższych latach znaczenie państwowych funduszy majątkowych krajów UE będzie rosło, ze względu na powstanie nowych SWF w tych krajach, możliwość powstania SWF UE lub SWF strefy euro, wykorzystywanie SWF jako inwestorów i pożyczkodawców ostatniej instancji podczas kryzysów gospodarczych, a także przejmowaniem przez te fundusze nowych kompetencji.

Analizowany obszar wymaga pogłębionych badań w zakresie strategii inwestycyjnych opisywanych podmiotów, a także ich szczegółowej roli w polityce gospodarczej oraz strategiach rozwoju państw, których własność stanowią. Wobec postępującej na świecie konwergencji pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a publicznymi funduszami emerytalnymi, wskazuje się na możliwość łącznej analizy tej grupy podmiotów, określanej mianem inwestorów państwowych (*state-owned investors*, SOI) (Megginson, Lopez i Malik 2020). Również ona wymaga całościowego zbadania w ramach Unii Europejskiej.

Literatura

- About ISIF (2020), Ireland Strategic Investment Fund, <https://isif.ie/about-us> (data dostępu: 23.09.2020).
- About KENFO (2020), KENFO, <https://www.kenfo.de/en/about-us/about-kenfo> (data dostępu: 26.09.2020).
- About us (2020a), CDP Equity, <https://en.cdpequity.it> (data dostępu: 15.09.2020).
- About us (2020b), COFIDES, <https://www.cofides.es/en/about-us> (data dostępu: 16.09.2020).
- Annual Report 2019 (2020), Österreichische Beteiligungs AG, <https://www.oebag.gv.at/site/assets/files/3230/oebag-gb19-en-web.pdf> (data dostępu: 27.09.2020).
- Annual Report 2020 (2020), Solidium, http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual_report-2020/ (data dostępu: 28.09.2020).
- 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>.
- Barbary V. (2015), *Sovereign Wealth Fund Investment in Infrastructure*, (w): „Sovereign Wealth Fund 2014”, red. J. Santiso, ESADEgeo.
- Behrendt, S. (2020), *From Nuclear Waste, a New SWF Rises*, „GeoEconomica Commentary”, July.
- Bergin, A., Gerald, J. F., Kearney, I., O'Sullivan, C. (2011), *The Irish fiscal crisis*, „National Institute Economic Review”, vol. 217, nr 1, <https://doi.org/10.1177/0027950111420920>.
- 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, <http://dx.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, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3088430>.
- Capapé J., Guerrero T. (2013), *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds*, „ESADE Business School Research Paper “, No. 21, <http://dx.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>.
- COVID-19: Commission approves individual aid from Belgium to Aviapartner (2020), CMS, <https://www.cms-lawnow.com/ealerts/2020/07/covid-19-commission-approves-individual-aid-from-belgium-to-aviapartner> (data dostępu: 24.09.2020).
- COVID-19 Liquidity (2020), CDP Equity, https://www.cdp.it/sitointernet/en/liquidita_covid_19.page (data dostępu: 24.09.2020).
- COVID-19 Response Bond (2020), Bpifrance, <https://www.bpifrance.fr/content/download/110280/952200/version/1/file/Bpifrance%20COVID-19%20Response-Bond%20Presentation.pdf> (data dostępu: 02.10.2020).
- Dimitrakopoulos, D., Menon A., Passas A. (2009), *France and the EU under Sarkozy: Between European ambitions and national objectives?*, „Modern & Contemporary France”, Vol. 17, Nr. 4, <https://doi.org/10.1080/09639480903251670>.
- Dixon, A.D. (2017), *European sovereign funds: Co-investment platforms for the real economy*, (w:) *Sovereign Wealth Fund 2016*, red. J. Santiso, J. Capapé, IE Fundacion.
- Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg (2019). Ministère des Finances, https://mfin.gouvernement.lu/content/dam/gouv_mfin/le-ministère/fondssouverainintergenerationnel/factsheet/07338-MINETAT-Budget2017-factsheet4-Fonds-HD-update190704-NEW.pdf (data dostępu: 10.10.2020).
- Gamlén, A., Kutarna, C., Monk, A. (2019), *Citizenship as Sovereign Wealth: Re-thinking Investor Immigration*, „Global Policy”, vol. 10, nr 4, <https://doi.org/10.1111/1758-5899.12723>.
- Gutierrez, A. (2020), *Malta: Changes To The Malta Individual Investor Programme (IIP)*, „Mondaq”, <https://www.mondaq.com/investment-immigration/968630/changes-to-the-malta-individual-investor-programme-iip> (data dostępu: 26.11.2020 r.).
- Holzner, M. (2019). *One trillion euros for Europe: How to finance a European Silk Road with the help of a European Silk Road Trust, backed by a European Sovereign Wealth Fund and other financing instruments*, „Policy Notes and Reports”, Nr 35, The Vienna Institute for International Economic Studies.
- Hunting Unicorns. *Sovereign Wealth Funds Annual Report 2016*, red. B. Bortolotti, Sovereign Investment Lab, BAFFI CAREFIN Center, Università Bocconi, Milan, Italy.

Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019, (2020), International Forum of Sovereign Wealth Funds. <https://ifswfreview.org> (data dostępu: 20.09.2020).

Ireland Strategic Investment Fund Investment Strategy 2.0. Towards 2040 – investing commercially and with substantial impact (2019), Ireland Strategic Investment Fund, <https://isif.ie/uploads/publications/ISIF-Investment-Strategy.pdf> (data dostępu: 25.09.2020).

Khan, M. (2019), *EU floats plan for €100 bn sovereign wealth fund*, „Financial Times”, August 23, <https://www.ft.com/content/033057a2-c504-11e9-a8e9-296ca66511c9> (data dostępu: 25.09.2020).

Kołodko, G.W. (2020), *Od ekonomicznej teorii do politycznej praktyki*. Wydawnictwo Poltext, Warszawa.

Meggison, 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>.

Meggison, W.L., Lopez D., Malik A. (2020), *The Rise of State-Owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*, „Annual Review of Financial Economics”, forthcoming, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3712690>.

Mission, vision and values (2020), COFIDES, <https://www.cofides.es/en/about-us/mission-vision-and-values> (data dostępu: 16.09.2020 r.)

National Investment Fund (2020), International Forum of Sovereign Wealth Funds, <https://www.ifswf.org/members/national-investment-fund> (data dostępu: 22.09.2020).

Orban, A. (2020), *The Belgian aviation sector has already received € 75 million state aid*, „Aviation24.be”, <https://www.aviation24.be/airlines/lufthansa-group/brussels-airlines/the-belgian-aviation-sector-has-already-received-e-75-million-state-aid/> (data dostępu: 24.09.2020).

Pandemic Stabilization and Recovery Fund (PSRF) (2020), Ireland Strategic Investment Fund, <https://isif.ie/uploads/publications/ISIF-Investment-Strategy.pdf> (data dostępu: 25.09.2020 r.)

Papadopoulos, T. (2018), *Privatizations of State-Owned Enterprises in Greece After the Third Economic Adjustment Programme*, „European Company Law”, vol. 15, nr 6.

Private equity (2020), Bpifrance, <https://www.bpifrance.com/Private-Equity> (data dostępu: 25.09.2020 r.)

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.

The mission (2020), The National Development and Social Fund, <https://ndsf.com.mt/en/Pages/Our-Mission.aspx> (data dostępu 27.09.2020).

Top 89 Largest Sovereign Wealth Fund Ranking by Total Assets (2020), SWF Institute, <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (data dostępu: 02.09.2020).

Vision and Mission (2020) Hellenic Corporation of Assets and Participations, <https://www.hcap.gr/en/vision-and-mission/> (data dostępu: 24.09.2020).

Von der Leyen, U. (2019), *A Union that strives for more. My Agenda for Europe. Political Guidelines for the Next European Commission 2019-2024*.

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 dostępu 20.09.2020).

What is a Sovereign Wealth Fund? (2020a), SWF Institute, <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> (data dostępu: 29.09.2020).

What we do (2020), The Federal Holding and Investment Company, <http://www.sfpi-fpim.be/en/what-we-do> (data dostępu: 27.09.2020).

World Development Indicators Database (2020), GDP (current US \$), World Bank, <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#> (data dostępu: 01.10.2020).