

PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE
JAKO GLOBALNY INWESTOR
A L T E R N A T Y W N Y

Piotr Wiśniewski

**PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE
JAKO GLOBALNY INWESTOR
A L T E R N A T Y W N Y**



SGH

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSZAWA 2018

Recenzje

Kamilla Marchewka-Bartkowiak

Jolanta Szolno-Koguc

Redakcja językowa

Andrzej Antosik

© Copyright by Piotr Wiśniewski & Szkoła Główna Handlowa w Warszawie,
Warszawa 2018

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-8030-248-8

Oficyna Wydawnicza SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

ADYTON

Skład i łamanie

DM Quadro

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

Zamówienie 115/IX/18

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział 1. Pojęcie, geneza, istotność społeczna i organizacja państwowych funduszy majątkowych	19
Wprowadzenie	19
1.1. Próba definicji państwowych funduszy majątkowych	20
1.2. Państwowe fundusze majątkowe na tle innych podmiotów inwestycyjnych	29
1.2.1. Państwowe fundusze majątkowe a powszechne towarzystwa emerytalne	31
1.2.2. Państwowe fundusze majątkowe a przedsiębiorstwa państwowe	33
1.3. Formy organizacji działalności państwowych funduszy majątkowych	34
1.4. Istotność społeczna pojęcia „państwowe fundusze majątkowe” w Polsce	38
Podsumowanie	39
Rozdział 2. Pozycja, rola i systematyka państwowych funduszy majątkowych w globalnym systemie finansowym	41
Wprowadzenie	41
2.1. Specyfika globalnej pozycji państwowych funduszy majątkowych	41
2.2. Szacunki skali światowych instytucji zarządzających aktywami	43
2.3. Państwowe fundusze majątkowe jako alternatywny inwestor instytucjonalny	45
2.4. Wpływ państwowych funduszy majątkowych na gospodarkę państw-założycieli	46
2.5. Wpływ państwowych funduszy majątkowych na gospodarkę państw-odbiorców inwestycji	48
2.6. Państwowe fundusze majątkowe na tle tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych	50
2.7. Państwowe fundusze majątkowe na tle alternatywnych inwestorów instytucjonalnych	51
2.8. Państwowe fundusze majątkowe wobec innych inwestorów publicznych	56
2.9. Charakterystyka światowych państwowych funduszy majątkowych	57
2.10. Przykłady działalności transakcyjnej państwowych funduszy majątkowych	62
Podsumowanie	64

Rozdział 3. Funkcje państwowych funduszy majątkowych	67
Wprowadzenie	67
3.1. Geneza państwowych funduszy majątkowych i analiza ich funkcji jako problem badawczy	67
3.2. Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki finansowej	70
3.2.1. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki alokacyjnej	72
3.2.2. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki redystrybucyjnej	72
3.2.3. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki stabilizacyjnej ..	73
3.3. Funkcje państwowych funduszy majątkowych – metodyka	74
3.3.1. Typologia Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW)	74
3.3.2. Typologia Banku Światowego	76
3.3.3. Typologia PricewaterhouseCoopers	77
3.3.4. Typologia Sovereign Wealth Fund Institute	79
3.3.5. Typologia J.A. McCahery’ego i A. de Roode’a	80
3.4. Propozycja autorskiej klasyfikacji	82
3.4.1. Państwowe fundusze majątkowe solidaryzmu międzypokoleniowego	83
3.4.2. Państwowe fundusze majątkowe efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi	90
3.4.3. Państwowe fundusze majątkowe rozwoju społeczno-ekonomicznego	95
3.4.4. Państwowe fundusze majątkowe zabezpieczenia emerytalnego	104
3.4.5. Państwowe fundusze majątkowe stabilizacji makroekonomicznej	106
3.4.6. Państwowe fundusze majątkowe inwestycji bezpośrednich	112
3.5. Ocena państwowych funduszy majątkowych jako narzędzia polityki finansowej	115
Podsumowanie	119
Rozdział 4. Przejrzystość i regulacja działalności państwowych funduszy majątkowych	121
Wprowadzenie	121
4.1. Pojęcie przejrzystości państwowych funduszy majątkowych	121
4.2. Geneza ograniczonej przejrzystości państwowych funduszy majątkowych na tle innych instytucji finansowych	123
4.3. Przykłady oceny przejrzystości informacyjnej państwowych funduszy majątkowych	126
4.3.1. Tablica wyników Trumana	128
4.3.2. Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella	132
4.3.3. Zasady z Santiago	134
4.4. Obserwacje empiryczne przejrzystości państwowych funduszy majątkowych ..	137
4.5. Perspektywy zwiększenia przejrzystości i odpowiedzialności społecznej państwowych funduszy majątkowych	144
Podsumowanie	148

Rozdział 5. Przesłanki tworzenia i źródła finansowania państwowych funduszy majątkowych	149
Wprowadzenie	149
5.1. Przesłanki tworzenia państwowych funduszy majątkowych	150
5.2. Źródła finansowania państwowych funduszy majątkowych	152
5.3. Perspektywy finansowania państwowych funduszy majątkowych	158
5.3.1. Rezerwy surowcowe	160
5.3.2. Ceny surowców	167
5.3.3. Intensywność eksportowa	170
Podsumowanie	174
Rozdział 6. Polityka inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych	175
Wprowadzenie	175
6.1. Systematyka działalności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych	175
6.2. Indeks państwowych funduszy majątkowych	178
6.3. Ogólne tendencje globalnego rynku zarządzania aktywami i ich znaczenie dla działalności państwowych funduszy majątkowych	180
6.4. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych według miejsca pochodzenia funduszy	187
6.4.1. Państwowe fundusze majątkowe Ameryki Północnej	188
6.4.2. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Ameryki Łacińskiej	190
6.4.3. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Europy	192
6.4.4. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Bliskiego Wschodu	194
6.4.5. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Afryki	196
6.4.6. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Azji	198
6.4.7. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Australazji	200
6.5. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w ujęciu rodzajowym	202
6.5.1. Struktura portfeli światowych państwowych funduszy majątkowych według klas aktywów	202
6.5.2. Zaangażowanie światowych państwowych funduszy majątkowych w poszczególne klasy aktywów	207
6.6. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w aktywa alternatywne	208
6.6.1. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w private equity	209
6.6.2. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w nieruchomości	211
6.6.3. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w infrastrukturę	216
6.6.4. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w fundusze hedgingowe	219
Podsumowanie	226

Rozdział 7. Efektywność działania państwowych funduszy majątkowych	229
Wprowadzenie	229
7.1. Pomiar efektywności działania państwowych funduszy majątkowych jako wyzwanie teoretyczne i praktyczne	230
7.2. Tradycyjne metody pomiaru efektywności portfelowej	232
7.2.1. Nominalne stopy zwrotu	233
7.2.2. Alfa Jensena	234
7.2.3. Wskaźnik Sharpe'a	236
7.2.4. Wskaźnik Sortino	237
7.2.5. Wskaźnik informacji	238
7.3. Alternatywne metody pomiaru efektywności portfelowej	239
7.3.1. Pozostałe nietradycyjne metody pomiaru efektywności inwestycyjnej	240
7.3.2. Inteligentna beta jako nowe podejście do pomiaru efektywności inwestycyjnej	241
7.4. Empiryczne przykłady pomiaru efektywności działania państwowych funduszy majątkowych	243
7.4.1. Państwowe fundusze majątkowe publikujące wyniki inwestycyjne odniesione do ryzyka	244
7.4.2. Wybrane wyniki państwowych funduszy majątkowych odniesione do ryzyka	247
Podsumowanie	263
Zakończenie	265
Bibliografia	271
Załączniki	289

Wykaz skrótów

AIFMD	– ang. <i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i> , dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
CPI	– ang. <i>corruption perceptions index</i> , wskaźnik percepcji korupcji
EMIR	– ang. <i>European Market Infrastructure Regulation</i> , rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym
ETFs	– ang. <i>exchange traded funds</i>
FATCA	– ang. <i>Foreign Account Tax Compliance Act</i>
FER	– ang. <i>foreign exchange ratio</i>
FTT	– ang. <i>financial transaction tax</i>
GAPP	– ang. <i>Santiago Principles</i> lub w pełnej wersji <i>Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices</i> , Zasady z Santiago lub (w pełnej wersji) Ogólnie akceptowane zasady i praktyki dotyczące państwowych funduszy majątkowych
IFSWF	– ang. <i>International Forum of Sovereign Wealth Funds</i> , Międzynarodowe Forum Państwowych Funduszy Majątkowych
IMFC	– ang. <i>International Monetary and Financial Committee</i> , Międzynarodowy Komitet Walutowy i Finansowy
IWG	– ang. <i>International Working Group of Sovereign Wealth Funds</i> , Międzynarodowa Grupa Robocza Państwowych Funduszy Majątkowych
LMTI	– ang. <i>Linaburg–Maduell Transparency Index</i> , wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella
MFW	– ang. <i>International Monetary Fund</i> , Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MPT	– ang. <i>modern portfolio theory</i> , tzw. nowoczesna teoria portfela
MSSF	– Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
PFM	– ang. <i>sovereign wealth funds/sovereign wealth fund</i> , państwowe fundusze majątkowe/państwowy fundusz majątkowy
PRIPs	– ang. <i>packaged retail investment products</i> , strukturyzowane produkty inwestycyjne
PwC	– PricewaterhouseCoopers
RGI	– ang. <i>resource governance index</i> , wskaźnik zarządzania surowcami

SRI	– ang. <i>socially responsible investing</i> , inwestowanie odpowiedzialne społecznie
SWC	– ang. Sovereign Wealth Center
SWF	– ang. <i>sovereign wealth fund</i>
SWFI	– ang. <i>sovereign wealth fund institute</i>
SWFS index	– ang. <i>Sovereign Wealth Fund Strategic Index</i>
TSR	– ang. <i>total shareholder return</i> , tzw. całkowity zwrot dla akcjonariuszy
UCITS	– ang. <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
VVIX	– ang. <i>volatility of volatility index</i> , indeks zmienności zmienności
WGI	– ang. <i>Worldwide Governance Indicators</i> , wskaźniki jakości rządów na świecie

WSTĘP

Prezentowana monografia stanowi jedną z pierwszych prób całościowej analizy działalności inwestycyjnej wszystkich funkcjonujących na świecie państwowych funduszy majątkowych (PFM; ang. *sovereign wealth funds*, SWFs), opartej na wielostronnych danych empirycznych. Wiodącym celem monografii jest wszechstronne studium działalności PFM jako alternatywnej formy inwestowania. Tematyka jest istotna zarówno z perspektywy teoretycznej (koncepcji inwestowania realizowanej przez te specyficzne podmioty), jak i praktycznej (związanej z oceną skutków powoływania PFM dla macierzystych gospodarek, a także dla odbiorców ich inwestycji). Także skala aktywów będących w dyspozycji PFM wskazuje na istotność problematyki podjętej w monografii.

Alternatywny charakter omawianej kategorii instytucji finansowych wyraża się w unikalnej genezie, jak i katalogu lokat podejmowanych w portfelach inwestycyjnych tych funduszy.

PFM – jako odrębna kategoria instytucji finansowych – formalnie zostały wyróżnione dopiero w XXI w. i są zaliczane do nietradycyjnych inwestorów publicznych – obok funduszy hedgingowych, *private equity* oraz *exchange traded funds* (ETFs). Prócz tego specyfika polityki inwestycyjnej tych funduszy polega na angażowaniu się w niestandardowe typy aktywów (nieruchomości, tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych, surowce i towary giełdowe oraz inwestycje typu *private equity*).

Sposób prezentacji danych w monografii jest dychotomiczny. Pierwsza część pracy to siedem rozdziałów (prócz wstępu i zakończenia), w których zespolono i przeanalizowano dane na temat światowego rynku PFM (wraz z analizą jego otoczenia). W drugiej części zamieszczono załączniki dokumentujące kluczowe dane o poszczególnych funduszach i ich suwerenach. Układ ten zwiększa przejrzystość pracy oraz umożliwia maksymalny rozdział między interpretacją a faktografią. Daje tym samym szansę wykorzystania zebranych danych w zakresie innym niż prezentowany, a także ułatwia krytyczny ogląd treści zawartych w monografii.

Działalność PFM nasuwa wiele pytań badawczych. Najważniejsze – z perspektywy proponowanej monografii – można pogrupować w następujące zagadnienia:

1. Jakie są zasadnicze funkcje społeczno-ekonomiczne wypełniane przez PFM w ramach polityki finansowej na szczeblu centralnym? Jaka jest hierarchia ich istotności w światowej populacji PFM?
2. Jak można ocenić użyteczność społeczno-ekonomiczną poszczególnych funkcji PFM? Które z funkcji są wiodące w kontekście istniejących i konkurencyjnych narzędzi polityki finansowej państwa?
3. Jaki poziom przejrzystości informacyjnej reprezentują PFM? Czy przejrzystość ta to pochodna standardów informacyjnych ich suwerenów, czy też właściwość samych funduszy? Jak można ocenić ewolucję standardów informacyjnych PFM?
4. Czy dopływ nowych aktywów do PFM ma szansę kontynuacji w horyzoncie długoterminowym?
5. Czy PFM inwestują w sposób racjonalny? Czy polityka inwestycyjna PFM wypełnia kryteria efektywności portfelowej? Z czego wynika istniejący poziom zaangażowania PFM w pomiar skuteczności alokacji zarządzanych aktywów?

Tak sformułowane pytania badawcze prowadzą do analiz podjętych w monografii i sformułowania hipotez¹: głównej (H_g) oraz cząstkowych ($H1 - H5$), które zweryfikowano w ramach przeprowadzonych badań.

Hipotezy te o charakterze opisowym, a także przyczynowo-skutkowym, przedstawiają się następująco:

Hipoteza główna:

H_g – Państwowe fundusze majątkowe jako globalny inwestor alternatywny mogą stanowić trwały element światowych finansów, mimo różnych uwarunkowań ich funkcjonowania.

Hipotezy cząstkowe:

$H1$ – Wiodące funkcje społeczno-ekonomiczne PFM, według skali zarządzanych aktywów, to: solidaryzm międzypokoleniowy, efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi, rozwój społeczno-ekonomiczny, zabezpieczenie emerytalne, stabilizacja makroekonomiczna oraz inwestycje bezpośrednie.

¹ Zob. T. Kotarbiński, *Kurs logiki*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1960, s. 181. „Hipotezą są wszelkie twierdzenia częściowo tylko uzasadnione, przeto także wszelki domysł, za pomocą którego tłumaczymy dane faktyczne, a więc też i domysł w postaci uogólnienia osiągniętego i na podstawie danych wyjściowych”.

H2 – Funkcje PFM, które cechują się unikalnością albo perspektywami większej skuteczności wobec istniejących narzędzi polityki finansowej, to: solidaryzm międzypokoleniowy, efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi oraz stabilizacja makroekonomiczna.

H3 – Większość PFM charakteryzuje się niskim poziomem przejrzystości, a także – świadomości społecznej ich funkcjonowania. Uwarunkowane jest to ich genezą, usytuowaniem na terenie państw o niskich, ogólnych standardach informacyjnych i ograniczonym poziomem odpowiedzialności wobec interesariuszy. Aczkolwiek przejrzystość niektórych PFM wyróżnia się na tle swych państw-założycieli, co uznać należy za celową strategię działania. W całej populacji PFM standardy informacyjne ulegają stopniowej poprawie.

H4 – Mimo niższej dynamiki wzrostu cen czołowych surowców strategicznych oraz rozwoju gospodarek wschodzących, większość PFM znajduje się w fazie akumulacji kapitału.

H5 – Choć portfele inwestycji PFM wykazują dywersyfikację inwestowania w różne klasy aktywów (tradycyjnych i alternatywnych) – służącą zwiększeniu efektywności portfelowej – większość PFM nie interesuje się w sposób wszechstronny i konsekwentny monitorowaniem wyników inwestycyjnych odnoszonych do ryzyka. Przypisać to można długoterminowej perspektywie większości spośród zakładanych funkcji PFM i specyfice dokonywanych lokat (duży udział aktywów o ograniczonej płynności), a także łatwości dostępu do państwowych środków finansowych i miernej jakości zarządzania inwestycyjnego.

Z perspektywy zastosowanych metod prezentowana monografia stanowi badanie pełne populacji wszystkich 80 PFM działających na świecie. Jednostkami przeprowadzonego badania są zatem poszczególne PFM. Naukowa eksploracja podjęta w monografii dotyczy kluczowych parametrów działalności tych instytucji, jak i zjawisk towarzyszących. Tak dobrana metoda badawcza wynika z heterogeniczności PFM, ich środowiska, jak i inwestycji podejmowanych przez te podmioty. Mimo zindywidualizowanego podejścia do funkcjonowania poszczególnych PFM, analiza działalności tych instytucji dokonana jest także na podstawie danych zbiorczych, co ma ułatwić wnioskowanie o niektórych, kluczowych właściwościach tak badanej zbiorowości. Stwarza także możliwość śledzenia ewolucji zbiorowości PFM dynamicznie (w różnych przedziałach czasu).

Okres badawczy zdeterminowany został przede wszystkim historią samych PFM. Choć powstanie najstarszego z nich datuje się na połowę XIX w., to dominantą powoływania tych funduszy jest rok 2006 (czas poprzedzający ostatni z globalnych kryzysów ekonomicznych), zaś znakomita większość PFM zakładana była na przełomie XX i XXI w. W przypadku opracowań zbiorczych przyjęto

zasadę, aby prowadzone obserwacje i wnioski wysnuwane na ich podstawie dotyczyły możliwie najdłuższych szeregów czasowych. Proces tworzenia monografii przełożył się na konieczność wielokrotnej aktualizacji dostępnego materiału faktoGRAFICZNEGO (w tym liczbowego).

W monografii zawarto odwołanie do różnorodnych źródeł informacji. Bibliografia obejmuje ponad 400 pozycji i zdominowana jest – z uwagi na specyfikę problemu – przez zasoby obcojęzyczne. Wśród wykorzystanych źródeł są monografie, czasopisma naukowe i branżowe, raporty okresowe (włącznie z sprawozdawczością samych PFM, ich organów, nadzorców, zarządzających oraz mocodawców), specjalistyczne bazy danych (na czele z Sovereign Wealth Fund Institute, Sovereign Wealth Center oraz Preqin), materiały instytutów badawczych, serwisy finansowe oraz zasoby internetowe. Poddano także analizie wszelkie dostępne dokumenty założycielskie przygotowane przy tworzeniu PFM, prospekty, statuty, prace metodyczne i wyniki badań firm konsultingowych, naukowo-badawczych i organizacji międzynarodowych oraz opracowania wielu innych podmiotów zainteresowanych problematyką PFM.

Monografia, obejmująca całościowe badanie zindywidualizowanej zbiorowości PFM, ma w przeważającej mierze charakter mikroekonomiczny. Jednakże ze względu na genezę badanych funduszy (ich państwowy rodowód) nie pominięto odniesień do zmiennych makroekonomicznych, w szczególności przy ilustracji czynników warunkujących tworzenie tych podmiotów, kontynuację przez nie działalności i wyposażanie je w aktywa inwestycyjne (pochodzące zazwyczaj z państwowych rezerw dewizowych).

Dołożono starań, aby dane na temat funkcjonowania PFM były możliwie najbardziej aktualne i spójne, aczkolwiek ograniczenia w dostępie do informacji (niekiedy znaczne) i opóźnienia w ich publikowaniu przez poszczególne podmioty i ich organy, determinują zarówno retrospekcję, jak i kompletność informacji. Osobnym problemem są rozbieżności pod względem kompletowania danych na temat działalności inwestycyjnej w ramach poszczególnych źródeł informacji, jak i funduszy.

Podjęte w monografii badania mają charakter zarówno analizy jakościowej, jak i ilościowej. W części zasadniczej tekstu elementy liczbowe zostały całościowo włączone do poszczególnych rozdziałów (w postaci tabel i rysunków). Załączniki skoncentrowane są na danych ilościowych oraz zunifikowanych cechach funduszy i ich mocodawców (suwerenów).

Studium podjętym w niniejszej monografii towarzyszą merytoryczne ograniczenia, utrudniające analizę prowadzącą do weryfikacji postawionych hipotez i formułowania wniosków. Najbardziej oczywistym z tych ograniczeń jest

nowatorstwo podjętej tematyki oraz skromna liczba wszechstronnych analiz poświęconych PFM na świecie.

Kolejnym zastrzeżeniem poznawczym jest – wielowątkowo akcentowana w niniejszej monografii – niewielka przejrzystość informacyjna PFM. Fragmentaryczne, niespójne i nieaktualne dane na temat niektórych z funduszy komplikują analizy poszczególnych podmiotów objętych badaniem, jak i sumaryczne konkluzje w odniesieniu do całości środowiska PFM. W praktyce luki w zbiorach danych eliminują także wykorzystanie zaawansowanych narzędzi ilościowych.

Inną barierą w przeprowadzonych badaniach jest sama kwalifikacja podmiotów do grupy PFM. Przy nieujednocionej nomenklaturze i heterogeniczności tych instytucji może zdarzyć się, że niektórzy obserwatorzy uznawać będą za PFM podmiot, który nie będzie zaliczany do tej grupy przez pozostałych badaczy.

Następnym, niebagatelnym wyzwaniem jest pochodzenie PFM z wielu państw świata – o skrajnie odmiennych standardach życia publicznego, ustroju politycznego, ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*), kultury i języka. Choć podjęto tu próbę ujednoczenia danych, włącznie z pozyskiwaniem ich z lokalnych źródeł, to tak duża niejednorodność analizowanych informacji, z natury rzeczy, utrudnia ich porównanie i interpretację.

Merytoryczną trudnością, o jakiej także trzeba wspomnieć, jest interdyscyplinarność badań odnoszących się do PFM. Całościowa ocena implikacji funkcjonowania tych funduszy – prócz oczywistych związków z dziedzinami takimi jak ekonomia, zarządzanie i finanse – wymaga poszerzenia obszaru zainteresowań m.in. o nauki polityczne oraz gospodarkę surowcami mineralnymi i energią. Choć więc monografia z założenia skoncentrowana jest na finansach, to wystąpiła okazjonalna konieczność posiłkowania się danymi i źródłami z innych – często odległych pojęciowo – dyscyplin.

Międzynarodowy charakter działalności PFM i ubóstwo poświęconych im kompleksowych analiz znalazły odzwierciedlenie w doborze odniesień literaturowych. Zdominowany on jest, jak wspomniano, przez źródła zagraniczne, przy czym wiele z nich ma charakter publicystyczny, biznesowy, skrótowy i incydentalny. W znacznej mierze przegląd literatury naukowej posłużył więc ilustracji podejmowanych zjawisk wpływających na PFM lub stanowiących efekt ich działania, nie zaś teoretycznemu tłu omawianej formy inwestycji, bowiem istniejące podstawy w tym względzie są wątki. Prócz wykorzystania wąskiej grupy opracowań naukowych i analitycznych, ściśle zbieżnych z podejmowaną tematyką, posłużono się istniejącymi zasobami informacyjnymi i raportami autorstwa samych funduszy.

Struktura niniejszej monografii ma budowę implikacyjną, którą syntetycznie zademonstrowano w diagramie 1.

Diagram 1. Struktura treści monografii, odpowiadająca układowi poszczególnych jej rozdziałów



Źródło: opracowanie własne.

W rozdziale 1 podjęto próbę wyjaśnienia pojęcia oraz zaprezentowania typologii PFM na tle innych kategorii inwestorów instytucjonalnych (tradycyjnych oraz alternatywnych). Przedstawiono miary społecznej istotności tych funduszy, modele ich funkcjonowania oraz formy organizacyjno-prawne, jakie obierane są na świecie przez PFM.

Rozdział 2 obejmuje szacunki skali sumarycznych aktywów PFM na tle innych inwestorów instytucjonalnych (tradycyjnych oraz alternatywnych) oraz systematykę wpływu tych funduszy na gospodarki państw-założycieli, a także odbiorców ich inwestycji. W tej części monografii podjęto próbę nakreślenia charakterystyki PFM, ich możliwie najbardziej aktualnego stanu aktywów w podziale na poszczególne fundusze oraz przykładów znaczących transakcji, jakie były udziałem tych podmiotów w historii.

Istotnym z punktu widzenia celów monografii jest rozdział 3. Zawiera on typologię PFM w świetle dotychczasowych badań naukowych, jak i autorskiej metodyki proponowanej w kontekście zadań stawianych przed PFM. Na podstawie empirycznych badań wszystkich aktywnych w świecie PFM, pogrupowano ich funkcje w następującej hierarchii: solidaryzmu międzypokoleniowego, zarządzania rezerwami walutowymi, rozwoju społeczno-ekonomicznego, zabezpieczenia emerytalnego, stabilizacji makroekonomicznej oraz inwestycji bezpośrednich. Dokonano oceny funkcji wypełnianych przez PFM w stosunku do konkurencyjnych narzędzi polityki finansowej, jak i potencjalnej skuteczności działania.

Domeną rozdziału 4 jest problematyka przejrzystości PFM – niewralgiczna z punktu widzenia pozostałych elementów dokonanej analizy oraz wszelkich innych dociekań co do działalności tych podmiotów i ich skutków. W tej części monografii, prócz wyjaśnienia genezy niskich standardów raportowania ze

strony większości funduszy, wyszczególniono i zilustrowano czołowe, światowe inicjatywy, których celem było wypracowanie dobrych praktyk informacyjnych, jak i pomiar stopnia otwartości informacyjnej poszczególnych PFM.

Analiza przesłanek tworzenia i źródeł finansowania PFM znalazła się w rozdziale 5. Sporządzono to w ramach zasadniczych kategorii pochodzenia aktywów tych funduszy i rozpatrzono perspektywy napływu środków do omawianych funduszy na podstawie prognozowanych cen surowców i intensywności eksportowej. Analiza ta prowadzi do przekonania co do kontynuacji działalności tej formy inwestycji publicznych w długim okresie.

Obszernym fragmentem monografii jest rozdział 6, który został poświęcony polityce inwestycyjnej PFM. Znalazły się tu rozważania na temat systematyki inwestycji dokonywanych przez PFM na tle ewolucji ogólnego środowiska inwestycyjnego na świecie. W dalszej części tego rozdziału inwestycje przeanalizowano w dwóch głównych ujęciach – według klas aktywów i regionów geograficznych. Ważne miejsce w tych rozważaniach znalazły aktywa alternatywne, co odpowiada zasadniczemu celowi pracy.

W rozdziale 7 poddano analizie metody pomiaru efektywności (tradycyjne oraz alternatywne), wyniki obrazujące skuteczność zarządzania portfelowego oraz zawarto ocenę przyczyn ograniczonych standardów profesjonalnych i informacyjnych w tym zakresie. Ocena efektywności funkcjonowania PFM pozostaje problemem kontrowersyjnym. Stanowi to pochodną zarówno ograniczonego poziomu ogólnych praktyk informacyjnych reprezentowanych przez większość tych funduszy, braku motywacji ze strony ich suwerenów do stawiania tego rodzaju celów, jak i realizacji przez fundusze zamierzeń o charakterze niefinansowym (w tym politycznym), których interpretacja nie jest przedmiotem tej monografii.

W załącznikach (1–80) przedstawiono, opracowane na podstawie licznych źródeł informacji, ujednolicone zakresowo, profile wszystkich działających współcześnie PFM (wraz z możliwie szeroką charakterystyką tych podmiotów, a także ich suwerenów). Załączniki zawierają genezę i nazewnictwo omawianych funduszy, ich model finansowania, organizację funkcjonowania, strategię inwestycyjną, alokację aktywów, świadectwa pomiaru efektywności inwestycyjnej oraz stopień umiędzynarodowienia ich organów.

Monografia ta nie powstałaby, gdyby nie inspiracja ze strony wielu osób i organizacji. Pierwotnym impulsem zainteresowania tak specyficzną tematyką było zamówienie ze strony redakcji Biura Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu, w ramach którego dokonano skrótowego, publicystycznego podsumowania działalności PFM pod koniec globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009. Dalsze prace realizowano w zakresie projektów badawczych zleconych przez

JM Rektora Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Kolejnym bodźcem były szeroko zakrojone badania podjęte przy realizacji pionierskiego grantu z Narodowego Centrum Nauki (DEC-2012/07/B/HS5/03797), których owocem była seria współautorskich publikacji i którego środki posłużyły dostępowi do najbardziej kompletnej bazy danych (Sovereign Wealth Fund Institute). Życzliwość okazana przez Sovereign Wealth Fund Institute, a także Sovereign Wealth Center oraz Preqin, ułatwiła porównania między poszczególnymi zasobami baz danych i formułowanie krytycznych wniosków. Wyróżnić także należy zaproszenie ze strony redakcji Oxford University Press do napisania rozdziału w głównej światowej monografii poświęconej tym funduszom.

Niniejsza monografia stanowi zatem zwieńczenie, ale też rozwinięcie, dotychczasowych dociekań autora służących wielostronnej analizie PFM.

Rozdział 1

POJĘCIE, GENEZA, ISTOTNOŚĆ SPOŁECZNA I ORGANIZACJA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

Choć wiele z państwowych funduszy majątkowych (PFM, ang. *sovereign wealth funds*, SWFs) ma ugruntowaną historię – najstarszy z funkcjonujących obecnie podmiotów tego typu został bowiem powołany już w połowie XIX w. (Texas Permanent School Fund²) – to pojęciowe wyodrębnienie tych instytucji jest niedawne, zaś wzmożone zainteresowanie ich działalnością przypadło na okres 2007–2009, lata globalnego kryzysu finansowego. Wówczas to państwowe fundusze majątkowe aktywnie angażowały się w nabywanie aktywów instytucji zagrożonych upadłością, w tym międzynarodowych konglomeratów finansowych. We wspomnianym okresie występowała także znaczna zmienność cen surowców, co – podczas hossy na rynkach poszczególnych surowców – skłaniało niektóre państwa do powoływania opisywanych tu instytucji.

Mimo względnej nowości terminu „państwowe fundusze majątkowe”, można wskazać typologiczne cechy tych podmiotów, które wyróżniają je na tle innych instytucji finansowych. Należy jednak zaznaczyć, że wielość zadań wypełnianych przez PFM, a także różnorodność otoczenia, z którego pochodzą, komplikuje zarówno systematykę tych instytucji, jak i formułowanie zbiorczych wniosków co do ich poczynañ, z których nie wszystkie muszą być nacechowane *a priori* rachunkiem ekonomicznym.

² Charakterystyka Texas Permanent School Fund w załączniku 25.

Niniejszy rozdział poświęcono definicji państwowych funduszy majątkowych, ich klasyfikacji na tle innych instytucji finansowych (w tym inwestorów alternatywnych), określeniu istotności społecznej i modeli działania tych podmiotów. W rozdziale zawarto próbę wyjaśnienia niewielkiej świadomości genezy, terminologii i funkcjonalności PFM w Polsce.

1.1. Próba definicji państwowych funduszy majątkowych

Pierwsze w światowej historii, usystematyzowane³ użycie terminu „państwowy fundusz majątkowy”⁴ pochodzi z 2005 r. i jest przypisywane A. Rozanowowi⁵. Zauważył on, że „[...] w ostatnich latach zaobserwować można spektakularny przyrost aktywów finansowych w ramach oficjalnych środków sektorów finansowych. Najwidoczniejszym i najszerzej dyskutowanym przykładem rosnącej skali tych aktywów były rezerwy banków centralnych (szczególnie w Azji). Jednakże w coraz większym stopniu na ekranach radarów pojawiać się zaczęli nowi *gracze* wywodzący się z finansów publicznych – określać ich będziemy mianem państwowych funduszy majątkowych (w oryginale: *sovereign wealth funds*). Nie można zaliczyć ich ani do tradycyjnie pojmowanych powszechnych towarzystw emerytalnych, ani też do aktywów rezerwowych służących stabilizacji walutowej, są to więc zupełnie inne podmioty [...]”⁶.

A. Rozanov przyznaje jednak dalej, że „[...] linia podziału pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a aktywami rezerwowymi banków centralnych ulega zatarciu”, stawia on także (retoryczne poniekąd) pytanie „czy zarządzający rezerwami banków centralnych zaczynają działać podobnie do państwowych funduszy majątkowych?”⁷ Jego zdaniem, genezę powstawania PFM są dodatnie

³ Osadzone w zaproponowanej, spójnej pojęciowo klasyfikacji.

⁴ Pojęcie to ma już utrwalone odpowiedniki w większości języków: *Staatfonds* (niem.), *fonds souverain* (fr.), *fondo soberano de inversión* (hiszp.), *fundo soberano* (port.), *fondo sovrano* (wł.), 主權財富基金 (chiń. trad.), 政府系ファンド lub ソブリン・ウェルス・ファンド (jap.), *قورنثال قودنص* (arab.) oraz *суверенный фонд* (ros.). W większości obcojęzycznych określeń w źródłowości tych znaczeń jest akcentowany „suweren”, tj. aparat państwowy (jako założyciel i główny dysponent tych funduszy).

⁵ Stosowana jest tu anglojęzyczna transkrypcja nazwiska tego autora, co jest przez niego preferowane, patrz profil w portalu społecznościowym LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/andrew-rozanov-0115583> (dostęp: 31.12.2016).

⁶ A. Rozanov, *Who holds the wealth of nations?* “Central Banking Journal” 2005, vol. XV, no. 4, s. 1–4.

⁷ Realizując cele charakterystyczne dla PFM (wykraczające poza ściśle pojętą politykę monetarną).

salda budżetów centralnych – akumulowane dzięki korzystnym uwarunkowaniom makroekonomicznym, handlowym lub fiskalnym – powiązane zarazem z wolą długoterminowego planowania budżetowego oraz dyscypliną po stronie wydatków publicznych.

Państwowe fundusze majątkowe są tworzone zazwyczaj w następujących, głównych celach:

- zabezpieczenie budżetu i całości gospodarki przed nadmierną zmiennością dochodów (obniżenie ryzyka makroekonomicznego);
- wspomaganie polityki pieniężnej poprzez tzw. sterylizację⁸ nadmiernej płynności finansowej (wpływy z eksportu surowców lub innych dóbr stwarzałyby presję inflacyjną);
- akumulacja oszczędności na rzecz przyszłych pokoleń (element polityki zrównoważonego rozwoju gospodarczego⁹);
- pożytkowanie zgromadzonych środków na cele rozwoju społeczno-ekonomicznego (na czele z rozwojem szeroko pojętej infrastruktury¹⁰).

Na wstępie należy podkreślić, zgodnie z obserwacjami Rozanova, że PFM funkcjonowały na długo przed ich formalnym, terminologicznym wyodrębnieniem. Stały się one obiektem wzmożonego zainteresowania dopiero w ostatnich latach, co wynikało z trzech zasadniczych przesłanek:

- 1) **wyraźnego wzrostu liczby** powoływanych w świecie PFM;
- 2) **gwałtownej akumulacji państwowych aktywów** finansowych przez niektóre gospodarki;
- 3) **skali wpływu na sektory finansowe** coraz liczniejszych PFM, co zbliżyło te instytucje do największych światowych towarzystw emerytalnych lub rezerw, będących w gestii banków centralnych.

Nieco odmienną definicję prezentuje Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI) – czołowy, światowy instytut badawczy zaangażowany w badania nad państwowymi funduszami majątkowymi. Zgodnie z interpretacją SWFI, PFM

⁸ Rodzaj interwencji monetarnej, w ramach której bank centralny stara się ograniczyć wpływ międzynarodowych przepływów kapitałowych na podaż pieniądza krajowego; zob. definicję pojęcia w *Investopedii*: <http://www.investopedia.com/terms/s/sterilization.asp> (dostęp: 30.07.2016).

⁹ Cel ten odzwierciedla pojęcie zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainable development*), tj. takiego rozporządzania zasobami dostępnymi ludzkości, które jest w stanie „sprostać potrzebom teraźniejszości bez narażania na szwank możliwości przyszłych pokoleń realizowania ich własnych potrzeb”; definicja G.H. Brundtland, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, UN Documents, Oslo 1987, s. 16 i nast.

¹⁰ Proporcja PFM inwestujących w infrastrukturę za 2014 r. to 60% (wobec 57% rok wcześniej). Szerzej w: *2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review: Exclusive Extract*, (zakładka: Data Bank) – baza danych Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 25.04.2016).

to państwowe fundusze, czy też podmioty inwestycyjne, które są zakładane na bazie nadwyżki bilansu płatniczego państw, oficjalnych rezerw dewizowych, dochodów z prywatyzacji, transferów budżetowych, nadwyżek fiskalnych, a także wpływów z eksportu surowców. Pojęcie państwowych funduszy majątkowych nie obejmuje zarazem rezerw walutowych, które są akumulowane przez władze monetarne dla celów tradycyjnie pojmowanej równowagi płatniczej czy polityki pieniężnej, klasycznych przedsiębiorstw państwowych, państwowych programów emerytalnych (finansowanych składkami pracowników lub pracodawców), czy też podmiotów zarządzania aktywami działającymi na rzecz osób fizycznych (ang. *asset management*)¹¹.

Większość badaczy zajmujących się problematyką państwowych funduszy majątkowych akcentuje brak jednoznacznie określonego pojęcia i zespołu cech charakteryzujących te podmioty. Spowodowane jest to – jak wykazano w dalszej części monografii – zarówno różnorodnością otoczenia prawno-organizacyjnego tych funduszy, jak i relatywnie niewielkim stopniem ich przejrzystości, a co za tym idzie – ograniczeniami w dostępie do miarodajnych informacji.

W tabeli 1 zawarto przykłady definicji PFM, jakie pojawiły się w światowej literaturze od 2005 r., czyli od momentu formalizacji tego pojęcia przez A. Rozanova¹² do 2016 r.

Tabela 1. Przykłady definicji państwowych funduszy majątkowych w literaturze światowej, w latach 2005–2016

Autor(zy), rok	Definicja	Konotacje
S. Kern ¹³ , 2007	„Państwowe fundusze majątkowe – lub państwowe fundusze inwestycyjne – to podmioty ¹⁴ finansowe znajdujące się w posiadaniu państw, które utrzymują, zarządzają czy administrują funduszami publicznymi i inwestują je w poszerzony zakres aktywów o różnorodnej charakterystyce”	państwowy charakter, publiczne aktywa, wymóg dywersyfikacji i heterogeniczności inwestycyjnej

¹¹ Witryna internetowa SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (dostęp: 31.12.2016).

¹² Wzrost zainteresowania PFM jest zauważalny także w kontekście poświęconych im akademickich publikacji. Ich zbiór dostępny jest m.in. w bazie Google Scholar: <https://scholar.google.pl/scholar?hl=pl&q=%22sovereign+wealth+funds%22&btnG=&lr=> (dostęp: 31.12.2016).

¹³ S. Kern, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, Deutsche Bank Research, Frankfurt 2007.

¹⁴ W oryginale anglojęzycznym *vehicles*; słowo to (jako „wehikuł”) bywa stosowane w rodzimym żargonie inwestycyjnym, aczkolwiek nie figuruje w słownikach języka polskiego, obcojęzycznych zapożyczeń czy Narodowym Korpusie Języka Polskiego: <http://nkjp.pl/> (dostęp: 31.12.2016).

Autor(zy), rok	Definicja	Konotacje
C. Balding ¹⁵ , 2008	„PFM to pula kapitału kontrolowana przez rząd lub jego agendę, zaangażowana w inwestowanie w aktywa, których stopa zwrotu wyższa jest od stopy wolnej od ryzyka”	państwowa kontrola nad aktywami, efektywność inwestycyjna odnazona do stopy wolnej od ryzyka
J. Kotter, U. Lel ¹⁶ , 2008	„PFM rozumiane są jako kontrolowane przez rządy podmioty inwestycyjne, które pozbawione są klasycznych zobowiązań, charakteryzują się zaangażowaniem w ryzykowne aktywa zagraniczne i długim horyzontem inwestycyjnym”	kontrola rządowa, brak dźwigni finansowej, ponadprzeciętne ryzyko, długi horyzont inwestycyjny
V. Fotak i in. ¹⁷ , 2008	„PFM to państwowe fundusze inwestycyjne ¹⁸ (nie zaś klasyczne przedsiębiorstwa), które dokonują długoterminowych krajowych i zagranicznych inwestycji w poszukiwaniu komercyjnych stóp zwrotu”	fundusze inwestycyjne, inwestycje krajowe, długoterminowość, rynkowa działalność inwestycyjna
H.B. Monk ¹⁹ , 2009	„PFM to fundusze inwestycyjne pozostające we władaniu rządów i działające na prywatnych rynkach finansowych”	fundusze inwestycyjne, władztwo rządów, prywatne rynki finansowe
U.S. Das i in. ²⁰ , 2009	„PFM definiowane są jako fundusze lub podmioty inwestycyjne specjalnego przeznaczenia kontrolowane przez władze państwowe”	fundusze/ podmioty inwestycyjne, specjalne przeznaczenie, kontrola państwowa
K.L. Dewenter i in. ²¹ , 2010	„PFM zarządzają portfelami inwestycyjnymi na rzecz rządów, których własnością te portfele pozostają”	zarządzanie portfelowe, rządy jako właściciele aktywów inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne.

¹⁵ C. Balding, A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds [w:] J. O'Brien (eds.) *Sovereign Wealth: The Role of State Capital in the New Financial order*, London: Imperial College Press, Londyn 2008, s. 43–70.

¹⁶ J. Kotter, U. Lel, *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton 2008, no. 940, s. 7.

¹⁷ V. Fotak i in., *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies*, artykuł dostępny w repozytorium internetowym Researchgate: https://www.researchgate.net/profile/Bernardo_Bortolotti/publication/241758435_The_Financial_Impact_of_Sovereign_Wealth_Fund_Investments_in_Listed_Companies/links/53d0f1bb0cf2fd75bc5d54f9.pdf (dostęp: 31.12.2016).

¹⁸ *Nota bene* pojęcie „fundusz inwestycyjny” (w przeciwieństwie do pojemnego pojęciowo źródłostowu anglojęzycznego *investment fund*) jest w Polsce regulowane ustawowo; zob. definicję w art. 3.1. Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: <http://isap.sejm.gov.pl/Download.jsessionid=B3221F91202B-59343D291123679F3AC3?id=WDU20041461546&type=3> (dostęp: 31.12.2017). Dodatkowo komplikuje to interpretację pojęcia PFM w Polsce.

¹⁹ A.H.B. Monk, *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*, “New Political Economy” 2009, vol. 14, no. 4, s. 2.

²⁰ U.S. Das, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, IMF Working Paper, WP/09/179, Waszyngton 2009, s. 5.

²¹ K.L. Dewenter, *Firm values and sovereign wealth fund investments*, “Journal of Financial Economics” 2010, vol. 98(2), s. 2.

Na podstawie wymienionych przykładów definicji można podjąć próbę zebrania kluczowych cech PFM, które warunkują klasyfikację tych podmiotów jako samodzielnej kategorii instytucji finansowych. Wśród ich typowych atrybutów można więc wyróżnić²²:

- **wydzielenie aktywów inwestycyjnych** – warunkiem wstępnym potraktowania PFM jako samodzielnych podmiotów inwestycyjnych jest ich władanie skonkretyzowaną i wyodrębnioną pulą aktywów finansowych;
- **kontrolę państwa** – genezą każdego z PFM jest decyzja państwa o utworzeniu tego rodzaju podmiotu; jak wykazano w niniejszej monografii, decyzja taka powinna być poparta wszechstronną analizą korzyści oraz kosztów tak prowadzonej etatystycznej polityki;
- **efektywność inwestycyjną** – skuteczność zarządzania aktywami PFM i racjonalizm tworzenia tych podmiotów stanowią funkcję osiągniętych przez nie stóp zwrotu odnoszonych do podejmowanego ryzyka;
- **dywersyfikację** – biorąc pod uwagę skalę zarządzanych środków, poszukiwanie efektywności inwestycyjnej oraz zarządzanie aktywami bez konieczności ich konwersji na walutę krajową, nasuwa się konieczność szerokiego zróżnicowania lokat inwestycyjnych – także w ujęciu ponadnarodowym;
- **horyzont inwestycyjny** – zazwyczaj PFM cechują się skrajnie długim horyzontem inwestycyjnym, co umożliwia im czerpanie korzyści ze swoistej premii wynikającej z możliwości angażowania się w nie płynne aktywa inwestycyjne;
- **międzypokoleniowy transfer bogactwa** – prócz samego czasu inwestycji wiele z PFM akcentuje międzypokoleniowe przekazywanie pożytków płynących z wpływów dewizowych (częstokroć osiągniętych w wyniku eksportu nieodnawialnych bogactw naturalnych), co odpowiada wcześniej wspomnianym pryncypiom zrównoważonego rozwoju.

W tym miejscu warto dokonać próby własnej definicji państwowych funduszy majątkowych. Zgodnie z genezą tych instytucji oraz wypełnianymi przez nie funkcjami²³, można je określić jako **podmioty inwestycyjne²⁴ zarządzające wyodrębnioną pulą państwowych rezerw dewizowych, powoływane i kontrolowane przez swych suwerenów i prócz celów politycznych²⁵**

²² Charakterystykę światowych PFM zawarto w załącznikach 1–80.

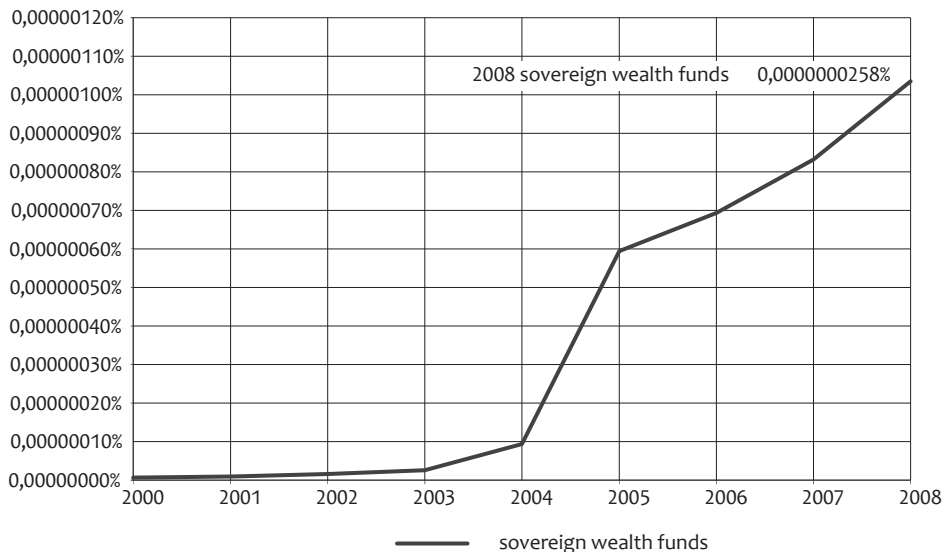
²³ Ich klasyfikacja stanowi przedmiot odrębnego rozdziału tej monografii.

²⁴ Różnorodność form organizacyjno-prawnych PFM skłania ku tak pojemnemu określeniu.

²⁵ Por. Arystoteles, *Polityka*, tłum. L. Piotrowicz, [w:] *Dziela Wszystkie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. I, s. 1–202. *Polityka*, wywodząc to pojęcie ze starożytności, rozumiana jest jako „umiejętność (lub wręcz sztuka) zarządzania państwem”. Prócz samego arystotelesowskiego pojęcia sprawowania władzy istotne są (podjęte w tej monografii) szczegółowe cele społeczno-ekonomiczne działalności PFM.

pełniące jedną lub więcej z następujących funkcji: solidaryzmu międzypokoleniowego, efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi, rozwoju społeczno-ekonomicznego, zabezpieczenia emerytalnego, stabilizacji makroekonomicznej oraz inwestycji bezpośrednich²⁶.

Rysunek 1. Analiza cytowań bibliograficznych kombinacji słownej (tzw. 3gram) „państwowe fundusze majątkowe” (ang. *sovereign wealth funds*) w światowej literaturze, w latach 2000–2008



Uwaga: wykres bez efektu tzw. wygładzania (ang. *smoothing*), tj. kalkulacji średnich ruchomych; informacje nt. metodyki tworzenia wykresów w ramach *Ngram Viewer* na witrynie internetowej serwisu: <https://books.google.com/ngrams/info> (dostęp: 31.12.2016).

Źródło: Google books Ngram Viewer: https://books.google.com/ngrams/graph?content=sovereign+wealth+funds&year_start=2000&year_end=2014&corpus=15&smoothing=3&share=&direct_url=t1%3B%2C-sovereign%20wealth%20funds%3B%2C0 (dostęp: 31.12.2016).

Wciąż fragmentaryczne odniesienia w światowej literaturze do pojęcia PFM można zobrazować dzięki wyszukiwarce internetowej Google, pozwalającej szacować cytowania bibliograficzne kombinacji słownych (nazywanych przez swych twórców „ngramami”²⁷; w przypadku PFM jest to tzw. 3gram – *sovereign + wealth + funds*). PFM, jako termin istniejący w światowych, zwartych publikacjach, zaczęły być odnotowywane na przełomie lat 2004/2005, przy czym szczyt

²⁶ Opracowanie własne.

²⁷ Metodyka narzędzia w: J.-B. Michel i in., *Quantitative Analysis of Culture Using Millions of Digitized Books*, „Scienceexpress”; publikacja dostępna w wersji elektronicznej: <http://www.librarian.net/wp-content/uploads/science-googlelabs.pdf> (dostęp: 14.03.2016).

ich popularności bibliograficznej przypadł na początkowe lata ostatniego globalnego kryzysu (rysunek 1), pozostając jednak marginalnym zjawiskiem w światowej literaturze²⁸ – nawet wobec innych form alternatywnego inwestowania²⁹.

Trendy Google jest usługą Google Inc., obrazującą tendencje popularności haseł przy wykorzystaniu najpopularniejszej światowej wyszukiwarki internetowej. Narzędzie to pozwala na śledzenie koncentracji wyszukiwań haseł zarówno w ujęciu geograficznym, jak i na osi czasu. Maksymalnemu udziałowi wyszukiwań danego hasła w ramach przeglądarki – zarówno w ujęciu geograficznym, jak i czasowym – przypisywana jest wartość 100%. Według niej są indeksowane pozostałe wskazania.

Analizując zainteresowanie PFM w porównaniu geograficznym (rysunek 2), można stwierdzić, że jest ono największe wśród społeczeństw Wielkiej Brytanii i USA. Ma to miejsce nie ze względu na pochodzenie PFM (marginalna istotność amerykańskich PFM w skali całych USA i brak brytyjskich PFM), ale podyktowane jest wagą rynków finansowych w obu tych państwach i rolą, jaką odgrywają na nich światowe PFM³⁰.

Podobnie kształtuje się koncentracja światowego zainteresowania pojęciem „państwowe fundusze majątkowe” w podziale na metropolie (rysunek 3). Główne ośrodki miejskie, w których skupiało się zainteresowanie działalnością PFM, to zarazem wiodące w świecie centra finansowe³¹. Pierwsze miejsce w tym zestawieniu zajmuje Singapur, coraz ważniejsze centrum finansowe w skali globu³², usytuowany w Azji Południowo-Wschodniej, w regionie pochodzenia jednych

²⁸ Według narzędzia Google Correlate nie istnieją statystycznie istotne korelacje m.in. pomiędzy bibliograficznym użyciem terminu *sovereign wealth fund* lub (w liczbie mnogiej) *sovereign wealth funds* a cytowaniami innych form zbiorowego inwestowania, czy też zjawisk towarzyszących rozpowszechnieniu się PFM (np. wzrost wartości państwowych rezerw dewizowych, rozrost rynków finansowych, zmienność cen surowców strategicznych itp.): <http://www.google.com/trends/correlate/search?e=sovereign+wealth+funds&t=weekly&filter=sovereign+wealth+funds&p=us> (dostęp: 14.03.2016).

²⁹ Dla PFM częstotliwość cytowań kombinacji trójstowych (w całości angielskojęzycznych księgozbiorów indeksowanych w formie cyfrowej przez Google) wynosiła za 2008 r. 0,0000035313% (co stanowiło maksimum dla dostępnego okresu 2000–2008). Dla porównania kombinacja słowna „fundusze private equity” (*private equity funds*) odnotowały za 2008 r. cytowania na poziomie 0,0000083355%. Narzędzie to nie jest dostępne dla zasobów polskojęzycznych. W tzw. korpusie języka polskiego (Słownika Języka Polskiego PWN) hasło „państwowy fundusz majątkowy” nie jest odnotowywane: <http://sjp.pwn.pl/korpus/szukaj/pa%C5%84stwowo-fundusz-maj%C4%85tkowy.html> (dostęp: 14.03.2016).

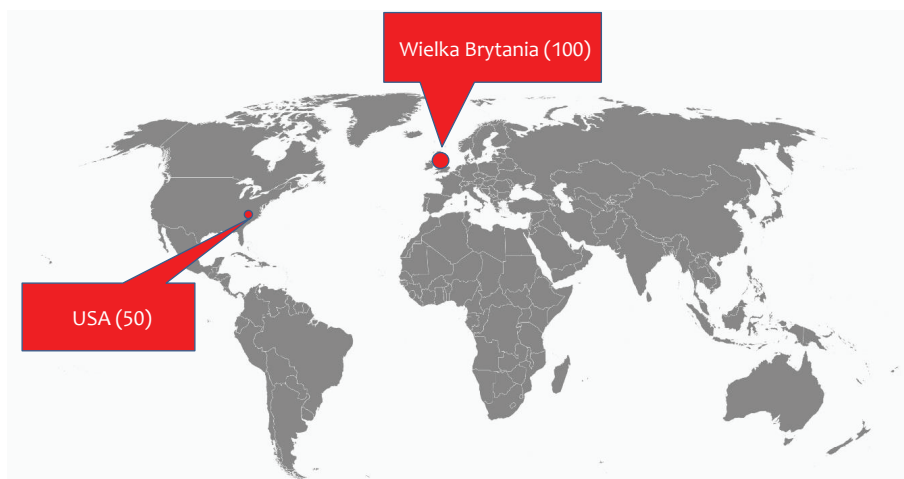
³⁰ Prócz roli języka angielskiego w mediach (w tym społecznościowych).

³¹ Według wskaźnika konkurencyjności *Global Financial Centres Index* (GFCI) z września 2016 r. Londyn i Nowy Jork znajdowały się na szczycie rankingu: http://www.longfinance.net/images/gfci/20/GFCI20_26Sep2016.pdf (dostęp: 31.12.2016). Ranking ten nie uwzględniał skutków referendum nt. wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, co może mieć dalekosiężne skutki dla konkurencyjności brytyjskiego sektora usług finansowych.

³² Trzecia pozycja rankingu GFCI, *ibidem*.

z największych PFM na świecie (prócz singapurskiej Government of Singapore Investment Corporation są to m.in. chińskie PFM o pokaźnej sumie zarządzanych aktywów).

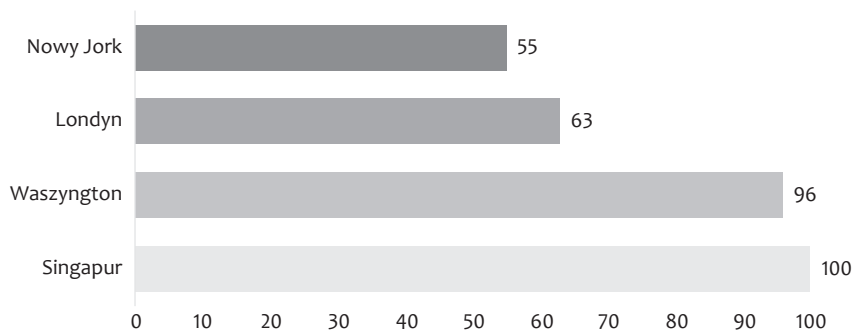
Rysunek 2. Nasycenie geograficzne (w podziale na państwa) światowego zainteresowania hasłem *sovereign wealth funds* według Trendy Google w okresie 1.01.2014–1.12.2016.



Wskazania są indeksowane w przedziale od 0 (najniższe) do 100 (najwyższe).

Źródło: Trendy Google (dla hasła *sovereign wealth funds*): <https://www.google.com/trends/explore?date=all&q=-sovereign%20wealth%20funds> (dostęp: 31.12.2016), mapa świata na podstawie <http://www.mapa-swiata.net> (dostęp: 31.12.2016).

Rysunek 3. Nasycenie geograficzne (w podziale na miasta) światowego zainteresowania hasłem *sovereign wealth funds* według Trendy Google w okresie 1.01.2014–1.12.2016

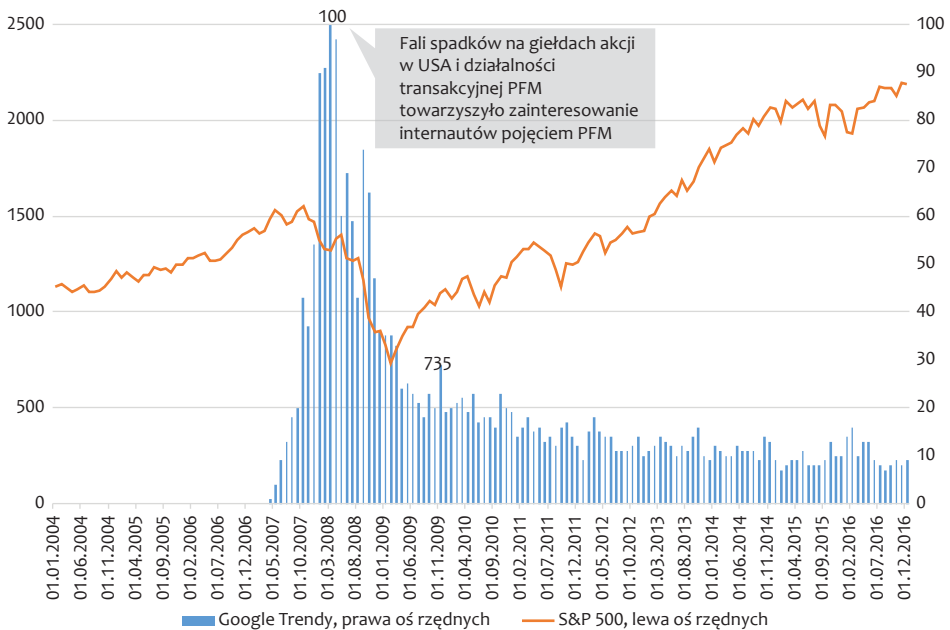


Wskazania są indeksowane w przedziale od 0 (najniższe) do 100 (najwyższe).

Źródło: Trendy Google (dla hasła *sovereign wealth funds*): <https://www.google.com/trends/explore?date=all&q=-sovereign%20wealth%20funds> (dostęp: 31.12.2016).

Śledząc zainteresowanie użytkowników Internetu pojęciem „państwowe fundusze majątkowe” w dostępnym zakresie czasowym (tj. od 2004 r.)³³, można zauważyć, że jego apogeum przypadło na początkowy okres globalnego kryzysu finansowego (lata 2007–2008), co związane jest z angażowaniem się funduszy w przedsiębiorstwa zagrożone upadłością – częstokroć w skali istotnej dla całych gospodarek państw-beneficjentów PFM (rysunek 4).

Rysunek 4. Nasylenie częstotliwości wyszukiwań³⁴ hasła: *sovereign wealth funds* w odniesieniu do łącznej liczby wyszukiwań w Google wobec miesięcznych notowań indeksu Standard & Poor's 500 w okresie 1.01.2004–1.12.2016



Źródło: Trendy Google (dla hasła *sovereign wealth funds*): <https://www.google.pl/trends/explore?date=all&q=-sovereign%20wealth%20funds> (dostęp: 31.12.2016) oraz notowania indeksu Standard & Poor's 500 (S&P 500, symbol „GSPC”) w Yahoo! Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC?p=^GSPC> (dostęp: 31.12.2016).

Doniesienia towarzyszące temu zaangażowaniu nosiły przy tym cechy sensacji. Przykładowo: „The Independent”: Wyprzedaż Royal Mail: Akcje przypadły państwowym funduszom majątkowym; „Financieele Dagblad”: Amerykański regulator bada, czy państwowym funduszom majątkowym wręczano łapówki;

³³ Zakres ten uwarunkowany jest danymi Trendy Google.

³⁴ Oznacza to skalowanie częstości wyszukiwania pomiędzy poziomem najniższym (0) i poziomem maksymalnym (100) dla całego analizowanego okresu.

„Brisbane Times”: Propozycje zachęt podatkowych dla państwowych funduszy majątkowych; „The Age”: Państwowe fundusze majątkowe zainteresowane pakietem w Ivanhoe; „Times Online”: Mandelson wita państwowe fundusze majątkowe; „Korea Press Release Network – Newswire”: Państwowe fundusze majątkowe obserwują [rzeczywistość] z linii bocznej; „Times Online”: Barclays prowadzi rozmowy w celu dokapitalizowania w wysokości 4 mld GBP ze strony państwowych funduszy majątkowych; „The Age”: Buffet oskarża polityków amerykańskich o wzrost znaczenia państwowych funduszy majątkowych; Reuters: Forum państwowych funduszy majątkowych.

Pojęcie „państwowe fundusze majątkowe” jest praktycznie nieobecne w świadomości szerszych kręgów społeczeństwa polskiego. Sam termin nie ugruntował się na tyle w polskojęzycznych doniesieniach medialnych (na czele z mediami elektronicznymi), aby sprostać wymogom reprezentatywności statystycznej³⁵. Anglojęzyczny pierwowzór PFM (*sovereign wealth funds*) także nie stanowi przedmiotu jakiegokolwiek, możliwej do odnotowania, debaty publicznej w Polsce. Odniesienia do poszczególnych PFM mają w Polsce charakter doraźny i są powiązane bądź z planami transakcyjnymi funduszy wobec polskiego rynku, czy też są pochodną kontaktów z mocodawcami PFM w państwach, w których odgrywają one istotną rolę społeczno-ekonomiczną.

1.2. Państwowe fundusze majątkowe na tle innych podmiotów inwestycyjnych

Państwowe fundusze majątkowe stanowią relatywnie niedawno wyodrębniony typ inwestorów instytucjonalnych. Fakt ten – w połączeniu z państwowym rodowodem tych podmiotów – skłania ku próbie ich systematyki w porównaniu do podmiotów najbliższych im pojęciowo oraz funkcjonalnie, tj. przedsiębiorstw państwowych oraz powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE). Wśród kluczowych cech PFM można wyróżnić:

- **władztwo nad zarządzanymi aktywami** (określenie faktycznych, docelowych beneficjentów tych podmiotów);
- **zasadniczy cel działania** (tu – zróżnicowany, jeśli nie da się go sprowadzić wyłącznie do czynników ekonomicznych);

³⁵ Por. rozbieżne polskojęzyczne tłumaczenia terminu w przykładowych kontekstach: <http://pl.bab.la/slownik/angielski-polski/sovereign-wealth-funds> (dostęp: 31.07.2016).

- **źródło pochodzenia aktywów** (prócz realizacji zysków kapitałowych wynikającej ze wzrostu wartości lokat portfelowych, do podmiotów tych wnoszone są aktywa zewnętrzne);
- **zakres kontroli państwowej** (choć opisywane tu podmioty powiązane są z realizacją funkcji społecznie użytecznych, skala ingerencji państwa jest zróżnicowana);
- **stopień przejrzystości informacyjnej** (uznając publikację informacji za koszt działalności, przejrzystość ta zazwyczaj stanowi funkcję narzuconych obowiązków informacyjnych);
- **dynamika wzrostu aktywów** (wynika ona w zasadniczej mierze z napływających, nowych środków, zaś w dalszym rzędzie z aprecjacji wyceny dokonanych lokat).

Stosując wymienione kryteria, można zauważyć, że pomimo wykorzystywania formuły funduszu (podobnie do PTE), PFM cechują się większym podobieństwem do przedsiębiorstw państwowych. Wynika to z priorytetów – podporządkowanie interesom państwa ma w przypadku PFM oraz przedsiębiorstw państwowych nadrzędną rolę (tabela 2).

Tabela 2. Porównanie podstawowych cech państwowych funduszy majątkowych, przedsiębiorstw państwowych oraz powszechnych towarzystw emerytalnych

Kryterium	Państwowe fundusze majątkowe	Przedsiębiorstwa państwowe	Powszechne towarzystwa emerytalne
Własność aktywów	państwowa	głównie państwowa	uczestnicy funduszy
Główny cel działania	zróżnicowany	zróżnicowany	realizacja wypłat świadczeń określonych przez fundusz
Źródło finansowania	surowcowe/ nисуrowcowe	finanse publiczne, zyski spółek	składki uczestników funduszy
Kontrola państwa	całkowita	istotna	nieznaczna
Przejrzystość informacyjna	zróżnicowana (często niska)	zróżnicowana (często niska)	wysoka
Przyrost zarządzanych aktywów	dynamiczny	dynamiczny	stabilny
Przykłady podmiotów	– Abu Dhabi Investment Authority – China Investment Corporation – Korea Investment Corporation	– Chinalco – Banco da Amazônia – Rosneft OJSC – Électricité de France	– CalPERS – CalSTRS – NYSTRS – Teacher Retirement System of Texas

Źródło: opracowanie własne na podstawie SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/difference-in-sovereign-vehicles/> (dostęp: 31.07.2016).

Mimo licznych podobieństw do pozostałych inwestorów instytucjonalnych możliwe jest wyodrębnienie PFM jako samodzielnej kategorii zbiorowych form inwestowania. Z uwagi na największą zbieżność działania PFM z funkcjonowaniem powszechnych towarzystw emerytalnych i przedsiębiorstw państwowych, problem ten wymaga bardziej szczegółowej analizy.

1.2.1. Państwowe fundusze majątkowe a powszechne towarzystwa emerytalne

Istnieją liczne podobieństwa między powszechnymi towarzystwami emerytalnymi (PTE) a państwowymi funduszami majątkowymi. Obie kategorie inwestorów instytucjonalnych kontrolują znaczne zasoby kapitału, są reprezentowane (i odgrywają niebagatelną rolę) w organach nadzorczych przedsiębiorstw, w których utrzymują istotne pakiety akcji, a także wykazują wiele formalnych i nieformalnych związków ze sferą rządową. Prócz tego niektóre PFM mają w swoich nazwach bezpośrednie odniesienie do funkcji zabezpieczenia emerytalnego (np. norweski Government Pension Fund Global, GPF³⁶), co dodatkowo komplikuje typologię obu podmiotów.

Wspólne są także często elementy polityki inwestycyjnej tych instytucji – choćby długi horyzont inwestycyjny, konserwatyzm w alokacji aktywów, czy misja pomnażania środków na rzecz szerokich kręgów społecznych. Pomimo ewidentnych podobieństw można wyróżnić cztery kluczowe różnice pomiędzy wymienionymi rodzajami podmiotów inwestycyjnych³⁷:

- **pochozenie aktywów**: podczas gdy PFM są zasilane rezerwami walutowymi gromadzonymi w wyniku eksportu surowców naturalnych lub dodatnich sald wykazywanych na rachunku obrotów bieżących, PTE w zasadniczym kształcie akumulują składki powierzone ze strony pracowników i pracodawców (i z ich strony otrzymują mandat na zarządzanie aktywami);
- **cele działania**: polityka inwestycyjna PTE – choć obciążona ryzykiem i nie zawsze prowadzona optymalnie³⁸ – jest podporządkowana zasadniczej przesłance (tj. konieczności wypracowania stóp zwrotu umożliwiających wypłatę przyszłych świadczeń emerytalnych). Polityka inwestycyjna PFM cechuje się

³⁶ Witryna GPF: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027/> (dostęp: 31.07.2016) oraz załącznik 1.

³⁷ Por. A. Blundell-Wignall i in., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions no. 14, OECD Publishing, Paryż 2008, s. 1–17.

³⁸ Por. P. Antolin, *Pension Fund Performance*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions no. 20, OECD Publishing, Paryż 2008, s. 1–19.

znacznie większą kompleksowością i otwarcie przypisuje się jej także aspekty pozafinansowe³⁹;

- **przejrzystość**: PTE i zarządzane przez nie fundusze z reguły podlegają ścisłym i sprecyzowanym rygorom regulacyjnym (na czele z publikacją raportów okresowych i bieżących oraz odpowiedzialnością wobec organów nadzoru finansowego), zaś praktyki raportowania operacyjnego i finansowego PFM są funkcją oczekiwań rządów i zazwyczaj występują w skąpym zakresie⁴⁰;
- **zaangażowanie w inwestycje krajowe**: fundusze emerytalne w wielu państwach skupione są na lokatach oferowanych przez rodzimy rynek inwestycyjny⁴¹, PFM w przeważającej mierze inwestują w aktywa zagraniczne⁴², co stanowi odbicie struktury wpływających do nich środków dewizowych⁴³.

Zarówno PFM, jak i PTE – nie bez trudności wynikających z koordynacji celów finansowych i niefinansowych – starają się włączać do warunków swojej polityki inwestycyjnej aspekty społecznej odpowiedzialności (ang. *socially responsible investing*, SRI)⁴⁴. Zastosowanie kryteriów społecznej odpowiedzialności może dokonywać się w ujęciu negatywnym (wyłączanie niektórych rodzajów działalności oraz spółek – ang. *negative screening* lub ang. *avoidance screening*) lub aktywnym (promowanie rozwoju branż oraz podmiotów uznawanych za społecznie użyteczne – ang. *positive screening* lub ang. *affirmative screening*)⁴⁵. Oba te podejścia zakwalifikować można jako cele nieekonomiczne (lub polityczne).

³⁹ Nie dyskwalifikuje to *a priori* motywów działania PFM, jednakże odbiorcy ich inwestycji powinni mieć pełniejszą możliwość własnej oceny intencji zaangażowania tych funduszy (właśnie dzięki zwiększonym obowiązkom informacyjnym).

⁴⁰ Kwestię przejrzystości PFM poruszono w rozdziale 4 niniejszej monografii.

⁴¹ Było tak m.in. w Polsce, gdzie na 31.03.2015 r. udział zagranicznych papierów wartościowych w portfelach dobrowolnych funduszy emerytalnych (DFE) – choć rosnący – wyniósł zaledwie 5,7%. Szerzej o działalności inwestycyjnej DFE w: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego – Departament Nadzoru Inwestycji Emerytalnych, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2012 r. – 31.03.2015 r.*, Warszawa 2015, s. 1–54. Na 31.03.2016 r. udział ten osiągnął 7,2% wartości portfela DFE. Zob. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w I kwartale 2016 roku*, Raport nr DNI/A/K/201603/001, Warszawa, 27.06.2016, s. 1–14.

⁴² A. Gelb i in., *Sovereign Wealth Funds and Domestic Investment in Resource-Rich Countries: Love Me, or Love Me Not?* Economic Premise, The World Bank, Waszyngton 2014, no. 133, s. 1–5. Ograniczenia budżetowe państw-dysponentów PFM ostatnimi laty skłoniły część z tych funduszy także do zasilania krajowej gospodarki, co wciąż wzbudza kontrowersje.

⁴³ Największy światowy PFM, norweski Government Pension Fund Global ma statutowy zakaz inwestycji w Norwegii: <http://www.nbim.no/en/investments/> (dostęp: 20.03.2016).

⁴⁴ B.J. Richardson, *Sovereign Wealth Funds and Socially Responsible Investing: An Emerging Public Fiduciary*, „Global Journal of Comparative Law” 2012, 1(2), s. 125–162.

⁴⁵ Szerzej: na witrynie Social Funds (poświęconej odpowiedzialnemu społecznie inwestowaniu): <http://www.socialfunds.com/page.cgi/article?html> (dostęp: 1.04.2016).

Biorąc pod uwagę funkcjonalne więzi obu tych form solidaryzmu i zabezpieczenia społecznego, państwa będące zarówno gestorami PFM, jak i prowadzące równoległe politykę promocji państwowych lub prywatnych funduszy emerytalnych, powinny starać się o koordynację obu tych (pokrewnych przecież) instytucji.

1.2.2. Państwowe fundusze majątkowe a przedsiębiorstwa państwowe

Ze względu na wciąż nieugruntowane pojęcie państwowych funduszy majątkowych i ścisłe więzi tych podmiotów z państwem, warto zilustrować różnice pomiędzy nimi a standardowymi przedsiębiorstwami państwowymi. Choć bowiem wiele z cech obu typów podmiotów jest wspólnych i PFM – z racji samej swej genezy – stanowią element zaangażowania państwa w gospodarkę, ich odmienność wobec klasycznych przedsiębiorstw skarbu państwa jest zauważalna. Wynika ona z prymatu kreowania wartości PFM (w ujęciu inwestycyjnym) wobec pozostałych zadań – często zindywidualizowanych – będących udziałem przedsiębiorstw państwowych i znajdujących się w zakresach działalności tych podmiotów. Rozróżnienie pomiędzy PFM a tradycyjnymi przedsiębiorstwami państwowymi staje się dodatkowo coraz bardziej złożone przez różnorodność form organizacyjnych, w jakich działają fundusze (nakreśloną w dalszej części tego rozdziału) – przy czym model spółki państwowej stanowi jedną z owych form.

Wśród zasadniczych cech, które umożliwiają wyodrębnienie PFM na tle innych rodzajów przedsiębiorstw państwowych, można przywołać:

- **zakres zasadniczej działalności:** przedsiębiorstwa państwowe charakteryzują się mnogością funkcji, w ramach których często mieści się zarządzanie aktywami finansowymi, rzadko jednak inwestowanie na rynkach finansowych stanowi główny cel funkcjonowania tych podmiotów, co ma miejsce w przypadku PFM (dodatkowo realizujących zazwyczaj pewne zadania niefinansowe);
- **miar efektywności:** przedsiębiorstwa państwowe, choć nierzadko rozliczane z efektów działalności, zazwyczaj raportują swoje dokonania w ramach sprawozdań finansowych przyjętych dla tej kategorii instytucji (lub ogólnie dla przedsiębiorstw), zaś PFM coraz powszechniej publikują swoje wyniki w relacji do ponoszonego ryzyka, co stanowi podobieństwo do standardów informacyjnych reprezentowanych przez inne formy zbiorowego inwestowania (m.in. fundusze inwestycyjne, emerytalne i hedgingowe);
- **przejrzystość:** w obu kategoriach podmiotów otwartość informacyjna jest zwykle ograniczona (wobec instytucji podlegających regulacjom i skłanianych do regularnego raportowania finansowego i operacyjnego), jednakże z racji

- funkcjonowania na rynkach regulowanych i współdziałania z inwestorami, którzy podlegają rozległym wymogom informacyjnym, PFM także są zmuszone do ujawniania informacji o swojej działalności;
- **umiędzynarodowienie:** PFM cechują się naturalnymi powiązaniem z otoczeniem międzynarodowym, co wynika zarówno z pochodzenia aktywów (wpływy dewizowe), jak i dokonywanych lokat inwestycyjnych (kanonem jest działalność inwestycyjna poza państwem macierzystym); przedsiębiorstwa państwowe na tym tle – choć często niepozbawione związków z międzynarodowym otoczeniem gospodarczym – cechują się daleko mniejszym poziomem internacjonalizacji.

1.3. Formy organizacji działalności państwowych funduszy majątkowych

Państwowym funduszom majątkowym można przypisać różnorodne formy organizacyjno-prawne. Koncepcje te zależą zarówno od modelu ich finansowania, jak i usytuowania konkretnego funduszu w całości systemu politycznego danego suwerena. Pluralizm sposobów zarządzania PFM można jednak sprowadzić w uproszczeniu do dwóch kategorii instytucjonalnych⁴⁶:

1. **Model spółki państwowej.** W ramach tej formuły rząd danego państwa powołuje podmiot inwestycyjny, którego zadaniem jest zarządzanie aktywami publicznymi. Tego rodzaju spółka może posiadać własne cele inwestycyjne, przy czym jej sposób działania jest bliski filozofii funkcjonowania innych dużych konglomeratów państwowych. Dodatkowo, tak przyjęty model operacyjny pozwala na korzystanie z dźwigni finansowej (zaciąganie zobowiązań) oraz zarządzanie aktywami zewnętrznymi.
2. **Model spółki zarządczej.** W przypadku tego rozwiązania gestia nad aktywami jest powierzana administracji rządowej, np. ministerstwu finansów lub ministerstwu skarbu państwa. Następnie urząd ten deleguje proces zarządzania podmiotowi inwestycyjnemu (ang. *asset manager*). Tego rodzaju podejście do operacyjnego zarządzania PFM można podzielić na kolejne kategorie:
 - 2.1. **Model banku centralnego.** Zarządzającym aktywami jest bank centralny, który otrzymuje wytyczne co do polityki inwestycyjnej ze strony ministerstwa finansów lub ministerstwa skarbu państwa.

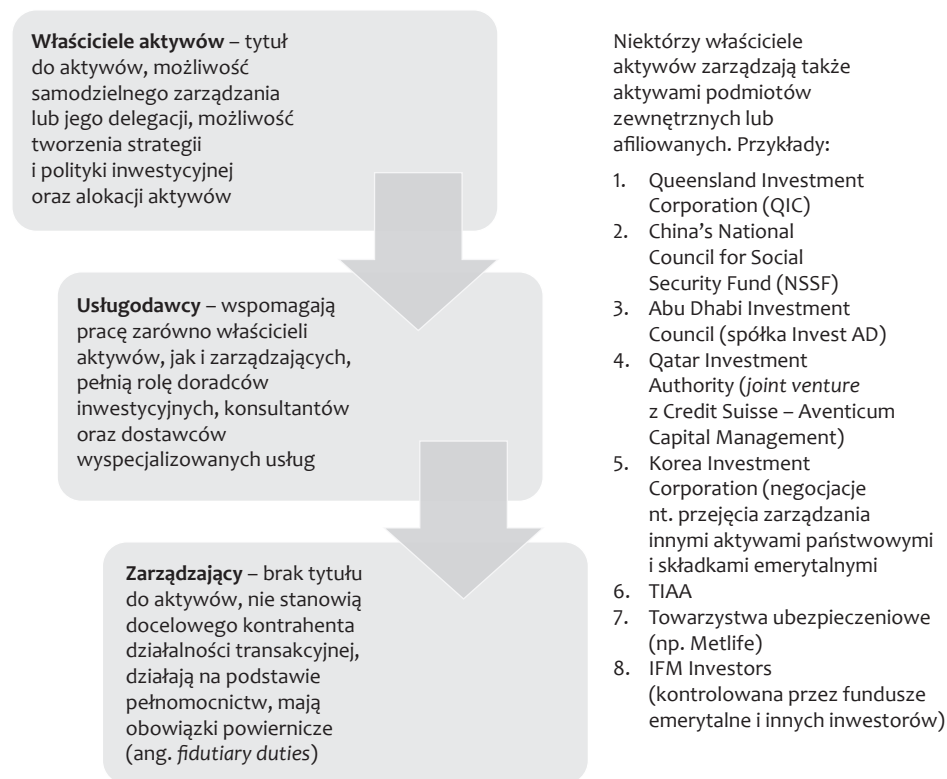
⁴⁶ Całość form organizacyjno-prawnych PFM przedstawiono w załącznikach 1–80.

2.2. Model ministerstwa finansów. W tym przypadku to ministerstwo finansów stanowi organ cedujący zarządzanie aktywami na poszczególnych *asset managerów*.

2.3. Model spółki inwestycyjnej. W ramach tego rozwiązania powoływana i kontrolowana na szczeblu rządowym jest oddzielna spółka zarządzająca, która sprawuje zarząd nad aktywami PFM.

Na rysunku 5 pokazano usytuowanie typowego PFM w konfiguracji z właścicielami jego aktywów, usługodawcami oraz zarządzającymi. Co ciekawe ze względów merytorycznych, technicznych oraz odnoszących się do polityki makroekonomicznej państwa, niektórym PFM powierza się zarządzanie podmiotami zewnętrznymi oraz powiązanymi.

Rysunek 5. Schemat organizacyjny funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Maduell, *Asset Manager's Guide. Annual Strategic Briefing 2016*, Sovereign Wealth Fund Institute, Las Vegas 2016, s. 1–10.

Warto zaakcentować różnorodność form organizacyjnych, w jakich działają światowe PFM. Wynika ona z wielorakości systemów politycznych, prawnych oraz ładu korporacyjnego w poszczególnych jurysdykcjach, w których są zakładane te fundusze. W celu wszechstronnej analizy działalności tych podmiotów należy dokonać klasyfikacji i przeglądu ról, jakie odgrywają poszczególne organy tych instytucji.

W tabeli 3 zaprezentowano zatem organy typowych PFM wraz z zasadniczymi oraz pobocznymi funkcjami, jakie pełnią te gremia.

Tabela 3. Zadania organów typowego państwowego funduszu majątkowego

Nazwa organu/urzędu	Funkcja główna	Funkcje dodatkowe
Parlament (lub suweren w systemach nieparlamentarnych)	przyjęcie ram prawnych służących utworzeniu PFM (ustaw wraz z delegacjami do aktów wykonawczych)	ewentualne ograniczenia strategii inwestycyjnej PFM (np. co do ponoszonego ryzyka)
Reprezentant suwerena (np. Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Skarbu Państwa)	zawarcie umowy o zarządzanie ze spółką zarządzającą PFM	bieżące monitorowanie działalności funduszu w ramach delegacji procesu zarządzania PFM
Rada nadzorcza	aprobowanie planów finansowych oraz strategicznych	opinie na temat zmian w zakresie dopuszczalnych klas aktywów, limitów inwestycyjnych i alokacji inwestycyjnej
Zarząd PFM	przyjęcie i wdrażanie wewnętrznych regulacji i procedur (np. inwestycyjnych), monitoring ich wykonania	planowanie operacyjne, kontroling finansowy, polityka personalna oraz reprezentacja PFM wobec podmiotów zewnętrznych
Prezes PFM	odpowiedzialność za bieżące zarządzanie PFM w ramach regulacji i procedur wewnętrznych	planowanie operacyjne, kontroling finansowy, polityka personalna oraz reprezentacja PFM wobec podmiotów zewnętrznych, organizacja działalności funduszu na szczeblu wewnętrznym
Menedżerowie	odpowiedzialność za poszczególne linie biznesowe zarządzane w ramach działalności PFM	zarządzanie zespołami i udział w kolejalnych gremiach (np. komitety inwestycyjne, komitety ds. ryzyka)
Audytór generalny	odpowiedzialność wobec parlamentu za nadzór nad działalnością PFM w obszarach dotyczących władzy ustawodawczej i wykonawczej	sporządzanie raportów na temat ustawowych ram działalności funduszu, monitoring ryzyka makroekonomicznego oraz prawnego
Audytór zewnętrzny	weryfikacja rzetelności sprawozdań finansowych PFM i jego zgodności z powierzonym mandatem	pozostała kontrola operacyjna oraz dotycząca ryzyka i skuteczności zarządzania (np. w zakresie ładu korporacyjnego)

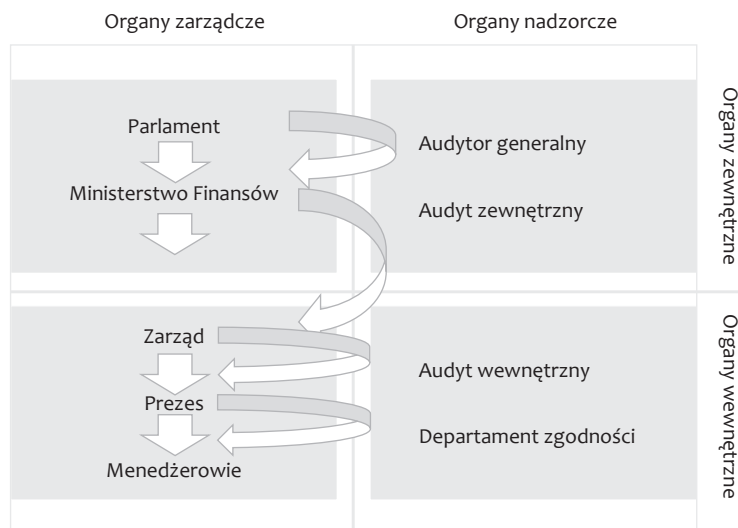
Nazwa organu/urzędu	Funkcja główna	Funkcje dodatkowe
Audytór wewnętrzny	wsparcie zarządu w obszarze nadzoru nad funkcjonowaniem funduszu i weryfikacja jakości wewnętrznych systemów kontroli	różnorakie, dodatkowe zadania kontrolne (np. monitoring ryzyka, ładu korporacyjnego)
Departament zgodności	wsparcie dla prezesa funduszu w zakresie wypełniania przez PFM regulacji zewnętrznych i wewnętrznych	analiza zgodności inicjatyw biznesowych

Ze względu na różnorodność systemów politycznych, prawnych, gospodarczych oraz ładu korporacyjnego systematyka ta może mieć charakter wyłącznie orientacyjny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Al.-Hassan i in., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*, IMF Working Papers, Waszyngton 2013, no. 13/231, s. 12–14 oraz sprawozdań poszczególnych PFM (załączniki 1–80).

Ze względu na skalę działania PFM, a także ich więzi z wieloma rodzajami interesariuszy, wzajemne relacje organów funduszy cechują się wysokim poziomem komplikacji. Na rysunku 6 uwidoczniono schemat gremiów i osób istotnych dla działalności PFM. Podział tych ciał odzwierciedla egzogeniczność lub endogeniczność wobec ich struktury, a także charakter wpływu na funkcjonowanie tych podmiotów (zarządzanie operacyjne lub nadzór).

Rysunek 6. Konfiguracja zarządczych, nadzorczych, zewnętrznych oraz wewnętrznych organów państwowych funduszy majątkowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Al.-Hassan i in., *op. cit.*, s. 12.

1.4. Istotność społeczna pojęcia „państwowe fundusze majątkowe” w Polsce

Jak wspomniano na początku przedstawionej analizy, państwowe fundusze majątkowe jako pojęcie nie zdążyły ugruntować się w szerokiej świadomości polskiego społeczeństwa. Nie oznacza to całkowitego braku dyskusji na ich temat w polskojęzycznych mediach publicznych i literaturze fachowej. Dyskusja ta bywa jednak utrudniona przez niejednoznaczność przekładu ang. *sovereign wealth funds* (i innych obcojęzycznych odpowiedników tego terminu) na język polski. Prócz dominującego terminu państwowe fundusze majątkowe w polskojęzycznej nomenklaturze odnotować bowiem można następujące, konkurencyjne określenia⁴⁷:

- narodowe fundusze majątkowe⁴⁸,
- narodowe fundusze inwestycyjne⁴⁹,
- państwowe fundusze inwestycyjne⁵⁰,
- *sovereign wealth funds*⁵¹ (przyjęcie w polskojęzycznej wersji terminu dominującego w odniesieniach anglosaskich).

Większość publikacji, w których podjęto tematykę PFM, skupia się na systematyce pojęcia, klasyfikacji omawianych podmiotów, skutków ich społecznego znaczenia, a także ich istotności międzynarodowej. Względnie niewiele opracowań

⁴⁷ Prócz możliwie szerokiego przeglądu polskojęzycznej literatury na temat PFM, w celu zebrania katalogu odniesień, posłużono się wyszukiwarką Google (w polskich ustawieniach językowych) anglojęzycznego terminu *sovereign wealth funds*: https://www.google.pl/#q=%22sovereign+wealth+funds%22&tbs=lr:lang_pl&lr=lang_pl (dostęp: 30.06.2017). Przykłady kontekstów użycia polskojęzycznych tłumaczeń angielskiego terminu *sovereign wealth funds* na witrynie internetowej portalu językowego bab.la: <http://pl.bab.la/slownik/angielski-polski/sovereign-wealth-funds> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁸ Zob. prezentację w wersji elektronicznej: <https://docslide.org/sovereign-wealth-funds-narodowe-fundusze-majatkowe> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁹ Por. dyskusję terminologiczną w: B. Baran, *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 9, s. 39–59.

⁵⁰ Por. tłumaczenie terminu *sovereign wealth funds* w: H. Kołodziejczyk, *Współczesne trendy na światowym rynku finansowym – Sovereign Wealth Funds*, „Przegląd Prawniczy, Ekonomiczny i Społeczny” 2011, nr 3–4, s. 10–19, a także: E. Cieślak, *Działalność państwowych funduszy inwestycyjnych w świetle kryzysu na rynku kredytów ryzykownych*, „Toruńskie Studia Międzynarodowe” 2010, vol. 1(3), s. 23–38.

⁵¹ Np. analogicznie do angielskojęzycznych pojęć *private equity* lub *venture capital* funkcjonujących zazwyczaj w niespolzczonej formie; por. dyskusję leksykograficzną na witrynie internetowej Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK): <http://www.psik.org.pl/co-to-jest-pevc.html> (dostęp: 31.12.2016). Por. K. Kaczmarek, *Możliwości przeciwdziałania chorobie holenderskiej za pomocą sovereign wealth funds*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, LXXVI, z. 3, s. 239–251.

dotyczy implikacji działalności PFM w Europie Środkowo-Wschodniej (włącznie z analizą działalności rosyjskich PFM).

Podsumowanie

W świetle powyższych rozważań można wysnuć wniosek, że państwowe fundusze majątkowe zaliczają się do jednych z najmniej opisanych i zrozumianych instytucji finansowych o charakterze inwestycyjnym. Kontrastuje to z istotnym wpływem tych podmiotów na globalny rynek finansowy i różnorodnością inwestycji podejmowanych przez PFM. Niedawne wyodrębnienie pojęciowe, niski stopień przejrzystości i powiązania z gospodarkami wschodzącymi, brak zainteresowania promocją swoich poczynań, a także ograniczony zakres miarodajnych analiz im poświęconych, przekładają się na niewielki stopień zrozumienia strategii tych organizmów gospodarczych i okazjonalne demonizowanie ich zaangażowania w przedsiębiorstwa, uważane za kluczowe z perspektywy narodowych interesów państw-odbiorców inwestycji. Państwowe fundusze majątkowe praktycznie nie funkcjonują w świadomości szerszych kręgów społeczeństwa polskiego – włączając w to wielu specjalistów zajmujących się globalnym rynkiem finansowym. Rozpoznawalności omawianych instytucji finansowych w Polsce nie służy brak jednorodnej nomenklatury, bowiem sam źródłostów anglojęzyczny (*sovereign wealth funds*) tłumaczony jest wielorako. Mimo wymienionych barier interpretacyjnych, należy zakładać, że zainteresowanie działalnością tych funduszy wzrośnie, przede wszystkim w kontekście pożytków, jakie płyną z otwarcia się na ich inwestycje – częstokroć komplementarne wobec dotychczasowych źródeł finansowania. Ich analizę zawarto w dalszych częściach niniejszej monografii.

POZYCJA, ROLA I SYSTEMATYKA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH W GLOBALNYM SYSTEMIE FINANSOWYM

Wprowadzenie

Przedmiotem rozważań podjętych w tym rozdziale jest pozycja, rola i charakterystyka PFM w globalnym systemie finansowym. Prócz zarysowania specyfiki funduszy na tle innych instytucji finansowych o charakterze tradycyjnym i alternatywnym, szacunków skali działania, a także wpływu tych podmiotów na gospodarki państw-założycieli, jak i odbiorców inwestycji, zawarte tu spostrzeżenia stanowią odwołanie do badania pełnego zbiorowości PFM (na tle wybranych zmiennych społeczno-ekonomicznych określających ich suwerenów, jak też profili inwestycyjnych PFM⁵²). Przedstawiono także przykłady znaczniejszych pod względem finansowym transakcji dokonanych przez PFM wraz z próbą oceny ich implikacji ekonomicznych. Rozdział kończy podsumowanie, które stanowi próbę syntetyzacji usytuowania PFM w globalnej architekturze finansowej.

2.1. Specyfika globalnej pozycji państwowych funduszy majątkowych

Pomimo wielu szacunków wskazujących na istotną skalę zarządzanych aktywów⁵³, fundusze te są wciąż marginalnie opisane w światowej literaturze

⁵² Charakterystyki poszczególnych PFM zawarte są w załącznikach 1–80.

⁵³ Wysokość zarządzanych aktywów to zmienna wykazana w załącznikach 1–80.

naukowej. Jak wcześniej wykazano, PFM nie funkcjonują także – jako istotne pojęcie – w świadomości społecznej, włączając w to krąg specjalistów zajmującym się światowym sektorem finansowym. Powody po temu można sprowadzić do następujących, unikalnych cech działalności PFM⁵⁴:

- **nieprzejrzystość organizacyjna** – fundusze są tworzone w formie grup kapitałowych powiązanych ze sobą podmiotów, ustanawianych w wielu jurysdykcjach, co komplikuje zagregowane analizy działalności całych PFM (przekaz informacji pomiędzy poszczególnymi państwami bywa ograniczony);
- **nieprzejrzystość sponsorów** – nietrudno spostrzec, iż większość światowych PFM pochodzi z systemów politycznych o ograniczonych standardach otwartości informacyjnej życia publicznego⁵⁵, na czele z praktykami informacyjnymi organów państwowych (przekłada się to często na standardy raportowania funduszy);
- **brak niezależnego nadzoru** – zazwyczaj nie istnieją sformalizowane instytucje, które sprawowałyby niezależny nadzór nad działalnością PFM, kontrola ich poczynań stanowi więc w przeważającej mierze pochodną generalnych standardów przejrzystości danego państwa – nie zawsze wysokich, o czym już wspomniano (w wielu przypadkach nawet formalne powołanie nadzoru nad PFM nie przekłada się na otwartość ich polityki informacyjnej);
- **wykorzystanie środków krajowych** – w znacznej mierze przejrzystość innych (niż PFM) instytucji finansowych jest wymuszana odpowiedzialnością wobec komercyjnych inwestorów powierzających im swe aktywa, co nie ma zastosowania w przypadku PFM (otrzymują one swe pierwotne środki finansowe w wyniku decyzji politycznych, nie są więc zobligowane do ujawniania informacji zewnętrznym instytucjom);
- **działalność we „wrażliwych” branżach gospodarki** – prócz działalności ściśle komercyjnej, PFM są powierzane częstokroć projekty inwestycyjne usytuowane w obszarach uznawanych przez ich suwerenów za priorytetowe – nierzadko branże te powiązane są ze strategiczną infrastrukturą czy przemysłem obronnym (w tego rodzaju okolicznościach, co zrozumiałe, woła powstrzymać się od informowania o swojej działalności);
- **brak reklamy** – większość instytucjonalnych inwestorów aktywnie poszukuje wkładów inwestorów lub celów inwestycyjnych, co nie odnosi się zasadniczo do PFM, które zazwyczaj w bardzo wąskim zakresie zabiegają o medialny

⁵⁴ Działalność poszczególnych PFM scharakteryzowano syntetycznie w załącznikach 1–80.

⁵⁵ Systemy polityczne państw-twórców PFM określone są w załącznikach 1–80.

wymiar swojej aktywności (jak wskazano, nie jest to im potrzebne do skutecznego pozyskiwania środków finansowych);

- **konserwatyzm inwestycyjny** – w przeciwieństwie do funduszy hedgingowych, *private equity* oraz niektórych funduszy inwestycyjnych, polityka inwestycyjna większości PFM charakteryzowała się od początku zachowawczością, nie wzbudzała zatem istotnego zainteresowania koncepcyjnego (tendencja ta ulega wprawdzie stopniowej zmianie, jednakże PFM wciąż są uznawane za relatywnie konserwatywne instytucje inwestycyjne na tle innych inwestorów alternatywnych⁵⁶).

2.2. Szacunki skali światowych instytucji zarządzających aktywami

Niewiele jest miarodajnych, a zarazem całościowych szacunków skali aktywów zarządzanych przez poszczególne instytucje finansowe (włączając w to PFM) na świecie. Wynika to z globalizacji przepływów finansowych, ograniczonej przejrzystości instytucji działających na rynkach finansowych, ich wzajemnych powiązań, a także trudności w ustaleniu faktycznej własności (ang. *beneficial ownership*⁵⁷) coraz bardziej skomplikowanych aktywów finansowych (m.in. instrumentów pochodnych i ich kombinacji).

Ze względu na międzynarodową istotność brytyjskiego sektora finansowego (przez wielu obserwatorów uznawanego za najbardziej zglobalizowany, zdywersyfikowany i konkurencyjny globalnie⁵⁸), wiarygodną próbę kwantyfikacji skali aktywów zarządzanych przez instytucje finansowe stanowią raporty brytyjskiego

⁵⁶ Alokacja aktywów wśród poszczególnych kategorii lokat inwestycyjnych ujęta jest w załącznikach 1–80.

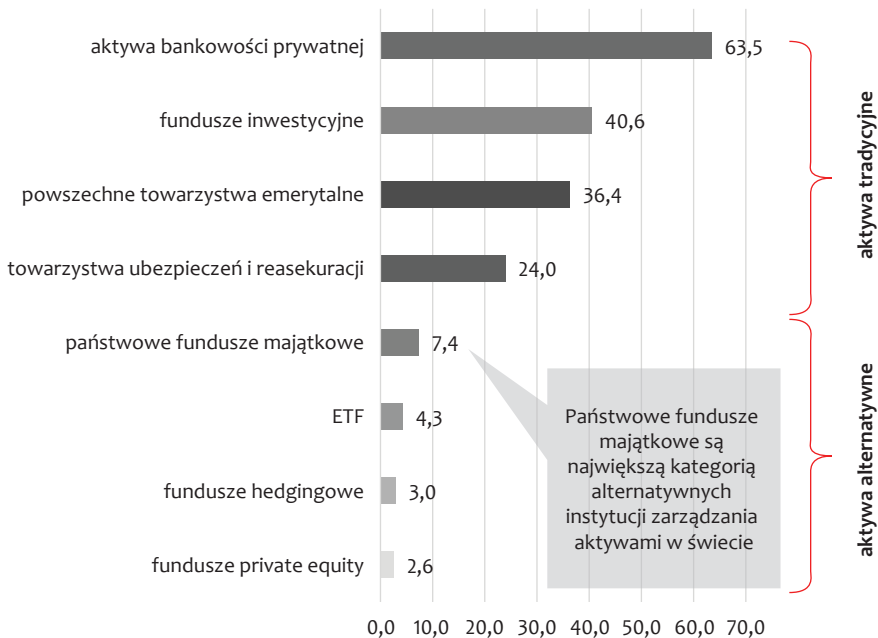
⁵⁷ Zob. międzynarodową interpretację pojęcia *beneficial ownership* w: The Financial Action Task Force (on Money Laundering), *Guidance on Transparency and Beneficial Ownership*, Paryż 2014, s. 1–48.

⁵⁸ Por. M. Yeandle, *Global Financial Centres Index*, wyd. 1–19, Z/Yen Group, Londyn 2016 oraz wyjściowy projekt Z/Yen Group służący ocenie światowej konkurencyjności brytyjskiego centrum finansowego: M. Yeandle i in., *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre*, Z/Yen Limited, Corporation of London, Londyn 2005, s. 1–68. Referendum na temat wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (tzw. Brexit) z 23.06.2016 r., którego szczegółowe implikacje nie były znane w trakcie pracy nad niniejszą publikacją, może okazać się brzemienne w skutkach dla brytyjskiego sektora finansowego (wiele z nich może obniżyć przyszłą konkurencyjność londyńskiego City). Istnieją jednak rozbieżności co do oceny łącznego wpływu Brexitu na kształt brytyjskiego sektora usług finansowych: I. Begg, K. Featherstone, *LSE Commission on the Future of Britain in Europe. Overview and Summary of Reports*, LSE European Institute, London School of Economics and Political Science, Londyn 23.06.2016, s. 1–16.

instytutu badawczego (ang. *think tank*) TheCityUK. Klasyfikacja tego ośrodka badawczego zawiera podział instytucji na tradycyjne oraz alternatywne (których rozróżnienie zawarto w dalszej części publikacji); dla obu tych kategorii pierwotnym źródłem finansowania są aktywa klientów prywatnych sektora bankowego. Skala alternatywnych instytucji finansowych wciąż pozostaje peryferyjna w stosunku do ich tradycyjnych konkurentów (powszechnych towarzystw emerytalnych, towarzystw ubezpieczeń i reasekuracji oraz klasycznych funduszy inwestycyjnych).

Należy jednak zauważyć, że PFM dominują natomiast wśród alternatywnych inwestorów instytucjonalnych, przecząc licznym wyobrażeniom o pierwszoplanowej istotności funduszy hedgingowych, *private equity* czy *exchange traded funds*. Wynika to ze stabilności wpływów do aktywów zarządzanych przez PFM – w przeciwieństwie do chwiejnej skali środków pozostających w dyspozycji np. funduszy hedgingowych. Aktywa zarządzane przez tradycyjne, jak i alternatywne instytucje finansowe działające na świecie, uwidoczniono na rysunku 7.

Rysunek 7. Wysokość aktywów zarządzanych przez główne typy instytucji finansowych w podziale na tradycyjne oraz alternatywne (stan na 31.12.2016 r., w bln USD⁵⁹)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów *UK Fund Management* (porównania międzynarodowe) z lat 2008–2018 TheCityUK: <https://www.thecityuk.com/research/uk-fund-management/> (dostęp: 22.04.2018).

⁵⁹ Skróty walut ujęto w monografii wg norm ISO 4217.

2.3. Państwowe fundusze majątkowe jako alternatywny inwestor instytucjonalny

Zasadniczym kryterium podziału instytucji zaangażowanych w zarządzanie aktywami inwestycyjnymi jest charakter ich polityki inwestycyjnej⁶⁰. W przypadku alternatywnych instytucji zarządzających aktywami inwestycyjnymi można wyodrębnić dwa podejścia do definiowania tych podmiotów – w ramach kategorii lokat dominujących w ich portfelach⁶¹:

- **wyłączenie** – *a contrario* wobec aktywów uznawanych za tradycyjne (tj. niealternatywne),
- **włączenie** – poprzez wymienienie *expressis verbis* katalogu aktywów alternatywnych.

Definicja poprzez wyłączenie dokonywana jest więc jako zbiór wykraczający poza następujące rodzaje aktywów:

- **akcje i udziały w spółkach prawa handlowego** (ang. *equity*),
- **instrumenty finansowe o stałym dochodzie** (ang. *fixed income*),
- **środki pieniężne i ich ekwiwalenty** (ang. *cash and equivalents*).

Pojęcie aktywów alternatywnych, uwzględniające ich enumeratywny katalog, z reguły obejmuje następujące aktywa inwestycyjne:

- **nieruchomości** (budynki i budowle, fundusze nieruchomości, grunty oraz infrastrukturę),
- **tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych,**
- **surowce i towary giełdowe,**
- **private equity** (w tym *mezzanine* i dłużne papiery wartościowe spółek zagrożonych upadłością),
- **produkty strukturyzowane** (w tym kredytowe instrumenty pochodne).

Wyodrębnienie alternatywnych lokat inwestycyjnych, a także alternatywnych inwestorów instytucjonalnych, ma znaczenie wykraczające poza semantykę. Rosnąca waga zarówno nietradycyjnych aktywów stanowiących przedmiot inwestycji, jak i instytucji czyniących z nich dominujący użytek w wyznaczonych

⁶⁰ J. Joenväärä, R. Kosowski, *An Analysis of the Convergence between Mainstream and Alternative Asset Management*, EDHEC-Risk Institute Publications, EDHEC-Risk Institute, Nicea 2013, s. 1–76. Należy tu zastrzec, że współcześnie zaznacza się rosnąca zbieżność pomiędzy obiema tymi kategoriami.

⁶¹ Szerzej w materiałach edukacyjnych Chartered Alternative Investment Analyst Association (CAIA), czołowej światowej organizacji zajmującej się wypracowywaniem profesjonalnych standardów zarządzania aktywami alternatywnymi i certyfikacji specjalistów w tym zakresie: <https://caia.org/sites/default/files/curriculum-download/CAIA%20L1%202015%20Chapt.%201.pdf> (dostęp: 20.03.2016).

im strategiach alokacji, jest podyktowana ewolucją otoczenia inwestycyjnego. Jej charakterystykę nakreślono w rozdziale 6, jednakże w tym miejscu warto zaakcentować mierne wyniki tradycyjnych zarządzających oraz coraz silniejszą potrzebę dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych – wśród klas aktywów, a także w ramach każdej z klas.

2.4. Wpływ państwowych funduszy majątkowych na gospodarkę państw-założycieli

Pomimo szerokiego katalogu lokat podejmowanych przez PFM i znacznego wpływu na światową gospodarkę, prezentowane są kontrowersyjne poglądy na temat łącznych skutków ich działania. Wielu obserwatorów skupiało swą uwagę na czynnikach niefinansowych działalności PFM, które wykraczają poza tematykę tej monografii. Wśród aspektów inwestycyjnych (finansowych) należy wyróżnić następujące korzyści płynące z powoływania PFM dla państw – ich założycieli⁶²:

- **zmniejszenie ogólnego kosztu kredytowania na szczeblu krajowym** – inwestorzy w instrumenty dłużne skarbu państwa, szczególnie te o długim okresie zapadalności, mogą korzystnie postrzegać utworzenie PFM; tego rodzaju fundusze lokują bowiem swe środki w aktywach niepowiązanych z rodzimą gospodarką, często dobrze zdywersyfikowanych i o korzystnych parametrach efektywności inwestycyjnej, co stwarza nadzieję na spłatę zadłużenia publicznego – nawet w przypadku kryzysów ekonomicznych i walutowych;
- **obniżka presji na aprecjację waluty krajowej** – klasycznym efektem napływu dewiz w wyniku wzmożonego eksportu jest, po przewalutowaniu i przy innych warunkach niezmiennych, wzrost kursu pieniądza krajowego wobec walut obcych (tzw. choroba holenderska⁶³), co miewa zgubny wpływ na szeroko pojętą konkurencyjność eksportową (m.in. w branżach wytwórczych gospodarki); wyodrębnienie walut obcych pochodzących z eksportu (właśnie w formie PFM) stwarza szansę na zniwelowanie negatywnych skutków napływu dewiz dla gospodarki krajowej;
- **redukcja presji inflacyjnych** – nasilenie wzrostu cen może być pochodną wcześniej omówionego napływu dewiz w wyniku silnego eksportu, co (w szczególności, jeśli impuls popytowy nie dotyczy w większości dóbr i usług

⁶² Przesłanki tworzenia poszczególnych PFM określono w genezie tych podmiotów (załączniki 1–80).

⁶³ Jej specyfikę opisano w rozdziale 1.

pochodzących z zagranicy) powoduje „przegrzanie” krajowej koniunktury, przy czym bywa ono nasilane akcją kredytową dokonywaną na podstawie polepszających się wskaźników adekwatności kapitałowej banków (m.in. dzięki rosnącym depozytom) – PFM służyć może jako wygodny i skuteczny mechanizm tzw. sterylizacji monetarnej⁶⁴;

- **poprawa przejrzystości zarządzania gospodarką** – powołanie PFM może przełożyć się na wyższe standardy zarządzania ogólnogospodarczego (m.in. dzięki ograniczeniu pola do korupcji⁶⁵); dokonywać się to może poprzez jasno nakreślony mechanizm finansowania funduszu⁶⁶, inwestowania przezeń środków, a także ich przyszłego pożytkowania, co może nie być łatwe w przypadku rozproszenia tych funkcji pośród wielu agend rządowych (dodatkową korzyścią jest fakt przyciągnięcia do PFM wysokowykwalifikowanych kadr – także międzynarodowych – które mogą być wykorzystane w sektorze publicznym⁶⁷).

Rysunek 8. Możliwe skutki tworzenia i funkcjonowania PFM dla gospodarek państw-założycieli



Źródło: opracowanie własne.

⁶⁴ Pojęcie to także zilustrowano w rozdziale 1.

⁶⁵ Wskaźniki kontroli korupcji dla poszczególnych PFM ujęto w załącznikach 1–80. Warto podkreślić, że większość państw powołujących PFM to gospodarki rozwijające się o niskiej przejrzystości swoich instytucji.

⁶⁶ Mechanizmy te omówiono w odpowiednich sekcjach załączników 1–80.

⁶⁷ Stopień umiędzynarodowienia organów PFM stanowi element charakterystyki tych podmiotów zawarty w załącznikach 1–80. Umiędzynarodowienie to pojmowane jest nie tylko jako udział cudzoziemców w organach PFM, ale także jako międzynarodowe doświadczenie i kwalifikacje menedżerów PFM.

Zbiór czynników działalności PFM, które mogą wpływać na gospodarki państw-założycieli tych podmiotów, ujęto syntetycznie na rysunku 8. Warto wspomnieć w tym miejscu, że przedstawione skutki mogą występować samodzielnie lub w połączeniach z innymi – m.in. ze względu na ewidentne części wspólne, np. przejrzystość zarządzania na szczeblu centralnym ze zmniejszeniem kosztu obsługi długu publicznego czy też obniżkę presji na aprecjację walutową z redukcją zjawisk inflacyjnych.

2.5. Wpływ państwowych funduszy majątkowych na gospodarki państw-odbiorców inwestycji

Równie istotnym z perspektywy globalnego systemu finansowego jest wpływ działalności PFM na gospodarki państw-beneficjentów inwestycji tych podmiotów. Ocena tego wpływu jest przedmiotem kontrowersji, bowiem brak wystarczającej przejrzystości inwestycji PFM nie służy miarodajnemu rozpoznaniu ich prawdziwych intencji⁶⁸. Można jednak wyróżnić następujący zbiór czynników wpływu PFM na gospodarki celów inwestycji⁶⁹:

- **finansowanie kapitałochłonnych projektów** – dzięki swojej skali, tolerancji wobec ryzyka oraz długoterminowemu horyzontowi inwestycyjnemu PFM są w stanie angażować się w projekty, których charakter nie przystaje do większości strategii właściwych inwestorom prywatnym (wiele przedsięwzięć infrastrukturalnych, niektóre z segmentów *private equity*, skomplikowane inwestycje nieruchomościowe, masowy zakup obligacji skarbowych itp.);
- **interwencjonizm państwowy** – unikalną cechą PFM jest ich geneza i polityczne uwarunkowania, które mogą stwarzać szansę uczestnictwa w kategoriach inwestycji lub okolicznościach podyktowanych w znacznej mierze potrzebami celów, a nie wyłącznie rachunkiem ekonomicznym;
- **spekulacja** – PFM, podobnie do funduszy hedgingowych, często były oskarżane o wykorzystywanie słabości elementów światowego systemu finansowego do osiągnięcia doraźnych korzyści; tego rodzaju oportunistyczny, choć naturalny w gospodarce kapitalistycznej, antagonizm w stosunku do PFM niektóre kręgi polityczno-społeczne;

⁶⁸ Nieliczne PFM akcentują w swoich strategiach wpływ na gospodarki-odbiorców inwestycji (patrz: rozdział 3 oraz załączniki 1–80).

⁶⁹ Bywa, że cele te są artykułowane w strategiach PFM. Zob. załączniki 1–80.

- **wpływy pozafinansowe** – choć na podstawie danych empirycznych zdaje się to być rzadsze od powszechnych przekonań, PFM mogą kierować się wyłącznie przesłankami politycznymi, których wachlarz może obejmować zamierzoną destabilizację celów inwestycji, szpiegostwo przemysłowe⁷⁰, wpływanie na bieg procesów decyzyjnych lub obsadę kluczowych stanowisk w spółkach ważnych dla państw lub przedsiębiorstw.

Rodzaje skutków zaangażowania państwowych funduszy majątkowych w gospodarkę państw-odbiorców inwestycji zaprezentowano na rysunku 9. Podobnie do klasyfikacji czynników wpływu na gospodarkę państw-sponsorów PFM, wyodrębnione kategorie mogą cechować się częściami wspólnymi – ewidentnym przykładem jest choćby interwencjonizm państwowy i wpływy pozafinansowe, bowiem motywacje obu tych wyników mogą być zbieżne. Nie można też wykluczyć współistnienia woli finansowania przez PFM kapitałochłonnych projektów – z tolerancją w stosunku do ryzyka ze strony tych funduszy, która swą egzemplifikację znajduje w skrajnie długookresowym horyzoncie inwestycyjnym oraz skłonności do nabywania nie płynnych klas aktywów.

Rysunek 9. Możliwe skutki tworzenia i funkcjonowania PFM dla gospodarek państw-odbiorców inwestycji



Źródło: opracowanie własne.

⁷⁰ Problem ten bywa akcentowany w mediach, a także podnoszony w literaturze naukowej, jednakże empirycznych dowodów na istnienie tego zjawiska jest relatywnie niewiele.

2.6. Państwowe fundusze majątkowe na tle tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych

Prócz pomiaru skali aktywów zarządzanych przez poszczególne typy inwestorów instytucjonalnych – zarówno tradycyjnych, jak i alternatywnych – ważne jest ukazanie specyfiki inwestycyjnej oraz celów strategicznych realizowanych przez każdą z kategorii podmiotów. Oba te czynniki stanowią odbicie potrzeb inwestorów powierzających swoje aktywa instytucjom finansowym. Syntetyczne zestawienie tych cech ujęto w tabeli 4.

Tabela 4. Klasyfikacja tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych z perspektywy ich specyfiki inwestycyjnej oraz celów strategicznych

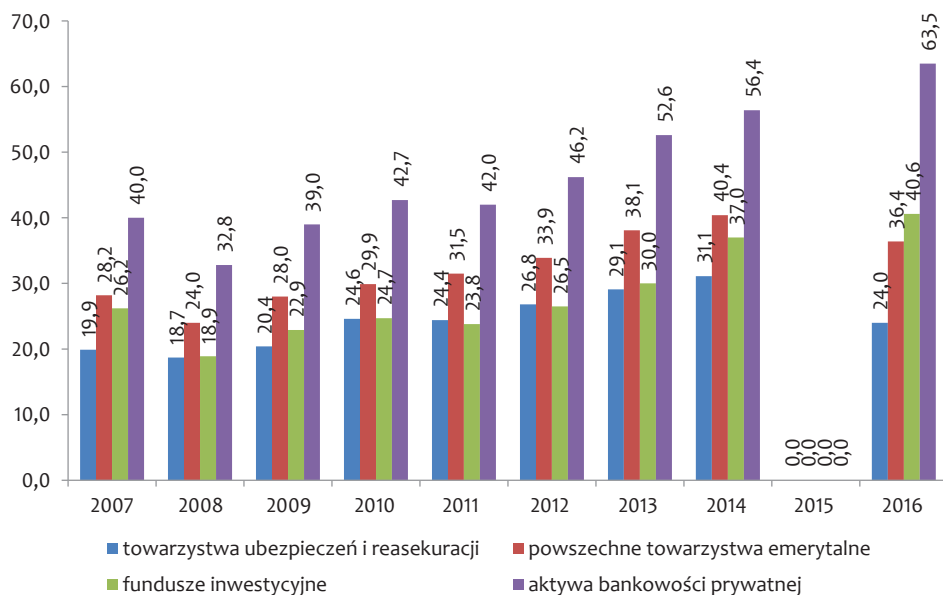
Nazwa podmiotu	Specyfika inwestycyjna	Cele strategiczne
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	połączenie alokacji w fundusze inwestycyjne z polisą ubezpieczeniową (produkt inwestycyjno-ubezpieczeniowy)	realizacja celów efektywności inwestycyjnej z korzyściami wynikającymi z ochrony ubezpieczeniowej, a także szeregiem preferencji podatkowych
Fundusze inwestycyjne	masowy produkt inwestycyjny przeznaczony (głównie) dla osób fizycznych, zdywersyfikowany pod względem realizowanych strategii inwestycyjnych i klas aktywów portfelowych	maksymalizacja wartości aktywów poprzez wzrost wartości lokat; płynność, przejrzystość i prawne bezpieczeństwo inwestycji
Fundusze emerytalne	składnik nowoczesnych systemów emerytalnych; obowiązkowa lub opcjonalna forma zabezpieczenia społecznego	prymat bezpieczeństwa lokat wobec ich dochodowości, dywersyfikacja portfela inwestycyjnego; realizacja innych celów społecznych (np. stabilizacja finansów publicznych)
Bankowość prywatna	zarządzanie aktywami klientów zamożnych; kompleksowa obsługa bankowa	zabezpieczenie wartości portfela połączone z realizacją obranych celów inwestycyjnych; dodatkowe usługi bankowe i inwestycyjne

Źródło: P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część I. Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, z. 111, s. 80–97.

Początek ostatniego globalnego kryzysu finansowego to okres dużej zmienności w poziomie aktywów poszczególnych rodzajów instytucji finansowych. Wiele z nich borykało się wówczas z problemami płynnościowymi, spadającymi wycenami składników swych portfeli, a także z rozczarowaniem inwestorów co do realizowanych stóp zwrotu. Praktycznie każda z kategorii tradycyjnych instytucji odnotowała więc w tym okresie odpływ aktywów netto, stanowiący skutek

coraz niższych wycen aktywów portfelowych, a także wycofywania lokat przez inwestorów. Te negatywne zjawiska dotknęły poszczególne kategorie instytucji w różnym stopniu, co wiązało się nie tylko z jakością zarządzania aktywami, ale także możliwością wycofania środków (płynnością). Wraz z powrotem koniunktury inwestycyjnej większość instytucji była w stanie odbudować stan swoich aktywów, przewyżczając okres kryzysu, co uwidoczniło na rysunku 10.

Rysunek 10. Główne światowe instytucje zarządzania aktywami tradycyjnymi w podziale na typy (wraz ze skalą zarządzanych przez nie aktywów w latach 2007–2016, w bln USD)



Za 2015 r. dane niedostępne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów *UK Fund Management* (porównania międzynarodowe) z lat 2008–2018 opublikowanych na witrynie internetowej TheCityUK: <https://www.thecityuk.com/research/uk-fund-management/> (dostęp: 22.04.2018).

2.7. Państwowe fundusze majątkowe na tle alternatywnych inwestorów instytucjonalnych

Z uwagi na rosnącą komplikację zjawisk we współczesnych finansach (wzrastający stopień powiązania pomiędzy klasami aktywów, jak i poszczególnymi instrumentami inwestycyjnymi, konieczność coraz szerszej dywersyfikacji

inwestycyjnej⁷¹, trudności w ocenie oczekiwanej zmienności stóp zwrotu⁷², erozja wyników aktywnego zarządzania⁷³, wykorzystanie coraz bardziej wysublimowanych strategii i algorytmów inwestycyjnych⁷⁴), alternatywne formy inwestycji stanowią jedną z najdynamiczniej rozwijających się kategorii podmiotów inwestycyjnych⁷⁵. Wśród tych instytucji PFM wyróżniają się skrajnie długoterminowym horyzontem inwestycyjnym (stanowiącym odzwierciedlenie solidaryzmu międzypokoleniowego⁷⁶) oraz połączeniem celów ekonomicznych (związanych z maksymalizacją efektywności inwestycyjnej) z czynnikami pozaekonomicznymi (będącymi pochodną motywacji politycznych⁷⁷), co uwidoczniło w tabeli 5.

Ostatnie lata to rosnąca światowa istotność alternatywnych instytucji zarządzania aktywami, z których największą kategorię stanowią właśnie PFM. Co interesujące – przyrost ich aktywów w latach 2007–2013 dokonywał się wyjątkowo dynamicznie – nawet na tle ETF (podmiotów zyskujących na znaczeniu z uwagi na wzrastającą rolę pasywnych form zarządzania aktywami). Wykładniczy przyrost skali aktywów PFM stanowi odbicie czynników strategicznych – na czele z acyklicznymi (tj. oderwanymi od bieżącej koniunktury) aspektami dopływu środków do tych funduszy (rysunek 11)⁷⁸.

⁷¹ Ch. Geczy, *The New Diversification: Open Your Eyes to Alternatives (A Conversation with Dr. Christopher Geczy)*, BlackRock, Nowy Jork 2015, s. 1–16.

⁷² Czego egzemplifikacją może być choćby długoterminowa, wzrostowa tendencja indeksu zmienności zmienności (ang. *volatility of volatility*) – indeksu VVIX za lata 2007–2016: <http://www.cboe.com/delayedquote/advchart.aspx?ticker=VVIX> (dostęp: 12.04.2016). Metodyka VVIX skróto ujęta na witrynie Chicago Board of Options Exchange (CBOE): <http://www.cboe.com/micro/vvix/vvixwhitepaper.aspx> (dostęp: 12.04.2016).

⁷³ Spowodowana zarówno nieskutecznością w pokonywaniu stóp zwrotu tzw. portfeli referencyjnych (ang. *benchmarks*), jak i wysokimi kosztami aktywnego zarządzania. Por. D.W. Wallick i in., *The case for Vanguard active management: Solving the low-cost/top-talent paradox?* Vanguard research, Vanguard Group, Valley Forge 2013, s. 1–21.

⁷⁴ Przykład ewolucji amerykańskiego i światowego rynku funduszy inwestycyjnych: Investment Company Institute, *2016 Investment Company Handbook. A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry*, 56th ed., Waszyngton 2016, s. 1–296.

⁷⁵ Allianz Global Investors, *The Case for Alternatives. Analysis & Trends*, Global Capital Markets & Thematic Research, Frankfurt am Main sierpień 2015, s. 1–13.

⁷⁶ To główna funkcja PFM, por. wyniki badania empirycznego w rozdziale 3.

⁷⁷ Katalog tych celów ujęto w załącznikach 1–80.

⁷⁸ Por. G.A. Asik, *Stabilization Funds in Oil-Rich Countries and Fiscal Policy: (A) cyclicalit?* Job Market Paper, London School of Economics, Londyn 2013, s. 1–45. Acykliczność (ang. *acyclicality* lub *counter-cyclicalit*) ma przy tym wymiar wykraczający poza efektywność inwestycyjną (i odnoszący się do stabilizacji systemów finansowych), por. S. Griffith-Jones i in., *Building on the counter-cyclical consensus: A policy agenda*, Foundation for European Progressive Studies (Working Paper), Bruksela 2009, s. 1–31.

Tabela 5. Klasyfikacja alternatywnych inwestorów instytucjonalnych z perspektywy ich specyfiki inwestycyjnej oraz celów strategicznych

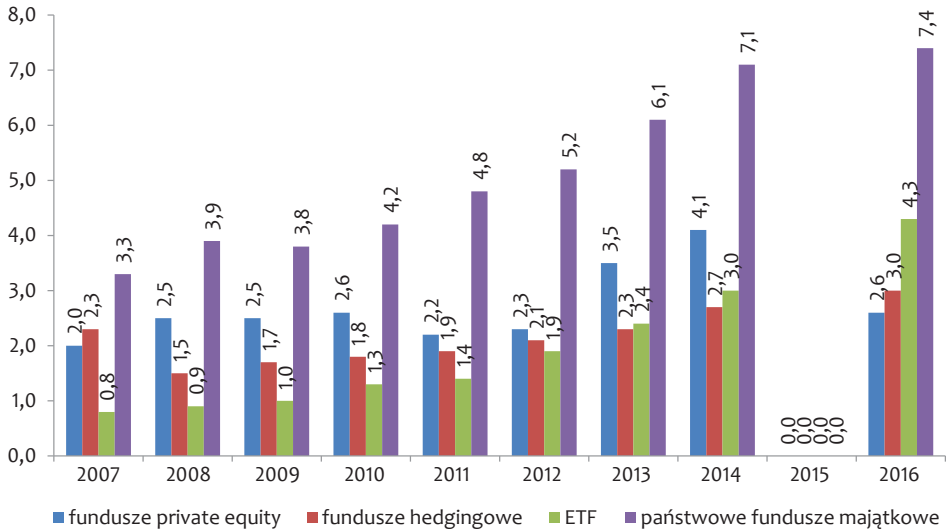
Nazwa podmiotu	Specyfika inwestycyjna	Cele strategiczne
<i>Exchange Traded Funds (ETFs)</i>	fundusze typu indeksowego notowane na giełdzie, które podlegają całodziennemu obrotowi i obciążone są niewielkimi opłatami	wierne odtwarzanie notowań wybranego instrumentu finansowego lub koszyka walorów; niskie koszty; brak aktywnego zarządzania; preferencje podatkowe
Fundusze hedgingowe	wyrafinowane fundusze spekulacyjne stosujące szereg skomplikowanych strategii alokacji (np. arbitrażu, timingu, nabywania aktywów gospodarek wschodzących, gry pod wskaźniki makroekonomiczne, użycia instrumentów pochodnych itp.)	aktywne zarządzanie nastawione na maksymalizację efektywności inwestycyjnej i niezależnienie się od korelacji ze zwrotami z tradycyjnych aktywów; premiowanie sukcesu inwestycyjnego w strukturze opłat (provizji)
Fundusze <i>private equity</i>	fundusze, inwestujące w przedsiębiorstwa (projekty) niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (giełdzie); partycypacja w zarządzaniu spółkami portfelowymi; wysokie ryzyko; wspieranie projektów innowacyjnych	długoterminowe budowanie wartości spółek portfelowych w celu ich późniejszej, rentownej odsprzedaży innym inwestorom (branżowym lub finansowym, na czele z wprowadzeniem na giełdę papierów wartościowych)
Państwowe fundusze majątkowe	podmioty tworzone w celu produktywnego i zgodnego z racją stanu państw-dysponentów lokowania trwałych nadwyżek rezerw dewizowych (częstokroć pochodzących z eksportu surowców strategicznych)	długoterminowa efektywność inwestycyjna połączona z realizacją strategicznych interesów politycznych lub społecznych

Źródło: P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część I. Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, z. 111, s. 80–97.

Do interesujących wniosków na temat poziomu aktywów światowych PFM prowadzi porównanie ich dynamiki w ujęciu rodzajowym w okresie grudzień 1998-marzec 2016. Na rysunku 12 zilustrowano tendencje przyrostu zarządzanych przez nie środków w podziale na następujące kategorie PFM:

- suma ogólna aktywów (wszystkich rodzajów PFM);
- aktywa PFM pochodzące ze sprzedaży (głównie eksportu) ropy naftowej i gazu ziemnego,
- aktywa pozostałych PFM (niesurowcowych oraz zasilanych sprzedażą surowców innych niż ropa naftowa i gaz ziemny);
- aktywa PFM pochodzących z regionu Zatoki Perskiej (których dominującym źródłem środków finansowych są właśnie wpływy ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego).

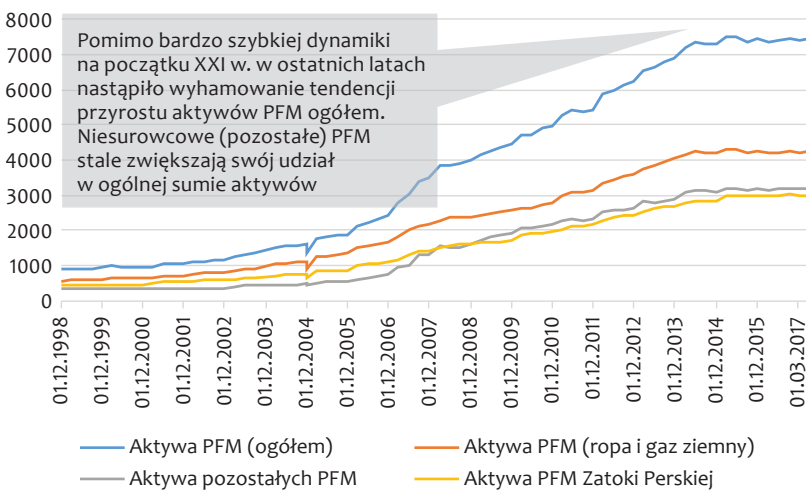
Rysunek 11. Główne światowe instytucje zarządzania aktywami alternatywnymi w podziale rodzajowym (wraz ze skalą zarządzanych przez nie aktywów w latach 2007–2016, w bln USD)



Dane za 2015 r. niedostępne.

Źródło: raporty *UK Fund Management* (porównania międzynarodowe) z lat 2008–2018 opublikowane na witrynie internetowej TheCityUK: <https://www.thecityuk.com/research/uk-fund-management/> (dostęp: 22.04.2018).

Rysunek 12. Światowe tendencje rozwoju aktywów zarządzanych przez państwowe fundusze majątkowe w okresie 1.12.1998–1.03.2017 (w ujęciu rodzajowym, w mln USD)

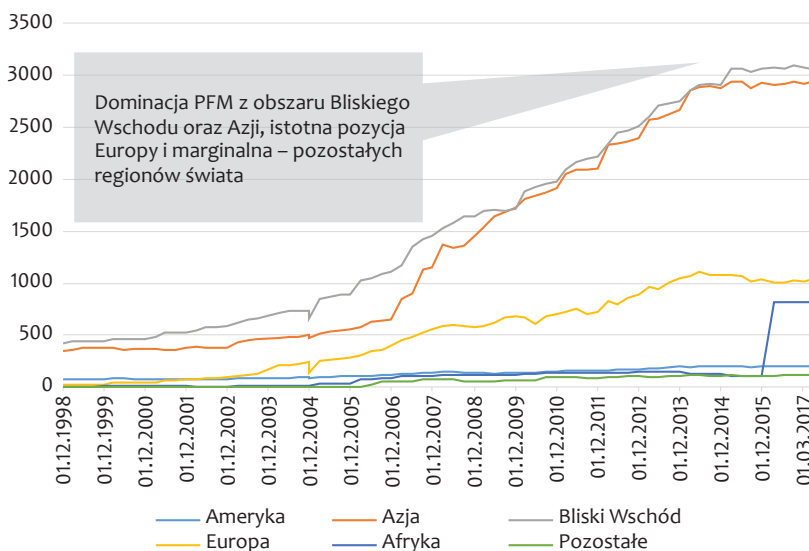


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych bazy transakcyjnej SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 30.06.2017).

Z danych przedstawionych na rysunku 12 wynika, że dynamika sumarycznych aktywów światowych PFM zaczęła wyhamowywać od połowy 2014 r. Od tego okresu ewidentna jest stagnacja lub spadek aktywów opartych na wpływach z eksportu węglowodorów (ropy naftowej oraz gazu ziemnego). Coraz większego znaczenia nabierają pozostałe PFM (w przeważającej mierze o charakterze niesurowcowym i skoncentrowane w państwach Azji Wschodniej). Z kolei coraz mniej ekspansywne stają się wśród globalnych PFM fundusze z regionu Zatoki Perskiej – do niedawna wiodącego obszaru pochodzenia tych podmiotów w świecie.

W porównaniach geograficznych regiony Wschodniej Azji i Bliskiego Wschodu zdominowały światowe PFM i ta tendencja wydaje się być trwała (rysunek 13). Ma to związek – jak już wspomniano – zarówno ze spadkiem popytu na surowce strategiczne (głównie na ropę naftową i gaz ziemny), ich rosnącą podażą (co ma oczywiste reperkusje dla cen tych nośników energetycznych), jak i ze strategicznym przesunięciem się punktu ciężkości globalnej gospodarki ku krajom Azji Wschodniej.

Rysunek 13. Światowe tendencje rozwoju aktywów zarządzanych przez państwowe fundusze majątkowe w okresie 1.12.1998–1.03.2017 (w ujęciu regionalnym, kwartalnie, w mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy transakcyjnej SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 30.06.2017).

2.8. Państwowe fundusze majątkowe wobec innych inwestorów publicznych

Jak już wspomniano w pierwszym rozdziale monografii, PFM stanowią podmioty, których niektóre cele mogą być porównywane z zadaniami innych inwestorów publicznych (na czele z funduszami emerytalnymi i przedsiębiorstwami państwowymi o charakterze inwestycyjnym). Ze względu na misję długoterminowego pomnażania środków finansowych na rzecz przyszłych pokoleń, najbliższym punktem odniesienia dla działalności PFM są fundusze emerytalne (funkcjonujące w Polsce pod egidą powszechnych towarzystw emerytalnych i tak są określane w niniejszej monografii).

W tabeli 6 zawarto ranking największych światowych inwestorów publicznych pod względem zgromadzonych przez nich aktywów. Jak można spostrzec, wśród 15 największych inwestorów publicznych w świecie większość stanowią PFM, ich aktywa odpowiadają zaś prawie połowie środków zarządzanych przez te instytucje w latach 2015–2016. Daje to pogląd co do istotności PFM w konfrontacji z instytucjami mającymi zapewnić środki emerytalne, a także świadczy o możliwości komplementarnego rozwiązywania problemów demograficznych przy wykorzystaniu tych podmiotów do mobilizowania aktywów inwestycyjnych na rzecz przyszłych beneficjentów świadczeń publicznych.

Tabela 6. Ranking największych światowych inwestorów publicznych w latach 2015–2016 (suma zarządzanych aktywów w mld USD)

Lp.	Podmiot	Państwo	Rodzaj	Czerwiec 2015	Czerwiec 2016
1	Social Security Trust Funds	USA	Państwowe towarzystwo emerytalne	2 837,6	2 865,3
2	Government Pension Investment Fund	Japonia	Państwowe towarzystwo emerytalne	1 149,7	1 264,0
3	Government Pension Fund – Global	Norwegia	PFM	873,0	850,0
4	China Investment Corporation (CIC)	Chiny	PFM	746,7	813,8
5	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	ZEA	PFM	773,0	792,0
6	Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwejt	PFM	592,0	592,0
7	SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudyjska	PFM	685,6	582,4
8	SAFE Investment Company	Chiny	PFM	541,9	474,0

Lp.	Podmiot	Państwo	Rodzaj	Czerwiec 2015	Czerwiec 2016
9	Federal Retirement Thrift	USA	Publiczne towarzystwo emerytalne	443,0	469,9
10	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hongkong	PFM	427,7	456,6
11	Stichting Pensioenfonds ABP	Holandia	Publiczne towarzystwo emerytalne	440,0	444,4
12	National Pension Service of Republic of Korea	Korea Południowa	Państwowe towarzystwo emerytalne	439,3	408,7
13	GIC Private Limited	Singapur	PFM	344,0	350,0
14	Qatar Investment Authority	Katar	PFM	256,0	335,0
15	CalPERS	USA	Publiczny fundusz emerytalny	304,1	302,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (dostęp: 15.05.2017).

2.9. Charakterystyka światowych państwowych funduszy majątkowych

Obecne cechy PFM stanowią wynik ewolucji, jaka miała miejsce od połowy XIX w., tj. od okresu powstania pierwszego PFM, choć tworzenie tych podmiotów nasiliło się w XXI w., kiedy to lawinowo zaczęły przyrastać światowe zasoby walut i złota. Przegląd światowych PFM pod względem poziomu i źródła pochodzenia ich aktywów, a także czasu utworzenia tych funduszy, prowadzi do licznych wniosków⁷⁹:

- **występuje koncentracja aktywów PFM** – największy wśród funduszy (norweski Government Pension Fund – Global) odpowiada aż za 12,53% aktywów zarządzanych przez wszystkie światowe PFM, zaś pierwszych pięć największych funduszy na świecie skupia prawie połowę aktywów zgromadzonych przez tę formę inwestowania (same fundusze pochodzące z Chin kontrolują ponad jedną czwartą światowych środków PFM);
- **wiodącą pozycję mają surowcowe PFM** – choć stale powiększa się liczba i suma aktywów niepowiązanych z eksportem surowców naturalnych, ze względu na historycznych oraz geostrategicznych podmioty opierające działalność

⁷⁹ Zob. profile światowych PFM zawarte w załącznikach 1–80.

- na eksploatacji i sprzedaży bogactw naturalnych wciąż dominują wśród największych PFM (w przeszłości dużo łatwiej było zgromadzić istotny poziom środków dzięki odkryciu i wykorzystaniu wartościowych surowców naturalnych, niż dzięki trwałej konkurencyjności eksportowej *sensu largo*);
- **przyrost aktywów jest powiązany ze stażem PFM** – liczne fundusze sukcesywnie są wyposażane w aktywa w ślad za gromadzonymi wpływami walut obcych, tak więc z upływem czasu PFM są w stanie gromadzić je na coraz większą skalę (nie znaczy to jednakże, iż największe fundusze to te o najdłuższej historii, bowiem – jak wykazano w wielu miejscach tej monografii – bezpośrednim impulsem zakładania PFM było odkrycie i masowa eksploatacja złóż wartościowych surowców naturalnych);
 - **PFM są narzędziem polityki społeczno-ekonomicznej** – choć monografia ta jest poświęcona inwestycyjnym (tj. finansowym) aspektom funkcjonowania PFM, nie da się całkowicie pominąć politycznych implikacji ich tworzenia i zarządzania, czego dowodem są wieloaspektowe cele cząstkowe w ramach realizacji szerszej strategii ich suwerenów⁸⁰;
 - **występuje przewaga surowcowych PFM, opartych na wpływach z węglowodorów** – w pokazanej grupie surowcowych PFM przytłaczająca większość to instytucje, które napływ środków zawdzięczają eksportowi węglowodorów (są to głównie ropa naftowa, gaz ziemny i ich pochodne);
 - **różnorodność form organizacyjno-prawnych** – PFM są ustanawiane w wielu formach organizacyjno-prawnych, które stanowią zarówno odbicie celów, jakie stawiane są przed tymi podmiotami, jak i modeli ustrojowych oraz systemów ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*); tak więc wśród stosowanych konstrukcji powszechne są fundusze (dominująca forma), a także spółki celowe (inwestycyjne), agencje rządowe, trusty, rady (ang. *councils*) i struktury holdingowe (to ostatnie ułatwia dokonywanie działalności inwestycyjnej w odmiennych jurysdykcjach).

W tabeli 7 zawarto listę wszystkich (osiemdziesięciu) PFM aktywnych na datę sporządzenia niniejszego zestawienia, tj. na 1.07.2017 r. Katalog PFM – prócz formalnej nazwy każdego z podmiotów i ich suwerenów – obejmuje sumę zarządzanych aktywów (w mld USD), rok utworzenia, a także pochodzenie aktywów w podziale na surowcowe i niesurowcowe, a w ramach surowcowych – na poszczególne ich kategorie.

⁸⁰ Prócz rozdziału 3, gdzie zbadano funkcje PFM, ich cele (w kontekście genezy tych podmiotów) uwidoczniono w załącznikach 1–80.

Tabela 7. Charakterystyka światowych PFM pod względem wysokości i pochodzenia aktywów oraz roku powołania (stan na 1.07.2017)

Lp.	Państwo	Nazwa PFM	Aktywa (mld USD)	Rok	Pochodzenie aktywów
1	Norwegia	Government Pension Fund – Global	922,11	1990	ropa naftowa
2	ZEA – Abu Zabi	Abu Dhabi Investment Authority	828,00	1976	ropa naftowa
3	Chiny	China Investment Corporation	813,80	2007	niesurowcowe
4	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	524,00	1953	ropa naftowa
5	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	514,00	1952	ropa naftowa
6	Chiny – Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,60	1993	niesurowcowe
7	Chiny	SAFE Investment Company	441,00	1997	niesurowcowe
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	359,00	1981	niesurowcowe
9	Katar	Qatar Investment Authority	320,00	2005	ropa naftowa i gaz ziemny
10	China	National Social Security Fund	295,00	2000	niesurowcowe
11	ZEA – Dubaj	Investment Corporation of Dubai	209,50	2006	niesurowcowe
12	Singapur	Temasek Holdings	197,00	1974	niesurowcowe
13	Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	183,00	2008	ropa naftowa
14	ZEA – Abu Zabi	Mubadala Investment Company	125,00	2002	ropa naftowa
15	ZEA – Abu Zabi	Abu Dhabi Investment Council	110,00	2007	ropa naftowa
16	Korea Południowa	Korea Investment Corporation	108,00	2005	niesurowcowe
17	Australia	Australian Future Fund	99,40	2006	niesurowcowe
18	Iran	National Development Fund of Iran	91,00	2011	ropa naftowa i gaz ziemny
19	Rosja	National Welfare Fund	72,20	2008	ropa naftowa
20	Libia	Libyan Investment Authority	66,00	2006	ropa naftowa
21	Kazachstan	Kazakhstan National Fund	64,70	2000	ropa naftowa
22	Kazachstan	Samruk-Kazyna JSC	60,90	2008	niesurowcowe
23	USA – Alaska	Alaska Permanent Fund	54,80	1976	ropa naftowa
24	Brunei	Brunei Investment Agency	40,00	1983	ropa naftowa
25	USA – Texas	Texas Permanent School Fund	37,70	1854	ropa naftowa i inne
26	Malezja	Khazanah Nasional	34,90	1993	niesurowcowe
27	ZEA – Federalny	Emirates Investment Authority	34,00	2007	ropa naftowa
28	Azerbejdżan	State Oil Fund	33,10	1999	ropa naftowa
29	Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	22,70	2003	niesurowcowe
30	USA – Nowy Meksyk	New Mexico State Investment Council	20,20	1958	ropa naftowa i gaz ziemny
31	Oman	State General Reserve Fund	18,00	1980	ropa naftowa i gaz ziemny

Lp.	Państwo	Nazwa PFM	Aktywa (mld USD)	Rok	Pochodzenie aktywów
32	USA – Teksas	Permanent University Fund	17,30	1876	ropa naftowa i gaz ziemny
33	Timor Wschodni	Timor-Leste Petroleum Fund	16,60	2005	ropa naftowa i gaz ziemny
34	Rosja	Reserve Fund	16,20	2008	ropa naftowa
35	Chile	Social and Economic Stabilization Fund	14,70	2007	miedź
36	Kanada	Alberta's Heritage Fund	13,40	1976	ropa naftowa
37	Rosja	Russian Direct Investment Fund	13,00	2011	niesurowcowe
38	Bahrajn	Mumtalakat Holding Company	10,60	2006	niesurowcowe
39	Chile	Pension Reserve Fund	9,40	2006	miedź
40	Irlandia	Ireland Strategic Investment Fund	8,50	2001	niesurowcowe
41	Peru	Fiscal Stabilization Fund	7,90	1999	niesurowcowe
42	Algieria	Revenue Regulation Fund	7,60	2000	ropa naftowa i gaz ziemny
43	USA – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7,30	1974	minerały
44	Meksyk	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6,00	2000	ropa naftowa
45	Oman	Oman Investment Fund	6,00	2006	ropa naftowa
46	Botswana	Pula Fund	5,70	1994	diamenty i minerały
47	Trynidad i Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5,50	2000	ropa naftowa
48	Chiny	China-Africa Development Fund	5,00	2007	niesurowcowe
49	Angola	Fundo Soberano de Angola	4,60	2012	ropa naftowa
50	USA – Dakota Północna	North Dakota Legacy Fund	4,30	2011	ropa naftowa i gaz ziemny
51	Kolumbia	Colombia Savings and Stabilization Fund	3,50	2011	ropa naftowa i przemysł wydobywczy
52	USA – Alabama	Alabama Trust Fund	2,70	1985	ropa naftowa i gaz ziemny
53	Kazachstan	National Investment Corporation	2,00	2012	ropa naftowa
54	USA – Utah	Utah – SITFO	2,00	1896	tantiemy od ziemi i minerałów
55	USA – Idaho	Idaho Endowment Fund Investment Board	2,00	1969	tantiemy od ziemi i minerałów
56	Nigeria – Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	1,50	2012	niesurowcowe
57	Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1,40	2012	ropa naftowa

Lp.	Państwo	Nazwa PFM	Aktywa (mld USD)	Rok	Pochodzenie aktywów
58	USA – Luizjana	Louisiana Education Quality Trust Fund	1,30	1986	ropa naftowa i gaz ziemny
59	Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1,20	2012	niesurowcowe
60	ZEA – Ras al-Chajma	RAK Investment Authority	1,20	2005	ropa naftowa
61	Boliwia	FINPRO	1,20	2012	niesurowcowe
62	Senegal	Senegal FONSIS	1,00	2012	niesurowcowe
63	Irak	Development Fund for Iraq	0,90	2003	ropa naftowa
64	Palestyna	Palestine Investment Fund	0,80	2003	niesurowcowe
65	Wenezuela	FEM	0,80	1998	ropa naftowa
66	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,60	1956	fosfaty
67	Wietnam	State Capital Investment Corporation	0,50	2006	niesurowcowe
68	Brazylia	Sovereign Fund of Brazil	0,50	2008	niesurowcowe
69	Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0,40	1998	ropa naftowa
70	Ghana	Ghana Petroleum Funds	0,45	2011	ropa naftowa
71	Mauretania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,30	2006	ropa naftowa i gaz ziemny
72	Australia	Western Australian Future Fund	0,30	2012	minerały
73	Mongolia	Fiscal Stability Fund	0,30	2011	minerały
74	Gwinea Równikowa	Fund for Future Generations	0,08	2002	ropa naftowa
75	Papua-Nowa Gwinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	bd.	2011	gaz ziemny
76	Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	bd.	2008	ropa naftowa i gaz ziemny
77	USA – Wirginia Zachodnia	West Virginia Future Fund	bd.	2014	ropa naftowa i gaz ziemny
78	Meksyk	Fondo Mexicano del Petroleo	bd.	2014	ropa naftowa i gaz ziemny
79	ZEA – Szardża	Sharjah Asset Management	bd.	2008	niesurowcowe
80	Turcja	Turkey Wealth Fund	bd.	2016	niesurowcowe

Posłużono się oficjalnymi nazwami anglojęzycznymi PFM.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy transakcyjnej SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 1.07.2017).

2.10. Przykłady działalności transakcyjnej państwowych funduszy majątkowych

Dużą uwagę mediów, analityków, a także kręgów politycznych przyciągało zaangażowanie PFM w transakcje o wysokich wolumenach i dokonywane w branżach postrzeganych jako wrażliwe z punktu widzenia narodowych interesów i bezpieczeństwa, a dodatkowo przypadające na lata istotnej zmienności gospodarczej. W tabeli 8 ujęto listę największych transakcji (ponad 5 mld USD) sfinalizowanych przez PFM w świecie wraz z datą dokonania transakcji, jej celem, branżą, nazwą, państwem pochodzenia PFM i sumą transakcyjną. Lektura tego katalogu nasuwa szereg istotnych spostrzeżeń, pośród których wymienić można:

- **koncentrację branżową** – branża finansowa zdominowała listę największych transakcji dokonanych przez PFM, zaś zaangażowanie omawianych podmiotów dotyczyło flagowych instytucji tego sektora z wielu państw świata (Irlandia, Szwajcaria, USA, Chiny);
- **koncentrację czasową** – nieprzypadkowo transakcje PFM w przeważającej mierze przypadły na okres globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009, kiedy to omawiane fundusze pospieszyły z pomocą zagrożonym upadłością, a ważnym dla narodowych interesów przedsiębiorstwom (m.in. z branży finansowej);
- **zaangażowanie w kapitałochłonne projekty** – PFM, z uwagi na swą skalę i tolerancję wobec ponoszonego ryzyka, są w stanie podjąć się inwestycji w projekty o gigantycznej skali (min prywatyzacyjne i restrukturyzacyjne) i pochodzące z branż cechujących się koniecznością znacznych wydatków kapitałowych (prócz przedsiębiorstw finansowych jest to m.in. infrastruktura, motoryzacja, telekomunikacja, sektor energetyczny).

Sz szczególnie kontrowersyjna okazała się aktywność inwestycyjna PFM w sektorze finansowym. Wielu obserwatorów podnosiło argument wykorzystywania przez PFM trudnej sytuacji, w jakiej znalazły się przedsiębiorstwa i sektory finansowe, do nabywania ich akcji lub udziałów po drastycznie zaniżonych wycenach – wynikających z destabilizacji rynkowej. Obawom tym towarzyszyła troska o wyprzedawanie istotnych pakietów w instytucjach finansowych, których działalność jest strategicznie ważna dla macierzystych gospodarek. Empiryczne świadectwa rezultatów zaangażowania inwestycyjnego PFM w branżę finansową skłaniają ku bardziej umiarkowanej ocenie. Choć fundusze kierowały się przesłankami oportunistycznymi, których realizacja zbiegła się z zaostreniem

ostatniego z wielkich kryzysów, rachunek zysków i strat ich interwencji nie okazał się jednoznaczny.

Można szacować, że sumaryczna strata netto PFM w wyniku zaangażowania w ratowanie instytucji finansowych w dobie globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009 zamknęła się kwotą około 16,58 mld USD. Mimo przewyżczenia najdotkliwszych skutków ostatniego ze światowych kryzysów – także w obrębie sektora finansowego – i powrotu globalnej koniunktury ekonomicznej, szereg inicjatyw regulacyjnych wdrożonych od tego czasu obciążał płynność oraz wyniki finansowe tych instytucji, prowadząc również do słabszego wzrostu ich kursów giełdowych.

Tabela 8. Największe (ponad 5 mld USD) odnotowane transakcje światowych PFM (stan na 7.07.2014)

Lp.	Data transakcji	Cel inwestycji	Branża	PFM	Kraj PFM	Suma transakcji (w mln USD)
1	23.11.2009	Qatar Railways Development Company	Infrastruktura	QIA	Katar	13 260,00
2	1.07.2011	Allied Irish Banks	Finanse	NPRF	Irlandia	12 748,50
3	2.09.2009	Porsche Automobil Holding SE	Motoryzacja	QIA	Katar	9 983,40
4	5.03.2008	UBS AG	Finanse	GIC	Singapur	9 760,00
5	6.07.2009	France Telecom SA	Telekomunikacja	FSI	Francja	8 099,08
6	28.02.2007	Telstra Corp Ltd.	Telekomunikacja	Future Fund	Australia	7 576,77
7	26.11.2007	Citigroup Inc	Finanse	ADIA	ZEA	7 500,00
8	12.05.2009	China Construction Bank Corporation	Finanse	Temasek	Singapur	7 314,55
9	24.09.2010	Petrobras	Energia	Brazil FSB	Brazylia	7 076,64
10	28.01.2008	Citigroup Inc	Finanse	GIC	Singapur	6 880,00
11	16.10.2008	Credit Suisse Group AG	Finanse	QIA	Katar	6 000,00
11	16.07.2010	Agricultural Bank of China	Finanse	QIA	Katar	6 000,00
12	21.03.2014	A.S. Watson and Co	FMCG	Temasek	Singapur	5 700,00
13	28.12.2007	Morgan Stanley	Finanse	CIC	Chiny	5 579,14
14	16.02.2011	Cia. Espanola de Petroleos SA	Sektor energetyczny	IPIC	ZEA	5 370,00
Suma 14 największych transakcji						118 848,08

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 7.07.2016).

W tabeli 9 uwzględniono główne PFM, które zaangażowały się w pomoc instytucjom finansowych, nazwy tych instytucji oraz szacowany wynik transakcyjny z tytułu operacji.

Tabela 9. Szacunki strat poniesionych przez PFM z tytułu zaangażowania w ratowanie międzynarodowych banków (stan na 23.05.2017)

PFM	Bank	Szacowana wielkość transakcji (w mln USD)
Korea Investment Corporation	Merrill Lynch & Co Inc	2 000,0
Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch & Co Inc	2 000,0
Kuwait Investment Authority	Citigroup Inc	3 000,0
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	4 400,0
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	600,0
Temasek Holdings	Barclays PLC	2 005,3
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5 579,0
GIC	Citigroup Inc	6 880,0
GIC	UBS AG	9 760,0
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup Inc	7 500,0
Qatar Investment Authority	Barclays PLC	3 482,0
	Barclays PLC	3 276,0
Qatar Investment Authority	Credit Suisse	6 000,0
nd.	Inwestycje PFM podczas globalnego kryzysu lat 2007–2009 (sumaryczny wynik przeprowadzonych transakcji)	56 482,3
nd.	Szacowana strata netto poniesiona przez PFM na 23.05.2017 r.	-16 582,0

Szacowana strata netto różni się od sumy wyników transakcyjnych ze względu na sposób kalkulacji wyniku finansowego netto (liczne założenia księgowe).

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/swf-article/estimate-sovereign-funds-experienced-16-6-billion-in-net-losses-from-gfc-bank-bailouts/> (dostęp: 1.07.2017).

Podsumowanie

Pod względem sumy zarządzanych aktywów, PFM to największy w świecie inwestor alternatywny (PFM przewyższają skalą *Exchange Traded Funds*, fundusze hedgingowe oraz fundusze *private equity*). Alternatywny charakter PFM wynika zarówno z ich niedawnego, formalnego wyodrębnienia, jak i szerokiego wykorzystania przez te instytucje klas aktywów uważanych za nietradycyjne (m.in.

nieruchomości, tytułów uczestnictwa w funduszach hedgingowych, surowców i towarów giełdowych oraz funduszy lub bezpośrednich lokat (*private equity*).

Światowa zbiorowość PFM charakteryzuje się koncentracją i stabilnością aktywów w kręgu wąskiej grupy podmiotów, utrzymującym się prymatem PFM o surowcowym pochodzeniu swych aktywów (głównie węglowodorowym), a także heterogenicznością (związaną z pochodzeniem tych podmiotów). PFM cechują się wielostronnym wpływem zarówno na gospodarki swoich założycieli, jak i odbiorców inwestycji. Choć PFM kojarzone były z działaniami destabilizacyjnymi lub wrogimi w stosunku do celów inwestycji (na czele z aktywnością w czasie ostatniego, globalnego kryzysu), przykłady znaczniejszych transakcji podejmowanych przez te podmioty skłaniają ku bardziej umiarkowanej ocenie skutków ich zaangażowania.

FUNKCJE PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

Biorąc pod uwagę istotność państwowych funduszy majątkowych w globalnych finansach, można byłoby oczekiwać bogatego dorobku teoretycznego dotyczącego klasyfikacji tych podmiotów. Jest to jednak mylne przekonanie – systematycznych odniesień naukowych do tej problematyki jest niewiele, te zaś istniejące, częstokroć niespójne w swej strukturze, są bezkrytycznie powielane przez większość badaczy działalności PFM.

Przedmiotem niniejszego rozdziału jest więc określenie miejsca państwowych funduszy majątkowych w polityce makroekonomicznej, zarysowanie klasyfikacji PFM jako problemu badawczego, wszechstronna analiza dotychczasowych prób typologii tych instytucji, a także próba autorskiej klasyfikacji, której podstawą są empiryczne dane na temat misji wszystkich, aktywnych w skali światowej PFM. Rozdział zamyka zbiorcza ocena PFM jako narzędzia polityki finansowej na podstawie dokonanej systematyki tych podmiotów.

3.1. Geneza państwowych funduszy majątkowych i analiza ich funkcji jako problem badawczy

Fundamentalnym i pierwotnym (wobec wszystkich innych obszarów analiz) problemem badawczym dotyczącym działalności PFM jest to, jakie przesłanki przyświecają twórcom tych funduszy, czy cele postawione przed tymi podmiotami są realizowane w praktyce i czy mają one – u swego zarania – charakter racjonalny. Waga tak postawionego pytania wynika z genezy PFM jako relatywnie

niedawno wyodrębnionego narzędzia polityki finansowej⁸¹, które – jeśli ma okazać się użyteczne w kontekście społecznym i gospodarczym – musi spełniać funkcje niedostępne innym mechanizmom interwencjonizmu państwowego albo też jest w stanie realizować je w sposób prostszy.

Na wstępie tych rozważań należy podkreślić, że przesłanki utworzenia PFM i cele, jakie mają wypełniać te podmioty, mogą mieć charakter kompleksowy. W praktyce jednak można zaobserwować, iż bezpośrednim impulsem do tworzenia PFM był dynamiczny napływ rezerw dewizowych, zaś formułowanie zadań dla PFM było wtórne w stosunku do tego procesu⁸².

Analizie działalności PFM musi służyć klasyfikacja funkcjonalna państwowych funduszy majątkowych. Jej sformułowanie nie jest zadaniem łatwym z następujących powodów:

- **kontrowersyjność pojęcia „państwowe fundusze majątkowe”** – choć definicja PFM stanowi przedmiot osobnego rozdziału tej monografii, różnorodność nomenklatury związanej z tego typu instytucją przekłada się na problemy klasyfikacyjne całej grupy tych podmiotów (skoro sam ich termin bywa nieostry, przyporządkowanie PFM do ścisłych kategorii nosi także znamiona subiektywizmu);
- **różnorodność form organizacyjno-prawnych** – omawiane tu instytucje finansowe nie funkcjonują w próżni – ich kształt i struktura wynikają bowiem z uwarunkowań prawnych, instytucjonalnych i elementów tzw. ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*), których specyfika zazwyczaj odnosi się do danego państwa (suwerena) i może nie być wystarczająco uniwersalna w skali międzynarodowej⁸³;
- **kompleksowość funkcji** – na podstawie empirycznych obserwacji działalności PFM można powziąć przekonanie o niejednorodności celów stawianych przed nimi i wypełnianych przez nie – skoro zadania realizowane przez PFM bywają różnorodne⁸⁴, tym trudniej przypisać te fundusze do poszczególnych

⁸¹ Ponownie warto przywołać długą historię niektórych PFM – Texas Permanent School Fund założono już w 1854 r. (historia tego PFM w załączniku 25). PFM mają więc krótki rodowód tylko jako wydzielona pojęciowo kategoria instytucji finansowych (dyskusję terminologiczną na ten temat przeprowadzono w rozdziale 1).

⁸² Całościowo problematyka ta podjęta została w rozdziale 5 oraz w profilach poszczególnych PFM, gdzie naświetlono kontekst powoływania tych podmiotów (załączniki 1–80).

⁸³ Dotyczy to choćby różnic międzykulturowych i semantycznych. Osobną kwestią są różnice prawne działalności spółek handlowych na świecie i dominacja wzorców anglosaskich w piśmiennictwie dotyczącym PFM, choćby z racji przekładu na język angielski materiałów informacyjnych.

⁸⁴ W wielu przypadkach głównemu celowi działalności PFM towarzyszą cele szczegółowe (pomocnicze). Jeśli PFM deklaruje wiele współistniejących celów – dokonano ich hierarchizacji zgodnie z publicznie dostępnymi materiałami informacyjnymi (w przypadku rozbieżności między

- kategorii (w szczególności przy braku informacji co do wagi poszczególnych funkcji w przypadku danego PFM⁸⁵);
- **dynamika celów** – analizowane fundusze działają w skrajnie długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, co może przekładać się na różnice między zbiorem zadań wyznaczanym im w momencie ich utworzenia i sformalizowania dokumentacji, a praktyczną działalnością w następnych okresach, w których nie zawsze dokumentacja ta jest szybko aktualizowana;
 - **hybrydyzacja działalności inwestorów finansowych** – czyniąc zastrzeżenie co do kompleksowości funkcji, jakim hołdują dane PFM, warto nadmienić, iż na współczesnych rynkach finansowych stopniowo zaciera się różnica między poszczególnymi kategoriami inwestorów instytucjonalnych, zjawisko to nie omija także podmiotów podobnych w swej działalności do PFM (w pierwszym rzędzie mowa tu o spółkach skarbu państwa, funduszach *private equity*, funduszach infrastrukturalnych lub emerytalnych);
 - **upolitycznienie** – polityczny wymiar działalności PFM jest oczywisty i wynika z samej genezy tych podmiotów, może on przy tym trojako rzutować na wypełnianie przez nie funkcje: PFM mogą nie realizować postawionych przed nimi zadań, realizować je w sposób ułomny lub wdrażać cele odmienne od zapisanych na wstępie (dodatkowo trzy te podejścia do strategii operacyjnej mogą odbywać się za aprobatą ze strony organów założycielskich lub nadzorczych wobec PFM lub bez niej);
 - **nieprzejrzystość komunikacji** – analizując cele stawiane przed PFM, trudno oprzeć się wrażeniu ograniczonej konkretyzacji ich zapisów (często upolitycznienie PFM i ich otoczenia powoduje odejście od jasno sformułowanych, weryfikowalnych zadań – na rzecz wątków deskryptywnych⁸⁶, rozmytych pojęciowo, retorycznych⁸⁷ i niemierzalnych czy niepoliczalnych⁸⁸);

informacjami anglojęzycznymi i ujętymi w językach oryginalnych, priorytet przyznano danym w oryginalnych wersjach językowych).

⁸⁵ Często funkcje PFM ujmowane są jako kategorie nazywane misją, wizją lub strategią, przy czym zarówno wizji, jak i strategii przypisywane są zazwyczaj cechy aplikacyjne lub implementacyjne w stosunku do misji.

⁸⁶ Co ciekawe, zwarty opis funkcji PFM to częstokroć domena największych funduszy (por. PFM ujęte w dalszej części niniejszego opracowania, w ramach autorskiej klasyfikacji). Małe PFM – pochodzące z nisko rozwiniętych gospodarek – często formułują rozwlekłe i niekonkretne opisy swoich misji.

⁸⁷ Włącznie z treściami patriotycznymi.

⁸⁸ Niewiele PFM w sposób jednoznaczny stawia sobie jakiegokolwiek cele liczbowe (np. minimalne oczekiwane stopy zwrotu, stopy referencyjne, benchmarki itp.). Problem omówiono w rozdziale 7 niniejszej monografii – poświęconym efektywności inwestycyjnej PFM.

- **nowatorstwo problematyki** – co znamienne, systematyka funkcjonalna PFM, choć podstawowa wobec wszelkich innych prób analizy działalności tych organizmów gospodarczych, pozostaje obszarem badawczym wciąż niewystarczająco wszechstronnie i niezbyt spójnie scharakteryzowanym w literaturze naukowej i zdawkowo podejmowanym w publicystyce finansowej, co stwarza istotną lukę pojęciową⁸⁹;
- **niska aplikacyjność istniejących typologii** – użyteczność dotychczasowych metod podziału PFM jest obarczona względami praktycznymi (nie zawsze bowiem podejścia te stosowane są do jednoznacznego przypisania całej populacji PFM do wyodrębnionych zbiorów), prócz tego istniejące metody częstokroć nie umożliwiają wyłączonego przyporządkowania indywidualnych funduszy do tylko jednej z kategorii.

3.2. Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki finansowej

Państwowe fundusze majątkowe mogą służyć jako narzędzie interwencjonizmu gospodarczego. Bywa to dokonywane w ramach prób wpływu na efektywność gospodarczą przez realokację oraz redystrybucję dochodów, realizacji zasad sprawiedliwości społecznej, a także promowania stabilności gospodarczej państwa. Zaangażowanie państwa w przedmiotowe fundusze ma miejsce w ramach trzech głównych funkcji finansów publicznych⁹⁰:

- 1) **alokacyjnej** – wyrazem realizacji tej roli jest założenie, że prywatne źródła finansowania nie zawsze są w stanie sprostać niektórym przedsięwzięciom o odłożonych, dodatnich przepływach pieniężnych, których pomiar efektywności inwestycyjnej bywa problematyczny, które zaś są istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa i rozwoju społeczno-gospodarczego państwa (np. obronność, wymiar sprawiedliwości oraz organy ścigania, działalność wybranych instytucji państwowych, świadczenia społeczne, rozwój materialnej i niematerialnej infrastruktury państwowej);
- 2) **redystrybucyjnej** – podstawą tych działań jest poczucie solidaryzmu społecznego, m.in. w postaci niwelowania dysparytetów rozwoju regionalnego,

⁸⁹ Nie odnaleziono w istniejącej literaturze lub badaniach empirycznych podejścia, które stanowiłoby odwołanie do danych źródłowych pochodzących z samych PFM. Podejmowana dotąd systematyka była więc dokonywana intuicyjnie i arbitralnie.

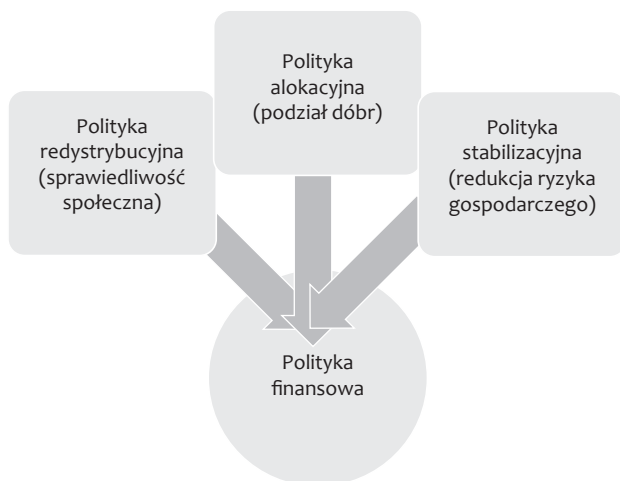
⁹⁰ G. Gołębiowski, *Znaczenie polityki finansowej i czynników społeczno-kulturowych dla rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 13 i nast.

a także przyczynianie się do poziomej i pionowej równości dochodów i zamożności populacji (także w ujęciu międzypokoleniowym), co prócz sprawiedliwości społecznej ma sprzyjać lepszemu wykorzystaniu potencjału gospodarczego;

- 3) **stabilizacyjnej** – zadaniem tego rodzaju polityki jest łagodzenie ryzyka makroekonomicznego (zwykle utożsamianego ze zmiennością), które parametryzowane jest za pomocą wielu zmiennych makroekonomicznych (m.in. produkt krajowy brutto, dochód narodowy, inwestycje, oszczędności, konsumpcja i wydatki rządowe, poziom bezrobocia, aktywność zawodowa, miary pieniądza, stopy procentowe, stopy rezerw obowiązkowych, inflacja, dług publiczny, saldo wymiany z zagranicą oraz kurs walutowy).

Wszystkie te trzy funkcje, obecne w strategiach PFM i nierozłączne w swym zakresie, składają się na realizację państwowej polityki finansowej (rysunek 14)⁹¹.

Rysunek 14. Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki finansowej



Źródło: opracowanie własne.

Liczne powiązania między trzema zasadniczymi funkcjami polityki finansowej przekładają się na części wspólne ról pełnionych przez PFM. Można więc zakładać, że pola aktywności PFM, także z uwagi na skalę tych podmiotów wobec macierzystych gospodarek, będą dotyczyć więcej niż jednego składnika polityki finansowej, choć fundusze deklarują zazwyczaj dominujący cel swego działania.

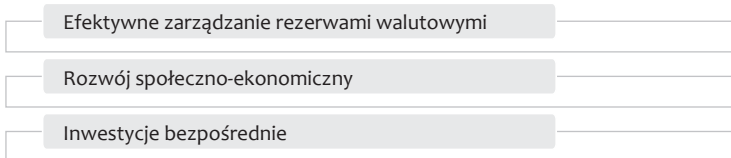
⁹¹ S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 55–62 oraz H. Zadora (red.), *Finanse*, Difin, Warszawa 2005, s. 30–33.

W dalszej części tego rozdziału dokonano analizy państwowych funduszy majątkowych jako narzędzia polityki alokacyjnej, redystrybucyjnej oraz stabilizacyjnej.

3.2.1. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki alokacyjnej

Modyfikowanie alokacji zasobów przez PFM na szczeblu centralnym może dokonywać się w ramach wielu bardziej szczegółowych strategii tych podmiotów. Oczwistym przejawem tej misji jest pragnienie poprawy efektywności zarządzania zgromadzonymi rezerwami walut obcych i kruszców. Wspieranie przez PFM rozwoju społeczno-ekonomicznego ma prowadzić do zmniejszania różnic w rozwoju poszczególnych regionów lub promowania branż uznawanych za priorytetowe. Bezpośrednie inwestycje państwowe w wybrane przedsiębiorstwa (działalności analogiczna do funduszy *private equity*) także wpisują się w ten rodzaj polityki – zaangażowanie kapitałowe PFM ma zazwyczaj dotyczyć projektów uznawanych za kluczowe ze względu na interes państwa (m.in. uwarunkowania branżowe, technologiczne, lokalizacja inwestycji lub czynniki społeczne). Na rysunku 15 przedstawiono składniki polityki alokacyjnej państwowych funduszy majątkowych.

Rysunek 15. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki alokacyjnej



Źródło: opracowanie własne.

3.2.2. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki redystrybucyjnej

Polityka redystrybucyjna to wiodący motyw działalności wielu PFM. Prócz solidaryzmu międzypokoleniowego (transferu zasobów w horyzoncie skrajnie długoterminowym), elementy tego rodzaju misji można odnaleźć także w PFM wspomagających przyszłe zobowiązania emerytalne o charakterze warunkowym lub bezwarunkowym (podobieństwo do powszechnych towarzystw emerytalnych). Redystrybucja dochodów w wyniku działalności funduszy może też odnosić się do celów społeczno-gospodarczych obejmujących wyrównywanie poziomów

rozwoju regionów, grup społecznych czy poszczególnych branż. Zestawienie czynników polityki redystrybucyjnej PFM ujęto na rysunku 16.

Rysunek 16. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki redystrybucyjnej

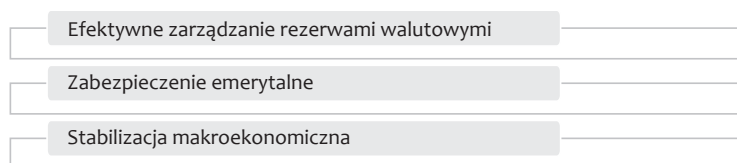


Źródło: opracowanie własne.

3.2.3. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki stabilizacyjnej

Stabilizacja makroekonomiczna może być rozumiana szeroko. Najczęściej interpretowana jest jako wpływ na redukcję zmienności (kalkulowanej na wiele sposobów) wybranych wskaźników makroekonomicznych istotnych z punktu widzenia bezpieczeństwa rozwoju państwa. W tym kontekście należy wyróżnić działalność funduszy w zakresie poprawy standardów zarządzania rezerwami walutowymi (prócz lepszej efektywności ważna jest także sterylizacja napływu walut pochodzących z eksportu). Długofalowego bezpieczeństwa makroekonomicznego dotyczy tworzenie przez PFM mechanizmów wspomagania systemów emerytalnych (wiele państw dostrzega zagrożenia płynące z niewystarczającej wydolności istniejących rozwiązań w tym zakresie). Liczne fundusze w sposób dosłowny formułują misję stabilizacji gospodarczej – czyniąc to zarówno w odniesieniu do konkretnego obszaru gospodarki, który ma podlegać interwencjonizmowi, lub też ogólnie – akcentując cele niwelowania ryzyka makroekonomicznego. Zbiór obszarów działalności PFM dotyczących stabilizacji makroekonomicznej zestawiono na rysunku 17.

Rysunek 17. Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie polityki stabilizacyjnej



Źródło: opracowanie własne.

3.3. Funkcje państwowych funduszy majątkowych – metodyka

Jak wspomiano, mimo okazałej liczby dzieł poświęconych działalności PFM *sensu largo*, wciąż niewiele z nich skupia się na systematyce funkcji realizowanych przez te fundusze. Dodatkowo wielu badaczy przyjmuje i powiela istniejące podejścia do taksonomii PFM (sformułowane m.in. przez organizacje międzynarodowe, które – w ramach sprawowanego mandatu – interesują się wpływem PFM na gospodarkę globalną⁹²). Można więc sprowadzić istniejącą typologię do kilku metod, które dość powszechnie przewijają się przez światową literaturę naukową. Krytyczny przegląd tych koncepcji umożliwia nakreślenie własnej wizji podziału PFM według ich funkcji, która z jednej strony stanowiłaby możliwie najwierniejsze odwołanie do deklaracji stawianych przez same fundusze, z drugiej zaś – zawierałaby krytyczną ocenę realizacji celów tych podmiotów na podstawie świadectw empirycznych.

W trosce o jednoznaczne rozdzielenie faktografii od interpretacji zachowano – najczęściej niejednorodną porównawczo – formę układu typologicznego istniejących metod podziału PFM, odrębnie skomentowano użyteczność tych teorii, przy formułowaniu zaś własnej klasyfikacji funkcjonalnej, oddzielono warstwę deklaratywną celów formułowanych wobec PFM przez mocodawców tych funduszy (przytoczoną *in extenso* na podstawie materiałów źródłowych) od świadectw realizacji tych celów (opatrzonych własnymi uwagami i załącznikami⁹³).

3.3.1. Typologia Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW)

Najpowszechniej stosowaną i najbardziej utrwaloną typologią działalności PFM jest podział wypracowany przez ekspertów skupionych wokół Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W ramach tej systematyki wyróżniono PFM o następujących funkcjach:

- **stabilizacyjnych** (ang. *stabilization funds*) – makroekonomiczna funkcja stabilizacyjna, choć w teorii i praktyce może być pojmowana szeroko, odnosi się w tym ujęciu wyłącznie do niwelowania zmienności cen surowców i powiązanych z tym wpływów budżetowych;

⁹² Przykładem jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), por. <https://blogs.imf.org/tag/sovereign-wealth-funds/> (dostęp: 3.03.2018).

⁹³ Cele PFM przedstawione są w profilach PFM (załączniki 1–80).

- **oszczędnościowych** (ang. *savings funds*) – nazwa tych PFM jest o tyle myląca, iż głównym zadaniem tych podmiotów nie jest przeciwdziałanie niskiej skłonności do oszczędzania pewnej populacji ludzkiej, ale międzypokoleniowy transfer bogactwa narodowego w ramach polityki zrównoważonego rozwoju;
- **inwestycji rezerw walutowych** (ang. *reserve investment corporations*) – problemem pojęciowym jest sam fakt klarownego wyodrębnienia tych PFM (jeśli ich aktywa wciąż formalnie są zaliczane do bankowych rezerw walutowych, co stanowi element metodyki MFW, trudno pojmować je jako samodzielne instytucje finansowe, np. w formie PFM);
- **rozwaju** (ang. *development funds*) – ograniczeniem interpretacyjnym w tej grupie jest brak wymogu zasilania PFM z rezerw walutowych oraz podobieństwo tych podmiotów do funduszy infrastrukturalnych, funduszy *private equity*, spółek skarbu państwa, przedsiębiorstw lub agencji państwowych;
- **rezerw emerytalnych** (ang. *pension reserve funds*) – jeśli zobowiązania do wypłaty nagromadzonych środków w formie świadczeń emerytalnych lub socjalnych mają charakter bezwarunkowy lub ich wypłata jest bardzo prawdopodobna, wówczas tego rodzaju PFM upodobniają się funkcjonalnie do powszechnych towarzystw emerytalnych sponsorowanych przez państwo, choć może istnieć tu racjonalizm w przypadku konieczności gwarantowania dodatkowych świadczeń.

W tabeli 10 zaprezentowano typologię podziału PFM według metodyki Międzynarodowego Funduszu Walutowego wraz z charakterystyką rozumienia poszczególnych funkcji.

Tabela 10. Typologia Międzynarodowego Funduszu Walutowego (2007 r.)

Nazwa kategorii	Charakterystyka
Stabilizacyjne (ang. <i>stabilization funds</i>)	Tworzone przez państwa zasobne w surowce naturalne w celu odizolowania budżetu lub całej gospodarki od zmiennych cen surowców (np. ropy naftowej). PFM tego rodzaju akumulują środki podczas okresów zasobnych w dochody surowcowe, aby wypełnić lukę finansową w okresach ubogich w te wpływy
Oszczędnościowe (ang. <i>savings funds</i>)	Ich misją jest przekazywanie bogactwa pomiędzy pokoleniami. W przypadku państw obfitujących w surowce naturalne, PFM tej kategorii zazwyczaj przekształcają nieodnawialne zasoby w zróżnicowany rodzajowo portfel międzynarodowych aktywów inwestycyjnych, który służyć ma następnym pokoleniom lub realizacji innych długofalowych celów społeczno-ekonomicznych
Inwestycji rezerw walutowych (ang. <i>reserve investment corporations</i>)	Rola tych PFM to obniżenie kosztów przechowywania rezerw walutowych (ang. <i>negative cost-of-carry</i>) lub osiągnięcie z nich wyższych stóp zwrotu. Często te PFM są formalnie traktowane jako składnik oficjalnych rezerw walutowych

Nazwa kategorii	Charakterystyka
Rozwoju (ang. <i>development funds</i>)	W przypadku tych PFM pełniona przez nie rola wiąże się z finansowaniem priorytetowych z punktu widzenia społeczno-ekonomicznego projektów (np. infrastrukturalnych)
Rezerw emerytalnych (ang. <i>pension reserve funds</i>)	PFM tego rodzaju wykazują zobowiązania emerytalne lub podobne zobowiązania socjalne zapisane w budżetach państwowych lub w sprawozdaniach okołobudżetowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report – Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies, Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds*, World Economic and Financial Surveys, Waszyngton październik 2007, s. 45–51.

3.3.2. Typologia Banku Światowego

Typologia Banku Światowego (BS) sprowadza się do ograniczonego zakresu funkcji PFM, co niekompletnie oddaje różnorodność zadań wypełnianych przez tych inwestorów i zawiera kategorie niewystarczająco czytelne pojęciowo. Zgodnie z metodyką BS podział PFM został zawężony do trzech zbiorów celów stawianych przed nimi:

- **oszczędnościowych** (ang. *saving*) – cele oszczędnościowe obejmują w tym przypadku zarówno międzypokoleniowy transfer majątku narodowego, jego ochronę, jak i obsługę długoterminowych zobowiązań państwa o charakterze warunkowym lub bezwarunkowym;
- **zapobiegawczych** (ang. *precautionary*) – termin ten (enigmatyczny w swej wymowie) dotyczy możliwości reakcji państwa na krótko- lub średnioterminowe szoki cenowe odnoszące się do surowców strategicznych;
- **buforowych** (ang. *buffer*) – ta kategoria, choć może być pojmowana podobnie do poprzedniej, wydaje się dotyczyć zarządzania płynnością finansową na szczeblu centralnym, co pokrywa się z zadaniami rutynowo wypełnianymi przez ministerstwa finansów lub banki centralne.

W tabeli 11 przedstawiono typologię podziału PFM autorstwa Banku Światowego zawierającą – prócz samych funkcji – szczegółowe cele inwestycyjne oraz znaczenie obu tych zmiennych dla strategicznej alokacji aktywów zarządzanych przez PFM.

Tabela 11. Typologia Banku Światowego (2014 r.)

Funkcja	Cele inwestycyjne	Strategiczna alokacja aktywów
Oszczędnościowa (ang. <i>saving</i>)	Równość międzypokoleniowa, ochrona majątku narodowego, finansowanie wyznaczonych długoterminowych zobowiązań lub potencjalnych świadczeń (np. emerytur)	Długoterminowy horyzont inwestycyjny, dywersyfikacja od umiarkowanej do wysokiej tolerancją ryzyka i niskimi wymogami płynności

Funkcja	Cele inwestycyjne	Strategiczna alokacja aktywów
Zapobiegawcza (ang. <i>precautionary</i>)	Stabilizacja wydatków w obliczu krótkoterminowej oraz średnioterminowej zmienności w dochodach surowcowych	Płynność, bezpieczeństwo (ochrona kapitału), krótko-, średnioterminowy horyzont inwestycyjny
Buforowa (ang. <i>buffer</i>)	Utrzymywanie powierzonych środków w celu dostosowywania terminów wypłat do ograniczeń możliwości ich absorpcji	Bezpieczeństwo (ochrona kapitału), płynność, krótko-, średnioterminowy horyzont inwestycyjny

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Gelb i in., *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance. Risks and Opportunities*, The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network Public Sector Governance Unit & Sustainable Development Network Oil, Gas and Mining Unit, Policy Research Working Paper Series, Waszyngton 2014, no. 6776, s. 1–28.

3.3.3. Typologia PricewaterhouseCoopers

Najbardziej rozbudowaną z dotychczas upowszechnionych systematyk działalności PFM jest metodyka PricewaterhouseCoopers (PwC), choć zaproponowana terminologia nie zawsze jest czytelna i jednoznaczna. Funkcje państwowych funduszy majątkowych pogrupowane przez PwC można zinterpretować w sposób następujący:

- **maksymalizacja kapitału** (ang. *capital maximization*) – według PwC misja ta sprowadza się do tak rozproszonych pojęciowo celów, jak równość międzypokoleniowa, finansowanie przyszłych świadczeń budżetowych czy inwestowanie rezerw dewizowych (to ostatnie wydaje się być najbliższe tak sformalizowanej misji);
- **stabilizacja** (ang. *stabilization*) – w rozumieniu PwC działalność stabilizacyjna PFM sprowadza się do polityki fiskalnej oraz walutowej, co nie wyczerpuje wszystkich aspektów równowagi makroekonomicznej (np. szerszego spektrum narzędzi polityki pieniężnej);
- **rozwój gospodarczy** (ang. *economic development*) – PwC akcentuje w tym segmencie działalności PFM – wykraczając poza ścisłe pojęcie ekonomii – cele rozwojowe obejmujące, prócz infrastruktury materialnej i polityki przemysłowej, także elementy społeczne („miękkie”).

W tabeli 12 zawarto typologię pogrupowania państwowych funduszy majątkowych według sformułowanej misji ogólnej, celów cząstkowych – poszerzonych o charakterystykę każdego z nich.

Tabela 12. Typologia PricewaterhouseCoopers (2015 r.)

Misja	Cel	Charakterystyka
Maksymalizacja kapitału (ang. <i>capital maximization</i>) – budowa bazy kapitałowej na rzecz przyszłego wzrostu i ochrona istniejącego majątku narodowego	Równoważenie międzypokoleniowego majątku narodowego	Inwestowanie w celu zachowania równości międzypokoleniowej – np. przekształcanie nieodnawialnych zasobów w zróżnicowany rodzajowo portfel międzynarodowych aktywów inwestycyjnych, który służyć ma następnym pokoleniom
	Finansowanie przyszłych świadczeń budżetowych	Ochrona i wzrost realnej wartości kapitałów w celu sprostania przyszłym zobowiązaniom, np. wypłatom emerytur
	Inwestowanie rezerw dewizowych	Inwestowanie nadmiernych rezerw dewizowych w potencjalnie wysoko dochodowe aktywa inwestycyjne poprzez strategie finansowe oparte na oczekiwaniu wysokich długoterminowych stóp zwrotu i obniżeniu kosztów przechowywania rezerw walutowych
Stabilizacja (ang. <i>stabilization</i>) – zarządzanie makroekonomiczne i interwencja antycykliczna	Wspomaganie stabilizacji fiskalnej	Korzystanie z fiskalnych narzędzi interwencji antycyklicznej w celu odizolowania gospodarki od wewnętrznych lub/i zewnętrznych wstrząsów gospodarczych (np. wahań cen surowców), stabilizacji konsumpcji
	Stabilizowanie kursu walutowego	Wykorzystywanie aktywów PFM do równoważenia znacznych wpływów i wydatków kapitałowych w krótkim okresie (które mogą być powodowane zmiennością cen surowców) w celu przeciwdziałania spekulacji i obniżenia skali wahań cenowych Wykorzystywanie aktywów PFM do zarządzania poziomem kapitałów wpływających do krajowej gospodarki w długim okresie, do utrzymania poziomu kursu walutowego na niskim poziomie, aby wspierać eksport i przeciwdziałać tzw. chorobie holenderskiej
Rozwój gospodarczy (ang. <i>economic development</i>) – inwestycje dokonywane w celu wsparcia długofalową wydajności gospodarczej	Inwestowanie w infrastrukturę materialną	Rozwój składników majątku narodowego, m.in. infrastruktury transportowej, sektora energetycznego, gospodarki wodnej i sektora telekomunikacji
	Inwestowanie w infrastrukturę społeczną	Rozwój infrastruktury niematerialnej: kapitału ludzkiego i instytucji, które jemu służą. Dotyczy to m.in. takich projektów społeczno-ekonomicznych, jak edukacja i ochrona zdrowia
	Prowadzenie polityki przemysłowej	Wspieranie zdywersyfikowanej gospodarki w celu zmniejszenia zależności od jednego surowca lub źródła dochodów

Źródło: opracowanie własne na podstawie PricewaterhouseCoopers, *The Taxonomy of Sovereign Investment Funds*, Londyn maj 2015, s. 1–6.

3.3.4. Typologia Sovereign Wealth Fund Institute

Wiodącym w skali światowej ośrodkiem badawczym monitorującym działalność państwowych funduszy majątkowych jest Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI). Mimo wielowątkowych studiów nad funkcjonowaniem PFM podejmowanych przez SWFI, segmentacja celów funduszy autorstwa tej organizacji odznacza się lakonizmem i niejednoznacznością. Charakterystyka rodzajowa funkcji PFM według SWFI może być zinterpretowana jako⁹⁴:

- **przeciwdziałanie zmienności** – zmienność makroekonomiczna, jaką niwelować mają PFM, sprowadza się do dwóch typów – dochodowej oraz eksportowej, nie jest przy tym ewidentne, czy interwencja antycykliczna w rozumieniu SWFI dotyczyć ma jedynie realokacji dochodów budżetowych między poszczególnymi latami, czy też szerszego spektrum działań na szczeblu centralnym;
- **dywersyfikacja** – pojęcie różnorodności rozumiane jest w tym ujęciu jako wyjście poza dochody eksportowe z eksploatacji nieodnawialnych bogactw naturalnych, przy czym nie wiadomo, jak aktywna ma być to rola: inwestycje zagraniczne PFM (z definicji niepowiązane z rodzimą gospodarką), czy mechanizmy aktywizacji pozasurowcowych działań własnej gospodarki przy użyciu państwowych funduszy majątkowych;
- **poprawa stóp zwrotu z inwestycji** – ten rodzaj PFM jest niezrozumiały, bowiem fundusze rutynowo zarządzają aktywami pochodzącymi z rezerw walutowych, nie wiadomo więc, jak należałoby oceniać ową poprawę (odniesienie do zasad efektywności portfelowej, aktywizm inwestorski w spółkach portfelowych czy dodatkowe cele społeczno-ekonomiczne?);
- **sterylizacja pieniędzy** – choć wsparcie władz monetarnych w przeciwdziałaniu nadpłynności gospodarki krajowej (spowodowanej przez konwersję dochodów eksportowych na rodzimą walutę) bywa często uwypuklane w literaturze naukowej jako zasadniczy składnik misji PFM, przegląd empirycznych świadectw funkcji wypełnianych przez nie skłania ku przekonaniu, że w praktyce nie jest to pierwszoplanowy cel;
- **oszczędności dla przyszłych pokoleń** – ta obszerna kategoria obejmuje zarówno elementy przyszłych świadczeń emerytalnych, przeciwdziałanie niskiej skłonności do oszczędzania społeczeństw, jak i aspekty solidaryzmu międzypokoleniowego;

⁹⁴ W metodyce SWFI brak jest definicji poszczególnych kategorii PFM, określono je więc na podstawie charakterystyki opublikowanej przez SWFI.

- **rozwój społeczno-ekonomiczny** – w tym zakresie pojęcie proponowane przez SWFI odpowiada celom sformułowanym przez liczną grupę PFM, które aspirują do przyczyniania się do awansu cywilizacyjnego społeczeństw, w których działają;
 - **finansowanie państw-beneficjentów** – choć cel ten wydaje się szczytny i wart jest propagowania ze względów ogólnoludzkich i etycznych, w praktyce nie występuje on jako zasadniczy składnik misji wielu PFM⁹⁵;
 - **cele polityczne** – ze względu na ścisłe związki PFM z państwem i brak możliwości wyizolowania czynników politycznych od pozostałych elementów misji, niecelowym jest wyodrębnianie tak określonej grupy PFM.
- W tabeli 13 ujęto typologię podziału PFM zgodnie z metodyką SWFI.

Tabela 13. Typologia Sovereign Wealth Fund Institute (2016 r.)

Definicja (*)	Charakterystyka
Przeciwdziałanie zmienności	Ochrona i stabilizacja budżetowa oraz ekonomiczna w obliczu zmienności dochodowej i eksportowej
Dywersyfikacja	Dywersyfikacja poza dochody eksportowe pochodzące z pozyskiwania nieodnawialnych surowców naturalnych
Poprawa stóp zwrotu z inwestycji	Wypracowywanie wyższych stóp zwrotu niż pochodzące z rezerw walutowych
Sterylizacja pieniężna	Wsparcie władz monetarnych w zarządzaniu nadmierną płynnością
Oszczędności dla przyszłych pokoleń	Gromadzenie oszczędności na rzecz przyszłych pokoleń
Rozwoju społeczno-ekonomicznego	Finansowanie rozwoju społeczno-ekonomicznego
Finansowanie państw-beneficjentów	Zrównoważone, długoterminowe dofinansowanie państw-celów inwestycji
Cele polityczne	Realizacja strategii politycznej

(*) Definicje celów sformułowano na podstawie ich charakterystyki przedstawionej przez SWFI.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (dostęp: 30.03.2018).

3.3.5. Typologia J.A. McCahery’ego i A. de Roode’a

Aktualnym podejściem do systematyki PFM w odniesieniu do funkcji realizowanych przez te podmioty jest typologia J.A. McCahery’ego i A. de Roode’a, zawarta w obszernej pozycji monograficznej na temat światowych PFM. Zgodnie z propozycją wymienionych autorów PFM można podzielić na:

⁹⁵ Wyjątkiem jest China-Africa Development Fund (CADFund). Jego profil zamieszczono w załączniku 48.

- **fundusze stabilizacyjne** (ang. *stabilization funds*) – mają one zredukować wpływ zmienności cenowej na rodzimą gospodarkę, przy czym nie wiadomo, jak przebiegać ma owa stabilizacja (wygładzenie zmienności w dochodach i wydatkach budżetowych, walka z inflacją powodowaną napływem dewiz, czy przeciwdziałanie egzogenicznym szokom cenowym?);
- **fundusze oszczędnościowe** (ang. *saving funds*) – *de facto* PFM tej kategorii mają wypełniać funkcje dywersyfikacyjne oraz międzypokoleniowego transferu bogactwa narodowego, nie wiadomo jednak, jak przedstawiać się ma połączenie obu tych zamierzeń;
- **spółki inwestycji rezerw dewizowych** (ang. *reserve investment corporations*) – w tym względzie podkreślana jest potrzeba poprawy efektywności inwestycyjnej zarządzania portfelem rezerw walutowych;
- **fundusze rozwoju** (ang. *development funds*) – PFM tego typu mają przyczyniać się do szeroko pojmowanego rozwoju gospodarek i społeczeństw państw-mocodawców omawianych funduszy;
- **fundusze potencjalnych rezerw emerytalnych** (ang. *contingent pension reserve funds*) – ta kategoria PFM ma za zadanie wypracowywać stopy zwrotu umożliwiające sprostanie przyszłym zobowiązaniom emerytalnym (nie sprecyzowano, czy ma to być funkcja podobna do przedmiotu działalności powszechnych towarzystw emerytalnych czy też inne formy zabezpieczenia emerytalnego).

W tabeli 14 zobrazowano główne aspekty typologii PFM zgodnie z koncepcją J.A. McCahery’ego i A. de Roode’a.

Tabela 14. Typologia J.A. McCahery’ego i A. de Roode’a (2017 r.)

Kategoria	Cel funduszu
Fundusze stabilizacyjne (ang. <i>stabilization funds</i>)	Minimalizacja wpływu fluktuacji cen surowców na budżet państwa i gospodarkę narodową
Fundusze oszczędnościowe (ang. <i>saving funds</i>)	Akumulacja kapitału na rzecz przyszłych pokoleń, co ma umożliwić konwersję nieodnawialnych dóbr na bardziej zdywersyfikowany portfel aktywów
Spółki inwestycji rezerw dewizowych (ang. <i>reserve investment corporations</i>)	Poszukiwanie wyższej stopy zwrotu z aktywów rezerwowych
Fundusze rozwoju (ang. <i>development funds</i>)	Poprawa perspektyw realizacji inwestycji społeczno-ekonomicznych i promocja rozwoju makroekonomicznego
Fundusze potencjalnych rezerw emerytalnych (ang. <i>contingent pension reserve funds</i>)	Wypracowywanie stóp zwrotu na rzecz obsługi zobowiązań o charakterze emerytalnym

Źródło: opracowanie własne na podstawie J.A. McCahery, A. de Roode, Co-investments of Sovereign Wealth Funds in Private Equity, [w]: D. Cumming (Ed.), G. Wood, I. Filatochev, J. Reiencke, *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford University Press, ed. 1, Oksford 2017, s. 253.

3.4. Propozycja autorskiej klasyfikacji

Punktem wyjściowym proponowanej klasyfikacji funkcji PFM są deklaracje samych funduszy w zakresie realizowanych misji (ang. *mission statements*)⁹⁶. Z reguły komunikaty te są publikowane na oficjalnych witrynach internetowych, jak i w kluczowych dokumentach informacyjnych państwowych funduszy majątkowych (statuty, raporty okresowe, prospekty)⁹⁷. W ramach oceny misji poszczególnych funduszy dokonano hierarchizacji zbioru zadań, jakie wdrażają te podmioty. W przypadku kolizji, segmentacji czy też rozproszenia celów zawartych w materiałach, za nadrzędną uznano misję PFM zaprezentowaną w deklaracji (ang. *mission statement*), za czym przemawia aktualność informacyjna. Jeśli zaś deklaracje obejmują więcej niż jeden cel, za wiodący uznano ten, który przedstawiany jest na wstępie (i któremu zdają się służyć kolejne). Konkretyzacja przesłanek działalności PFM stanowi warunek spójnej ich klasyfikacji – zrezygnowano zatem z kwalifikowania danego funduszu do więcej niż jednej kategorii (nawet jeśli różnorodność przedstawianych zadań mogłaby ku temu skłaniać).

Przeładowi misji PFM musi towarzyszyć próba krytycznej analizy funkcji, które mają wypełniać te podmioty. Jak wspomniano, praktyka może w omawianym względzie odbiegać od założeń ze względów politycznych lub efektywnościowych – włącznie z egzemplifikacją zjawisk ujętych w tzw. teorii agencji⁹⁸. W uwagach na temat funkcji PFM uwypuklono kluczowe pojęcia zawarte w przedstawionych materiałach informacyjnych (odwołując się do załączników, które zawierają charakterystykę działalności inwestycyjnej funduszy).

Proponowana klasyfikacja obejmuje sześć kategorii funkcji pełnionych przez PFM:

- 1) **solidaryzmu międzypokoleniowego,**
- 2) **efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi,**
- 3) **rozwoju społeczno-ekonomicznego,**
- 4) **zabezpieczenia emerytalnego,**
- 5) **stabilizacji makroekonomicznej,**
- 6) **inwestycji bezpośrednich.**

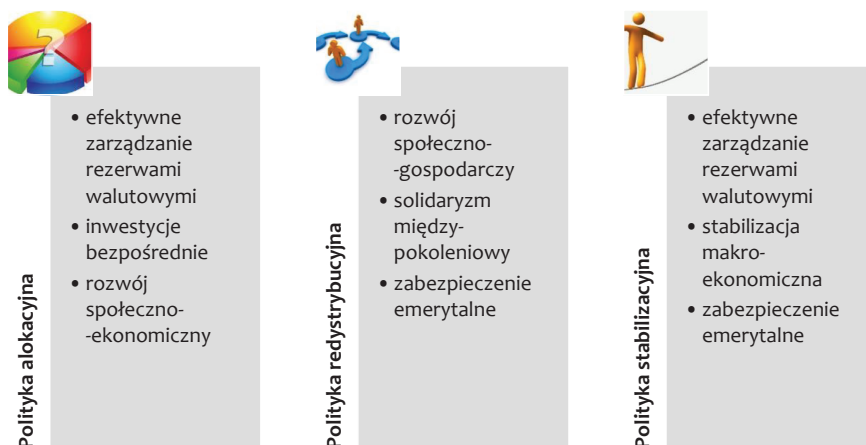
⁹⁶ Choć sformułowanie to bywa krytykowane w polskiej literaturze ekonomicznej (jako kalka z języka angielskiego), powszechność w materiałach informacyjnych PFM stanowi argument za jego zastosowaniem w przedmiotowej dyskusji.

⁹⁷ Sporządzono tłumaczenia treści na język polski.

⁹⁸ S. Bernstein i in., *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, "Journal of Economic Perspectives" 2013, vol. 27, no. 2, s. 219–238. Zob. dyskusję dotyczącą konfliktów interesów wśród organów PFM w kontekście polityki inwestycyjnej tych podmiotów.

Zadania stawiane przed PFM i realizowane przez te instytucje wpisują się w trójdziałną strukturę funkcji polityki finansowej. Jak wspomniano jednak na początku niniejszego rozdziału, wyższy poziom ogólności polityki makroekonomicznej w stosunku do celów wypełnianych przez PFM skutkuje częściami wspólnymi tych zbiorów. Funkcje PFM, które są powielane⁹⁹ wśród różnych rodzajów polityki finansowej, to efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi, rozwój społeczno-ekonomiczny oraz zabezpieczenie emerytalne (rysunek 18).

Rysunek 18. Funkcje PFM* w ramach składników polityki finansowej



* funkcje PFM w poszczególnych kategoriach polityki uszeregowano w porządku alfabetycznym.

Źródło: opracowanie własne.

3.4.1. Państwowe fundusze majątkowe solidaryzmu międzypokoleniowego

Problematyka solidaryzmu międzypokoleniowego (ang. *intergenerational solidarity*)¹⁰⁰ oraz równości międzypokoleniowej (ang. *intergenerational equity*)¹⁰¹ to przedmiot ożywionej i ugruntowanej wśród badaczy dyskusji, której genezą jest zarówno ewolucja demograficzna większości społeczeństw gospodarek wysoko-rozwinętych, jak i rosnąca świadomość poszczególnych pokoleń co do nietrwałości owoców rozwoju społeczno-ekonomicznego – w szczególności opartego

⁹⁹ Ich zestawieniu służy rysunek 18.

¹⁰⁰ M. Albertini i in., *Intergenerational transfers of time and money in European families: common patterns – different regimes?* “Journal of European Social Policy” 2007, vol. 17(4), s. 319–334.

¹⁰¹ R.M. Solow, *Intergenerational Equity and Exhaustible Resources*, “The Review of Economic Studies” 1974, vol. 41, s. 29–45.

na eksploatacji wyczerpywalnych surowców naturalnych. Pojęcie solidaryzmu międzypokoleniowego bliskie jest idei zrównoważonego rozwoju, według której „[...] to jest taki rozwój, w którym potrzeby obecnego pokolenia mogą być zaspokojone bez umniejszania szans przyszłych pokoleń na ich zaspokojenie”¹⁰². Solidaryzm międzypokoleniowy, a także równość międzypokoleniowa, stanowią obszar dociekań naukowych, w których ważne miejsce zajmuje problematyka umowy społecznej (ang. *social contract*)¹⁰³, będąca u podstaw bytu narodowego oraz sprawiedliwości społecznej¹⁰⁴.

W odniesieniu do działalności PFM typu solidaryzmu międzypokoleniowego występuje przekonanie ich założycieli (suwerenów) o tym, że napływ walut w wyniku działalności eksportowej (surowcowej lub niesurowcowej) jest nie-trwały¹⁰⁵. Akcentowana jest więc potrzeba dyscypliny, która pozwoli na transfer bogactwa narodowego na rzecz przyszłych pokoleń. Istotę solidaryzmu międzypokoleniowego w kontekście strategii zarządzania PFM stanowi więc pragnienie (administracyjnego) wymuszenia realokacji bogactwa narodowego w horyzoncie skrajnie długoterminowym. Ma to uzasadnienie praktyczne – większość państw, m.in. za sprawą relatywnie krótkich cykli wyborczych i presji populistycznych, skłania się ku krótko- i średnioterminowej redystrybucji wpływów z rezerw walutowych (surowcowych lub niesurowcowych)¹⁰⁶. Powołanie PFM stwarza więc szansę wydłużenia perspektywy makroekonomicznej i społecznej poza doraźne cele realizowane w ramach – z natury ograniczonych – cykli wyborczych lub politycznych. Pragnienie międzygeneracyjnego transferu bogactwa narodowego wiąże się z poczuciem sprawiedliwości społecznej, co *explicite* akcentowane jest przez wiele PFM z tej kategorii (tabela 15).

¹⁰² G.H. Brundtland, op. cit., s. 16 i nast.

¹⁰³ G.L. Clark i in., *Sovereign wealth funds: Legitimacy, governance, and global power*, Princeton University Press, Princeton 2013, s. 1–211. Szerzej nt. umowy społecznej jako elementu konstrukcji PFM.

¹⁰⁴ V.L. Bengtson, P.S. Oyama, *Intergenerational Solidarity and Conflict*, referat w ramach: *Intergenerational Solidarity: Strengthening Economic and Social Ties* (Expert Group Meeting), Department of Economic and Social Affairs, Division for Social Policy and Development, United Nations, Nowy Jork 23–25.10.2007, s. 1–20. Rozpatrywanie tych zjawisk nie może odbywać się w oderwaniu od międzypokoleniowych więzi lub konfliktów interesów.

¹⁰⁵ K.A. Alsweillem i in., *Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth*, A joint report by The Center for International Development, Harvard Kennedy School, The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, Cambridge 2015, s. 1–133. W literaturze często występuje określenie „dochód nadzwyczajny” (ang. *windfall gain*). Co znamienne, pierwotne znaczenie angielskiego „windfall” to „spad owocowy”, zob. definicję w Oxford Dictionaries [online]: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/windfall> (dostęp: 7.05.2018).

¹⁰⁶ Por. rozważania nt. cykli wyborczych, stopnia rozwoju instytucji demokratycznych oraz skutków gospodarczych wyborów w: B. Canes-Wrone i in., *Electoral Cycles and Democratic Development*, Princeton University, Princeton 2015, s. 1–37.

Tabela 15. Funkcje PFM solidaryzmu międzypokoleniowego (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	Government Pension Fund Global (GPF), Norwegia (998,9 mld USD)	„GPFG gromadzi oszczędności na rzecz przyszłych pokoleń Norwegów. Pewnego dnia ropa naftowa się wyczerpie, jednakże zwrot z funduszu będzie nadal przynosił korzyści norweskiej populacji” ¹⁰⁷	solidaryzm międzypokoleniowy
2	Kuwait Investment Authority (KIA), Kuwejt (524,0 mld USD)	„Misją KIA jest osiągnięcie długoterminowego zwrotu z inwestycji w rezerwy walutowe Kuwejtu, co stanowi alternatywę wobec istniejących zasobów ropy naftowej i co umożliwi przyszłym pokoleniom Kuwejtczyków sprostanie niepewnościom z większym bezpieczeństwem” ¹⁰⁸	solidaryzm międzypokoleniowy, dywersyfikacja gospodarcza
3	Government of Singapore Investment Corporation (GIC), Singapur (359,0 mld USD)	„Misją GIC jest inwestowanie perspektywiczne – przez alokację aktywów opartą na przesłankach merytorycznych i metodach ilościowych – przyczynianie się do dobrobytu obecnego i przyszłych pokoleń Singapurczyków” ¹⁰⁹	solidaryzm międzypokoleniowy, efektywność zarządzania aktywami
4	Qatar Investment Authority (QIA), Katar (320,0 mld USD)	„Misją QIA jest tak inwestować, rozwijać i wykorzystywać rezerwy walutowe Kataru, aby tworzyć długoterminową wartość dla państwa i przyszłych pokoleń Katarczyków. Towarzyszyć temu ma wspieranie rozwoju konkurencyjności katarskiej gospodarki, poprawa dywersyfikacji ekonomicznej i rozwój społeczny. QIA chce uchodzić za światowej klasy instytucję inwestycyjną i być preferowanym partnerem wobec inwestorów, finansistów i innych interesariuszy” ¹¹⁰	solidaryzm międzypokoleniowy, rozwój konkurencyjności i dywersyfikacji gospodarczej, rozwój społeczny, reputacja międzynarodowa
5	Temasek Holdings (Temasek), Singapur (197,0 mld USD)	„Temasek to inwestor międzypokoleniowy, który stara się działać na rzecz przyszłego rozwoju. Wśród zasad funkcjonowania Temasek są: aktywność inwestorska, długoterminowy i zrównoważony profil inwestycyjny, perspektywiczne pojmowanie procesu inwestycji, uczciwość i dążenie do doskonałości oraz odpowiedzialne zarządzanie aktywami. Temasek stara się rozwijać solidarne społeczeństwo obywatelskie” ¹¹¹	solidaryzm międzypokoleniowy, aktywizm inwestorski, długoterminowa perspektywa, etyka, społeczeństwo obywatelskie

¹⁰⁷ Witryna internetowa Norges Bank Investment Management (NBIM): <https://www.nbim.no/en/the-fund/> (dostęp: 18.02.2018).

¹⁰⁸ Witryna internetowa Kuwait Investment Authority (KIA): <http://www.kia.gov.kw/en/ABO-UTKIA/Pages/MissionVision.aspx> (dostęp: 18.02.2018).

¹⁰⁹ Witryna internetowa Government of Singapore Investment Corporation (GIC): <http://www.gic.com.sg/home-ch> (dostęp: 19.02.2018).

¹¹⁰ Witryna internetowa Qatar Investment Authority (QIA): <http://www.qia.qa/About/Our-Mission.aspx> (dostęp: 20.02.2018).

¹¹¹ Witryna internetowa Temasek Holdings (Temasek): <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-purpose.html> (dostęp: 20.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
6	Australian Future Fund (AFF), Australia (105,4 mld USD)	„AFF to australijski PFM odpowiedzialny za inwestycje na rzecz przyszłych pokoleń Australijczyków. AFF powołano w 2006 r. w celu wzmocnienia długoterminowej pozycji finansowej Australii i obecnie w ramach AFF zarządzanych jest pięć subfunduszy (o zindywidualizowanej strategii: Future Fund, DisabilityCare Australia Fund, Medical Research Future Fund i dwa fundusze typu <i>Nation-building</i>)” ¹¹²	solidaryzm międzypokoleniowy, stabilizacja finansowa państwa, subfundusze o zróżnicowanej polityce inwestycyjnej
7	National Development Fund of (the Islamic Republic of) Iran (NDFI), Iran (91,0 mld USD)	„NDFI jako niepaństwowy podmiot publiczny, cieszy się niezależnością decyzyjną, wyznaje przejrzyste i odpowiedzialne standardy zarządzania, a także angażuje się w przestrzeganie etyki funkcjonowania, m.in. w ramach Zasad z Santiago. Główne podstawy etyki NDFI to: jasny i spójnie komunikowany ład korporacyjny, optymalne zarządzanie portfelowe, umiarkowane ryzyko, dywersyfikacja portfelowa, zgodność z lokalnymi i międzynarodowymi regulacjami, międzypokoleniowy charakter zarządzania aktywami przy uwzględnieniu: czynników wzrostu gospodarczego, uwarunkowań ekosystemu, zrównoważonego rozwoju, regularnego raportowania istotnych zdarzeń NDFI, odpowiedzialności społecznej celów inwestycji, równości praw inwestorów, powstrzymywania się od: korupcji, prania brudnych pieniędzy i innych praktyk nieetycznych i nieprzejrzystych, niewykorzystywania w podejmowanych inwestycjach informacji wewnętrznej” ¹¹³	etyka, zasady przejrzystości, ład korporacyjny, efektywność portfelowa, praworządność, zrównoważony rozwój
8	Libyan Investment Authority (LIA), Libia (66,0 mld USD)	„Celem działalności LIA jest stworzenie zdywersyfikowanego źródła bogactwa narodowego na rzecz przyszłych pokoleń przez inwestycje międzynarodowe o perspektywie zrównoważonej i długoterminowej. Ostatecznym mocodawcą LIA jest naród libijski. Mandat LIA to ochrona, zabezpieczenie i pomnażanie aktywów i inwestycji. W ramach swojej działalności LIA dąży do dywersyfikacji portfelowej, minimalizacji uzależnienia gospodarczego od produkcji ropy naftowej i gazu ziemnego oraz lokowania aktywów za granicą zgodnie z rachunkiem ekonomicznym i wśród wielu branż. Mimo że większość aktywów LIA utrzymywana jest poza Libią, LIA może także lokować niewielką część swoich środków w kraju, co czyni przez lokalny fundusz rozwoju inwestycyjnego. W procesie zarządzania aktywami priorytetem LIA jest zapewnienie bezpieczeństwa przyszłych pokoleń Libijczyków, równowagi finansowej w sferze realnego rozwoju gospodarczego, a także przyszłej stabilizacji i prosperity obywateli Libii” ¹¹⁴	solidaryzm międzypokoleniowy, dywersyfikacja gospodarcza, efektywność portfelowa, bezpieczeństwo, stabilizacja, prosperity

¹¹² Witryna internetowa Australia Future Fund (AFF): <http://www.futurefund.gov.au/> (dostęp: 21.02.2018).

¹¹³ Witryna internetowa National Development Fund of [the Islamic Republic of] Iran (NDFI): <http://en.ndfi.ir/About-NDF/Mission> (dostęp: 22.02.2018).

¹¹⁴ Witryna Libyan Investment Authority (LIA): <http://www.lia.com.mt/en/> (dostęp: 23.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
9	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ), Azerbejdżan (33,1 mld USD)	„Misją SOFAZ jest przekształcanie wyczerpywalnych zasobów węglowodorów [Azerbejdżanu] w aktywa finansowe tworzące stały dochód na rzecz obecnych i przyszłych pokoleń [Azerów]. Fundamentem filozofii SOFAZ jest zapewnienie międzypokoleniowej równości w podziale bogactw z tytułu eksploatacji ropy naftowej. Głównym celem utworzenia SOFAZ jest akumulacja i efektywne zarządzanie przychodami z ropy naftowej. Cele częściowe to: 1) utrzymanie stabilizacji makroekonomicznej, zapewnianie dyscypliny fiskalno-podatkowej, obniżanie zależności [gospodarki Azerbejdżanu] od dochodów z ropy naftowej i stymulowanie rozwoju sektora nienaftowego, 2) biorąc pod uwagę wyczerpywalność zasobów ropy naftowej i gazu ziemnego, zapewnianie międzypokoleniowej równości w podziale pożytków z bogactw naturalnych, gromadzenie i ochrona dochodów z tych zasobów na rzecz przyszłych pokoleń, 3) finansowanie istotnych inwestycji państwowych, których celem jest wspieranie rozwoju społeczno-ekonomicznego” ¹¹⁵	solidaryzm międzypokoleniowy, dywersyfikacja gospodarcza, stabilizacja makroekonomiczna, równość międzypokoleniowa, inwestycje prorozwojowe
10	New Mexico State Investment Council (NMSIC), Nowy Meksyk, USA (20,2 mld USD)	„Misja NMSIC to ochrona i rozwój kapitału żelaznego (ang. <i>endowment funds</i>) na rzecz obecnego i przyszłych pokoleń [mieszkańców Stanu Nowy Meksyk] przez rozsądne i profesjonalne zarządzanie inwestycyjne. Wizja NMSIC to osiągnięcie standardów najbardziej efektywnych i najbardziej szanowanych PFM na świecie. Wśród wartości NMSIC są: odpowiedzialność (pośłannictwo, wiedza i wiarygodność), doskonałość (umiejętności, profesjonalizm, dążenie do jakości), uczciwość (etyka, postępowanie według zasad, rzetelność), duma (przywództwo, identyfikacja z postawionymi celami, zaangażowanie), szacunek (praca zespołowa, komunikacja, koleżeństwo)” ¹¹⁶	solidaryzm międzypokoleniowy, ochrona kapitału, prymat wśród PFM, etyka
11	State General Reserve Fund (SGRF), Oman (18,0 mld USD)	„Wizja SGRF to wsparcie wysiłków rządu w celu osiągnięcia stabilności finansowej i dywersyfikacji gospodarki krajowej oraz efektywny wkład do ciągłego rozwoju państwa, co zapewnić ma bogactwo kraju dla przyszłych pokoleń. Misja SGRF to osiągnięcie trwałych przychodów finansowych poprzez inwestowanie nadwyżki finansowej państwa w różne klasy aktywów zagranicznych, które cechują się dopuszczalnym ryzykiem oraz odgrywanie wiodącej roli w motywowaniu i tworzeniu strategicznych projektów w Sułtanacie [Omanu].	solidaryzm międzypokoleniowy, stabilizacja dochodów, dywersyfikacja lokat, inwestycje strategiczne, efektywność portfelowa, reputacja międzynarodowa,

¹¹⁵ Witryna internetowa State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ): http://www.oilfund.az/az_AZ/about_found/meqsed-ve-felsefe.asp (dostęp: 22.02.2018).

¹¹⁶ Witryna internetowa New Mexico State Investment Council (NMSIC): <http://www.sic.state.nm.us/uploads/files/NMSIC%20Mission%20Statement.pdf> (dostęp: 28.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		Cele SGRF obejmują: 1) maksymalizację przychodów z inwestycji i administrowanie nimi w sposób rozważny przy dążeniu do minimalizacji ryzyka, 2) inwestowanie środków funduszu w celu osiągnięcia możliwie najwyższych stóp zwrotu przy zachowaniu segmentacji ryzyka, 3) kierowanie inwestowaniem w sposób strategiczny, w stosunkowo długiej perspektywie, 4) prymat w stosowaniu najlepszych praktyk międzynarodowych, 5) wykorzystywanie międzynarodowej sieci powiązań Funduszu, do przyciągania inwestycji do Sułtanatu i promowania inwestowania na szczeblu lokalnym, 6) komunikacja ze społeczeństwem przy budowaniu przyszłości Omanu, 7) rozwijanie kompetencji lokalnych poprzez inwestowanie w społeczeństwo Omanu, tak aby utrzymać unikalną pozycję SGRF w środowisku gospodarczym i finansowym ¹¹⁷	lobbying inwestycyjny, rozwój lokalnej gospodarki
12	Timor-Leste Petroleum Fund (PFTL), Timor Wschodni (16,6 mld USD)	„PFTL przyczynia się do roztropnego zarządzania zasobami ropy naftowej z korzyścią dla obecnego i przyszłych pokoleń [Timorczyków]. PFTL jest narzędziem przyczyniającym się do należytej polityki fiskalnej, której odpowiednie rozeźnienie i waga wynikają z długoterminowych interesów obywateli Timoru Wschodniego” ¹¹⁸	solidaryzm międzypokoleniowy, odpowiedzialność fiskalna, długoterminowa perspektywa
13	Alberta Heritage Savings Trust Fund (HSTF), Alberta, Kanada (13,4 mld USD)	„Misją HSTF jest zapewnienie roztropnego zarządzania oszczędnościami pochodzącymi z [eksploatacji] nieodnawialnych zasobów Alberta, zapewniając maksymalne przychody finansowe z tych oszczędności na rzecz obecnego i przyszłych pokoleń mieszkańców Alberta” ¹¹⁹	solidaryzm międzypokoleniowy, roztropne zarządzanie
14	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF), Wyoming, USA (7,3 mld USD)	„Przyjmując ogólniejszą perspektywę, chciałbym przede wszystkim wezwać do przyjęcia w tej sesji poprawki do konstytucji, która ustanawia rezerwę mineralną lub akcyzę dla stałych środków finansowych stanu. Mam na myśli poprawkę do konstytucji, ponieważ jeśli naprawdę mamy na względzie przyszłe pokolenia, jeśli chcemy przekazać im jakiś zasób pochodzący z wyczerpywalnych surowców mineralnych tego stanu, to musi to być zawarowane poprawką do konstytucji.	solidaryzm międzypokoleniowy, gospodarka wodna

¹¹⁷ Witryna internetowa State General Reserve Fund (SGRF): <https://www.sgrf.gov.om/Index.php?r=en%2Fsite%2Fabout#vision> (dostęp: 28.02.2018).

¹¹⁸ Witryna internetowa Timor-Leste Petroleum Fund (TLPF): <https://www.mof.gov.tl/budget-spending/petroleum-fund/?lang=tl> (dostęp: 28.02.2018). Por. także podstawę prawną utworzenia funduszu (ustawa o PFTL): <http://www.mof.gov.tl/wp-content/uploads/2011/09/Petroleum-Fund-Law-English.pdf> (dostęp: 28.02.2018).

¹¹⁹ Witryna internetowa Alberta Heritage Savings Trust Fund (HSTF): <http://finance.alberta.ca/business/ahstf/index.html> (dostęp: 1.03.2018) oraz preambuła Alberta Heritage Savings Trust Fund Act, Revised Statutes of Alberta 2000, Chapter A-23, wersja z 11.12.2015, Edmonton s. 3.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		W przeciwnym razie niektóre przyszłe zapisy ustawowe mogą być partykularne i zawierać dyspozycję szybkiego rozdysponowania całego tego majątku. Jestem przekonany, bardzo mocno, że każdemu przyrostowi wpływów [z eksploatacji minerałów] powinna towarzyszyć zmiana konstytucji, której celem jest powołanie stałego funduszu, zaś dochody z tego funduszu powinny być wykorzystane przez te i przyszłe organy ustawodawcze na pomoc w zakresie oddziaływania na rzecz rozwoju gospodarki wodnej, a także innych potrzeb, które ten stan robi i będzie potrzebować ¹²⁰	
15	Pula Fund (PF), Botswana (5,7 mld USD)	„PF to długoterminowy inwestor portfelowy. Powstał w 1994 r. w celu zabezpieczenia części dochodu z eksportu diamentów na rzecz przyszłych pokoleń [Botswanańczyków]. Dzięki utworzeniu odrębnego podmiotu inwestycyjnego możliwe było zapewnienie, długoterminowej premii inwestycyjnej w polityce zarządzania [aktywami]. Rezerwy walutowe, które przekraczają kwoty oczekiwane w średnim okresie, są przekazywane do PF i inwestowane zgodnie z wytycznymi inwestycyjnymi. PF dąży do ostrożnego zarządzania aktywami oraz zgodności z Zasadami z Santiago ¹²¹ ”	solidaryzm międzypokoleniowy, efektywność portfelowa, mechanizm dokapitalizowania,
16	North Dakota Legacy Fund (NDLF), Dakota Północna, USA (4,3 mld USD)	„NDLF powstał m.in. w wyniku przekonania, że dochody państwa z [eksploatacji] ropy naftowej i gazu ziemnego dostępne będą w jedynie w ograniczonym horyzoncie czasowym. NDLF odkłada dysponowanie 30% tych wpływów na rzecz przyszłych pokoleń. Podstawowa misja NDLF to ochrona realnej, indeksowanej inflacją siły nabywczej zgromadzonych aktywów funduszu ¹²² ”	solidaryzm międzypokoleniowy, mechanizm refinansowania, ochrona powiększonego kapitału w ujęciu realnym
17	Alabama Trust Fund (ATF), Alabama, USA (2,7 mld USD)	„ATF powołano, aby zapewnić trwałe pożytki dla stanu Alabama i jego obywateli, w sposób nieodwołalny, i permanentny, przy czym szczegółowe zasady finansowania i administracji ATF ujęto w dalszych zapisach niniejszej poprawki ¹²³ ”	solidaryzm międzypokoleniowy, nieodwołalność, permanentność PFM

¹²⁰ Dane Wyoming Taxpayer Association (WYOTAX) na temat działalności Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWWMTF) – The Permanent Wyoming Mineral Trust Fund Facts & FAQs – dostępne na witrynie WYOTAX: http://wyotax.org/_pdfs/2017/Apr/PWWMTFCombined2016.pdf (dostęp: 02.03.2018).

¹²¹ Witryna internetowa Pula Fund (PF): <http://www.bankofbotswana.bw/content/2009103013033-pula-fund> (dostęp 4.03.2018).

¹²² Investment Policy Statement, Appendix C, p. 2. Materiał dostępny na oficjalnym portalu rządu Dakoty Północnej: <http://www.legis.nd.gov/assembly/62-2011/docs/pdf/lbs090611appendixc.pdf> (dostęp: 10.03.2018).

¹²³ Poprawka (ratyfikowana) nr 450, Sekcja 1 do Konstytucji Stanu Alabama: https://en.wikisource.org/wiki/Alabama_State_Constitution_of_1901/Amendments_401-500#Amendment_450_ratified (dostęp: 10.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
18	Ghana Heritage Fund (GHF), subfundusz Ghana Petroleum Funds (GPF), Ghana (0,45 mld USD dla obu subfunduszy GPF)	„Celem GHF jest zapewnienie kapitału żelaznego (ang. <i>Endowment</i>) na rzecz utrzymania dobrobytu przyszłych pokoleń [Ghańczyków], po wyczerpaniu się podziemnych złóż ropy naftowej” ¹²⁴	solidaryzm międzypokoleniowy
19	Western Australian Future Fund (WAFF), Australia (0,3 mld USD)	„Jesteśmy australijskim PFM odpowiedzialnym za inwestowanie na rzecz przyszłych pokoleń Australijczyków. Założono nas w 2006 r., aby wesprzeć długoterminową pozycję finansową Związku [Australijskiego]” ¹²⁵	solidaryzm międzypokoleniowy, stabilizacja finansowa państwa
20	Fund for Future Generations, Gwinea Równikowa (0,08 mld USD)	„Od czasu odkrycia pól naftowych Zafiro w sierpniu 1996 r. gospodarka Gwinei Równikowej zdominowana jest przez wydobycie węgłowodórów – stanowiących prawie 100,00% eksportu i 88,70% PKB, który w tym okresie wzrósł dziesięciokrotnie (właśnie dzięki eksploatacji tych surowców). Gwinea Równikowa wydobywa także metanol i skroplony gaz ziemny. Rząd – w ramach FFG – przeznacza 0,5% dochodów z ropy naftowej na rzecz dobrobytu przyszłych pokoleń” ¹²⁶	solidaryzm międzypokoleniowy

Źródło: opracowanie własne.

3.4.2. Państwowe fundusze majątkowe efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi

Państwowe fundusze majątkowe zaliczone do tej kategorii akcentują te standardy zarządzania aktywami, które są konkurencyjne wobec innych funduszy, czy – szerzej – inwestorów instytucjonalnych. Innymi słowy, aspiracją tych PFM jest taki poziom profesjonalizacji usług zarządzania powierzonym majątkiem, jaki może być nieosiągalny dla innych podmiotów publicznych czy inwestorów ściśle komercyjnych. Zazwyczaj uznaje się, że przedsiębiorstwa inwestycyjne

¹²⁴ *Petroleum.... op. cit.*, Section 11, punkt 2, Ministry of Finance and Economic Planning, Akra 12.07.2010.

¹²⁵ Witryna internetowa Western Australian Future Fund (WAFF): <http://www.futurefund.gov.au/> (dostęp: 30.03.2018).

¹²⁶ Brak publicznie dostępnych, oficjalnych danych na temat tego PFM, trzeba więc polegać na opracowaniach zbiorczych, por. R. Yonga, *Guide des Fonds Souverains Africains*, African Markets, wrzesień 2014, s. 10.

o charakterze czysto wolnorynkowym (np. fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*), m.in. ze względu na proefektywnościowe aspekty uposażania swoich menedżerów¹²⁷, są w stanie wypracować zarówno wyższy poziom nowatorstwa strategii inwestycyjnych, jak i efektywności portfelowej, od inwestorów publicznych (np. funduszy emerytalnych lub funduszy inwestycyjnych).

Zadanie stojące przed PFM jest więc ambitne; można jednak sobie wyobrazić, że niektóre z tych instytucji – przy odpowiednim ukształtowaniu swego ładu korporacyjnego – są w stanie stworzyć skuteczną konkurencję w tym zakresie¹²⁸. Jak wspomniano przy omawianiu specyfiki PFM skoncentrowanych na inwestycjach bezpośrednich, różnicą w stosunku do analizowanej w tym miejscu kategorii PFM jest priorytetyzacja pryncypiów efektywności portfelowej (jako stóp zwrotu odnoszonych do ryzyka), co skłania do poszukiwania aktywów cechujących się relatywnie wysoką płynnością oraz dywersyfikacji lokat inwestycyjnych. Zamierzenia te są szczególnie adekwatne w stosunku do (częstokroć konserwatywnego i pasywnego) zarządzania rezerwami walutowymi przez banki centralne¹²⁹. Dodatkowe środki, wykraczające poza konieczność realizacji tradycyjnej polityki pieniężnej, mogą skłaniać do powoływania PFM w tym obszarze. Wówczas sprawują one pieczę nad wyodrębnioną transzą rezerw walutowych, której są przypisane specyficzne parametry inwestycyjne oraz płynnościowe¹³⁰ (tabela 16).

¹²⁷ Co znajduje potwierdzenie w danych na temat amerykańskiego rynku inwestycyjnego: Callan Institute, *2017 Investment Management Fee Survey: U.S. Institutional Fund Sponsors and Investment Managers*, San Francisco 2017, s. 1–46.

¹²⁸ Jest to nie tylko pochodną działalności samych PFM, ale także jakości otoczenia ich macierzystych rynków. Większość PFM powstaje w państwach o relatywnie słabo rozwiniętych rynkach finansowych, ich funkcjonowanie w tego typu warunkach ma większy sens niż w państwach o zaawansowanych standardach zarządzania inwestycyjnego.

¹²⁹ Por. B.A. Jones, *Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections*, IMF Working Paper, WP/18/31, International Monetary Fund, Waszyngton luty 2018, s. 1–30 oraz S. Ramaswamy, *Managing international reserves: how does diversification affect financial costs?* „BIS Quarterly Review” 2008, Bank for International Settlements, Bazylea 2008, s. 45–55. Zob. także wytyczne IMF dot. zarządzania rezerwami walutowymi na witrynie internetowej tej organizacji: <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm#I> (dostęp: 5.05.2018).

¹³⁰ G. Smith, J. Nugée, *The changing role of central bank foreign exchange reserves*, Official Monetary and Financial Institutions Forum, Londyn wrzesień 2015, s. 1–32.

Tabela 16. Funkcje państwowych funduszy majątkowych efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	China Investment Corporation (CIC), Chiny (900,0 mld USD)	„CIC działa na podstawie mandatu dotyczącego dywersyfikacji chińskich rezerw walutowych i dąży do osiągnięcia maksymalnych zysków dla swojego suwerena, w granicach dopuszczalnej tolerancji ryzyka” ¹³¹	dywersyfikacja, efektywność portfelowa
2	Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA) Foreign Holdings, Arabia Saudyjska (494,0 mld USD)	„Najważniejsze funkcje Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA) to prowadzenie bankowych czynności na rzecz rządu, funkcja emisyjna (w odniesieniu do waluty krajowej – rialu), wzmacnianie waluty saudyjskiej i stabilizacja jej wartości zewnętrznej oraz wewnętrznej, zarządzanie rezerwami walutowymi Królestwa, prowadzenie polityki pieniężnej i utrzymywanie stabilnego poziomu cen oraz kursu walutowego, wspieranie rozwoju systemu finansowego i zapewnianie jego stabilności, nadzór nad: bankami komercyjnymi i pośrednikami w obrocie dewizowym, spółdzielczymi przedsiębiorstwami ubezpieczeniowymi i przedstawicielami wolnych zawodów w zakresie działalności ubezpieczeniowej, przedsiębiorstwami finansowymi oraz biurami informacji kredytowej” ¹³²	funkcje banku centralnego
3	Hong Kong Monetary Authority, HKMA (Investment Portfolio), Hongkong/ Chiny (456,6 mld USD)	„Główne funkcje HKMA to: utrzymywanie stabilności walutowej w ramach systemu powiązanego kursu walutowego (ang. <i>linked exchange rate</i>), promowanie stabilności i rzetelności systemu finansowego (w tym bankowego) Hongkongu, umacnianie statusu Hongkongu jako międzynarodowego centrum finansowego – w tym utrzymywanie i rozwój infrastruktury w zakresie zarządzania funduszem walutowym (ang. <i>exchange fund</i>)” ¹³³	interwencja kursowa, promocja centrum finansowego, rozwój infrastruktury technicznej

¹³¹ Witryna internetowa China Investment Corporation (CIC): http://www.china-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/jZFbc4IwEIX_Sj14pFkgEDxSQMCW1IEchEsmasEBmMDDgePDXF7BXYnPKZr63L7sPZeIMsHuVcluVSNYPdaZSb_BBNXZwwYiew22BV70o2_CT88cgHQW0HysSfVr_Kd3fDvA5AsAsKVb6H4ELlIFAKH5Pz3MHBte_T8d9GQOocEBHe5ShLHEiug1Rqo6FEw-mSzhdkSgUStzf2qa7sXoJl-bKKRdLiDw3tKfbtuN9T3e85qzn_fA0NhA9IXrSyY6V_F0nJ5LnWqEYeq4qmGBNyTHhim6dLYOsLLUwCUo1lIxtJYM6RA74sRx4JjkBsqgmQJF8mrZScf-FmXeovR4Ox0fM80fRervAKO3F4herM56I/dl5/d5/L3dHQSEvUUtRZy9nQSEh/ (dostęp: 18.02.2018).

¹³² Witryna internetowa Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA): <http://www.sama.gov.sa/enS/About/Pages/SAMAFunction.aspx> (dostęp: 19.02.2018).

¹³³ Hong Kong Monetary Authority (HKMA): <http://www.hkma.gov.hk/eng/about-the-hkma/hkma/about-hkma.shtml> (dostęp: 19.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
4	State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Company, Chiny (441,0 mld USD)	„Główne funkcje SAFE to: prowadzenie studiów, formułowanie rekomendacji politycznych i zarządzanie systemem rezerw walutowych, ryzykiem bilansu płatniczego, narzędzi politycznych na rzecz stopniowego rozwoju wymienialności RMB ¹³⁴ w ramach bilansu obrotów kapitałowych oraz wspomagania i rozwoju rynku walutowego, dostarczanie rekomendacji i podstaw dla Chińskiego Banku Ludowego do formułowania polityki kursowej RMB” ¹³⁵	prace badawcze, rekomendacje polityczne, funkcje banku centralnego
5	Abu Dhabi Investment Council (ADIC), Abu Zabi, ZEA (110,0 mld USD)	„ADIC dąży do prymatu wśród najbardziej efektywnych instytucji inwestycyjnych zaangażowanych w zarządzanie aktywami i osiągającymi wysokie i trwałe stopy zwrotu w długim okresie. ADIC: pomaga rządowi w wypracowywaniu trwałego sukcesu finansowego i ochronę kapitału wraz z zapewnianiem przyszłej prosperity, a także w coraz większym stopniu angażuje się we wsparcie zrównoważonego rozwoju gospodarki Abu Zabi” ¹³⁶	prymat wśród PFM, efektywność portfelowa, długi horyzont inwestycyjny, ochrona kapitału, prosperity i zrównoważony rozwój gospodarki
6	Alaska Permanent Fund Corporation (APFC), Alaska, USA (61,5 mld USD)	„APFC działa w sposób godny, pełen szacunku i profesjonalny, nieustannie zdobywając i umacniając zaufanie interesariuszy. APFC zobowiązuje się do ochrony powierzonych aktywów, zasobów i informacji. Dąży do perfekcji przez samodoskonalenie, innowacyjne rozwiązania i otwartą, kreatywną kulturę organizacyjną. Motywacją są dla APFC wyzwania i korzyści związane ze służbą Alasce” ¹³⁷	profesjonalizm, ład korporacyjny, ochrona kapitału, profesjonalizm, kultura organizacyjna
7	Brunei Investment Agency (BIA), Brunei (40,0 mld USD)	„Misją BIA jest zabezpieczenie suwerenności narodowej Brunei Darussalam przez dynamiczne zarządzanie rezerwami [walutowymi]. Wizja to osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, Wśród podstawowych wartości BIA są: (arab. <i>amanah</i>), tj. wypełnianie zadań na najwyższym poziomie kompetencji, a przy tym z (arab. <i>taqwa</i>), tj. sumiennie i uczciwie, szacunek, praca zespołowa o dążenie do doskonałości” ¹³⁸	suwerenność narodowa, dynamiczne zarządzanie rezerwami walutowymi, efektywność inwestycyjna, kompetencje, etyka

¹³⁴ Ze względu na spójność pojęciową, terminologię Ludowego Banku Chin (ang. *The People's Bank of China*, PBC), a także praktykę międzynarodową, jednostka monetarna Chińskiej Republiki Ludowej ujmowana jest jako „rimimbi” (trad. chiń. 人民幣) (RMB); zob. informacja w witrynie PBC: <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/index.html> (dostęp: 19.02.2018).

¹³⁵ Witryna internetowa State Administration of Foreign Exchange (SAFE): <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/AboutSAFE/Major> (dostęp: 19.02.2018).

¹³⁶ Witryna internetowa Abu Dhabi Investment Council (ADIC): <https://www.abudhabi.ae/portal/public/en/departments/adic;jsessionid=8c213s8nwIBBvh8RtC02np8fzhsMKa1Q7wIG0o0zTkCe3p4vRKDK!-498330238!547349751!1519174733607> (dostęp: 21.02.2018).

¹³⁷ Witryna internetowa Alaska Permanent Fund Corporation (APFC): <https://apfc.org/who-we-are/guiding-principles/#mission> (dostęp: 26.02.2018).

¹³⁸ Witryna internetowa Brunei Investment Agency (BIA): <http://www.mof.gov.bn/Brunei%20Investment%20Agency/Home.aspx> (dostęp: 27.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
8	Oman Investment Fund (OIF), Oman (6,0 mld USD)	„OIF jako podmiot stanowiący wyłączną własność rządu Sułtanatu Omanu, inwestuje środki państwowe w celu zbudowania zdywersyfikowanego portfela aktywów w branżach: produkcyjnej, usług i projektów [strategicznych], a także w innych obszarach gospodarki, które nie są sprzeczne z celami i interesami pozostałych instytucji rządowych Omanu, zasilanego w całości przez Ministerstwo Finansów Omanu” ¹³⁹	dywersyfikacja portfela w wybranych branżach
9	National Investment Corporation (NIC), Kazachstan (2,0 mld USD)	„NIC jest wyspecjalizowaną instytucją finansową zarządzającą częścią rezerw walutowych, złota i ich pochodnych Narodowego Banku Republiki Kazachstanu w sposób określony przez ustawodawstwo Republiki Kazachstanu. Główną misją NIC jest poprawa efektywności zarządzania powierzonymi aktywami i zwiększenie ich rentowności w długim okresie. Dla realizacji tych celów NIC inwestuje w tradycyjne i alternatywne aktywa na międzynarodowych rynkach finansowych, obierając horyzont 10–20 lat, oraz podejmuje inne działania związane ze skutecznym zarządzaniem aktywami. Powołanie NIC stanowi konieczny krok w nowej, globalnej rzeczywistości gospodarczej z uwagą na jakościowe zmiany koncepcyjne i strukturalne [procesów] zarządzania międzynarodowymi aktywami i wolę maksymalizacji stóp zwrotu i polepszenia dywersyfikacji międzynarodowych lokat Republiki Kazachstanu” ¹⁴⁰	efektywność zarządzania aktywami, zwiększanie długookresowej stopy zwrotu, dywersyfikacja rodzajowa lokat, świadomość strukturalnych przemian na rynkach finansowych
10	Sharjah Asset Management (SAM), Szardża, ZEA (bd.)	„Strategia SAM to: wizja – przekształcenie się w najlepszy podmiot inwestycyjny w regionie do 2025 r., misja – opracowanie innowacyjnych systemów inwestycyjnych w celu osiągnięcia finansowej stabilności, poprawy ekonomicznego rozwoju Szardży i zbudowania partnerskiego i profesjonalnego zespołu specjalistów, wartości – odpowiedzialność, elastyczność, profesjonalizm, partnerstwo, uczciwość i innowacja, cele – finansowe (maksymalizacja wartości powierzonych aktywów i dywersyfikacja portfela inwestycyjnego w celu uzyskania maksymalnych stóp zwrotu), operacyjne (stosowanie najlepszych praktyk zarządzania projektami do realizacji inwestycji), klienckie (wdrażanie wyrafinowanych usług na rzecz maksymalnej satysfakcji i zaufania klientów i interesariuszy) oraz edukacyjne (zatrudnianie wysoko wykwalifikowanych, krajowych profesjonalistów i zwiększanie efektywności istniejących kadr)” ¹⁴¹	prymat w regionie, innowacja finansowa, rozwój państwa, partnerstwo, profesjonalizm i etyka w zarządzaniu aktywami, efektywność portfelowa, satysfakcja klientów, kapitał ludzki w procesie zarządzania aktywami

Źródło: opracowanie własne.

¹³⁹ Witryna internetowa Oman Investment Fund (OIF): <http://www.oif.om/Arabic.html> (dostęp: 4.03.2018).

¹⁴⁰ Witryna internetowa National Investment Corporation (NIC): <http://www.nicnkb.kz/kk> (dostęp: 8.03.2018).

¹⁴¹ Witryna internetowa Sharjah Asset Management (SAM): <http://sam.gov.ae/pages/about> (dostęp: 31.03.2018).

3.4.3. Państwowe fundusze majątkowe rozwoju społeczno-ekonomicznego

Choć solidaryzm społeczny jest kierunkowo zbieżny z pragnieniem rozwoju społeczno-ekonomicznego, to można wskazać na istotne różnice warunkujące wyodrębnienie tej drugiej kategorii. W przypadku państwowych funduszy majątkowych, obierających za cel międzypokoleniowy transfer bogactwa narodowego, zasadniczą przesłanką tego mechanizmu jest sprawiedliwość (lub równość) społeczna wykraczająca poza jedną generację (ang. *intergenerational equity*) – redystrybucja zasobów ma się dokonywać w skrajnie długim horyzoncie, co wymaga dyscypliny zapewnianej przez PFM.

Państwowe fundusze majątkowe rozwoju społeczno-ekonomicznego mają sprostać cywilizacyjnym zamierzeniom¹⁴², które są związane z poprawą wydajności pracy, konkurencyjności międzynarodowej, polepszeniem szans rozwojowych, modernizacją i dywersyfikacją ekonomiczną, promocją strategicznie istotnych branż, minimalizacją niedoborów w systemach socjalnych, aktywizacją zawodową, a także aspektami etycznymi i moralnymi dokonywanych inwestycji. Finalizacja tych planów może – ale nie musi – dokonywać się w okresach międzypokoleniowych, podyktowana ona jest bowiem specyfiką celów rozwojowych (często doraźnych) stawianych przed PFM.

Szczególną pozycję w tej kategorii mają cele związane z rozwojem infrastruktury (materialnej i ludzkiej, np. w formie tzw. kapitału intelektualnego¹⁴³), co odzwierciedla przekonanie o nieskuteczności rynku (ang. *market failure*) i kapitału prywatnego w finansowaniu rozwoju tego obszaru gospodarczego¹⁴⁴ (tabela 17).

¹⁴² J.C. Ott, *Government and Happiness in 130 Nations: Good Governance Fosters Higher Level and More Equality of Happiness*, „Social Indicators Research” 2010, vol. 102(1), s. 1–22.

¹⁴³ L. Edvinsson, M.S. Malone, *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, HarperBusiness (HarperCollins Publishers), Nowy Jork 1997, s. 1–240.

¹⁴⁴ H. Strauss (Ed.), *Public and private financing of infrastructure: Evolution and economics of private infrastructure finance*, „EIB Papers”, European Investment Bank (EIB), 2010, vol. 15, no. 1, s. 1–150.

Tabela 17. Funkcje państwowych funduszy majątkowych rozwoju społeczno-ekonomicznego (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Abu Zabi, ZEA (828,0mld USD)	„Misją ADIA jest utrzymanie długoterminowej prosperity Abu Zabi przez rozważne pomnażanie zasobów kapitałowych dzięki zdyscyplinowanemu procesowi inwestycyjnemu i zaangażowaniu specjalistów, których wysiłek odzwierciedla wartości wyznawane przez ADIA” ¹⁴⁵	prosperity, wzrost kapitału, dyscyplina, profesjonalizm, etyka
2	National Social Security Fund (NSSF), Chiny (295,0mld USD)	„NSSF służy jako państwowy fundusz rezerwy ubezpieczeń społecznych w celu uzupełnienia i zabezpieczenia wydatków socjalnych, takich jak ubezpieczenia społeczne, w szczytowym okresie starzenia się ludności. Źródła finansowania NSSF obejmują wpływy fiskalne ze strony rządu centralnego, transfer majątku narodowego oraz wpływy z inwestycji funduszu, a także kapitał pozyskany za pomocą innych metod zatwierdzonych przez Radę Państwa Chińskiej Republiki Ludowej” ¹⁴⁶	czynniki demograficzne
3	Public Investment Fund (PIF), Arabia Saudyjska (223,9mld USD)	„Misją PIF jest: aktywne inwestowanie w perspektywie długoterminowej w celu maksymalizacji trwałych stóp zwrotu z kapitału, pełnienie roli atrakcyjnego partnera w odniesieniu do globalnych możliwości inwestycyjnych, a także umożliwianie rozwoju gospodarczego i dywersyfikacji saudyjskiej gospodarki” ¹⁴⁷	efektywność inwestycyjna, globalne inwestycje, rozwój, dywersyfikacja gospodarcza
4	Investment Corporation of Dubai (ICD), Dubaj, ZEA (209,5USD)	„ICD działa na rzecz umacniania pozycji Dubaju jako globalnej, konkurencyjnej gospodarki przez wykorzystywanie okazji inwestycyjnych w celu powiększenia bogactwa narodowego i zabezpieczenia dostatniej przyszłości dla swego narodu” ¹⁴⁸	globalna konkurencyjność gospodarcza, wzrost kapitału, solidaryzm międzypokoleniowy
5	Mubadala Investment Company (Mubadala), Abu Zabi, ZEA (125,0mld USD)	„Mubadala to innowacyjny, globalny inwestor, który zarządza kapitałem odpowiedzialnie i nowoczesnie w celu przyspieszenia rozwoju gospodarczego Abu Zabi. Jako wiodąca, strategiczna spółka inwestycyjna Abu Zabi, Mubadala obecna jest w 13 branżach i ponad 30 państwach świata, przyczyniając się do budowania trwałej wartości dla naszego właściciela, rządu Abu Zabi” ¹⁴⁹	innowacja, globalizacja, nowoczesność, rozwój gospodarczy, stabilny wzrost kapitału

¹⁴⁵ Witryna internetowa Abu Dhabi Investment Authority (ADIA): <http://www.adia.ae/En/About/Mission.aspx> (dostęp: 18.02.2018).

¹⁴⁶ Witryna internetowa National Social Security Fund (NSSF): http://www.ssf.gov.cn/Eng_Introduction/201206/t20120620_5603.html (dostęp: 19.02.2018).

¹⁴⁷ Witryna internetowa Public Investment Fund (PIF): <http://www.pif.gov.sa/AboutPIF.html> (dostęp: 20.02.2018).

¹⁴⁸ Witryna internetowa Investment Corporation of Dubai (ICD): <https://www.icd.gov.ae/about-icd/icd-values/> (dostęp: 20.02.2018).

¹⁴⁹ Witryna internetowa Mubadala Investment Company (Mubadala): <https://www.mubadala.com/en/who-we-are/about-the-company> (dostęp: 21.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
6	Korea Investment Corporation (KIC), Korea (122,3 USD)	„Wizja KIC to pełnienie roli lidera wśród PFM, stanowiąc fundament narodowego rozwoju gospodarczego przez powiększanie majątku narodowego. Misja KIC obejmuje: rozbudowę majątku narodowego (zachowanie i polepszenie międzynarodowej siły nabywczej zarządzanych aktywów dzięki osiągnięciu stóp zwrotu przewyższających poziom inflacji) oraz przyczynianie się do rozwoju sektora finansowego (promowanie profesjonalnych standardów zarządzania aktywami i upowszechniać zagraniczną wiedzę inwestycyjną wśród koreańskich przedsiębiorstw finansowych w celu zwiększenia ich konkurencyjności” ¹⁵⁰	prymat wśród PFM, rozwój gospodarczy, rozbudowa majątku, rozwój branży finansowej
7	Samruk-Kazyna JSC (SK), Kazachstan (60,9 mld USD)	„Misją SK jest pomnażanie dobrobytu narodowego Republiki Kazachstanu i wspieranie modernizacji jej gospodarki. Wizja SK to pełnienie roli efektywnego i elastycznego holdingu [inwestycyjnego], którego wyniki inwestycyjne sprostać mogą wiodącym PFM i dużym podmiotom <i>private equity</i> . Strategia SK jest trójdziała: 1) powiększanie długoterminowej wartości spółek portfelowych, 2) udział w modernizacji gospodarki narodowej, 3) wspieranie zrównoważonego rozwoju [gospodarki kazachskiej]” ¹⁵¹	dobrobyt narodowy, modernizacja gospodarki, efektywność, elastyczność inwestycyjna, prymat wobec PFM i <i>private equity</i> , wzrost wartości portfela, zrównoważony rozwój gospodarki
8	Kazakhstan National Fund (KNF), Kazachstan (57,9 mld USD)	„Fundusz ten utworzono w celu zapewnienia stabilnego rozwoju narodowego, gromadzenia środków na rzecz przyszłych pokoleń oraz ograniczenia wpływu negatywnych czynników zewnętrznych na gospodarkę” ¹⁵²	rozwój narodowy, solidaryzm międzypokoleniowy, przeciwdziałanie egzogenicznym szokom gospodarczym
9	Khazanah Nasional (Khazanah), Malezja (38,7 mld USD)	„Mandat Khazanah obejmuje kreowanie zrównoważonej wartości [inwestycji] i kultywowanie kultury, która przyczynia się do rozwoju konkurencyjności gospodarczej Malezji. Wykorzystując proaktywne podejście inwestycyjne, Khazanah dąży do budowy realnej wartości poprzez zarządzanie kluczowymi składnikami portfela, wykorzystując globalną pozycję na rzecz kreowania czynników wzrostu, a także podejmowanie inwestycji, których dynamika strategicznie przyczyni się do wzrostu gospodarczego.	zrównoważony wzrost aktywów, konkurencyjność gospodarcza, wzrost gospodarczy, rozwój kapitału intelektualnego

¹⁵⁰ Witryna internetowa Korea Investment Corporation (KIC): <http://www.kic.kr/en/01/01/03.jsp> (dostęp: 21.02.2018).

¹⁵¹ Witryna internetowa Samruk-Kazyna JSC (SK): <https://sk.kz/en/about-fund/strategy-and-mission/> (dostęp: 27.02.2018).

¹⁵² *Kazakhstan. Country Study Guide*, International Business Publications, Strategic Information and Developments, Waszyngton 2013, vol. 1, s. 226. Por. także: *National Fund of the Republic of Kazakhstan*, Revenue Watch Institute i Vale Columbia Center (A Joint Center of Columbia Law School and The Earth Institute at Columbia University), Waszyngton wrzesień 2013, 1–13.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		Khazanah aktywnie rozwija kapitał ludzki, społeczny i kompetencyjny państwa. Wizja Khazanah to prymat w regionie w zakresie inwestowania strategicznego, które tworzy zrównoważoną wartość [aktywów] dla globalnie konkurencyjnej Malezji ¹⁵³	
10	Texas Permanent School Fund (PSF), Teksas, USA (37,7 mld USD)	„Celem PSF, zapisanym w Konstytucji Teksasu, jest wsparcie i utrzymanie efektywnego systemu publicznego i bezpłatnego dostępu do szkolnictwa [Stanu Teksas]. Stanowa Komisja Edukacji (ang. State Board of Education, SBOE) postrzega PSF jako instytucję o nieskończonym okresie funkcjonowania. Zgodnie z wieczną perspektywą działania, PSF to fundusz z [tzw.] kapitałem żelaznym (ang. endowment), o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym. SBOE starać się będzie zarządzać PSF w sposób spójny, trzymając się następujących zasad: tworzenie dochodów na rzecz szkół publicznych Teksasu, realny wzrost wartości wkładów do PSF, ochrona powierzonego kapitału i godzenie interesów obecnych i przyszłych pokoleń dzieci i młodzieży szkolnej Teksasu. PSF dążyć będzie do utrzymania równości międzypokoleniowej w ramach stałych wypłat środków przeznaczanych na uczniów i studentów (uwzględniając inflację)” ¹⁵⁴	rozwój szkolnictwa, solidaryzm międzypokoleniowy w dostępie do edukacji
11	Emirates Investment Authority (EIA), ZEA (34,0 mld USD)	„EIA jako zarządzający majątkiem Zjednoczonych Emiratów Arabskich (ZEA) upoważniona jest do strategicznego inwestowania aktywów powierzonych przez rząd federalny w celu tworzenia ich długoterminowej wartości dla ZEA i przyczyniania się do przyszłego dobrobytu państwa. W krótkim okresie EIA ma wyjątkową szansę stać się istotnym partnerem wobec znaczących, światowej klasy projektów inwestycyjnych na poziomie lokalnym, regionalnym i międzynarodowym” ¹⁵⁵	długoterminowy wzrost wartości aktywów na rzecz dobrobytu państwa
12	Permanent University Fund (PUF), Teksas, USA (17,3 mld USD)	„PUF to publiczny fundusz, który przyczynia się do utrzymania uprawnionych instytucji [szkolnictwa wyższego] Systemu Uniwersytetu Teksasu (ang. The University of Texas System) i Systemu Texas A&M University (ang. The Texas A&M University System) zgodnie z § VII, ust. 18 Konstytucji Teksasu” ¹⁵⁶	utrzymanie placówek szkolnictwa wyższego

¹⁵³ Witryna internetowa Khazanah Nasional (Khazanah): <http://www.khazanah.com.my/Abo-ut-Khazanah/Corporate-Profile> (dostęp: 28.02.2018).

¹⁵⁴ Witryna internetowa administracji Stanu Teksas: [http://texreg.sos.state.tx.us/public/readtac\\$ext.TacPage?sl=R&app=9&p_dir=&p_rloc=&p_tloc=&p_ploc=&pg=1&p_tac=&ti=19&pt=2&ch=33&rl=10](http://texreg.sos.state.tx.us/public/readtac$ext.TacPage?sl=R&app=9&p_dir=&p_rloc=&p_tloc=&p_ploc=&pg=1&p_tac=&ti=19&pt=2&ch=33&rl=10) (dostęp: 28.02.2018 r.).

¹⁵⁵ Witryna internetowa Emirates Investment Authority (EIA): <http://www.eia.gov.ae/> (dostęp: 28.02.2018).

¹⁵⁶ Witryna Permanent University Fund (PUF): <https://www.utsystem.edu/sites/default/files/landing-pages/puf/ut-system-puf-infographic-2018.png> (dostęp: 28.02.2018) oraz odnośne zapisy Konstytucji Teksasu: <http://www.statutes.legis.state.tx.us/Docs/CN/htm/CN.7.htm> (dostęp: 28.02.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
13	Ireland Strategic Investment Fund (ISIF), Irlandia (8,5 mld USD)	„ISIF ma mandat do inwestowania na zasadach komercyjnych w sposób wspierający rozwój gospodarczy i aktywizację zarodową Irlandii. ISIF różni się od pozostałych form zbiorowego inwestowania. Preferuje odległy horyzont inwestycyjny i dlatego może działać jako stabilne i trwałe źródło długoterminowego kapitału. Znamionuje się elastycznością w poziomie i strukturze oferowanego dokapitalizowania, a zatem jest w stanie sprostać ewoluującym potrzebom i lukom finansowym [swych beneficjentów]. ISIF stara się inwestować w cele o komercyjnym charakterze oraz korzystnym wymiarze ogólnoeconomicznym. Fundusz ten ma za zadanie odgrywanie roli preferowanego inwestora wobec sponsorów i doradców spółek i projektów inwestycyjnych. ISIF inwestorem strategicznym o silnych powiązaniach zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. Posiada wyjątkową pozycję, aby tworzyć więzi i stymulować innowacje wśród wielu kategorii przedsiębiorstw, rozwijając i dostarczając szanse rozwoju, które w przeciwnym razie mogłyby nie zostać zrealizowane. Charakter ogólnoeconomiczny działalności ISIF określany jest mianem podwójnego zysku (ang. <i>double bottom line</i>), tj. dążenia do możliwie najwyższych stóp zwrotu wraz z szerszymi korzyściami gospodarczymi, których wyznacznikiem są: komplementarność (ang. <i>additionality</i>) wobec parametrów rozwoju makroeconomicznego (np. wartość dodana brutto lub produkt krajowy brutto, zastępowalność (ang. <i>displacement</i>) odnoszona do komplementarności w innej części gospodarki [irlandzkiej] oraz nieistotność (ang. <i>deadweight</i>), która zachodzi, jeśli korzyści ogólnoeconomiczne wystąpiłyby niezależnie od istnienia inwestycji ISIF” ¹⁵⁷	rozwój gospodarczy, aktywizacja zawodowa, długi horyzont inwestycyjny, elastyczność, tzw. podwójny zysk (ang. <i>double bottom line</i>)
14	China-Africa Development Fund (CADFund), Chiny (5,0 mld USD)	„CADFund, pionierski chiński PFM skoncentrowany na inwestycjach w Afryce, wspiera proces industrializacji i modernizacji rolnictwa oraz niezależnego i zrównoważonego rozwoju państw afrykańskich, odwołując się do chińsko-afrykańskiej współpracy cechującej się uczciwością, przejrzystymi wynikami inwestycyjnymi, wzajemnym zrozumieniem i szczerością intencji, a także zasadami: rządowego przywództwa, rynkowych warunków działania, działalności komercyjnej i synergii operacyjnych. CADFund skupia się na przezwyciężaniu trzech głównych barier rozwoju gospodarek afrykańskich: niedorozwiniętej infrastruktury, ograniczonego rozwoju zasobów ludzkich i luki w dostępie do finansowania.	rozwój państw afrykańskich, etyka, przezwyciężanie strukturalnych barier rozwoju gospodarek odbiorców inwestycji, koncentracja na rozbudowie infrastruktury, podział ryzyka inwestycyjnego, partnerstwo między inwestorem a celem inwestycji

¹⁵⁷ Witryna internetowa Ireland Strategic Investment Fund (ISIF): <http://isif.ie/abouts/> (dostęp: 1.03.2018) oraz <http://isif.ie/how-we-invest/> (dostęp: 1.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		<p>Projekty inwestycyjne dobierane są zgodnie z «strategiczną koniecznością inwestycji, potencjałem stóp zwrotu i trwałości rozwoju przedsiębiorstw» jako wyjściowych parametrów, przy czym priorytetowe znaczenie ma budowa «trzech głównych sieci komunikacyjnych» (tj. kolei dużych prędkości, autostrad i dróg regionalnych oraz portów lotniczych) w Afryce. Misja funduszu obejmuje: a) dzielenie się ryzykiem inwestycyjnym z przedsiębiorstwami i poprawę jakości kredytowej dla odpowiednich projektów opartą na partnerstwie inwestycyjnym, b) świadczenie usług informacyjnych i pomoc przedsiębiorstwom w analizie inwestycyjnej otoczenia gospodarczego państw afrykańskich, c) promocję więzi między chińskimi i afrykańskimi partnerami w ramach projektów inwestycyjnych¹⁵⁸</p>	
15	<p>Fundo Soberano de Angola (FSDA), Angola (4,6 mld USD)</p>	<p>Wizją FSDA – promowanie społecznego i gospodarczego rozwoju Angoli, gromadzenie majątku narodowego na rzecz mieszkańców Angoli. Misja FSDA – koncentracja inwestycji na tworzeniu trwałych źródeł przychodów finansowych, które sprzyjają rozwojowi mieszkańców, gospodarki i sektorowi przemysłowemu Angoli. Zarządzanie zdywersyfikowanym portfelem inwestycji i aktywne partnerstwo w tym obszarze. Wartości FSDA – fundusz ten kieruje się zbiorem wartości, które są wiodące we wszystkich działaniach i dążeniach FSDA: przejrzystość (możliwie wysokie wskazania w zestawieniach Zasad z Santiago i wskaźników przejrzystości Linaburga-Maduella), odpowiedzialność (dbałość o interesy wszystkich interesariuszy, zgodność z GAPP oraz Zasadami z Santiago), zaangażowanie (wola wywierania pozytywnego wpływu na wszystkich interesariuszy, w szczególności na Angolczyków) oraz uczciwość (poszanowanie interesów i systemów prawnych – Angoli i państw-celów inwestycji)¹⁵⁹</p>	<p>rozwój społeczno-ekonomiczny, solidaryzm międzypokoleniowy, dywersyfikacja portfelowa, wartości etyczne</p>
16	<p>Utah School & Institutional Trust Funds Office (SITFO), Utah, USA (2,0 mld USD)</p>	<p>Misją Utah SITFO jest odpowiedzialna maksymalizacja zwrotu z zainwestowanego kapitału zakładowego na rzecz bieżących i przyszłych projektów edukacyjnych [stanu] Utah. Utah SITFO jest niezależnym zespołem inwestorów, których celem jest finansowanie placówek oświatowych stanu Utah. Celem Utah SITFO jest firmowanie odpowiedzialności inwestorskiej na rzecz lepszej przyszłości i bardziej sprawiedliwego funkcjonowania publicznych placówek edukacji [stanu] Utah. Dla realizacji tych zamierzeń Utah SITFO opiera swe decyzje inwestycyjne</p>	<p>wsparcie edukacji, finansowanie placówek oświatowych, teoria portfelowa, długoterminowa orientacja, profesjonalizm inwestowania</p>

¹⁵⁸ Witryna internetowa China Development Bank (CDB), wyłącznego założyciela i kapitałodawcy CADFund: <http://www.cdb.com.cn/English/ywgl/zhjryw/zffzjyxgs/> [dostęp: 10.03.2018 r.].

¹⁵⁹ Witryna internetowa Fundo Soberano de Angola (FSDA): http://www.fundosoberano.ao/?page_id=73 [dostęp: 10.03.2018 r.].

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		na badaniach empirycznych i ugruntowanej teorii portfelowej. Przedkłada długoterminowy wzrost aktywów nad krótkoterminowymi zyskami, bezstronną analizę nad intuicyjnymi osądami i zawsze podejmuje decyzje inwestycyjne poza wpływami politycznymi i z całkowitym oddaniem szkołom, uniwersytetom i instytucjom publicznym, którym przyszło nam służyć ¹⁶⁰	
17	Idaho Endowment Fund Investment Board (EFIB), Idaho, USA (2,0mld USA)	„Misja EFIB to świadczenie profesjonalnych usług zarządzania aktywami na rzecz interesariuszy zgodnie z konstytucyjnym i ustawowym mandatem EFIB. Kiedy Idaho dołączyło do USA ¹⁶¹ , amerykański Kongres nadał dobra ziemskie w celu tworzenia [przyszłych] wpływów na cele edukacyjne i inne (ubezpieczenia publiczne, uzdatnianie wody pitnej, ochrona środowiska, a także programów wspomagania standingu kredytowego obligacji ¹⁶² emitowanych przez publiczne placówki oświatowe [stanu Idaho]” ¹⁶³	cele edukacyjne, ubezpieczenia, gospodarka wodna, ochrona środowiska, poprawa jakości obligacji emitowanych przez szkoły
18	Bayelsa Development and Investment Corporation (BDIC), Bayelsa, Nigeria (1,5mld USD)	Celem BDIC jest: a) skuteczne inwestowanie i zarządzanie aktywami przyznanymi przez rząd stanu Bayelsa zgodnie z zapisami niniejszej ustawy, b) uzyskiwanie możliwie najlepszych stóp zwrotu z aktywów, zgodnie z zapisami niniejszej ustawy, z uwzględnieniem: potrzeby ochrony lub innego wsparcia długoterminowej wartości ekonomicznej tych aktywów, kosztu nabycia i obsługi tych aktywów, kosztów operacyjnych BDIC i pozostałych, innych czynników uznawanych przez BDIC za istotne dla osiągnięcia celów, c) inwestować w taką działalność komercyjną, rolniczą i przemysłową lub przedsięwzięcia, które mogłyby być z zyskiem podjęte, d) prowadzenie, umacnianie i wspieranie działalności gospodarczej i handlowej w stanie Bayelsa, e) inicjowanie projektów, po dogłębnej ocenie ryzyka i zwrotu, w następujących obszarach: rafinerie ropy naftowej, przemysł petrochemiczny, drogi płatne, autostrady, woda, gospodarka ściekami, gospodarka odpadami, służba zdrowia, nieruchomości i inne działania, które mogą być prowadzone rentownie, f) rozwój lub rozbudowa zasobów ludzkich, aby stopniowo i skutecznie zapewniać kontrolę i nadzór nad głównymi branżami, w których [BDIC] ma znaczące udziały,	efektywność inwestowania, ochrona kapitału, branżowy katalog preferencji inwestycyjnych (infrastruktura materialna i niematerialna)

¹⁶⁰ Witryna internetowa Utah School & Institutional Trust Funds Office (SITFO): <https://sitfo.utah.gov/abouts/> (dostęp: 8.03.2018).

¹⁶¹ W 1890 r. (jako 43. stan), zob. historia stanu Idaho na witrynie internetowej tego stanu: <https://www.idaho.gov/about-idaho/history/>

¹⁶² Ang. *credit enhancement programs*, zob. witryna internetowa [Idaho] Endowment Fund Investment Board (EFIB): <https://efib.idaho.gov/> (dostęp: 15.03.2018).

¹⁶³ *Ibidem*.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		g) zachęty i pomoc w rozwoju i dywersyfikacji handlu i przemysłu w [Stanie] Bayelsa, w tym usług pomocniczych i okalających” ¹⁶⁴	
19	Nigerian Sovereign Investment Authority (NSIA), Nigeria (1,4 mld USD)	„Misja – odgrywanie wiodącej roli w umacnianiu zrównoważonego rozwoju gospodarczego [Nigerii] z korzyścią dla wszystkich Nigeryjczyków przez: budowę bazy oszczędnościowej, rozwój infrastruktury, a także stabilizację w okresach kryzysu gospodarczego. Wizja – promocja NSIA jako wiodącego PFM w świecie, uczestnictwo w mobilizacji inwestycji na rzecz rozwoju gospodarczego Nigerii. Wartości – wzór dyscypliny fiskalnej, kultura kształtowana przez wartości przewyższające standardy służby publicznej: dyscyplinę, uczciwość i przejrzystość” ¹⁶⁵	zrównoważony rozwój, pomnażanie oszczędności, rozwój infrastruktury, interwencja antycykliczna, profesjonalizm, etyka inwestowania
20	Louisiana Education Quality Trust Fund (LEQTF), Luizjana, USA (1,3 mld USD)	„Środki LEQTF przeznaczone są i przydzielane przez ustawodawcę na wybrane lub wszystkie z następujących celów edukacyjnych – w celu poprawy rozwoju ogólnogospodarczego – na szczeblu wyższym: a) ściśle określone projekty badawcze uniwersytetów publicznych i prywatnych stanu Luizjana, b) fundowanie katedr dla wybitnych uczonych, c) poprawa jakości akademickich, badawczych lub rolniczych katedr lub jednostek badawczych w ramach kolegiów, uczelni lub uniwersytetów (z wyłączeniem jednostek zajmujących się sportem, d) zatrudnienie wybitnych studentów, a także na szczeblu podstawowym lub średnim: a) zapewnienie wynagrodzeń dla kuratorów miejskich lub parafialnych placówek oświatowych, zapewnienie najwyższej jakości podręczników, pozycji bibliotecznych, sprzętu i innych pomocy edukacyjnych, c) finansowanie flagowych programów nauczania szkół podstawowych, średnich lub zawodowych, w celu poprawy efektów kształcenia podstawowego, średniego lub umiejętności zawodowych, d) finansowanie ściśle określonych projektów badawczych, w tym programów pilotażowych, mających na celu poprawę efektów kształcenia podstawowego i średniego, e) finansowanie programów wyrównawczych w ramach szkół letnich i programów przedszkolnych, f) finansowanie nauczania języków obcych w szkołach podstawowych i średnich, g) finansowanie kadry pedagogicznej w ramach programów stypendialnych dla przyszłych nauczycieli w obszarach	szeroki katalog mechanizmów wsparcia dla szkolnictwa wyższego stanu Luizjana

¹⁶⁴ Bayelsa Development and Investment Corporation Law, Section 5, Yenagoa 2012, s. 5–7; akt prawny dostępny na portalu Food and Agriculture Organization (FAO) of the United Nations (Legal Office – FAOLEX): <http://extwprlegs1.fao.org/docs/pdf/nig151155.pdf> (dostęp: 16.03.2018).

¹⁶⁵ Witryna internetowa Nigerian Sovereign Investment Authority (NSIA): <http://nsia.com.ng/abouts/corporate-philosophy> (dostęp: 19.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		akademickich, w których występuje skrajny niedobór pracowników ¹⁶⁶	
21	Development Fund for Iraq (DFI), Irak (0,9mld USD)	brak informacji źródłowych i medialnych – klasyfikacja dokonana na podstawie nazwy PFM	bd.
22	Palestine Investment Fund (PIF), Palestyna (0,8mld USD)	„Naszą wizją jest promocja suwerennego i pełnego sukcesów państwa palestyńskiego zbudowanego na podstawach innowacyjnej gospodarki sprzyjającej aktywizacji społecznej i wspieranej przez prężny sektor prywatny. Naszą misją jest maksymalizacja pozytywnych skutków społecznych przez inwestycje w innowacje i partnerstwo w strategicznych projektach dotyczących słabo rozwiniętych i strategicznie ważnych obszarów gospodarki Palestyny ¹⁶⁷ ”	inwestowanie zaangażowane społecznie (ang. <i>impact investing</i>)
23	West Virginia Future Fund (WVFF), Wirginia Zachodnia, USA (bd.)	„Celem WVFF jest czerpanie dochodów z nieodnawialnych zasobów naturalnych, które z czasem ulegną wyczerpaniu i zastąpienie ich odnawialnym źródłem stałego bogactwa dla Stanu Wirginia Zachodnia. W przeciwnym razie dochody z tych zasobów zmniejszą się nieodwracalnie. WVFF ma troszczyć się także o to, aby przyszłe pokolenia mogły korzystać z bogactw naturalnych Stanu [Wirginia Zachodnia], kiedy aktywa zdeponowane w WVFF i zainwestowane przez WVFF i powiększą się. Po roku podatkowym 2020 WVFF może zacząć wypłacać dywidendy lub dochody odsetkowe w celu sfinansowania szeregu obszarów, w tym edukacji, rozwoju pracowniczego, gospodarczego i dywersyfikacji ekonomicznej, poprawy infrastruktury i implementacji ulg podatkowych ¹⁶⁸ ”	przekształcenie źródeł wpływów budżetowych (z odnawialnych na nieodnawialne), solidaryzm międzypokoleniowy, cele rozwojowe (edukacja, aktywność zawodowa, dywersyfikacja gospodarcza, rozwój infrastruktury)
24	Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo (FMP), Meksyk (bd.)	„FMP powołano w wyniku reformy konstytucyjnej [Meksyku], w celu zarządzania i zapewnienia przejrzystości pochodzenia i przeznaczenia dochodów z eksploatacji ropy naftowej, administrowania aspektami finansowymi umów dotyczących poszukiwania i wydobycia węglowodorów, a także tworzenia i utrzymania długoterminowej rezerwy oszczędności ¹⁶⁹ ”	przejrzystość zarządzania, eksploracja surowcowa, promocja oszczędności

¹⁶⁶ Chapter 35, Louisiana Constitutional Education Funds, Part I. Louisiana Education Quality Trust Fund, hereinafter also known as the Kevin P. Reilly, Sr. Louisiana Education Quality Trust Fund, akt prawny opublikowany na witrynie internetowej stanu Luizjana: <http://legis.la.gov/legis/Law.aspx?d=80886> (dostęp: 23.03.2018).

¹⁶⁷ Witryna internetowa Palestine Investment Fund (PIF): <http://www.pif.ps/ar/category/51/Aswaq> (dostęp: 23.03.2018).

¹⁶⁸ Witryna internetowa West Virginia Center on Budget and Policy: http://www.wvpolicy.org/tags/future_fund (dostęp: 31.03.2018).

¹⁶⁹ Witryna internetowa Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo (FMP): <http://www.fmped.org.mx/index.html> (dostęp: 31.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
25	Turkey Wealth Fund (TWF), Turcja (bd.)	„Naszą misją jest rozwój i wzrost wartości strategicznych aktywów Turcji, a tym samym zapewnienie zasobów dla priorytetowych celów rozwojowych państwa. Nasza wizja to takie prowadzenie inwestycji państwowych, kompetencji w obszarze efektywności inwestycyjnej i przejrzystego zarządzania korporacyjnego, aby stać się jednym z najlepszych PFM w świecie. TWF został utworzony z myślą o wspieraniu rozwoju i zwiększaniu stabilności gospodarczej Turcji poprzez efektywne i produktywne zarządzanie aktywami publicznymi, powiększanie wartości istniejących środków publicznych w celu rozbudowy Turcji na rzecz przyszłych pokoleń” ¹⁷⁰	wzrost wartości strategicznych aktywów, realizacja priorytetowych celów rozwojowych, prymat wśród światowych PFM, wsparcie rozwoju i stabilności gospodarczej, solidaryzm międzypokoleniowy

Źródło: opracowanie własne.

3.4.4. Państwowe fundusze majątkowe zabezpieczenia emerytalnego

Państwowe fundusze majątkowe – ze względu na subsydiarną rolę wobec innych form zabezpieczenia społecznego – wykazują wiele podobieństw do funduszy czy planów emerytalnych. Podstawowym wyróżnikiem PFM jest w tym względzie jednak brak (formułowanego *explicite*) mechanizmu wiążącego wypłaty świadczeń z gromadzonymi składkami emerytalnymi. Komplementarność PFM wobec świadczeń emerytalnych sprowadza się więc do konstatacji, że istniejące formy oszczędzania na przyszłe emerytury mogą okazać się niewystarczające, istnieje zatem potrzeba mobilizacji dodatkowych środków, które zasilą portfele przyszłych emerytów¹⁷¹. Niskie stopy zastąpienia ostatnich pensji (przed przejściem na emeryturę) przez pierwsze świadczenia emerytalne (tuż po nabyciu praw emerytalnych¹⁷²), a także czynniki demograficzne, medyczne, społeczne oraz finansowe¹⁷³, przywoływane są w tym kontekście w wielu państwach jako istotne przesłanki interwencjonizmu państwowego w formie PFM, co uwidoczniło w tabeli 18.

¹⁷⁰ Witryna internetowa Turkey Wealth Fund (TWF): <http://turkiyevarikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakimizda> (dostęp: 31.03.2018).

¹⁷¹ Więcej w: A. Blundell-Wignall i in., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, OECD Publishing, Paryż 2008, s. 1–17.

¹⁷² Według raportu firmy konsultingowej Mercer z 2017 r. większość światowych systemów emerytalnych nie zapewniała postulowanej przez OECD stopy zastąpienia na poziomie 70%, zob. Australian Centre for Financial Studies, *Melbourne Mercer Global Pension Index*, Mercer, Melbourne 2017, s. 1–78.

¹⁷³ D.E. Bloom i in., *Macroeconomic implications of population ageing and selected policy responses*, “The Lancet” 2015, vol. 385, issue 9968, s. 649–657.

Tabela 18. Funkcje państwowych funduszy majątkowych zabezpieczenia emerytalnego (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	National Welfare Fund (NWF), Rosja (72,2 mld USD)	„NWF stanowi składnik aktywów budżetu federalnego [Federacji Rosyjskiej]. NWF skupia się na wsparciu systemu emerytalnego Federacji Rosyjskiej, aby zagwarantować jego długoterminową stabilizację. Nadrzędnymi celami NWF są: współfinansowanie dobrowolnych składek emerytalnych obywateli rosyjskich oraz równoważenie budżetu Funduszu Emerytalnego Federacji Rosyjskiej” ¹⁷⁴	stabilizacja systemu emerytalnego w długim okresie, równowaga budżetowa
2	New Zealand Superannuation Fund (NZ Super Fund), Nowa Zelandia (28,5 mld USD)	„W odpowiedzi na wyzwania starzenia się społeczeństwa Nowej Zelandii zdecydowano o powołaniu: New Zealand Superannuation Fund i jego powierników (ang. <i>Guardians</i>), którym powierzono zarządzanie Funduszem. Rząd [Nowej Zelandii] wykorzystuje Fundusz, aby zaoszczędzić bieżące środki służące pokryciu przyszłych wypłat powszechnej emerytury (ang. <i>superannuation</i>). W ten sposób Fundusz pomaga rozłożyć w czasie koszty emerytur między obecnymi podatnikami a przyszłymi pokoleniami” ¹⁷⁵	pokrycie wydatków związanych z tzw. powszechną emeryturą (ang. <i>superannuation</i>), solidaryzm międzypokoleniowy
3	Pension Reserve Fund (PRF), Chile (9,4 mld USD)	„PRF powstał w odpowiedzi na wyzwania stojące przed Chile, cechujące się wydłużeniem średniej długości życia i wzrostem populacji seniorów, co skutkuje implikacjami dla polityki gospodarczej w zakresie przyszłych wydatków emerytalnych i zagwarantowania podstawowych świadczeń bytowych dla tych, którzy nie byli w stanie zaoszczędzić wystarczająco dużo na swą emeryturę. Celem PRF jest więc wspieranie finansowania zobowiązań państwowych wynikających z gwarancji na podstawowe emerytury i renty charakterze solidarnościowym oraz składek wynikających z reformy emerytalnej. W związku z tym PRF służy jako źródło uzupełniające finansowania przyszłych, niedoszacowanych zobowiązań emerytalnych” ¹⁷⁶	przeciwdziałanie negatywnym czynnikom demograficznym, podstawowe świadczenia dla osób o skrajnie niskich emeryturach i rentach

Źródło: opracowanie własne.

¹⁷⁴ Witryna internetowa National Welfare Fund (NWF): <https://www.minfin.ru/ru/performance/nationalwealthfund/mission/> (dostęp: 22.02.2018).

¹⁷⁵ Witryna internetowa New Zealand Superannuation Fund (NZ Super Fund): <https://www.nzsuperfund.co.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate> (dostęp: 28.02.2018).

¹⁷⁶ Witryna internetowa Pension Reserve Fund (PRF): <http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund.html> (dostęp: 1.03.2018).

3.4.5. Państwowe fundusze majątkowe stabilizacji makroekonomicznej

Stabilizacja makroekonomiczna stanowi przedmiot zainteresowania wielu instytucji państwowych na szczeblu centralnym, jak też kierunek interdyscyplinarnych badań teoretycznych i empirycznych w skali światowej. Wśród obszarów, które podlegają próbom interwencji makroekonomicznej¹⁷⁷, wyróżnić można:

- **politykę monetarną** – zazwyczaj podporządkowaną stabilizacji poziomu cen (tj. niskiej inflacji), obejmującą zaś narzędzia m.in. w postaci polityki: stóp procentowych, podaży pieniądza, kursu walutowego, rezerw obowiązkowych oraz operacji otwartego rynku;
- **politykę fiskalną** – związaną z aktywnością państwa przy wykorzystaniu wielu instrumentów fiskalnych, takich jak: podatki i inne daniny publiczne, wydatki, deficyty publiczne, dług publiczny, udzielane gwarancje i poręczenia kredytowe dla podmiotów gospodarczych;
- **politykę handlową** – częściowo powiązaną z fiskalizmem (polityka celna), aczkolwiek także odwołującą się do innych form aktywności ekonomicznej rządów zmierzających do oddziaływania na rozmiary, kierunki oraz strukturę obrotów w handlu zagranicznym.

Interwencjonizm gospodarczy prowadzony jest przez centralne organy administracji (w tym w formie wyspecjalizowanych podmiotów). Dylemat dotyczący racjonalizmu szeroko pojętego interwencjonizmu makroekonomicznego, w tym powoływania i utrzymywania PFM¹⁷⁸, stanowi jeden z głównych przedmiotów sporu między ekonomią neoklasyczną i neokeynesowską¹⁷⁹. W uproszczeniu – zgodnie z pierwszym prądem teoretycznym mechanizmy rynkowe cechują się wystarczającą efektywnością, która nie wymaga dodatkowych bodźców w postaci zaangażowania instytucji państwowych – włącznie z PFM. Konkurencyjną wobec tego nurtu pozostaje myśl neokeynesowska, według której wolny rynek nie dysponuje wystarczającą gamą skutecznych narzędzi, aby sprostać wyzwaniom zmienności makroekonomicznej, co rodzi konieczność aktywnego zaangażowania państwa,

¹⁷⁷ Por. O. Blanchard i in., *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, International Monetary Fund, Waszyngton 2010, s. 1–18

¹⁷⁸ Decyzja o utworzeniu i kontynuacji działalności przez PFM to forma interwencjonizmu państwowego. Istnieją bowiem konkurencyjne wobec tego rozwiązania podmioty inwestycyjne o charakterze prywatnym (a także już funkcjonujące instytucje państwowe lub publiczne).

¹⁷⁹ Spór ten uległ zaostrzeniu w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009, który stał się widowiskiem energicznej interwencji państwowej w skali globalnej. Por. rozważania w: O. Blanchard, L. Summers, *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*, Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2017, s. 1–24.

w tym PFM. Spór doktrynalny pozostaje nierozstrzygnięty, zaś ostatnią jego odstoną były państwowe inicjatywy na rzecz ratowania branż oraz poszczególnych przedsiębiorstw ważnych dla racji stanu (na czele z konglomeratami finansowymi) w dobie globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009¹⁸⁰.

Należy zauważyć, że nauki ekonomiczne, z finansami włącznie, nie są naturalnym polem dokonywania (nierzadko abstrakcyjnych) eksperymentów charakterystycznych dla dyscyplin ścisłych¹⁸¹. Irracjonalnym byłoby więc oczekiwanie testowania poszczególnych teorii makroekonomicznych w oderwaniu od skutków społecznych, jakie im towarzyszą. Zastrzeżenie to należy odnieść do – niejednokrotnie krytykowanego – interwencjonizmu ekonomicznego w czasie ostatniego kryzysu światowego. Nie wiadomo bowiem, jakie skutki społeczne przyniosłoby pozostawienie gospodarki światowej bez wsparcia państwowego. Doświadczenia poprzedniego wielkiego kryzysu mogą stanowić w tym względzie punkt odniesienia¹⁸².

Stabilizacja makroekonomiczna prowadzona przez PFM zazwyczaj odnosi się do prób niwelowania zmienności w dochodach budżetowych w ślad za wahaniami cen surowców strategicznych stanowiących źródło aktywów, ale także redukcji pozostałych przyczyn cykliczności gospodarki narodowej: koncentracji w strukturze eksportu, inflacji, przeciwdziałania zewnętrznym szokom ekonomicznym i ryzyku katastroficznemu.

Tabela 19 stanowi zestawienie PFM wskazujących stabilizację makroekonomiczną jako swój podstawowy cel działalności.

Tabela 19. Funkcje państwowych funduszy majątkowych stabilizacji makroekonomicznej (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	Reserve Fund (RF), Rosja (16,2 mld USD)	„RF jest częścią budżetu [Federacji Rosyjskiej]. RF ma za zadanie monitoring wypełniania przez Federację Rosyjską zobowiązań związanych z wydatkami [budżetowymi] w przypadku, gdy spadną dochody budżetowe [pochodzące z eksploatacji] ropy naftowej i gazu ziemnego. RF przyczynia się do stabilności rozwoju gospodarczego państwa, zmniejszając presję inflacyjną i zależność gospodarki narodowej	stabilizacja budżetowa, rozwojowa, walka z inflacją, dywersyfikacja eksportowa

¹⁸⁰ Por. J. Crotty, *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*, „Cambridge Journal of Economics” 2009, vol. 33, issue 4, s. 563–580.

¹⁸¹ Por. K. Binmore, *Why Experiment in Economics?* „The Economic Journal” 1999, vol. 109, no. 453, s. F16-F24.

¹⁸² N. Crafts, P. Fearon, *Lessons from the 1930s Great Depression*, „Oxford Review of Economic Policy” 2010, vol. 26, no. 3, s. 285–317.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		od wahań dochodów z eksportu nieodnawialnych zasobów naturalnych ¹⁸³	
2	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF), Chile (14,7 USD)	„ESSF umożliwia finansowanie ewentualnych deficytów budżetowych i planowanie obciążeń długu publicznego, przyczyniając się tym samym zniwelowania wpływu fluktuacji światowej gospodarki oraz zmienności dochodów pochodzących z podatków, eksploatacji miedzi i pozostałych źródeł na wydatki budżetowe. Na przykład w czasie niekorzystnych cykli gospodarczych, które mają wpływ na dochody Skarbu Państwa, wydatki budżetowe mogą być częściowo sfinansowane z zasobów ESSF bez potrzeby uciekania się do [zwiększania] zadłużenia ¹⁸⁴ ”	interwencja antycykliczna, stabilizacja fiskalna i budżetowa
3	Fiscal Stabilization Fund (FEF), Peru (7,9 mld USD)	„Generowanie oszczędności publicznych w celu powiększenia zdolności państwa do reagowania na scenariusze, które miałyby znaczny, bezpośredni wpływ na gospodarkę narodową, takie jak sytuacje kryzysowe lub okresy poważnej recesji ¹⁸⁵ ”	interwencja antycykliczna, przeciwdziałanie kryzysom i recesjom
4	Revenue Regulation Fund (FRR), Algieria (7,6 mld USD)	„FRR stworzono w 2000 r., aby chronić publiczne środki pochodzące z różnicy między podatkami z eksploatacji ropy naftowej (na podstawie rzeczywistej ceny eksportu) a wpływami z opodatkowania ropy naftowej zapisanymi w budżecie (w oparciu o cenę referencyjną baryłki ropy naftowej). FRR, powstały w przededniu uruchomienia Programu Wsparcia Wzrostu Gospodarczego (fr. <i>Programme de soutien à la croissance économique</i>) w latach 2001–2004, pomyślany jest jako środek zabezpieczania wydatków publicznych w średnim okresie przez zapewnienie kontynuacji programów inwestycji publicznych mimo potencjalnych kryzysów naftowych ¹⁸⁶ ”	stabilizacja wpływów budżetowych, przeciwdziałanie kryzysom surowcowym
5	Sovereign Fund of Brazil (FSB), Brazylia (7,3 mld USD)	„Misją FSB jest takie zarządzanie długoterminowymi oszczędnościami publicznymi, które umożliwi funduszowi skuteczne działanie jako instrument polityki gospodarczej, mający na celu łagodzenie skutków cykli koniunkturalnych gospodarki	interwencja antycykliczna, funkcja oszczędnościowa, promocja inwestycji wewnętrznych i zewnętrznych

¹⁸³ Witryna internetowa Reserve Fund (RF): <https://www.minfin.ru/ru/performance/reserve-fund/mission/> (dostęp: 28.02.2018).

¹⁸⁴ Witryna internetowa Economic and Social Stabilization Fund (ESSF): <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica.html> (dostęp: 1.03.2018).

¹⁸⁵ *Lineamientos de Inversión del Fondo de Estabilización Fiscal*, Secretaría Técnica-Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Lima grudzień 2015, s. 1–6.

¹⁸⁶ Ministère des finances, République Algérienne Démocratique et Populaire, *Note de présentation du projet de la loi de finances complémentaire pour 2011*, Algier 25.04.2011, s. 1–32.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		Brazylia. Wizją strategiczną FSB jest konsolidacja [operacyjna] do 2023 r. jako efektywne narzędzie zarządzania majątkiem państwowym i łagodzenia skutków cykli koniunkturalnych. Według ustawy 11887 z 2008 r., FSB przypisano następujące cele częściowe: (art. 1): łagodzenie skutków cykliczności gospodarczej, tworzenie oszczędności publicznych, promowanie inwestycji w aktywa w Brazylii i za granicą oraz wspieranie zagranicznych projektów o strategicznym znaczeniu dla państwa ¹⁸⁷	
6	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico (FEIP), Meksyk (6,0 mld USD)	„FEIP został stworzony jako narzędzie polityki efektywnego zarządzania ryzykiem w zakresie poboru podatków i dochodów z ropy naftowej na poziomie meksykańskiej administracji federalnej. W szczególności FEIP wykorzystywany jest do rekompensowania redukcji dochodów z ropy naftowej i innych źródeł fiskalnych. Celem FEIP jest umożliwienie działania automatycznych stabilizatorów fiskalnych w kontekście zrównoważonej reguły budżetowej. Jeżeli podatki z eksploatacji ropy naftowej i jej pochodnych są niższe niż pierwotnie przewidziane w budżecie zatwierdzonym na dany rok obrachunkowy – w wyniku wstrząsów gospodarczych, zmienności cen ropy naftowej lub kursu walutowego – środki FEIP mogą zostać wykorzystane do zrekompensowania spadku tych wpływów, a zatem utrzymania wydatków na pierwotnie przewidzianym poziomie. FEIP jest mechanizmem zapewniającym, że coroczną, zgodną z planem realizację polityki fiskalnej ¹⁸⁸ ”	zarządzanie ryzykiem fiskalnym, automatyczna stabilizacja fiskalna, równowaga budżetowa, przeciwdziałanie szokom surowcowym lub walutowym
7	Heritage and Stabilization Fund (HSF), Trynidad i Tobago (5,5 mld USD)	„Celem HSF jest ochrona i inwestowanie nadwyżki dochodów z [pozyskiwania] ropy naftowej uzyskanej z produkcji komercyjnej, aby: a) złagodzić skutki społeczne lub utrzymać możliwości wydatkowe w okresie spadku wpływów, co może być spowodowane niższymi cenami ropy naftowej lub gazu ziemnego, b) stworzyć alternatywne źródło dochodów w celu wsparcia wydatków publicznych w okresach spowolnienia przychodów spowodowanego przez wyczerpanie nieodnawialnych zasobów naturalnych, c) chronić dziedzictwo [państwa] na rzecz przyszłych pokoleń obywateli Trynidadu	stabilizacja dochodów budżetowych wobec zmienności cen surowców, dywersyfikacja źródeł przychodów, solidaryzm międzypokoleniowy

¹⁸⁷ Witryna internetowa Sovereign Fund of Brazil (FSB): <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/ar/web/stn/sobre-o-fsb> (dostęp: 3.03.2018).

¹⁸⁸ Witryna internetowa Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico (FEIP): <http://www.aparatos.hacienda.gob.mx/ifswf/feip.html> (4.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		i Tobago z uzyskanych wpływów z oszczędności i inwestycji pochodzących z nadwyżek eksploatacji ropy naftowej ¹⁸⁹	
8	Colombia Savings and Stabilization Fund (FAE), Kolumbia (3,5 mld USD)	„FAE to fundusz promujący stabilność fiskalną i makroekonomiczną przez zasadę oszczędności i stabilizacji, przyczyniający się zarazem do sprawiedliwego podziału [społecznego] wpływów z eksploatacji nieodnawialnych zasobów naturalnych [Kolumbii]. Odbywa się to dzięki naprzemiennemu występowaniu funkcji stabilizacyjnej (zasilania finansów publicznych, gdy rozporządzalne środki są mniejsze) i komponentu oszczędnościowego (tworzenia rezerw, w okresach ponadprzeciętnych wpływów), aby utrzymać ciągłość wydatków publicznych w czasie, a także przyczyniając się do równości międzypokoleniowej [podziału wpływów surowcowych], wspomagając antycykliczny charakter polityki gospodarczej i zapewniając trwałe finansowanie projektów regionalnych powiązanych z dochodami z opłat licencyjnych [od wydobycia surowców nieodnawialnych]” ¹⁹⁰	stabilność fiskalna, równość międzypokoleniowa, interwencja budżetowa – wygładzanie sald budżetowych
9	Fondo de Ahorro de Panamá (FAP), Panama (1,2 mld USD)	„Celem FAP jest ustanowienie długoterminowych mechanizmów oszczędnościowych państwa panamskiego przez realizację konserwatywnych strategii inwestycyjnych na rzecz stworzenia ochrony w sytuacjach nadzwyczajnych spowodowanych klęskami żywiołowymi lub spowolnieniem gospodarczym, a także z korzyścią dla przyszłych pokoleń Panamczyków” ¹⁹¹	oszczędności państwowe minimalizujące ryzyko katastroficzne, mechanizm interwencji antycyklicznej
10	Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (FEM), Wenezuela (0,8 mld USD)	„FEM utworzono bez [odrębnej] osobowości prawnej w Centralnym Banku Wenezueli, zaś jego celem jest zapewnienie, aby wahania wpływów z ropy naftowej nie naruszały wymaganej równowagi fiskalnej, walutowej i pieniężnej państwa. Organizacja i funkcjonowanie FEM podlegają postanowieniom niniejszej ustawy i jej aktów wykonawczych” ¹⁹²	równowaga fiskalna, walutowa i pieniężna

¹⁸⁹ Fifth Session Eighth Parliament Republic of Trinidad and Tobago, *An Act to provide for the establishment and management of the Heritage and Stabilisation Fund and for matters related thereto* [Assented to 15th March 2007], Republic of Trinidad and Tobago, Act no. 6 of 2007, Port of Spain, 15.03.2007, s. 1–13.

¹⁹⁰ Witryna internetowa Colombia Savings and Stabilization Fund (FAE): http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/faces/portales/SGR/FAE/AhorroFAE?_adf.ctrl=-state-1b19zcjh8i_86&_afzLoop=475028690604338#! (dostęp: 9.03.2018).

¹⁹¹ Witryna internetowa Fondo de Ahorro de Panamá (FAP): <http://www.fondoahorropanama.com/> (dostęp: 20.03.2018).

¹⁹² Ley del Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica, Decreto no. 1.478, 4.10.2001.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
11	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF), Kiribati (0,6mld USD)	„Celem RERF w chwili jego powołania było dokapitalizowanie budżetu, ażeby umożliwić rządowi finansowanie deficytów w okresie, gdy złoża fosfatów na Banabie (jedna z wysp) ulegną wyczerpaniu. RERF pełni więc rolę funduszu równoważącego dochody budżetowe” ¹⁹³	równowaga budżetowa
12	Fonds national de revenus des hydrocarbures (FNRH), Mauretania (0,3mld USD)	„Fundusz ten pełni rolę PFM skoncentrowanego na realizacji celów stabilizacji makroekonomicznej, zaś jego długoterminowym zadaniem jest akumulacja oszczędności na rzecz przyszłych pokoleń Mauretańczyków” ¹⁹⁴	stabilizacja makroekonomiczna, akumulacja oszczędności w horyzoncie międzypokoleniowym
13	Fiscal Stability Fund (FSF), Mongolia (0,3mld USD)	„Fundusz będzie wykorzystywany, gdy faktyczne ceny głównych kopalin będą niższe niż tzw. ceny równowagi (ang. <i>equilibrated prices</i>), aby utrzymać stabilność pozycji fiskalnych. Każdy poziom środków powyżej 10% PKB może zostać zainwestowany w określone obszary gospodarki, tak aby nie wpływał negatywnie na stabilizację ekonomiczną, w szczególności na inflację” ¹⁹⁵	równowaga fiskalna, przeciwdziałanie skutkom spadków cen surowca, stabilizacja poziomu cen
14	Ghana Stabilisation Fund (GSF), subfundusz Ghana Petroleum Funds (GPF), Ghana (0,45mld USD dla obu subfunduszy GPF ¹⁹⁶)	„Celem GSF jest łagodzenie wpływu (lub utrzymanie wydatków publicznych w okresach) nieprzewidzianych spadków dochodów, spowodowanych spadkiem ceny ropy naftowej lub niekorzystnymi zmianami w jej eksploatacji” ¹⁹⁷	stabilizacja dochodów w celu kontynuacji wydatków budżetowych
15	Papua New Guinea (PNG) Sovereign Wealth Fund (SWF), Papua Nowa Gwinea (bd.)	„Celem PNG SWF jest wsparcie: stabilizacji makroekonomicznej, równości międzypokoleniowej (ang. <i>inter-generational equity</i>) oraz [efektywności] zarządzania aktywami pochodzącymi z wpływów z eksploatacji minerałów lub ropy naftowej” ¹⁹⁸	stabilizacja makroekonomiczna, równość międzypokoleniowa, efektywność zarządzania aktywami

¹⁹³ H. Van Trease (Ed.), *Atoll Politics: The Republic of Kiribati*, Macmillan Brown Centre for Pacific Studies, University of Canterbury and Suva: Institute of Pacific Studies, University of the South Pacific, Christchurch 1993, s. 184.

¹⁹⁴ W materiałach źródłowych dotyczących Fonds national de revenus des hydrocarbures (FNRH) brakuje jasnego i spójnego opisu stawianych mu celów, trzeba więc polegać na doniesieniach medialnych: <http://afrique.le360.ma/mauritanie/economie/2016/08/15/4794-mauritaniene-forte-ponction-sur-le-fonds-national-des-revenus-des-hydrocarbures-4794> (dostęp: 30.03.2018).

¹⁹⁵ R. Galindez, *Impact of Fiscal Stability Law*, “ERI Discussion Paper Series”, Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan, Tokio 2014, no. 3, s. 1–34.

¹⁹⁶ Przy dokonywaniu podsumowania danych liczbowych dla poszczególnych, zaproponowanych kategorii PFM, przyjęto, że podział aktywów GSF między oba subfundusze jest równy.

¹⁹⁷ Ministry of Finance and Economic Planning, *Petroleum Revenue Management Bill*, Section 10, punkt 2, Akra 12.07.2010.

¹⁹⁸ *The Organic Law on Sovereign Wealth Fund*, “National Gazette”, Port Moresby 2014, no. G496, s. 6.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
16	Turkmenistan Stabilization Fund (TSF), Turkmenistan (bd.)	„TSF zapewnić ma stabilny rozwój społeczny i gospodarczy państwa, zmniejszyć zależność gospodarki od sektora węglowodorowego, wpływu niekorzystnych czynników zewnętrznych i zapewnić prawa przyszłych pokoleń do narodowych bogactw naturalnych” ¹⁹⁹	zrównoważony rozwój społeczny, dywersyfikacja gospodarcza, przeciwdziałanie egzogenicznym szokom, solidaryzm międzypokoleniowy

Źródło: opracowanie własne.

3.4.6. Państwowe fundusze majątkowe inwestycji bezpośrednich

Ten rodzaj misji PFM może wydawać się odległy od zasadniczych funkcji wypełnianych przez nie. Interpretacja taka wynikać może z podobieństwa PFM angażujących się w inwestycje bezpośrednie do *stricte* komercyjnych kapitałodawców (np. funduszy *private equity*). W tym miejscu należy zauważyć, że wiele państw zainteresowanych jest rozwojem funduszy *private equity*, wspomaga je (także finansowo) i stwarza szereg preferencji, uznając rozwój małych i średnich firm prywatnych za źródło przedsiębiorczości, innowacyjności oraz aktywizacji zawodowej. Różnicą PFM inwestycji bezpośrednich wobec standardowych funduszy *private equity* jest struktura własnościowa i odpowiedzialność w stosunku do interesariuszy. Klasyczne fundusze *private equity* – zarządzane przez swoich komplementariuszy (ang. *general partners*, GPs) i pozyskujące środki m.in. ze strony instytucji finansowych spełniających rolę komandytariuszy (ang. *limited partners*, LPs) – odpowiedzialne są wobec swoich kapitałodawców zazwyczaj o komercyjnym rodowodzie i zainteresowanych przede wszystkim maksymalizacją stopy zwrotu²⁰⁰. Państwo jako zarządzający PFM inwestycji bezpośrednich, często stawia tym podmiotom dodatkowe, strategicznie istotne cele – np. dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstw, uczestnictwa w konsorcjach z partnerami zewnętrznymi²⁰¹, a także angażowania się w projekty istotne dla racji stanu

¹⁹⁹ Закон Туркменистана. Об утверждении и введении в действие Бюджетного кодекса Туркменистана, Статья 10. Стабилизационный фонд Туркменистана, materiał dostępny na witrynie internetowej: <http://www.turkmenistan.gov.tm/?id=6056> (dostęp: 30.03.2018).

²⁰⁰ P. Gompers, *What Do Private Equity Firms Say They Do?* National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Cambridge kwiecień 2015, s. 1–63 oraz J. Gilligan, M. Wright, *Private equity demystified: An explanatory guide*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londyn 2010, s. 1–155.

²⁰¹ Zob. J.A. McCahery, A. de Roode, *Co-Investments of Sovereign Wealth Funds in Private Equity*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper, Bruksela 2016, no. 334/2016, s. 1–56.

(np. obronność, zabezpieczenie eksploatacji surowców strategicznych, promowanie liderów poszczególnych branż gospodarki).

Różnica pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi inwestycji bezpośrednich a funduszami deklarującymi misję efektywnego zarządzania aktywami inwestycyjnymi sprowadza się do wyznawanej strategii. W przypadku podmiotów zaangażowanych w maksymalizację efektywności zarządzania aktywami, podkreślana jest zarówno potrzeba dywersyfikacji (dążenie do względnie dużej liczby składników portfela), jak i (uwarunkowane płynnością) odniesienie do zmienności, będącej podstawą pomiaru ryzyka. W przypadku PFM inwestycji bezpośrednich, choć efektywność ma także kluczowe znaczenie, to jednak jej określenie możliwe jest dopiero po wyjściu z inwestycji (ang. *exit*), co następuje w horyzoncie wieloletnim. PFM inwestycji bezpośrednich, zgodnie z klasyczną misją funduszy *private equity*, angażują się w portfele o relatywnie ograniczonej liczbie spółek, których wartość powiększania jest w wyniku aktywnego zarządzania (ang. *hands-on management*²⁰²). Wyróżnikami PFM, obierających cele związane z inwestycjami bezpośrednimi, są także (wcześniej wymienione) funkcje pozafinansowe.

W tabeli 20 ujęto wszystkie PFM, które mogą być zaliczone do omawianej kategorii – wraz z deklarowanymi przez nie celami, a także ich syntetyczną interpretacją.

Tabela 20. Funkcje państwowych funduszy majątkowych inwestycji bezpośrednich (stan na 31.03.2018)

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
1	Russian Direct Investment Fund (RDIF), Rosja (13,0mld USD)	„RDIF realizuje bezpośrednie inwestycje w czołowych i perspektywicznych rosyjskich firmach wspólnie z wiodącymi inwestorami na świecie. We wszystkich transakcjach RDIF działa jako współinwestor razem z największymi międzynarodowymi inwestorami, odgrywając rolę katalizatora w przyciąganiu bezpośrednich inwestycji do Rosji” ²⁰³	<i>private equity</i> , współinwestowanie z partnerami zagranicznymi (ang. <i>co-investment</i>), katalizator inwestycji

²⁰² Por. wyniki badań empirycznych w: U. Lossen, *The Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter?* „Governance and the Efficiency of Economic Systems (GESY)”, Discussion Paper no. 192, Mannheim czerwiec 2006, s. 1–51.

²⁰³ Witryna internetowa Russian Direct Investment Fund (RDIF): <https://rdif.ru/About/> (dostęp: 1.03.2018).

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
2	Mumtalakat Holding Company (Mumtalakat), Bahrajn (10,6 mld USD)	„Mumtalakat utworzono w celu optymalizacji i wdrażania inicjatyw państwowych oraz dążenia do zwiększenia wartości, poprawy przejrzystości i wsparcia w osiągnięciu doskonałości operacyjnej w odniesieniu do aktywów państwowych niezwiązanych z ropą i gazem ziemnym. Arabska nazwa «mumtalakat» (lub aktywa) została obrana w celu odzwierciedlenia znaczenia tak pojmowanego mandatu spółki holdingowej. Po rozpoczęciu działalności Mumtalakat przekazano pod egidą Ministerstwa Finansów 29 podmiotów wraz z dokapitalizowaniem w wysokości 5 mln BHD. W celu poprawy jakości aktywów i standardów zarządzania nimi, Mumtalakat wyznacza członków rad nadzorczych, którzy współpracują z zarządami spółek portfelowych i monitorują ich wyniki. Wykorzystując bogate zasoby i zróżnicowane kompetencje, Mumtalakat dąży do odgrywania aktywnej, wartościowej roli w inwestycjach portfelowych. oraz usługach finansowych i ogólnych” ²⁰⁴	restrukturyzacja spółek portfelowych w ramach struktury holdingowej, preferencje branżowe (poza sektorem naftowym), aktywne zarządzanie portfelem, transfer kompetencji do spółek portfelowych
3	Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO), Boliwia (1,2 mld USD)	„FINPRO ma na celu finansowanie efektywnych i rentownych przedsiębiorstw państwowych. Przedsiębiorstwa, o których mowa w poprzednim punkcie, to spółki państwowe lub spółki kapitałowe z udziałem większościowym państwa, spółki typu <i>joint venture</i> ustanowione na szczeblu centralnym, jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty publiczne. Projekty inwestycyjne finansowane przez FINPRO nastawione są na rozwój mocy wytwórczych i muszą odnosić się do obszaru przemysłu wydobywczego oraz spożywczego w ramach polityki bezpieczeństwa żywnościowego i umacniania suwerenności [Boliwii]” ²⁰⁵	finansowanie spółek państwowych, rozwój mocy wytwórczych w branżach: wydobywczej i przemysłu spożywczego, bezpieczeństwo żywnościowe, suwerenność państwa
4	Fonds Souverain d’Investissements Stratégiques (FONSIS), Senegal (1,0 mld USD)	„Misją FONSIS jest promowanie Senegalu jako inwestora i partnera biznesowego oraz wspieranie sektora prywatnego w celu promocji inwestycji bezpośrednich. Ważne to jest dla przyspieszenia gospodarczego i społecznego rozwoju państwa, pomnażania bogactwa [narodowego] i tworzenia miejsc pracy dla obecnych i przyszłych pokoleń. W dobie globalizacji, kiedy inwestorzy poszukują nowych rynków i nisz o wysokim potencjale wzrostu i rentowności, FONSIS angażuje się w efektywnie zarządzane projekty przy współpracy z inwestorami krajowymi i zagranicznymi.	promocja inwestycji bezpośrednich, przyspieszenie gospodarcze i społeczne, pomnażanie majątku narodowego, wielopokoleniowa aktywizacja zawodowa, promocja rodzimego potencjału gospodarczego,

²⁰⁴ Witryna internetowa Mumtalakat Holding Company (Mumtalakat): <http://www.mumtalakat.bh/our-story/> (dostęp: 1.03.2018).

²⁰⁵ Asamblea Legislativa Plurinacional de Bolivia, *Ley para el Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)*, Sucre 9.04. 2012, s. 1–5.

Lp.	PFM	Deklarowany cel	Kluczowe pojęcia
		W ramach realizacji swej misji FONSIIS koncentruje się na: bezpośrednich lub pośrednich inwestycjach służących przyspieszeniu rozwoju rodzimego potencjału gospodarczego, rozwoju liderów w kluczowych branżach, wzrostu wartości powierzonego majątku państwowego oraz wspomagania rozwoju segmentu private equity ²⁰⁶	liderów branż aktywizacja segmentu private equity
5	State Capital Investment Corporation (SCIC), Wietnam (0,5mld USD)	„Wizją SCIC jest odgrywanie roli strategicznego inwestora państwowego, który jest w stanie wypracowywać maksymalne stopy zwrotu i stabilne zyski z inwestycji. Misja SCIC to pełnienie funkcji inwestora strategicznego, aktywizm inwestorski i świadczenie profesjonalnych usług finansowych. Wśród wartości, którym hołduje SCIC, są: dynamizm, efektywność oraz zrównoważony rozwój ²⁰⁷ ”	strategiczne inwestycje państwowe, maksymalizacja i stabilizacja stóp zwrotu, aktywizm inwestorski, usługi pomocnicze wobec procesu inwestycyjnego, etyka
6	Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques (FGIS), Gabon (0,4mld USD)	„Wizja – FGIS odpowiada potrzebom gospodarki Gabonu i wykazuje długoterminową, strategiczną wizję dywersyfikacji gospodarki gabońskiej przez dochodowe inwestycje krajowe i zagraniczne. Elementy tej wizji, zgodnie z racją stanu Gabonu, to: aktywne zarządzanie majątkiem Gabonu, ukierunkowanie gospodarki Gabonu na lokalną wartość dodaną, zagwarantowanie długofalowej niezależności finansowej Gabonu, wspieranie przedsiębiorstw gabońskich ²⁰⁸ ”	strategiczna dywersyfikacja, inwestycje krajowe i zagraniczne, aktywne zarządzanie aktywami, lokalna wartość dodana, niezależność finansowa państwa

Źródło: opracowanie własne.

3.5. Ocena państwowych funduszy majątkowych jako narzędzia polityki finansowej

Rozpatrując przydatność PFM do realizacji poszczególnych funkcji, należy wziąć pod uwagę następujące czynniki:

- **specyfikę PFM** (na tle innych konkurencyjnych form interwencjonizmu państwowego) – dyskusyjne będzie angażowanie się w projekty inwestycyjne, jeśli istnieją gotowe narzędzia polityki państwowej obejmujące ten sam zakres

²⁰⁶ Witryna internetowa Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques (FONSIIS): <http://www.fonsis.org/fr/qui-sommes-nous/notre-mission> (dostęp: 21.03.2018).

²⁰⁷ Witryna internetowa State Capital Investment Corporation (SCIC): <http://www.scic.vn/index.php/intro.html> (dostęp: 30.03.2018).

²⁰⁸ Witryna internetowa Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques (FGIS): http://www.fgis-gabon.com/?page_id=55 (dostęp: 29.03.2018).

działania, chyba że PFM mają szansę w tym obszarze działać skuteczniej (np. z uwagi na awersję do ryzyka, czy mniejszą kompetencję tradycyjnych instytucji państwowych);

- **prymat prywatnego zarządzania aktywami inwestycyjnymi nad państwowym** – generalnie nie występuje potrzeba zastępowania prywatnych instytucji *asset management* przez państwowe z uwagi na niższą efektywność działania tych ostatnich; związane to jest m.in. z zaangażowaniem własnych środków przez instytucje prywatne (ang. pot. *skin in the game*), strukturą opłat (włącznie z prowizjami uzależnionymi od sukcesu²⁰⁹), a także odpowiednim doborem kadr.

Oba te czynniki brzegowe ulegają modyfikacji wraz ze specyfiką poszczególnych funkcji PFM, a także otoczenia społeczno-gospodarczego, w jakim one funkcjonują, co wynika z danych empirycznych pochodzących od samych funduszy. Podsumowanie rozkładu liczby i sumy aktywów PFM pośród poszczególnych funkcji prowadzi do ciekawych spostrzeżeń:

- najpotężniejsze (pod względem zarządzanych aktywów) są PFM zaangażowane w modele **solidaryzmu międzypokoleniowego**, które nie mają konkurentów wśród narzędzi interwencjonizmu państwowego, użyteczne są zaś w przypadku prognozowanej epizodyczności wpływów dewizowych (np. z pozyskiwania i eksportu nieodnawialnych surowców naturalnych);
- wspomaganie banków centralnych w **efektywnym zarządzaniu rezerwami walutowymi** stanowi drugą największą pod względem skali aktywów funkcję PFM, której użyteczność wynika z konserwatywnej strategii i miernych wyników inwestycyjnych tradycyjnego zarządzania tymi rezerwami przez banki centralne;
- najliczniejszą (pod względem liczby podmiotów) kategorią są PFM o celach szeroko pojętego **rozwoju społeczno-ekonomicznego**, są one także trzecią najważniejszą kategorią PFM pod względem wysokości zarządzanych aktywów, przy tym reprezentują bardzo szeroki katalog – częstokroć luźno ze sobą powiązanych – aspiracji;
- PFM **zabezpieczenia emerytalnego** to rozwiązania niszowe na tle pozostałych funkcji omawianych funduszy, są stosowane albo przez państwa o zaawansowanej polityce zabezpieczenia społecznego, które świadome są ograniczeń istniejących mechanizmów realizacji świadczeń i dążą do zagwarantowania

²⁰⁹ Zob. dyskusję nt. czynników motywacyjnych istniejących w funduszach hedgingowych w: Alternative Investment Management Association, *In Concert: Exploring the alignment of interests between hedge fund managers and investors*, Londyn 2016, s. 1–32.

obywatelom dodatkowych środków lub dochodu podstawowego (Nowa Zelandia, Chile), albo też mają stanowić remedium na przewidywany kryzys demograficzny, a przy tym towarzyszą innym celom (Rosja);

- PFM, których strategiczną funkcją jest **stabilizacja makroekonomiczna**, mimo że są dość liczne, dysponują relatywnie skromną sumą aktywów, co jest zastanawiające w związku z potencjalnie wysoką użytecznością tego rozwiązania w ograniczaniu ryzyka makroekonomicznego (niwelowanie zmienności kluczowych parametrów makroekonomicznych);
- niewielka liczba i nikłe zasoby kapitałowe PFM **inwestycji bezpośrednich** mogą wynikać z ograniczonej wiary ich mocodawców w skuteczność mechanizmów inwestowania typu *private equity* pod egidą państwową – wyjątkiem może być tu inwestowanie w projekty o skrajnie wysokim ryzyku (np. *seed capital*) lub na warunkach partnerstwa z podmiotami zewnętrznymi („katalizowanie” obecności kapitału zagranicznego w rodzimej gospodarce).

W tabeli 21 zawarto dane dotyczące PFM (liczba funduszy, zarządzane przez nie aktywa) w podziale na poszczególne funkcje, a także istniejące – wobec każdej z funkcji – rozwiązania konkurencyjne na szczeblu państwowym i syntetyczną ocenę ich przydatności w polityce społeczno-gospodarczej.

Tabela 21. Ocena racjonalizmu państwowych funduszy majątkowych jako narzędzia polityki finansowej, w podziale na funkcje i ich unikalność (stan na 31.03.2018)

Funkcja PFM	Liczba podmiotów	Zarządzane aktywa (mld USD)	Rozwiązania konkurencyjne	Ocena funkcjonalności PFM
solidaryzmu międzypokoleniowego	20	2783,24	brak	wysoka (ze względu na brak rozwiązań konkurencyjnych i wagę transferu międzypokoleniowego w obliczu nietrwałości wpływów walutowych w przypadku wielu państw)
efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi	10	2511,10	banki centralne	wysoka (z uwagi na pasywność i rygorystyczny tradycyjny zarządzania rezerwami walutowymi przez banki centralne, wydzielenie tych aktywów w formie PFM może owocować lepszymi standardami zarządzania)

Funkcja PFM	Liczba podmiotów	Zarządzane aktywa (mld USD)	Rozwiązania konkurencyjne	Ocena funkcjonalności PFM
rozwoju społeczno-ekonomicznego	25	2078,20	fundusze państwowe, fundusze infrastrukturalne,	umiarkowana (wiele PFM deklaruje liczne, słabo ze sobą powiązane cele, które mogą być trudne do koordynacji i weryfikacji)
zabezpieczenia emerytalnego	3	110,10	powszechne towarzystwa emerytalne, plany emerytalne, inne instytucjonalne mechanizmy zabezpieczenia społecznego	umiarkowana (intuicyjnym rozwiązaniem byłoby usprawnienie działania istniejących instytucji – kategoria ta może być użyteczna w zasobnych gospodarkach dążących do zapewnienia obywatelom bezwarunkowego dochodu podstawowego)
stabilizacji makroekonomicznej	16	72,13	banki centralne, ministerstwa finansów/ gospodarki, agencje rządowe, spółki celowe	wysoka (choć bowiem istnieje wiele rozwiązań konkurencyjnych, PFM w tej kategorii mają często ściśle określone i weryfikowalne mechanizmy interwencji)
inwestycji bezpośrednich	6	26,70	fundusze <i>private equity</i>	umiarkowana (ze względu na upolitycznienie organów tego rodzaju podmiotów, ich wyniki inwestycyjne mogą być niższe od standardów rynkowych, jednakże wartościowym pomysłem są mechanizmy współinwestowania (ang. <i>co-investment</i>) z partnerami zagranicznymi)
Suma	80	7581,47	nd.	nd.

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

Państwowe fundusze majątkowe, alternatywna forma zarządzania aktywami, której pojęciowe wyodrębnienie dokonało się względnie niedawno, są przedmiotem licznych kontrowersji, zaś interpretacja działalności tych podmiotów podlega ciągłej ewolucji w ślad za coraz większą dostępnością danych empirycznych, a także modyfikacjami funkcjonowania samych PFM. Uwzględniając jednak skalę działalności PFM, można byłoby zakładać istnienie ugruntowanej klasyfikacji tych podmiotów. Tak jednak nie jest, wypracowane zaś dotąd podejścia metodyczne do klasyfikacji PFM cechują się fragmentarycznością, niespójnością i brakiem odniesień do publikowanych przez nie informacji. W rozdziale tym, prócz ilustracji istniejących metod systematyki PFM, dokonano autorskiej klasyfikacji tych funduszy, biorąc pod uwagę wskazaną przez PFM ich nadrzędną funkcję. Funkcje PFM, uporządkowane według skali zarządzanych aktywów, to: solidaryzm międzypokoleniowy, efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi, rozwój społeczno-ekonomiczny, zabezpieczenie emerytalne, stabilizacja makroekonomiczna i inwestycje bezpośrednie. Użyteczność tych funkcji jest różna i zależy od występowania innych form interwencjonizmu państwowego, a także warunków na to, aby PFM mogły wypełniać swą rolę skuteczniej od pozostałych podmiotów (państwowych i prywatnych). Istnieją obszary działalności inwestycyjnej, w których PFM mogą okazać się konkurencyjne w stosunku do innych form zbiorowego inwestowania czy etatyzmu.

PRZEJRZYSTOŚĆ I REGULACJA DZIAŁALNOŚCI PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

Jeśli można wyróżnić cechę PFM o znaczeniu pierwotnym i rudymen-tarym wobec wszystkich innych ich pól funkcjonowania, to cechą tą jest otwartość informacyjna. Prezentowany rozdział zawiera próby zdefiniowania przejrzystości informacyjnej PFM, genezę skromnego zakresu danych publicznie dostępnych na temat tych podmiotów, a także przykłady wiodących, światowych inicjatyw badawczych, których celem jest kwantyfikacja przejrzystości działania funduszy. W ramach rozdziału podjęto także ocenę tendencji przejrzystości PFM w ujęciu dynamicznym (na osi czasu) – przy użyciu najpowszechniej i najkonsekwentniej odnotowywanego miernika przejrzystości PFM, tj. wskaźnika Linaburga–Madu-ella, w okresie uwarunkowanym dostępnością obserwacji tej miary. Zakończe-nie rozdziału stanowi dyskusja na temat perspektyw polepszenia przejrzystości i otwartości informacyjnej PFM – m.in. w kontekście inicjatyw regulacyjnych dotyczących tych podmiotów.

4.1. Pojęcie przejrzystości państwowych funduszy majątkowych

Na użytek tej publikacji przejrzystość państwowych funduszy majątkowych jest definiowana jako „taka norma praktyk informacyjnych, według której informacja udostępniania jest wszystkim zainteresowanym stronom i gdzie nieudostępnianie informacji stanowi wyjątek, nie zaś regułę. Przejrzystość to – w metaforycznym

sensie – *zdolność do przenikania wzrokiem bez ograniczeń*²¹⁰. W szczególności zaś przejrzystość przeciwstawiana jest «informacji kierowanej» (ang. *targeted disclosure*), w ramach której zakres informacji dostosowywany jest do konkretnych interesariuszy i im tylko przekazywany, nie zaś publicznie udostępniany²¹¹.

Przejrzystość wywiera dyscyplinujący wpływ na standardy zarządzania aktywami, jako że wszyscy zainteresowani interesariusze są w stanie sprawować jakąś formę nadzoru nad działalnością inwestycyjną i mogą monitorować to, czy fundusze nie zbaczają z wytyczonej strategicznie drogi. W tym zakresie przejrzystość stanowi podstawę odpowiedzialności. W przypadku PFM przejrzystość nie sprowadza się tylko do dyscypliny rynkowej, ale także ogranicza pole do (nadmiernej) ingerencji państwowej. Stanowi więc newralgiczny czynnik w budowaniu zaufania wśród interesariuszy, które jest fundamentem otwartego środowiska inwestycyjnego²¹².

Przejrzystość stanowi niezbywalny składnik funkcjonalnej struktury organizacyjnej, w ramach której powinien funkcjonować efektywnie zarządzany fundusz. Schemat ten powinien łączyć w sobie cel (e) PFM, jego strategię inwestycyjną, raportowanie (tj. właśnie przejrzystość), a także jego ład korporacyjny (rysunek 19)²¹³.

Punktem wyjścia dyskusji o praktykach informacyjnych powinno być zbadanie przyczyn, dla których PFM nie są zainteresowane regularnym i pełnym raportowaniem na temat swojej działalności. Rozwinięciem tej analizy jest zarówno wypracowanie mechanizmów poprawy standardów otwartości informacyjnej, jak i – w dalszej perspektywie – rozważenie instrumentów polityki gospodarczej państw-odbiorców inwestycji tych funduszy na rzecz ograniczenia ewentualnych negatywnych następstw zaangażowania PFM.

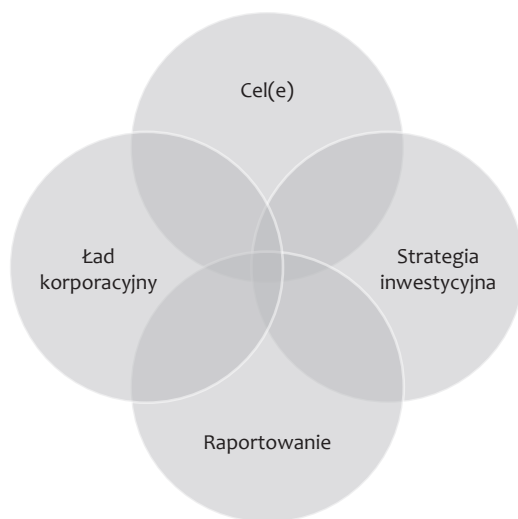
²¹⁰ Źródłostów ten – wywodzony z angielskiego *transparency* lub francuskiego *transparence* – zachował się także w języku polskim. „Transparencja” bywa też w tym kontekście stosowana w rodzimych środkach masowego przekazu, choć nie figuruje w polskiej leksykografii, por. Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych Władysława Kopalińskiego (wersja internetowa): <http://www.sloownik-online.pl/index.php> (dostęp: 15.08.2016).

²¹¹ A. Mehrpouya, *Sovereign Wealth Funds, The IMF and Transparency. Are They All Talking About the Same Thing?* HEC School of Management, Paryż 2013, s. 4–5.

²¹² Commission of the European Communities, *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*, Bruksela 2008, s. 1–11.

²¹³ W oryginale „governance”, co można także rozumieć jako „model zarządzania” – zob. A. Al-Hassan i in., *op. cit.*, s. 8.

Rysunek 19. Koegzystencja czynników warunkujących efektywne działanie państwowego funduszu majątkowego



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Al.-Hassan i in., *op. cit.*, s. 8.

4.2. Geneza ograniczonej przejrzystości państwowych funduszy majątkowych na tle innych instytucji finansowych

Przejrzystość PFM stanowi kluczowe wyzwanie dla oceny działalności tych podmiotów. Jak już wspomniano, charakteryzują się one relatywnie niskimi standardami informacyjnymi – nawet na tle innych instytucji zaliczanych do kategorii inwestorów alternatywnych (funduszy *private equity*, funduszy hedgingowych oraz ETF)²¹⁴. Wynika to, jak zaznaczono na wstępie, z następujących względów²¹⁵:

- **brak odpowiedzialności wobec inwestorów zewnętrznych** – PFM stanowią zazwyczaj składnik narodowych strategii rozwoju, które w swych założeniach powinny mieć czytelny charakter, jednakże w praktyce odpowiedzialne są wyłącznie wobec suwerena (najczęściej organów państwowych), nie

²¹⁴ Alternatywne instytucje zarządzania aktywami cechują się zazwyczaj niższym stopniem przejrzystości od tradycyjnych zarządzających, co stanowi jedną z głównych barier ich upowszechnienia. Por. rozważania na łamach “Planadviser”: <http://www.planadviser.com/Transparency-Lagging-in-the-Alternative-Investment-World/> [dostęp: 20.06.2017 r.] oraz raport: Northern Trust, The Economist Intelligence Unit, *The Path to Transparency in Alternatives Investing*, Londyn luty 2017, s. 1–12.

²¹⁵ Odniesienie do standardów przejrzystości PFM ujęte jest w profilach poszczególnych podmiotów (załączniki 1–80).

- zaś jakichkolwiek zewnętrznych kapitałodawców, co może skłaniać te fundusze do powściągliwości w informowaniu o swoich poczynaniach;
- **wykorzystanie środków krajowych** – zamknięcie wszelkich kluczowych czynników operacyjnych danego PFM w obrębie jednego państwa nie stwarza szans na szeroki międzynarodowy ogląd i dialog na temat jego działalności – im bardziej ułomne są praktyki informacyjne instytucji danego państwa, tym występuje mniejsza jakość i terminowość raportowania podejmowanego przez jego PFM;
 - **niewielki zakres lub nieefektywność sformalizowanej regulacji** – w przeciwieństwie do większości światowych inwestorów instytucjonalnych oferujących swe produkty i usługi (pośrednio i bezpośrednio) klientom detalicznym, PFM nie podlegają żadnym niezależnym organom nadzoru (włącznie z branżowymi²¹⁶) – jeśli nawet istnieją nominalne podmioty nadzorcze w stosunku do nich, można powątpiewać w rygoryzm egzekwowania przez nie tych funkcji wobec PFM;
 - **powiązanie z aparatem władzy** – PFM tworzone są przez organy państwowe i funkcjonują w ich sąsiedztwie²¹⁷, co może owocować niemerytorycznymi praktykami na styku PFM-suweren, a zarazem siecią nieformalnych powiązań ograniczającą pole do otwartości informacyjnej wobec zewnętrznych obserwatorów;
 - **dominacja gospodarek wschodzących** – choć nie brak wyjątków od tej reguły (co opisano w dalszej części niniejszego rozdziału) – otwartość informacyjna PFM jest w zasadniczej mierze pochodną ogólnych standardów przejrzystości instytucji (m.in. finansowych) w danym państwie; zauważyć tu należy, że gros PFM pochodzi z państw o ograniczonej przejrzystości życia gospodarczego sensu largo²¹⁸;
 - **brak reklamy** – PFM nie muszą aktywnie zabiegać o powierzane im aktywa (poza lobbieniem w strukturach establishmentu danego państwa), nie uciekają się więc do promocji jako narzędzia akwizycji środków finansowych, co dodatkowo ogranicza informacje o działalności tych podmiotów (przy całej

²¹⁶ Tj. instytucjom nadzorczym zaangażowanym w regulowanie poszczególnych segmentów rynku finansowego. Osobną kwestią jest nikły – na tle pozostałych instytucji alternatywnego zarządzania aktywami – zakres tzw. samoregulacji (ang. *self regulation*) PFM. W pewnym sensie przykładem tego rodzaju samoregulacji są Zasady z Santiago (omówione w dalszej części tego rozdziału).

²¹⁷ Często to sąsiedztwo ma wręcz wymiar dosłowny – wiele funduszy dzieli swoją siedzibę z innymi organami państwa (bankami centralnymi, ministerstwami finansów itp.). Por. profile poszczególnych PFM zawarte w załącznikach 1–80.

²¹⁸ Większość pochodzi z państw określanych jako gospodarki wschodzące (ang. *emerging markets*). Zob. załączniki 1–80.

- świadomości ograniczonej użyteczności reklamy jako źródła wiedzy o funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych);
- **niezadowolające wyniki inwestycyjne** – choć wstrzemięźliwość w komunikowaniu informacji na temat niezadowolających wyników inwestycyjnych jest nagminna wśród instytucji finansowych²¹⁹, w przypadku PFM jest ona o tyle naturalna, że oczekiwania zewnętrzne co do praktyk informacyjnych tych podmiotów są nikłe;
 - **pozafinansowe cele inwestycyjne** – ostatnim, ale niebagatelnym, czynnikiem umiarkowanych standardów otwartości informacyjnej PFM jest występowanie pozafinansowych (najczęściej politycznych) celów inwestycyjnych tych podmiotów – jeśli cele te istnieją, PFM najczęściej nie będą skłonne dzielić się szczegółami swoich politycznych działań z otoczeniem.

Nieprzejrzystość państwowych funduszy majątkowych stanowi wiodące wyzwanie teoretyczne i praktyczne w analizie wielostronnych skutków działalności tych instytucji. Brak lub wybiórczość danych na ich temat²²⁰ komplikują także inicjatywy mające na celu wypracowanie mechanizmów regulacji tych funduszy w celu ograniczenia ewentualnych negatywnych następstw społecznych ich funkcjonowania. Warto więc na tym etapie zarysować systematykę pomiaru przejrzystości PFM.

W przeciwieństwie do pozostałych instytucji zbiorowego inwestowania, dla których często zadowolające są miary oparte na kalkulacji stóp zwrotu (absolutnych lub odnoszonych do różnorako kwantyfikowanego ryzyka²²¹), PFM realizują dodatkowo, jak już wspomniano, szereg funkcji społeczno-ekonomicznych, np. stabilizacja finansów publicznych, międzypokoleniowy transfer bogactwa narodowego, poprawa standardów zarządzania rezerwami walutowymi, zwiększenie konkurencyjności gospodarki lub finansowanie przyszłych emerytur i innych świadczeń społecznych²²². Prócz zadań czysto ekonomicznych przed PFM mogą być postawione motywy ściśle polityczne – odpowiadające aspiracjom władzy wykonawczej lub ustawodawczej.

²¹⁹ Por. empiryczne badania na temat tzw. efektu przetrwania (ang. *survivorship bias*) wśród funduszy inwestycyjnych: M.M. Carhart, *Mutual Fund Survivorship*, "The Review of Financial Studies" 2012, vol. 15, no. 5, s. 1439–1463.

²²⁰ Fragmentaryczność spójnych informacji na temat PFM można prześledzić na podstawie lektury profili tych podmiotów (załączniki 1–80).

²²¹ Coraz więcej instytucji stara się wplatać do swojej polityki inwestycyjnej problematykę odpowiedzialności społecznej (ang. *socially responsible investing/investment*, SRI): L. Woll i in., *The Impact of Sustainable and Responsible Investment*, The US SIF Foundation (The Forum for Sustainable and Responsible Investment), Waszyngton czerwiec 2016, s. 1–62.

²²² Szerzej na ten temat w rozdziale 1.

Całościowe podejście do problematyki przejrzystości PFM powinno więc stanowić odbicie stopnia realizacji pełnego katalogu celów postawionych przed tymi podmiotami. Skoro tak – przejrzystość PFM musi więc obejmować zarówno wszechstronne informacje na temat struktury i efektywności zarządzania portfelowego (klasyczny miernik dla pozostałych form zbiorowego inwestowania), jak i poziomu wypełniania innych celów społecznych i gospodarczych, a także politycznych (jeśli takie istnieją). Wymagałoby to pogrupowania PFM w kategorie – odpowiadające specyfice tych podmiotów – i zbudowania indeksów dla każdej z kategorii (ważnych percepcją ich istotności). Projekt taki musiałby być poparty wielostronnymi badaniami empirycznymi, w ramach których PFM skłonne byłyby dokonać priorytetyzacji składników swoich strategii (zawierającej komplet czynników). Nie zidentyfikowano światowych studiów, w których podjęto tego rodzaju metodykę.

Prócz struktury tak skonstruowanych miar przejrzystości, mierniki te powinny podlegać stałej, spójnej aktualizacji, aby możliwe było monitorowanie postępu poszczególnych PFM, jak też ich kategorii. Kulminacją wysiłków analitycznych powinno być zebranie danych na temat wystarczającej liczby PFM – co umożliwi kompleksowe badania ilościowe na temat zależności pomiędzy ich przejrzystością a kluczowymi cechami.

4.3. Przykłady oceny przejrzystości informacyjnej państwowych funduszy majątkowych

Jak wspomniano w tym rozdziale – nie istnieje spójna, całościowa i obiektywna metodyka pomiaru przejrzystości PFM. Nie znaczy to, że w literaturze i praktyce badawczej problem ten nie doczekał się prób oceny. Kumulacja tych wysiłków nieprzypadkowo zbiegła się z początkiem i zaostreniem globalnego kryzysu ekonomicznego w latach 2007–2009, kiedy to PFM energicznie angażowały się w nabywanie aktywów inwestycyjnych na świecie.

Wśród najbardziej użytecznych inicjatyw tego typu wymienić można (wraz z rokiem ich sformułowania) następujące zestawienia²²³:

1. **Tablica wyników Trumana** lub tablica wyników Trumana–Dawsona (ang. *Truman Scoreboard*, *Truman–Dawson Scoreboard*) – 2007 r.²²⁴

²²³ W przypadku opublikowania mierników przejrzystości w tych samych latach przedstawiono je w kolejności alfabetycznej.

²²⁴ *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds* (prezentacja na Conference on China's Exchange Rate Policy), Peterson Institute for International Economics (PIIE), materiał dostępny na witrynie PIIE: <https://piie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf> (dostęp: 12.08.2016).

2. **Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella** (ang. *Linaburg–Maduell Transparency Index*, w skrócie LMTI lub L–M) – 2008 r.²²⁵
3. **Zasady z Santiago** lub (w pełnej wersji) Ogólnie akceptowane zasady i praktyki dotyczące państwowych funduszy majątkowych (ang. *Santiago Principles* lub w pełnej wersji *Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices* lub [SWF] GAPP – 2008 r.²²⁶

Warto podkreślić, że w przedstawionej tu analizie skoncentrowano się na ocenie mierników przejrzystości PFM jako takich, nie zaś na ogólniejszych parametrach otwartości informacyjnej ich otoczenia gospodarczego czy powiązanych z nimi branż²²⁷ – co jest specyfiką m.in.²²⁸:

- **wskaźnika Kaufmanna, Kraay’a i Mastruzzi’ego** (ang. *Kaufmann, Kraay & Mastruzzi*, KKM, Index²²⁹), obecnie w formie tzw. światowych wskaźników jakości rządów (ang. *Worldwide Governance Indicators*, WGI²³⁰);
- **wskaźnika zarządzania surowcami** (ang. *resource governance index*, RGI²³¹), stanowiącego próbę oceny jakości zarządzania sektorami wydobywczymi 58 państw na świecie;
- **wskaźnika percepcji korupcji** (ang. *corruption perceptions index*, CPI²³²), autorstwa Transparency International, szeroko cytowanego miernika zjawiska korupcji poszczególnych państw.

²²⁵ Metodyka LMTI na witrynie SWFI: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (dostęp: 11.08.2016).

²²⁶ H. Al Hurr Al Suwaidi, J. Caruana, *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices – “Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), Londyn październik 2008 r., s. 1–52.

²²⁷ Por. wnioski: A.E. Bagnall i E.M. Truman, *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard*, Policy Brief Number PB13–19, Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2013, s. 1–29.

²²⁸ Miary te są tu cytowane, bowiem niektórzy badacze stosują je także wprost do oceny przejrzystości PFM.

²²⁹ J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, Working Paper 2008–33, San Francisco grudzień 2008, s. 1–55.

²³⁰ Opis metodyki na witrynie Banku Światowego poświęconej WGI: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc-methodology> (dostęp: 10.09.2016).

²³¹ Metodyka na witrynie Natural Resource Governance Institute (NRGI): <http://www.resourcegovernance.org/resource-governance-index/methodology> (dostęp: 11.09.2016).

²³² Metodyka ostatniego wydania CPI na witrynie Transparency International: http://files.transparency.org/content/download/1950/12812/file/2015_CPI_DataMethodologyZIP.zip (dostęp: 11.09.2016). Wskazania CPI ujęte są w profilach poszczególnych PFM (załączniki 1–80).

4.3.1. Tablica wyników Trumana²³³

Porównawcze analizy PFM są komplikowane zarówno przez niedawne wyodrębnienie pojęciowe tych podmiotów, jak i ich funkcjonowanie w państwach o odmiennych systemach społecznych, gospodarczych i politycznych²³⁴, co powoduje różnorodność form instytucjonalno-prawnych, w jakich działają. Niemniej jednak możliwe jest nakreślenie zbioru wspólnych elementów, które istotne są dla tego rodzaju podmiotów – niezależnie od ich szczegółowych zadań²³⁵. Parametryzacja tak zdefiniowanych, kluczowych cech umożliwia badanie pod kątem ich występowania w sprawozdawczości poszczególnych PFM.

W tablicy wyników Trumana²³⁶ pojęcie przejrzystości PFM rozpatrywane jest w czterech podstawowych kategoriach: struktura, ład korporacyjny, przejrzystość i odpowiedzialność, a także zachowanie. W tych grupach zadano szereg pytań, na które można odpowiedzieć „tak” lub „nie”. Suma tych pytań we wszystkich kategoriach to 26. Dwie z kategorii podzielone są na podzbiory.

Pierwsze wydanie tablicy z 2007 r.²³⁷ objęło 32 PFM w 28 państwach, a także California Public Employees’ Retirement System (CalPERS) – choć będący funduszem emerytalnym – przyjęty tu jako punkt odniesienia²³⁸.

Dla każdego z 26 pytań odpowiedź „tak” jest odpowiednia przynajmniej dla jednego PFM. Jeśli odpowiedź „tak” została wystawiona bez zastrzeżeń, przypisano jej 1 punkt. Odpowiedź „nie”, kwalifikowano jako 0. Jednakże w przypadku wielu odpowiedzi uzasadnione było przypisanie im wartości ułamkowych (ang. *partial*): 0,24; 0,50 oraz 0,75, które wyróżniono w opisach indeksem „p.”.

Przy kompletowaniu odpowiedzi skorzystano ze źródeł systematycznie podawanej informacji o charakterze publicznym. W pewnym zakresie dane zostały

²³³ *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, op. cit. Por. ewolucję elementów tablicy wyników Trumana w: A.E. Bagnall, E.M. Truman, op. cit., s. 1–29.

²³⁴ Aspekty te stanowią element załączników 1–80.

²³⁵ Ich zbiorcza analiza została przeprowadzona w rozdziale 3, zaś tło zadań stawianych PFM widnieje w profilach poszczególnych PFM (załączniki 1–80).

²³⁶ E.M. Truman, amerykański ekonomista (teoretyk akademicki i urzędnik administracji USA) specjalizujący się w tematyce międzynarodowych instytucji finansowych, przedstawił swoją „tablicę wyników” na konferencji na temat chińskiej polityki kursu walutowego w dniu 19.10.2007 r. w Peterson Institute for International Economics (PIIE) w Waszyngtonie. Poszerzona biografia na witrynie Peterson Institute for International Economics (PIIE): <https://piie.com/experts/senior-research-staff/edwin-m-truman> (dostęp: 13.09.2016).

²³⁷ *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, op. cit. (dostęp: 15.07.2016).

²³⁸ Istotnym kryterium w tym względzie jest to, że CalPERS (stan na 08.12.2017 r.) był największym funduszem emerytalnym w USA; por. raport: <https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/calpers-news/2017/annual-financial-report> (dostęp: 15.07.2018).

zaczepnięte z niezależnych raportów – pochodzących np. z MFW czy Banku Światowego. Generalnie jednak oczekiwaniem twórców metodyki było to, aby przepływ opisanych informacji pochodził od samych PFM. W konsekwencji przegląd informacji na ich temat mógł czasem okazać się szerszy niż wyniki punktacji; jednakże twórcom tego zestawienia przyświecał – jak zaznaczono – priorytet systematyczności i regularności w prezentowaniu informacji ze strony PFM, nie zaś okazjonalne kampanie medialne czy wywiady z udziałem przedstawicieli funduszy. Twórcy tablicy wyników Trumana nie odzegnują się przy tym od pewnej dozy subiektywizmu w dokonanej przez nich interpretacji stopnia przejrzystości PFM.

Przedstawione zestawienie, ujęte w załączniku 81, zawiera cztery kategorie kryteriów, dodatkowo podzielone na podgrupy wszędzie tam, gdzie twórcy zestawienia uznali to zasadne. Dwadzieścia sześć kryteriów ratingu opatrzone dodatkowymi objaśnieniami (jeśli było to uzasadnione). Liczba podana w nawiasie odnosi się do maksymalnej liczby zmiennych, a zarazem maksymalnej punktacji, jaką PFM mogą osiągnąć w danej kategorii.

Choć w dotychczasowej historii obserwacji tablicy wyników Trumana przeprowadzono tylko czterokrotnie (lata: 2007, 2009, 2012 i 2015), można odnieść się do ogólnych tendencji w tym rankingu. Najważniejsze obserwacje, jakie można poczynić w kontekście dostępnych rezultatów, to:

- **rozproszenie wyników** – najważniejszą konkluzją, jaką można wysnuć po analizie wyników tablicy, jest duże zróżnicowanie wskazań między poszczególnymi PFM (choć czołowe pozycje rankingu zdominowane są przez PFM pochodzące z państw wysokorozwiniętych i o dużej ogólnej przejrzystości instytucjonalnej, to niektóre PFM usytuowane w gospodarkach wschodzących także osiągają wysokie rezultaty),
- **poprawa przejrzystości** – na podstawie czterech edycji tablicy można zauważyć postęp w standardach otwartości informacyjnej PFM (w omówieniu towarzyszącemu ostatniej edycji tablicy jej autorzy²³⁹ przypisują sobie w tym względzie moc sprawczą, co wydaje się dyskusyjne²⁴⁰),
- **powiązania z pozostałymi miernikami** – istnieje wyraźna zbieżność między pozycjami w tablicy a przyjęciem Zasad z Santiago oraz wskaźnikiem przejrzystości Linaburga–Maduella (stanowi to argument za rozwojem

²³⁹ Są to: S.E. Stone oraz E.M. Truman.

²⁴⁰ Trudny do jednoznacznego ustalenia jest zakres wpływu istnienia i popularyzacji poszczególnych wskaźników przejrzystości PFM na samą przejrzystość tych podmiotów (rolę odgrywają także inne czynniki – na czele z presją odbiorców inwestycji PFM oraz zaostreniem regulacji dotyczących *asset management* w ślad za ostatnim z globalnych kryzysów).

tego rodzaju inicjatyw, a także świadectwo mierzalności jakiegokolwiek istotnej poprawy otwartości informacyjnej tych podmiotów).

W tabeli 22 zawarto wyniki tablicy Trumana z października 2016 r., tj. ostatniego dostępnego zestawienia tego rankingu.

Tabela 22. Tablica wyników Trumana (2015)

Państwo	PFM	Wynik
Norwegia	Norway Government Pension Fund – Global	98
Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	94
USA	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	93
Azerbejdżan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	92
Kanada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	91
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	91
Chile	Pension Reserve Fund	88
Timor Wschodni	Petroleum Fund of Timor – Leste	88
USA	Alaska Permanent Fund Corporation	88
Australia	Future Fund	87
USA	New Mexico State Investment Council	84
Irlandia	Ireland Strategic Investment Fund	82
USA	Alabama Trust Fund	82
Trynidad i Tobago	Heritage and Stabilization Fund	81
Korea	Korea Investment Corporation	78
Palestyna	Palestine Investment Fund	77
Nigeria	Nigeria Sovereign Investment Authority	76
Singapur	Temasek Holdings	76
USA	Texas Permanent School Fund	73
Chiny	China Investment Corporation	70
USA	(Texas) Permanent University Fund	70
Francja	Caisse des Dépôts et Consignations	68
Hong Kong	Exchange Fund (część Hong Kong Monetary Authority)	68
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	68
Meksyk	Budgetary Income Stabilization Fund	68
ZEA	Mubadala Development Company	68
Angola	Fundo Soberano de Angola	67
Włochy	Fondo Strategico Italiano	67
Francja	BPIFrance Investissement	65
USA	North Dakota Legacy Fund	64
Malezja	Khazanah Nasional Berhad	61
Singapur	GIC Private Ltd.	61
Brazylia	Sovereign Fund of Brazil	60
Botswana	Pula Fund	59

Państwo	PFM	Wynik
ZEA	Dubai Holding	59
ZEA	Abu Dhabi Investment Authority	58
Rwanda	Agaciro Development Fund	57
ZEA	Investment Corporation of Dubai	55
ZEA	International Petroleum Investment Company (część Mubadala)	55
Bahrajn	Bahrain Mumtalakat Holding Company	52
Oman	State General Reserve Fund	52
Rosja	National Welfare and Reserve Fund	49
Iran	National Development Fund of Iran	48
Kazachstan	National Investment Corporation	48
Meksyk	Fondo Mexicano del Petroléo para la Estabilización y el desarrollo	48
Peru	Fiscal Stabilization Fund	48
Kazachstan	Samruk-Kazyna JSC	47
Maroko	Moroccan Fund for Tourism Development	47
Ghana	Ghana Petroleum Funds	45
Wenezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	42
Katar	Qatar Investment Authority	40
Wietnam	State Capital Investment Corporation	39
Rosja	Russian Direct Investment Fund	36
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	35
ZEA	Abu Dhabi Investment Council	33
Brunei	Brunei Investment Agency	30
Algieria	Revenue Regulation Fund	26
Libya	Libyan Investment Authority	23
ZEA	Istithmar World	23
Gwinea Równikowa	Fund for Future Generations	11

Cieniem wyróżniono podmioty, które nie są kwalifikowane jako PFM w niniejszej monografii (zob. rozdz. 1). Nazwy PFM ujęto w formie zaprezentowanej w tabelcy wyników Trumana.

Źródło: opracowanie własne na podstawie S.E. Stone, E.M. Truman, *Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability*, "Policy Brief" 16–18, Peterson Institute for International Economics, Waszyngton październik 2016, s. 1–27.

Wśród zalet tabelcy wyników Trumana wymienić można:

- **kompleksowość** – tablica cechuje się największym stopniem uszczegółowienia koncepcyjnego wśród wszystkich dostępnych zestawień przejrzystości PFM;
- **zaawansowanie** – jako jedyny z mierników przejrzystości PFM tablica zawiera zróżnicowane przedziały dla poszczególnych składników pomiaru;
- **omówienie** – tablica opatrzona jest licznymi komentarzami, które ułatwiają jej zastosowanie i interpretację.

Tablica wyników Trumana cechuje się następującymi ograniczeniami:

- **incydentalność** – od czasu opublikowania (2007 r.) zgodność PFM z regulami tablicy wyników Trumana została jedynie trzykrotnie zweryfikowana empirycznie przez swoich twórców (weryfikacje te odbywały się w nieregularnych odstępach czasowych);
- **komplikacja** – niektóre szczegółowe składniki tablicy charakteryzują się tak wysokim stopniem komplikacji, że utrudnia to ich jednoznaczną interpretację (także przez same PFM);
- **subiektywizm** – choć tablica jest bodaj najszerzej opisanym zestawieniem przejrzystości PFM, jej twórcom nie udało się uciec od subiektywizmu dobrych zmiennych.

4.3.2. Wskaźnik przejrzystości Linaburga–Maduella²⁴¹

Wskaźnik Linaburga–Maduella (ang. *Linaburg–Maduell Transparency Index*, LMTI lub L–M) sformułowany został w 2008 r. przez C. Linaburga i M. Maduella²⁴². Jest obecnie najpowszechniej stosowanym w świecie miernikiem przejrzystości PFM.

W tabeli 23 zawarto zmienne używane do pomiaru przejrzystości PFM za pomocą LMTI. Wskaźnik obejmuje 10 kategorii o równych wagach (1 punkt), co przekłada się na wartości tak sumowanego wskaźnika (od 1 do 10). LMTI łączy w sobie różne aspekty raportowania ze strony PFM: od prezentacji informacji finansowych do danych kontaktowych.

Na podstawie opisu metodyki LMTI satysfakcjonującym poziomem otwartości informacyjnej PFM jest 8 punktów na tak skonstruowanej skali²⁴³. W praktyce znakomita większość PFM osiąga znacznie niższe wskazania²⁴⁴. LMTI ma charakter dynamiczny – wyniki wskaźnika są na bieżąco monitorowane i aktualizowane przez SWFI, co stwarza pewne możliwości analizy ich szeregów czasowych. Jak zaznaczyli twórcy LMTI, wyjściowym benchmarkiem tego wskaźnika były standardy przejrzystości norweskiego Government Pension Fund Global, wciąż uznawanego za jeden z najbardziej otwartych informacyjnie PFM w świecie²⁴⁵.

²⁴¹ Metodyka LMTI na witrynie SWFI. W profilach poszczególnych PFM zawarte są dostępne LMTI (załączniki 1–80).

²⁴² Twórców SWFI.

²⁴³ SWFI – metodyka LMTI, *op. cit.* (dostęp: 11.08.2016).

²⁴⁴ Zob. załączniki 1–80. Uśrednione wyniki dla zbiorowości PFM zaprezentowane są w dalszej części tego rozdziału (dotyczącej empirycznych obserwacji przejrzystości PFM).

²⁴⁵ Por. komentarz do pierwszego wydania LMTI: <http://www.swfinstitute.org/swf-research/linaburg-maduell-transparency-index-released/> (dostęp: 11.09.2016).

Tabela 23. Metodyka kalkulacji wskaźnika Linaburga–Maduella (LMTI)

Liczba punktów	Składniki LMTI
1	Fundusz przedstawia swoją genezę – w tym: przyczyny powstania, źródła aktywów finansowych i model zarządzania
1	Fundusz publikuje aktualne, niezależnie audytowane raporty roczne
1	Fundusz informuje o składnikach swego portfela inwestycyjnego i ich położeniu geograficznym
1	Fundusz dostarcza danych na temat ogólnej wartości rynkowej portfela inwestycyjnego, stóp zwrotu i wynagrodzenia kadry kierowniczej
1	Fundusz publikuje wytyczne co do standardów etyki, polityki inwestycyjnej i ich egzekwowania
1	Fundusz komunikuje jasną strategię i cele działania
1	Jeśli dotyczy – fundusz czytelnie prezentuje informacje o swoich podmiotach zależnych oraz dane kontaktowe
1	Jeśli dotyczy – fundusz przedstawia zaangażowanych przez siebie zewnętrznych zarządzających
1	Fundusz zarządza swoją stroną internetową
1	Fundusz wskazuje na swoją główną siedzibę i dane kontaktowe, takie jak numer telefonu lub faksu
Suma	1–10

Źródło: opis metodyki LMTI na witrynie SWFI: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (dostęp: 11.08.2016).

Zalety LMTI obejmują:

- **prostotę** – indeks ten jest niezmiernie łatwy w interpretacji i w wielu aspektach intuicyjny wobec oczekiwań analityków działalności form zbiorowego inwestowania;
- **syntetyczność i porównywalność** – indeks umożliwia jednoznaczną ocenę analizowanych PFM, a także porównania między nimi;
- **dostępność i aktualność** – w przeciwieństwie do innych, incydentalnych inicjatyw badania standardów raportowania PFM, LMTI jest łatwo dostępny i stale aktualizowany;
- **reprezentatywność** – dzięki bazie danych SWFI (najbardziej kompletnej w świecie) LMTI zawiera dane na temat większości funduszy.

LMTI nie jest wolny od słabości merytorycznych, wśród których warto podkreślić:

- **uznaniowość** – mankament ten dotyczy zarówno czynników włączonych do wskaźnika, jak opisu ich składowych – brak jasnych kryteriów (stopnia) ich spełnienia lub nie;
- **jednostronność** – LMTI całkowicie abstrahuje od pozafinansowych celów PFM (z wyjątkiem uwagi o standardach etyki),

- **identyczne wagi** – trudno zgodzić się z tym, że istotność poszczególnych zmiennych sumowanych w ramach LMTI jest tożsama²⁴⁶.

LMTI, według metodyki opisaney przez SWFI, ma charakter dynamiczny, tj. ewoluuje wraz z nowymi informacjami upublicznianymi przez poszczególne PFM. SWFI zastrzegło się, że w ramach LMTI istnieją różne poziomy wypełnienia poszczególnych kryteriów przejrzystości, przy czym ich interpretacja pozostaje w gestii SWFI²⁴⁷.

4.3.3. Zasady z Santiago²⁴⁸

Zasady z Santiago zostały opracowane przez Międzynarodową Grupę Roboczą Państwowych Funduszy Majątkowych (ang. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG) i przyjęte 11.10.2008 r. w Santiago (Chile). Ich celem jest propagowanie przejrzystości, wysokich standardów zarządzania, odpowiedzialności i rozważi w funkcjonowaniu PFM, przy równoczesnym wspieraniu otwartego dialogu i głębszego zrozumienia działalności tych podmiotów. Wśród bardziej szczegółowych zamierzeń twórców Zasad wyróżniono²⁴⁹:

- **wspomaganie stabilizacji** globalnego systemu finansowego oraz swobodny przepływ kapitałów i inwestycji;
- zgodność z wszelkimi odnośnymi **wymogami regulacyjnymi** i informacyjnymi państw, w których dokonywane są inwestycje;
- postulat, aby inwestycje PFM odbywały się na podstawie przesłanek **ekonomiczno-finansowych**, uwzględniających stopę zwrotu i ponoszone ryzyko (tj. efektywności portfelowej);
- zapewnienie **przejrzystego** i bezpiecznego **modelu** zarządzania, w ramach którego istniałyby odpowiednie systemy kontroli operacyjnej, zarządzania ryzykiem i odpowiedzialności.

Zasady z Santiago służą wykazaniu, że PFM prowadzą inwestycje jako ekonomicznie i finansowo uwarunkowane podmioty²⁵⁰ – zarówno na rynku krajowym, jak i globalnym. Dzięki tym atrybutom PFM mogą przyczyniać się do stabilizacji globalnego systemu finansowego, redukcji barier protekcyjnych oraz

²⁴⁶ Np. trudno bronić tezy o identycznej randze informacyjnej danych kontaktowych PFM z faktem publikowania przezeń aktualnych i niezależnie audytowanych raportów rocznych.

²⁴⁷ Zob. komentarz do pierwszego wydania LMTI, *op. cit.* Świadczy to o subiektywizmie tego miernika (jw.).

²⁴⁸ H. Al Hurr Al Suwaidi, J. Caruana, *op. cit.*, s. 1–52

²⁴⁹ Zgodność PFM z Zasadami opisana jest w załącznikach 1–80.

²⁵⁰ Tj. ograniczeniu ulegają czynniki polityczne.

kultywowania otwartego i stabilnego środowiska inwestycyjnego. Transfer wiedzy wśród PFM służy przy tym jako narzędzie stałego doskonalenia i innowacji.

W załączniku 82 wymieniono wszystkie 24 Zasady z Santiago (niektóre z nich podzielono na reguły cząstkowe).

Warto podkreślić, że IWG zdecydowało o sformalizowaniu pracy gremium w ramach tzw. deklaracji kuwejckiej (ang. *Kuwait Declaration*), którą podpisano w dniu 6.04.2009 r. w Kuwait City. Deklaracja ta zawiera uchwałę o powołaniu Międzynarodowego Forum Państwowych Funduszy Majątkowych (ang. *International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF*). Forum to stawia sobie za cel wymianę opinii między SWF oraz innymi stronami, publikację wytycznych na temat aplikacji Zasad z Santiago (w tym aspektów operacyjnych i technicznych) oraz zacieśnianie współpracy z państwami-odbiorcami inwestycji PFM, organizacjami międzynarodowymi i organami decyzyjnymi rynków kapitałowych, aby identyfikować potencjalne czynniki ryzyka w międzynarodowych przepływach inwestycyjnych i promować wolne od dyskryminacji, konstruktywne i wzajemnie korzystne środowisko inwestycyjne. Spotkania IFSWF mają odbywać się co najmniej raz do roku²⁵¹.

W listopadzie 2014 r., podczas szóstego, dorocznego spotkania IFSWF w Dosze²⁵² (stolicy Kataru), zebrano i opublikowano 15 studiów przypadków dotyczących stopnia wdrożenia Zasad z Santiago wśród członków IFSWF. Studia przypadków objęły tabelaryczne zestawienie poszczególnych zasad oraz uwag co do ich realizacji przez 15 PFM, jednakże nie ujmują tych kryteriów w formie liczbowej, która umożliwiłaby porównania poszczególnych PFM²⁵³.

Na 30.06.2018 r. 32 podmioty zadeklarowały zgodność z Zasadami z Santiago²⁵⁴, przy czym niektóre z nich nie są kwalifikowane jako PFM zgodnie z metodyką przyjętą w tej monografii²⁵⁵ (kryterium wypełniania omawianych reguł to zobowiązania samych członków). Spośród badanych w tej monografii PFM, wypełnianie Zasad z Santiago deklarowało 30 podmiotów²⁵⁶. Dodatkowym

²⁵¹ Charakterystyka ram Deklaracji Kuwejckiej na witrynie IFSWF: <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/kuwait-declaration> (dostęp: 12.09.2016).

²⁵² Wariantową, polskojęzyczną nazwą tego miasta jest „Ad-Dauha”, zob. uwagi J. Grzeni zawarte w Słowniku Języka Polskiego PWN (wersja internetowa): <http://sjp.pwn.pl/poradnia/haslo/Doha;10419.html> (dostęp: 12.09.2016).

²⁵³ *International Forum of Sovereign Wealth Funds Santiago Principles: 15 Case Studies*, International Forum of Sovereign Wealth Funds, Londyn listopad 2014, s. 1–173.

²⁵⁴ Por. członkostwo w tym gremium na witrynie internetowej IFSWF: <http://www.ifswf.org/our-members> (dostęp: 14.07.2018).

²⁵⁵ Zob. dyskusję na temat pojęcia PFM w rozdziale 1.

²⁵⁶ Załączniki 1–80.

– prócz subiektywizmu metodyki – zastrzeżeniem co do użyteczności Zasad z Santiago jest luźny związek deklaracji członkowskich z zakresem raportowania operacyjnego i finansowego ze strony PFM; nie zawsze korespondują one także z wynikami wskaźnika Linaburga–Maduella²⁵⁷ – uznawanego za wiodącą metodę pomiaru przejrzystości PFM.

Wśród zalet Zasad z Santiago można wyróżnić:

- **spójność** – zbiór omawianych reguł charakteryzuje się konsekwencją pojęciową, co nie zawsze cechuje inne zestawienia przejrzystości PFM;
- **kompleksowość** – tam, gdzie jest to uzasadnione, Zasady z Santiago zawierają rozwinięcie w formie reguł cząstkowych;
- **samoregulację** – choć nie można pomijać inspirującej roli MFW w sformułowaniu Zasad z Santiago, w istocie stanowią one przykład samoregulacji środowiska PFM.

Zasadom z Santiago przypisać można następujące wady:

- **brak kwantyfikacji** – zestawienie to nie umożliwia konstrukcji cząstkowych (a tym bardziej zagregowanych) mierników przejrzystości PFM;
- **ogólnikowość i subiektywizm** – wiele z Zasad jest na tyle generalnych w swej wymowie, że trudno jest jednoznacznie stwierdzić ich przestrzeganie lub nie wśród konkretnych PFM²⁵⁸, dodatkowo Zasady oparte są na samocenie funduszy (ang. *self evaluation*)²⁵⁹;
- **incydentalność** – Zasady (od czasu publikacji) były przedmiotem jedynie dwukrotnej, sformalizowanej analizy ich twórców, co ogranicza znacznie ich użyteczność.

²⁵⁷ Zakres informacji prezentowanych przez PFM w syntetycznej formie ujęto w załącznikach 1–80. Znajdują się tam także wyniki wskaźnika Linaburga–Maduella dla poszczególnych PFM.

²⁵⁸ Problemem jest np. sytuacja, gdy pewne PFM potwierdzają zgodność z Zasadami z Santiago, a nie przystąpiły do IFSWF (norweski GPF), inne PFM są obiektywnie bardzo przejrzyste, ale nie sformalizowały członkostwa w IFSWF (Temasek), zaś jeszcze inne wykazują niski poziom praktyk informacyjnych, zaś zadeklarowały się jako członkowie IFSWF.

²⁵⁹ W szczególności przy braku częstych obserwacji zgodności PFM z Zasadami z Santiago, co umożliwiłoby wypracowanie ram interpretacyjnych. Por. S. Behrendt, *Outlook: Santiago Principles – The Santiago Principles: what's next?* GeoEconomica – Political Risk Management, Genewa marzec 2016, s. 1–3.

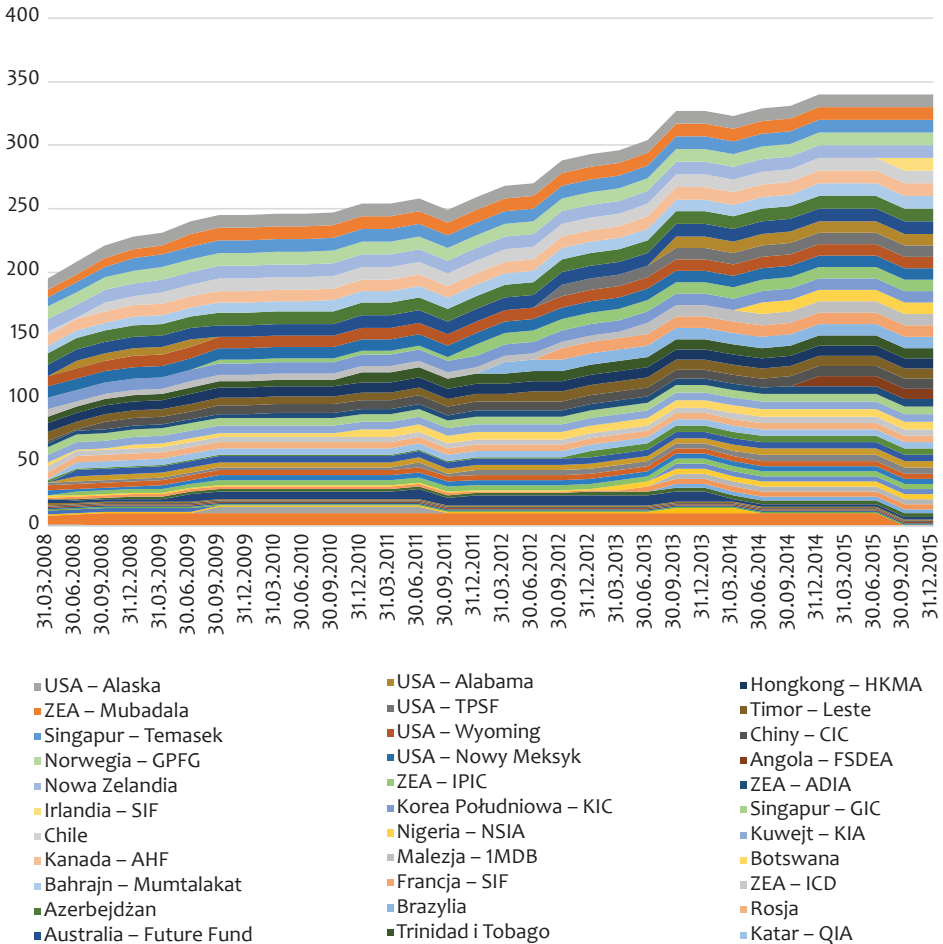
4.4. Obserwacje empiryczne przejrzystości państwowych funduszy majątkowych

Prócz nakreślonych wcześniej walorów merytorycznych – analiza empiryczna przejrzystości powinna charakteryzować się wszechstronnością (obejmować możliwie dużą liczbę PFM) i ciągłością (zawierać względnie długie szeregi czasowe obserwacji). Postulat ten stanowi odzwierciedlenie oczekiwań informacyjnych ze strony PFM – skoro same fundusze skłaniają się do regularności w publikacji kluczowych danych na swój temat, ten sam priorytet powinien odnosić się do rankingów przejrzystości PFM.

Jak wykazano, należy pogodzić się w tym kontekście z brakiem odpowiednio reprezentatywnej bazy danych liczbowych, co wynika z krótkiej historii istnienia niektórych funduszy, ograniczonej otwartości informacyjnej PFM, a także ich niekonsekwentnego podejścia do raportowania kluczowych informacji. Indeks, który w największym, choć dalekim od ideału stopniu, spełnia kryteria wszechstronności i ciągłości, jest LMTI. Ten właśnie wskaźnik został zastosowany tu do oceny standardów publikacji informacji przez PFM w latach 2008–2015. W ramach tego parametru dostępne były dane na temat 57 funduszy, przy czym zaledwie 37 podmiotów mogło pochwalić się kompletem obserwacji za cały badany okres.

Na rysunku 20 ujęto skumulowany warstwowy wykres LMTI w okresie 31.03.2008–31.12.2015. Obrazuje on ogólną tendencję przejrzystości światowych PFM w tym okresie. Łatwo spostrzec, że analizowane fundusze od czasu globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2009 wykazywały tendencję do poprawy standardów raportowania. Spowodowane to było obustronną świadomością: odbiorców inwestycji PFM (którzy coraz silniej akcentowali potrzebę większej otwartości informacyjnej tych podmiotów), a także samych funduszy (które coraz powszechniej zaczęły uświadamiać sobie korzyści płynące z ujawniania kompleksowych informacji o swojej działalności). Istotny efekt miały lokalne i międzynarodowe rozwiązania legislacyjne wprowadzone po ostatnim kryzysie – ich skrócony katalog został opisany w dalszej części tego rozdziału.

Rysunek 20. Skumulowany warstwowy wykres tendencji przejrzystości państwowych funduszy majątkowych (mierzonej poziomem LMTI) w okresie 31.03.2008–31.12.2015



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/lmti-transparency-ratings-time-series/> (dostęp: 14.08.2016).

Osobną kwestią jest rozkład przejrzystości w podziale na cechy PFM. Co ciekawe, średnia arytmetyczna LMTI według stanu na 30.06.2016 r. (6,55) bliska jest średniej ważonej aktywami poszczególnych funduszy na tę datę (6,39). Wynika stąd relatywnie niewielka zależność standardów raportowania PFM od wielkości ich aktywów, choć poprawę przejrzystości PFM warunkuje ich staż na rynku (świeżo założone fundusze albo nie są notowane w ramach LMTI, albo też osiągają niskie wskazania).

Kluczowym aspektem przejrzystości PFM jest jednak ustalenie związków między przejrzystością PFM a ich:

- **suwerenem** – można zakładać, że PFM charakteryzujące się najwyższym poziomem otwartości informacyjnej pochodzić będą z państw o podobnie przejrzystych standardach życia gospodarczego²⁶⁰;
- **strategią inwestycyjną** – tu z kolei można oczekiwać, iż PFM aktywnie angażujące się w powiększanie wartości składników portfela, co wymaga kompleksowej współpracy np. ze spółkami portfelowymi, cechować się będą większym poziomem przejrzystości od typowo pasywnych PFM.

Na rysunku 21 przedstawiono diagram Pareto uwzględniający całość wskaźników LMTI za okres 1.01.2008–31.12.2015 (tj. wszelkie dostępne obserwacje na temat poszczególnych PFM). Interpretacja tak zebranych danych prowadzi do ciekawych wniosków. Choć bowiem w przeważającej mierze za wysokie poziomy przejrzystości wśród PFM odpowiedzialne są fundusze wywodzące się z państw o podobnie zaawansowanych standardach jakości życia gospodarczego (np. Norwegia, USA, Singapur, Australia, Irlandia, Nowa Zelandia i Chile), to istnieją PFM, które:

- pochodzą z państw notujących niską przejrzystość życia publicznego, jednakże osiągają wysokie wyniki w rankingach LMTI (np. azerski State Oil Fund, Fondo de Ahorro de Panamá, Nigerian Sovereign Investment Authority czy Fundo Soberano de Angola);
- różnią się istotnie wynikami LMTI, choć mają tego samego lub pokrewnego²⁶¹ suwerena (np. China Investment Corporation vs SAFE Investment Company²⁶², Mubadala Development Company vs Emirates Investment Authority)²⁶³.

Wynika stąd wniosek, że wysoka przejrzystość instytucji suwerena z reguły przekłada się na podobnie wysokie wskazania powoływanego przezeń funduszu.

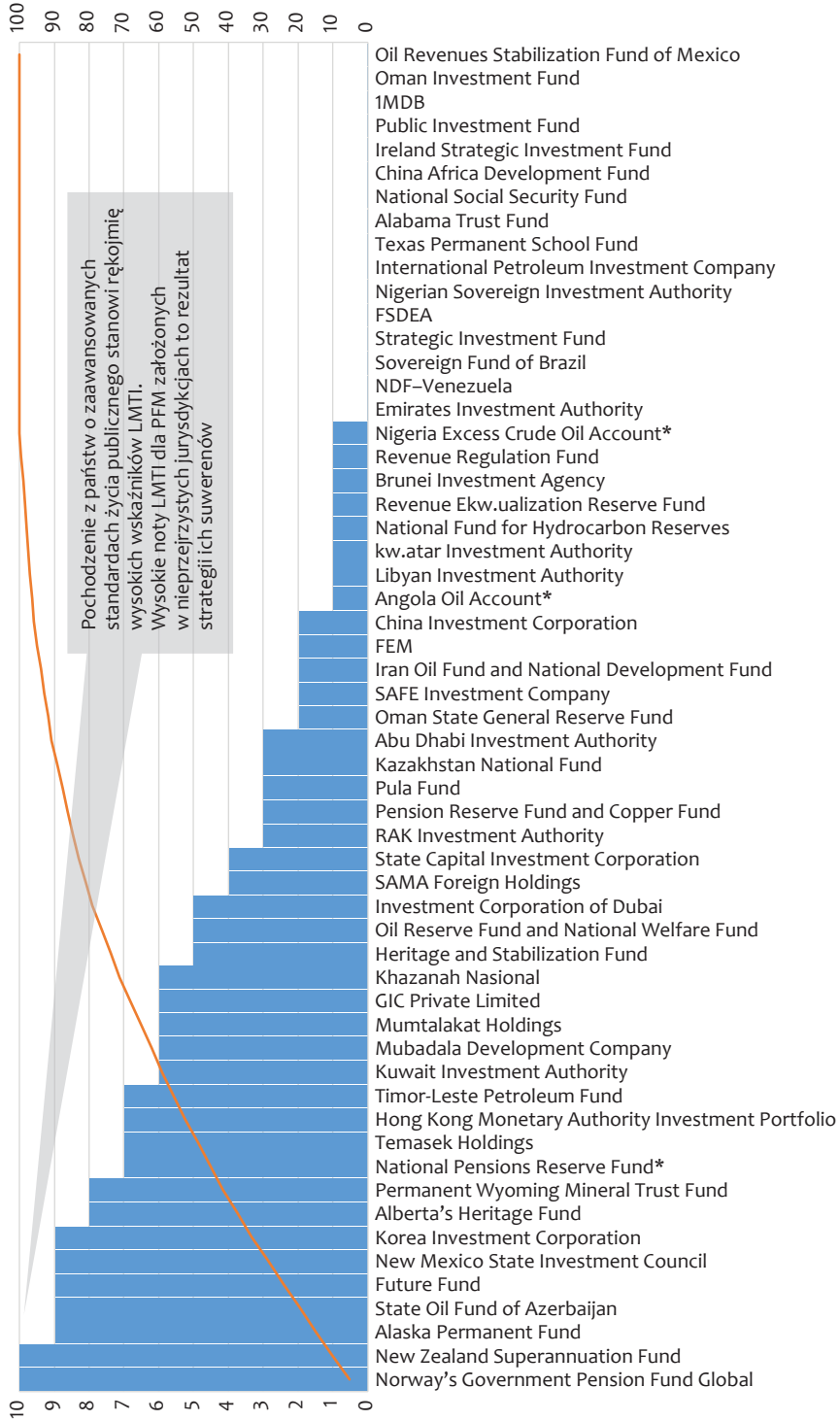
²⁶⁰ Np. mierzonych Indeksem Percepcji Korupcji (ang. *Corruption Perceptions Index, CPI*) – wyniki poszczególnych państw za 2015 r. na witrynie internetowej Transparency International: <http://www.transparency.org/cpi2015> (dostęp: 14.08.2016).

²⁶¹ Porównania problematyczne są w przypadku państw o zdecentralizowanych (np. federalnych) systemach politycznych.

²⁶² Por. charakterystykę chińskich PFM w: I.N. Koch-Weser, O.D. Haacke, *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance*, U.S.–China Economic and Security Review Commission, Waszyngton 13.06.2013, s. 1–65.

²⁶³ Por. tego rodzaju różnice między PFM i ich systemami politycznymi (jurysdykcjami) w załącznikach 1–80.

Rysunek 21. Diagram Pareto skumulowanej przejrzystości światowych PFM (w %), mierzonej wskaźnikiem Linaburga–Maduella w okresie 1.01.2008–31.12.2015



Źródło: opracowanie własne na podstawie szeregów czasowych wyników przejrzystości światowych PFM (wskaźnika Linaburga–Maduella) z bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/lmti-transparency-ratings-time-series/> (dostęp: 4.08.2016).

Istnieją jednak PFM, które – dzięki odpowiednio sprofilowanej strategii – są w stanie sprostać znacznie wyższym standardom przejrzystości instytucjonalnej niż państwa, z których się wywodzą. Można przypisać to strategii formułowanej przez suwerenów, którzy postrzegają PFM jako swoiste „wehikuly” o ponadprzeciętnej reputacji, umożliwiające dostęp do szerszej gamy transakcji i stwarzające szanse na lepszą efektywność inwestycyjną²⁶⁴.

Ta konstatacja, prócz mankamentów metodycznych kalkulacji samego LMTI (podsumowanych wcześniej w tym rozdziale), obarczona jest ograniczeniami interpretacji pojęcia przejrzystości społeczno-gospodarczej w różnorodnych zestawieniach – włącznie z użytecznością badawczą Corruption Perceptions Index (CPI) autorstwa Transparency International²⁶⁵.

Kolejnym problemem jest to, czy strategia (lub styl) inwestycyjny PFM można powiązać z otwartością informacyjną funduszu. W tym zakresie ponownie pojawiają się liczne ograniczenia w gromadzeniu, jak i analizie danych empirycznych. Większość PFM ma bowiem wysoce heterogeniczną strategię zarządzania aktywami inwestycyjnymi, którą trudno definitywnie zaklasyfikować. Trudności w jednoznacznym parametryzowaniu stylów inwestycyjnych PFM są pochodną zarówno skomplikowanej struktury tych instytucji, z których wiele działa w szeregu odmiennych jurysdykcji i w formie zatowiszowanych grup kapitałowych, jak i niechęcią PFM do publicznego przedstawiania tak szczegółowych aspektów swojego funkcjonowania (co stanowi jeden z czynników obniżających wskazania LMTI). Dla uproszczenia tego zadania wystąpiła konieczność zawężenia badanego zbioru do głównych światowych PFM.

W celu analizy empirycznej przejrzystości państwowych funduszy majątkowych, posłużono się tu – nie bez wcześniej artykułowanych zastrzeżeń co do samej metodyki LMTI – wynikami dla 10 największych światowych PFM (sumarycznie odpowiadających za 73,67% aktywów wszystkich globalnych PFM odnotowywanych w bazach danych²⁶⁶). Są to następujące instytucje:

- 1) Government Pension Fund Global (GPF) – Norwegia,
- 2) China Investment Corporation (CIC) – Chiny,
- 3) Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) – Abu Zabi,

²⁶⁴ T.D. Nadauld, M.S. Weisbach, *Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt?* NBER Working Paper no. 16849, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2011, s. 1–41. Wydzielenie aktywów w postaci przejrzystych PFM powinno służyć poprawie wyników inwestycyjnych – inwestycje portfelowe bardziej dostępne w sposób analogiczny do sekurytyzacji.

²⁶⁵ T. Thompson, A. Shah, *Transparency International's Corruption Perceptions Index: Whose Perceptions Are They Anyway?* Discussion Draft, marzec 2005, s. 1–51.

²⁶⁶ Dane na 30.06.2016 r.

- 4) SAMA Foreign Holdings (SAMA) – Arabia Saudyjska,
- 5) Kuwait Investment Authority (KIA) – Kuwejt,
- 6) SAFE Investment Company (SAFE) – Chiny,
- 7) Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (HKMA) – Hongkong,
- 8) Government of Singapore Investment Corporation (GIC) – Singapur,
- 9) Qatar Investment Authority (QIA) – Katar,
- 10) National Social Security Fund (NSSF) – Chiny.

Na rysunku 22 zestawiono następujące zmienne dla wymienionych funduszy:

- **skalę poszczególnych PFM** – której obrazem jest wielkość kół przedstawiających poszczególne fundusze;
- **stopień ich aktywności w zarządzaniu aktywami** – sprowadzony do trójstopniowej skali: 1 (strategia indeksowa/pasywna), 2 (strategia mieszana) oraz 3 (strategia aktywna);
- **przejrzystość** – określaną opisanym wcześniej wynikiem LMTI (w skali od 1 do 10²⁶⁷).

Porównując te trzy zmienne, można zauważyć, że – poza norweskim GPFG (którego strategia oparta jest na produktach indeksowych i który uznawany jest przez wielu obserwatorów za wzór przejrzystości PFM) – największe światowe PFM skoncentrowane są wokół średnich poziomów aktywizacji procesu zarządzania aktywami, jak też notują umiarkowane wartości przejrzystości informacyjnej. Stanowi to świadectwo zarówno mieszanych stylów zarządzania, najczęściej stosowanych przez PFM, a także ograniczonej wagi przywiązywanej przez fundusze do wszechstronnego i regularnego raportowania finansowego.

Wyjątkiem jest tu CIC²⁶⁸, który charakteryzuje się zarówno ponadprzeciętną przejrzystością (w szczególności na tle swojego suwerena), jak i preferuje aktywny styl zarządzania (m.in. poprzez dynamiczną realokację składników portfela). Wśród atrybutów zarządzania podkreślanych w ramach strategii tego funduszu są: holistyczne podejście do zarządzania portfelowego (m.in. w kontekście poszukiwania jego efektywności), długoterminowa orientacja inwestycyjna (wykorzystywanie premii z tytułu niepłynności lokat), a także nowoczesne podejścia do zarządzania ryzykiem inwestycyjnym (stosowanie nowoczesnych form kwantyfikacji ryzyka). Szersze informacje na temat filozofii inwestycyjnej CIC zawarte są w załączniku 3.

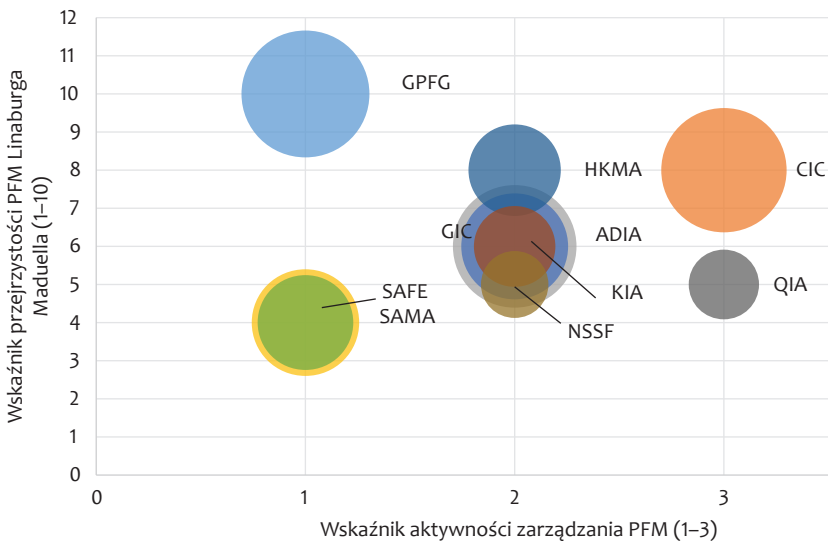
²⁶⁷ Oś rzędnych została wydłużona (do 12 punktów) ze względów graficznych – konieczność uwidocznienia pól oznaczających PFM.

²⁶⁸ Załącznik 3.

Kolejnym PFM, który preferuje podejście do zarządzania portfelem inwestycyjnym, jest QIA. Fundusz ten jednak, pomimo deklarowanej zgodności z Zasadami z Santiago (załącznik 9), notuje średnie poziomy przejrzystości informacyjnej według wskaźnika Linaburga–Maduella.

Podsumowując – na podstawie dziesięciu największych PFM – trudno powziąć przekonanie o ponadprzeciętnej przejrzystości PFM aktywnie zaangażowanych w zarządzanie składnikami portfela²⁶⁹. Główne światowe fundusze stosują połączenie aktywnych, jak i pasywnych form zarządzania swymi portfelami oraz prezentują średnie standardy raportowania informacyjnego (rysunek 22).

Rysunek 22. Porównanie przejrzystości 10 największych państwowych funduszy majątkowych (pod względem zarządzanych aktywów) z charakterem ich strategii inwestycyjnych (stan na 30.06.2016) *



* wskaźnik przejrzystości inwestycyjnej Linaburga–Maduella w skali od 1 (najniższa) do 10 (najwyższa). Wskaźnik aktywności zarządzania w skali od 1 (strategia indeksowa/pasywna), poprzez 2 (strategia mieszana), do 3 (strategia aktywna). Wielkość punktów oznaczających poszczególne PFM odpowiada skali zarządzanych aktywów.


Źródło: opracowanie własne na podstawie rankingu PFM na witrynie SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 5.08.2016).

²⁶⁹ Por. R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, “Stanford University Law and Economics Olin Working Paper” no. 355, Stanford 18.02.2008, s. 34 i poprzednie.

4.5. Perspektywy zwiększenia przejrzystości i odpowiedzialności społecznej państwowych funduszy majątkowych

Ze względu na patronat państwowy²⁷⁰, niski stopień zrozumienia ich działalności, a także specyfikę dokonywanych inwestycji – w znacznej mierze skupionych na nie płynnych i nieprzejrzystych klasach aktywów – niewiele światowych uregulowań prawnych dotyczących sektorów finansowych adresowanych jest szczegółowo do PFM²⁷¹. Wąskie spektrum regulacji bezpośrednio związanych z PFM nie oznacza jednak, że nie dotyczą ich reformy regulacyjne skierowane ku światowym instytucjom finansowym (m.in. o charakterze alternatywnym). Wynika to z powiązania PFM z innymi instytucjami finansowymi oraz z identyfikowania ich działalności z innymi inwestorami instytucjonalnymi. W tabeli 24 ujęto najważniejsze akty prawne, które wpływają na działalności alternatywnych podmiotów inwestycyjnych (m.in. PFM). Co znamienne – erupcja inicjatyw legislacyjnych nastąpiła po globalnym kryzysie finansowym w latach 2007–2009. Zjawisko to jest typowe, bowiem w ślad za każdą poważną destabilizacją światowego sektora finansowego pojawia się presja na większy rygor prawny.

Tabela 24. Główne europejskie i amerykańskie regulacje prawne wpływające na działalność alternatywnych instytucji inwestycyjnych (w tym PFM) po globalnym kryzysie finansowym lat 2007–2009

Nazwa regulacji (skrót*)	Zakres	Możliwe implikacje dla działalności PFM
Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act) 	Kompleksowa reforma regulacji finansowych w USA (największa od Glass-Steagall Act/Banking Act z 1933 r.), której zasadniczym celem jest ograniczenie ryzyka strukturalnego amerykańskiego systemu finansowego	PFM mogą stanowić źródło dodatkowej płynności w nowych warunkach regulacyjnych – w szczególności przy zaostrzonych wymogach kapitałowych odnoszących się do podejmowania akcji kredytowej przez banki ²⁷²

²⁷⁰ W praktyce dużo prostsze, m.in. ze względów politycznych, okazuje się narzucanie kolejnych wymogów regulacyjnych niepaństwowym przedsiębiorstwom finansowym.

²⁷¹ Raczej mamy do czynienia z rozwiązaniami doraźnymi i inicjatywami, których genezą jest przekonanie o zglubnym wpływie poszczególnych, dokonywanych przez PFM transakcji. Por. E. Chalamish, *Global Investment Regulation and Sovereign Funds*, "Theoretical Inquiries in Law" 2012, no. 13.2, s. 645–682.

²⁷² Por. R. D'Vari, *Regulatory Reform and its Implications for SWF Risk Management in the "New Era"*, The Sovereign Wealth Fund Initiative – Summer 2012, The Fletcher School, Tufts University, lipiec 2012, s. 1–9.





Nazwa regulacji (skrót*)	Zakres	Możliwe implikacje dla działalności PFM
§ 619 (12 USC § 1851) Dodd-Frank Act (Reguła Volckera) 	Reguła ta (element Dodd-Frank Act) stanowi ograniczenie stosowania depozytów klientów w działalności inwestycyjnej i w obrocie papierami wartościowymi banków, a także posiadania przez banki spółek inwestycyjnych o strategiach typu <i>private equity</i> i funduszy hedgingowych	PFM, które zostaną arbitralnie zaliczone do holdingów bankowych, mogą mieć utrudniony dostęp do innych instytucji inwestycyjnych o charakterze alternatywnym (m.in. funduszy hedgingowych) na terenie USA ²⁷³
Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) 	Zobowiązanie osób fizycznych i instytucji finansowych na całym świecie do corocznego raportowania aktywów obywateli USA (rezydentów i nierezydentów) w celu ograniczenia unikania podatków amerykańskich	Głównym ryzykiem wynikającym z aplikacji FATCA jest subiektywizm amerykańskich władz podatkowych w kwestii uznawania PFM (i podmiotów w ich grupach kapitałowych) jako organów rządowych, co (generalnie) powinno umożliwiać zwolnienie podmiotowe ²⁷⁴
Umowa Bazylejska III (Bazylea III) / Dyrektywa ws. wymogów kapitałowych IV (CRD IV) 	Bazylea III i wykonawcza dyrektywa CRD IV (w Unii Europejskiej) dotyczą światowego sektora bankowego i odnoszą się m.in. do problematyki płynności, dźwigni finansowej, zabezpieczeń kredytów, a także standardów raportowania oraz wynagradzania kadr	W warunkach ograniczeń kapitałowych sektora bankowego PFM mogą stać się źródłem dodatkowej płynności wobec instytucji bankowych (m.in. poprzez pożyczki papierów wartościowych i inne transakcje wykorzystujące posiadane aktywa) ²⁷⁵
Dyrektywa V ws. przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. <i>Undertakings for Collective Invest- ments in Transferable Securities, UCITS V</i>) 	UCITS V to kolejna nowela zasad dotyczących działalności funduszy inwestycyjnych otwartych w Unii Europejskiej (m.in. w odniesieniu do depozytariuszy i standardów informacji oferowanej inwestorom detalicznym)	Wiele z funduszy inwestycyjnych otwartych zakładanych w formule UCITS inspirowanych jest strategiami inwestycyjnymi alternatywnych inwestorów instytucjonalnych (np. funduszy hedgingowych) – proponowane zmiany zwiększą koszty dystrybucji jednostek uczestnictwa tych funduszy i ich klientów (potencjalnie także PFM) ²⁷⁶

²⁷³ Przykłady tego typu zagrożeń wobec PFM na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/blog/0/8197/volcker-rule-sovereign-wealth> (dostęp: 30.06.2017). Zob. także komentarz J. Segal na łamach "Institutional Investor": <http://www.institutionalinvestor.com/article/3458500/asset-management-regulation/5ears-after-dodd-franks-banks-dominate-more-than-ever.html#>. WbHdajXaM8 (dostęp: 30.06.2017).

²⁷⁴ D. Semenov i in., *FATCA proposed regulations: what should asset managers do now?* Ernst & Young, Nowy Jork 2012, s. 1–10. Zob. także dyskusję na witrynie Fairview Fund Administration: <http://fairviewfundadmin.com/what-does-fatca-mean-to-sovereign-wealth-funds/> (dostęp: 30.06.2017).

²⁷⁵ Por. B. Robinson i in., *Mastering flows. Strengthening markets. How sovereign institutions can enhance global liquidity*, The Official Monetary and Financial Institutions Forum – BNY Mellon, Londyn 2016, s. 1–40.

²⁷⁶ Por. informacje o Abu Dhabi Investment Council (ADIC) wykorzystującej formułę UCITS dla inwestycji w Afryce i regionie Zatoki Perskiej: <https://www.swfinstitute.org/swf-news/adic%E2%80%99s-invest-ad-launchescits-funds-that-target-africa-and-the-arabian-gulf/> (dostęp: 20.05.2017).

Nazwa regulacji (skrót*)	Zakres	Możliwe implikacje dla działalności PFM
<p>Dyrektywa ws. zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ang. Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)</p> 	<p>AIFMD stanowi zbiór nowych wymogów informacyjnych w stosunku do alternatywnych podmiotów inwestycyjnych, które zajmują się zarządzaniem, inwestowaniem i dystrybucją swoich produktów i usług w Unii Europejskiej</p>	<p>Dyrektywa ta nie dotyczy bezpośrednio PFM (zostały one z niej wyłączone), zaś pośrednie skutki AIFMD są dwojakie – zmniejszona konkurencyjność alternatywnych zarządzających (AIF) wobec PFM oraz wyższe koszty transakcyjne dla PFM, które alokują swe aktywa w instytucje zarządzające podlegające AIFMD²⁷⁷</p>
<p>Rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (ang. European Market Infrastructure Regulation, EMIR)</p> 	<p>Celem EMIR jest regulacja rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Unii Europejskiej poprzez zapisy co do zasad i wymogów raportowania bilateralnych i centralnie rozliczanych transakcji tymi instrumentami</p>	<p>Skutkami rozporządzenia, jakie mogą mieć istotne znaczenie dla działalności PFM, jest zarówno niejasne pojęcie kontrahenta finansowego (ang. <i>financial counterparty</i>, FC) i domniemanie objęcia nim PFM, co ma znaczenie dla wymogów dokumentacyjnych i informacyjnych²⁷⁸, a także zwiększony popyt na płynne papiery instrumenty wartościowe, których źródłem mogą być PFM²⁷⁹</p>
<p>Podatek od transakcji finansowych (ang. <i>financial transaction tax</i>, FTT)</p> 	<p>Proponowany FTT obejmowałby 10 państw Unii Europejskiej i obciążałby transakcje finansowe, np. obrót akcjami, obligacjami i ich pochodnymi</p>	<p>Wprowadzenie FTT, mimo globalnego wymiaru inwestycji PFM i możliwości realokacji aktywów, byłoby jednoznacznie negatywne – zwiększenie kosztów transakcyjnych, ograniczenie konkurencyjności rynków i niższa płynność obrotu²⁸⁰</p>
<p>Strukturyzowane produkty inwestycyjne (ang. <i>packaged retail investment products</i>, PRIps)</p> 	<p>Zadaniem tej regulacji było zwiększenie przejrzystości materiałów informacyjnych na temat produktów strukturyzowanych oferowanych klientom detalicznym w Unii Europejskiej (ze strony podmiotów zarządzających aktywami, banków,</p>	<p>Trudno zidentyfikować jakiegokolwiek (bezpośrednie lub pośrednie) związku tej regulacji z działalnością PFM, która zorientowana jest na współpracę z inwestorami instytucjonalnymi, zaś produkty strukturyzowane ewentualnie nabywane przez PFM</p>

²⁷⁷ Official Journal of the European Union: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061> (dostęp: 30.06.2017).

²⁷⁸ European Union Emissions Trading Scheme (EUETS): <https://www.emissions-euets.com/internal-electricity-market-glossary/557-financial-counterparty-fc> (dostęp: 30.06.2017); European Securities and Markets Authority, *Questions and Answers. Implementation of the Regulation (EU) no 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, Paryż 10.07.2017, s. 30 i nast.

²⁷⁹ Opinia L. Adamson na witrynie internetowej Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/Article/3429891/Amid-New-Regulations-SWFs-Collateral-to-Generate-Profit.html#.WbHGAsjXaM8> (dostęp: 30.06.2017).

²⁸⁰ Por. rozważania dot. wprowadzenia FTT na witrynie SWFI: <https://www.swfinstitute.org/swf-article/thanks-hft-sovereign-wealth-funds-and-pensions-fear-financial-transaction-tax/> (dostęp: 30.06.2017).

Nazwa regulacji (skrót*)	Zakres	Możliwe implikacje dla działalności PFM
	towarzystw ubezpieczeń i innych instytucji finansowych)	mają charakter zindywidualizowany (niedetaliczny) ²⁸¹
Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 	Choć MSSF mają długą historię, to wiele z ich zapisów uległo modyfikacji w następstwie ostatniego, globalnego kryzysu (m.in. w kontekście zabezpieczeń finansowych) – niektóre z nich mają znaczenie dla PFM	Wśród zasadniczych zmian MSSF po ostatnim kryzysie, które dotyczą PFM, są modyfikacje MSSF 10, MSSF 12 oraz MSR 27, w zakresie dotyczącym tzw. jednostek inwestycyjnych (ang. <i>investment entities</i>). Zmiany te dotyczą (prócz PFM) innych podmiotów, których celem jest powiększanie wartości aktywów poprzez wzrost wartości lokat i które dotąd zmuszane były do konsolidacji wszystkich podmiotów zależnych – nawet tych o charakterze czysto inwestycyjnym. Zgodnie ze zmianami jednostki inwestycyjne mogą wyceniać owe podmioty zależne wg wartości godziwej (przez Rachunek Zysków i Strat). Zmiany zawierają również wymogi informacyjne odnoszące się do jednostek inwestycyjnych ²⁸²
Retail Distribution Review (RDR) 	RDR to nowe uregulowanie, którego zakres obejmuje zalecenia dla brytyjskich doradców inwestycyjnych co do charakteru ich relacji z klientami, a także standardów ich wynagradzania	Brak jest bezpośrednich więzi RDR z działalnością PFM – poza faktem oczekiwanego zwiększenia odpowiedzialności i profesjonalizacją środowiska doradców inwestycyjnych w tym ważnym centrum finansowym (także dla PFM) oraz wyższym poziomem przejrzystości produktów, co może przekładać się na wzrost popularności obrotu internetowego oraz pasywnych strategii inwestycyjnych (np. w formie ETF) ²⁸³

* Posłużono się stosowanymi skrótami regulacji prawnych, a także oznaczono obszar pochodzenia regulacji (flagi państw i Unii Europejskiej).

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Economic Forum, *Alternative Investments 2020: Regulatory Reform and Alternative Investments*, Genewa 2015, s. 1–39 oraz aktów prawnych i analiz zewnętrznych dotyczących poszczególnych regulacji.

²⁸¹ Szerzej nt. PRIPs w materiałach European Fund and Asset Management Association: <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=24> (dostęp: 30.06.2017).

²⁸² Por. omówienie na witrynie internetowej Deloitte's Centre for Financial Reporting: <https://www.iasplus.com/en-ca/projects/ifrs/completed-projects-2/investment-entities-amendments-to-ifs-10-ifrs-12-and-ias-27> (dostęp: 30.06.2017).

²⁸³ Por. opis RDR na witrynie brytyjskiego regulatora usług finansowych (FSA): <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/rdr/index.shtml> (dostęp: 30.06.2017) oraz dyskusję nt. skutków RDR na witrynie internetowej "Financial Times" (FT) Lexicon: <http://lexicon.ft.com/Term?term=retail-distribution-review> (dostęp: 30.06.2017).

Większość opisanych powyżej regulacji skutkuje rosnącym zakresem wymogów informacyjnych i dokumentacyjnych formułowanych w stosunku do kontrahentów PFM (m.in. innych instytucji finansowych) oraz luką finansową (którą mogą po części wypełniać PFM). W tego rodzaju warunkach można spodziewać się coraz większego nacisku – także regulacyjnego – na jawność funkcjonowania transakcyjnego i inwestycyjnego PFM. Jeśli to nie nastąpi, można oczekiwać, że organy nadzoru nad rynkami finansowymi coraz aktywniej będą szczegółowo rozpatrywać adresowane wobec PFM rozwiązania prawne zawierające sankcje w przypadku ich nieprzestrzegania.

Podsumowanie

Brak wszechstronnych, spójnych i aktualnych praktyk informacyjnych ze strony PFM należy uznać za największą barierę zarówno wobec miarodajnych analiz funkcjonowania tych podmiotów, jak i oceny skutków ich działalności. Jeśli więc można zaakcentować najważniejszy priorytet dotyczący działalności PFM, to jest nim rosnący poziom otwartości informacyjnej. Choć bowiem standardy informacyjne w całej populacji PFM stale się poprawiają, to wciąż pozostają relatywnie niskie (także na tle pozostałych instytucji zaangażowanych w inwestycje alternatywne).

Nie wypracowano dotąd miar przejrzystości PFM, które w sposób niekontrolersyjny umożliwiłyby określenie jakości ich praktyk informacyjnych. Problemem podstawowym pozostaje jednak niewielki zakres publikowanych przez PFM informacji ujmowanych za pomocą istniejących mierników (na czele ze wskaźnikiem przejrzystości Linaburga–Maduella), nie zaś słabość mierników jako takich. Międzynarodowe inicjatywy dotyczące oceny działalności PFM i ewentualnych prób wpływania na skutki ich inwestycji muszą być więc poprzedzone zobligowaniem tych podmiotów do szerszego informowania o swoich poczynaniach. To dopiero pozwoli na wyważoną i ugruntowaną merytorycznie dyskusję co do możliwych reakcji państw-odbiorców inwestycji wobec rezultatów inwestycyjnego zaangażowania PFM, które uznane zostaną za niepożądane.

Skuteczność inicjatyw regulacyjnych adresowanych do innych – niż PFM – inwestorów alternatywnych będzie ograniczona w zakresie podwyższania poziomu przejrzystości samych PFM. Wynika to zarówno z fragmentaryczności istniejących lub projektowanych rozwiązań legislacyjnych, jak i komplikacji (podmiotowej, przedmiotowej i geograficznej) światowej działalności PFM.

PRZESŁANKI TWORZENIA I ŹRÓDŁA FINANSOWANIA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

W rozdziale tym zilustrowano najistotniejsze aspekty tworzenia i kontynuacji działalności przez PFM w ujęciu historycznym, bieżącym, jak i długookresowym – odpowiadającym wieloletniemu horyzontowi ich działania.

Podstawową sprawą jest ocena, czy PFM ma rację bytu z punktu widzenia potrzeb społeczno-gospodarczych, których katalog może być dość szeroki, jednakże powinien być skonkretyzowany i sformalizowany w stosunku do głównego interesariusza, jakim jest suweren. Warunkiem sukcesu powoływanego PFM musi więc być *a priori* świadomość celów społeczno-ekonomicznych, jakim ma on służyć²⁸⁴.

Kluczowym problemem są źródła finansowania funduszu. Mogą one wiązać się czy to z eksploatacją i eksportem wartościowych bogactw naturalnych, czy też z konkurencyjnością eksportową. W obu przypadkach decydujący jest potencjał umożliwiający trwałe osiąganie nadwyżek rezerw walutowych w celu uzupełniania aktywów PFM w okresach zmiennej koniunktury ekonomicznej. Istotne jest to w szczególności dla długofalowych, kapitałochłonnych projektów inwestycyjnych, dla których PFM są naturalnym źródłem finansowania (porównaj opis globalnej działalności inwestycyjnej PFM w rozdziale 6). Perspektywy zasilania finansowego PFM w przyszłości wiążą się więc z oceną stabilności napływów do nich środków pochodzących ze źródeł surowcowych lub niesurowcowych. Ocena ta komplikowana jest z reguły przez zakładany, długi okres

²⁸⁴ Jeśli brak jest owej świadomości, trudno o racjonalizm dokonywanych inwestycji.

działania PFM i rosnącą zmienność uwarunkowań społecznych, gospodarczych i politycznych w ostatnich latach.

W tej części monografii skupiono się na dominujących źródłach pochodzenia dewiz dla gospodarek dysponujących PFM lub rozważających powołanie tego rodzaju podmiotów: głównie węglowodorów (tj. ropy naftowej i gazu ziemnego) oraz konkurencyjności eksportowej.

5.1. Przesłanki tworzenia państwowych funduszy majątkowych

Powołanie PFM stanowi strategiczną decyzję o dalekosiężnych skutkach społeczno-gospodarczych – wymaga bowiem wyasygnowania znacznych środków, służących wyposażeniu i utrzymaniu tego rodzaju podmiotu. Wynika stąd konieczność racjonalnej identyfikacji pierwotnych potrzeb, którym służyć ma planowany PFM²⁸⁵. W przeciwnym przypadku założenie PFM można przypisać makroekonomicznemu odpowiednikowi tzw. rachunkowości mentalnej (ang. *mental accounting*), która zdefiniowana została w ujęciu mikroekonomicznym jako „zespół poznawczych funkcji stosowanych przez osoby fizyczne lub gospodarstwa domowe w celu porządkowania, oceny i monitorowania działalności finansowej”²⁸⁶. Wśród trzech głównych składników rachunkowości mentalnej, przeczących pryncypiom racjonalizmu ekonomicznego (na czele z zasadą zamienności²⁸⁷), wymieniane są:

- **percepcja wyników finansowych**, a także proces decyzyjny i analiza ich skutków – system rachunkowości mentalnej służy tak dokonywanej analizie zarówno w ujęciu *ex ante*, jak i *ex post*;
- **przypisanie działalności finansowej do poszczególnych subkont** – zarówno źródła, jak i cele finansowania wyodrębniane są w ramach rachunkowości rzeczywistej, przy czym każdemu z subkont przypisywana jest inna waga emocjonalna;
- **częstotliwość oceny** skuteczności tak formułowanych subkont – przy założeniu zmienności wyceny poszczególnych ich zapisów, ich agregowania w zbiory i subiektywizmu w interpretacji osiągniętych wyników finansowych²⁸⁸.

²⁸⁵ Genezę powstania poszczególnych PFM omówiono skrótowo w załącznikach 1–80.

²⁸⁶ R.H. Thaler, *Mental Accounting Matters*, „Journal of Behavioral Decision Making” 1999, no. 12, s. 183–206.

²⁸⁷ J. Abeler, F. Marklein, *Fungibility, Labels, and Consumption*, Job Market Paper, University of Bonn & IZA Bonn 2010, s. 1–44. W ang. oryginalnie „fungibility” także określana mianem „substytucji”.

²⁸⁸ Tzw. ang. *choice bracketing*, por. D. Read i in., *Choice Bracketing*, „Journal of Risk and Uncertainty” 1999, no. 19:1–3, s. 171–197.

W odniesieniu do decyzji o powołaniu PFM warto zaakcentować drugi z wymienionych elementów rachunkowości mentalnej na gruncie makroekonomicznym – alokowanie rezerw dewizowych do swoistego subkonta, jakim jest nowo tworzony PFM²⁸⁹. Jego utworzenie musi więc zostać poparte spójną argumentacją co do korzyści, jakie stworzy ten podmiot wobec dotychczasowego modelu zarządzania rezerwami dewizowymi lub pożytków z bezpośredniego transferu bogactwa do gospodarki (np. przez obniżenie podatków lub spłatę zadłużenia – krajowego lub zagranicznego).

Racjonalizm założenia PFM daje się sprowadzić do logicznej implikacji zobrażowanej na rysunku 23. Zgodnie z nią, aby powołać PFM, jego organ założycielski – w uproszczeniu aparat państwowy – powinien dokonać analizy trzech szczebli warunkujących zasadność przyszłego funkcjonowania tego podmiotu²⁹⁰:

1. **Potrzeby społeczno-ekonomiczne** – pierwszym krokiem do powołania PFM jest świadomość ze strony polityków gospodarczych co do konkretnych celów, jakim miałyby on służyć. Cele te są zazwyczaj powiązane z wolą stabilizacji finansów publicznych, międzypokoleniowego transferu bogactwa narodowego, polepszenia standardów zarządzania rezerwami walutowymi, poprawy konkurencyjności gospodarki lub finansowania przyszłych emerytur i innych świadczeń społecznych²⁹¹.
2. **Nadwyżki walut obcych** – niezależnie od wagi potrzeb społeczno-ekonomicznych, zasadniczym warunkiem utworzenia PFM jest występowanie wysokich i trwałych nadwyżek walut obcych. Warto zauważyć, iż rezerwy walutowe państw rozważających utworzenie funduszu powinny wykraczać poza potrzeby wynikające z długofalowej równowagi bilansu płatniczego oraz (jeśli to zasadne²⁹²) interwencji walutowej.
3. **Stabilność finansowania** – decyzja co do powołania PFM nie powinna być pochopna – skuteczność działania PFM wiąże się przecież z wieloletnią koniecznością zasilania aktywów funduszu, aby umożliwić mu realizację skrajnie długoterminowej polityki inwestycyjnej (w znacznej mierze opartej na niepłynnych aktywach alternatywnych), w zmiennym otoczeniu makroekonomicznym.

²⁸⁹ Por. U.S. Das, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, IMF Working Paper, no. WP/09/179, Waszyngton 2009, s. 1–21.

²⁹⁰ W praktyce, o czym wspomniano, bezpośrednim impulsem do powoływania PFM był gwałtowny napływ rezerw dewizowych. Szerzej o kontekście tworzenia poszczególnych PFM w załącznikach 1–80.

²⁹¹ Por. klasyfikację rodzajową i cele PFM opisane w rozdziale 1.

²⁹² Uzależnione jest to od kształtu polityki kursowej – w przypadku reżimów kursowych wymagających stabilizacji waluty na ustalonym poziomie, występuje konieczność rezerwowania większej puli walut obcych w celu podejmowania interwencji walutowej.

Rysunek 23. Uwarunkowania decyzji o założeniu i kontynuacji działalności państwowego funduszu majątkowego

Warunek I: świadomość potrzeb społecznych, czy ekonomicznych skłaniających do powołania PFM (solidaryzm międzypokoleniowy, efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi, rozwój społeczno-ekonomiczny, zabezpieczenie emerytalne, stabilizacja makroekonomiczna i inwestycje bezpośrednie)



Warunek II: dysponowanie przez suwerena zasobami rezerw walutowych umożliwiającymi spełnienie warunku I przez konstrukcję zdywersyfikowanego (rodzajowo i geograficznie) oraz efektywnego (w ujęciu absolutnym, jak i wobec ponoszonego ryzyka) portfela inwestycyjnego o długim horyzoncie czasowym



Warunek III: skuteczny mechanizm finansowania powołanego PFM tak, aby umożliwić mu sprawną alokację inwestycyjną w skrajnie długim okresie bez presji na przedterminowe wypłaty środków

Źródło: opracowanie własne.

Całościowy przegląd wykorzystania PFM został dokonany w rozdziale 3. Próba tam podjęta stanowi ilustrację aspektów społecznych i ekonomicznych wykorzystania funduszu jako narzędzia prowadzonej polityki finansowej na szczeblu centralnym.

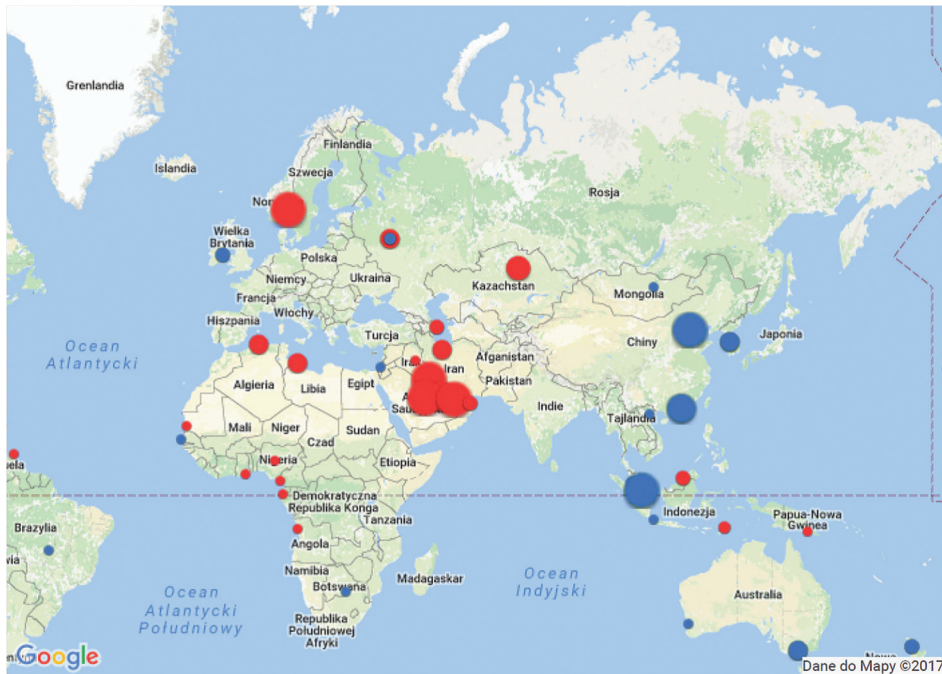
5.2. Źródła finansowania państwowych funduszy majątkowych

W ujęciu historycznym bezpośrednim impulsem do tworzenia PFM było zazwyczaj odkrycie i eksploatacja wartościowych i bogatych złóż surowców strategicznych²⁹³. W okresie późniejszym coraz istotniejszą rolę w świecie zaczęły odgrywać fundusze niepowiązane z pozyskiwaniem i eksportem surowców naturalnych, a czerpiące środki z dynamicznie rosnących wpływów eksportowych wynikających z szybkiego rozwoju gospodarczego. Dychotomia w pozyskiwaniu środków znajduje odzwierciedlenie w pierwotnym podziale PFM na surowcowe (ang. *commodity*) i niesurowcowe (ang. *non-commodity*). Klasyfikację tę można uszczegółowić w obu tych kategoriach – rozpatrując wpływy środków w podziale na rodzaje surowców oraz towarów eksportowych²⁹⁴.

²⁹³ Poprzedzało to napływ rezerw dewizowych. Historię powstawania poszczególnych PFM ujęto w załącznikach 1–80.

²⁹⁴ Źródła finansowania działających obecnie PFM omówiono w załącznikach 1–80.

Rysunek 24. Mapa światowych PFM opartych na wpływach ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego oraz pozostałych surowców (stan na 28.06.2017)



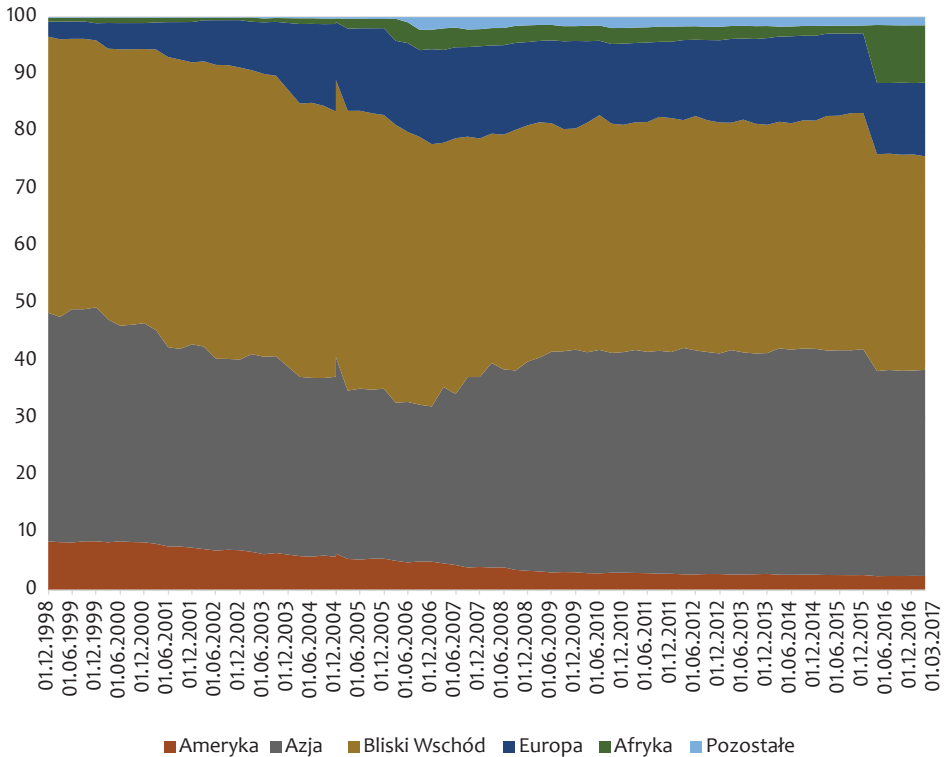
Ropa naftowa i gaz ziemny – punkty czerwone, pozostałe surowce – punkty niebieskie.

Źródło: baza danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 28.06.2017) oraz Mapy Google: <https://www.google.pl/maps> (dostęp: 28.06.2017).

Rysunek 24 zawiera mapę występowania światowych PFM w podziale na fundusze oparte na ropie naftowej i gazie ziemnym oraz pozostałe. Łatwo spoznać koncentrację największych tego rodzaju instytucji finansowych na obszarach bogatych w złoża węglowodorów (Norwegia i Rosja), Bliski Wschód, Azja Środkowa oraz niektóre państwa afrykańskie. Pozostałe (głównie niesurowcowe) PFM skupione są w państwach regionu Azji Wschodniej i Oceanii, z których wiele wykazywało w minionych dziesięcioleciach bardzo dynamiczne tempo wzrostu gospodarczego – z reguły oparte na konkurencyjności eksportowej. Uwzględniając obecne i przewidywane tendencje w kształtowaniu się cen surowców, a także geostrategiczne aspekty konkurencyjności Azji Wschodniej, to właśnie ta druga grupa państw dyktować będzie przyszły rozwój omawianych form inwestowania w skali ogólnoświatowej²⁹⁵.

²⁹⁵ Założeniem jest tu kontynuacja uzależnienia wzrostu cen czołowych surowców strategicznych od kontynuacji koniunktury makroekonomicznej (na czele ze wzrostem gospodarczym)

Rysunek 25. Warstwowy wykres procentowych udziałów poszczególnych regionów geograficznych* świata w sumarycznych, globalnych aktywach PFM, w okresie grudzień 1.12.1998–1.03.2017



* udziały poszczególnych regionów geograficznych sumują się do 100%.

Źródło: rankingi PFM według bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 30.06.2017).

Jak można zaobserwować na rysunku 25, Bliski Wschód oraz Azja mają praktycznie identyczną, wiodącą pozycję wśród obszarów pochodzenia PFM w świecie. To jednak region azjatycki rozwijał się w ostatnich latach ponadprzeciętnie w skali światowej i perspektywy wzrostu jego funduszy, o czym nadmieniono w wielu miejscach tej monografii, wydają się być trwałe. Obszarem ekspansji PFM, w przeważającej mierze dzięki norweskiemu Government Pension Fund Global, była Europa. Na światowej mapie pochodzenia PFM zaznaczył się kontynent

na tzw. wschodzących rynkach Azji Wschodniej (zależność odnotowywana empirycznie w obecnym okresie), a także relatywnie wyższa dynamika napływu rezerw walutowych w wyniku ogólnej konkurencyjności eksportowej Azji Wschodniej w stosunku do powiększania się tych rezerw w rezultacie eksportu surowców naturalnych.

afrykański – w związku z rosnącą eksploatacją bogactw naturalnych i umacniającą się świadomością tamtejszych społeczeństw oraz polityków gospodarczych co do korzyści z produktywnego zagospodarowania pożytków, płynących z pozyskiwania nieodnawialnych bogactw naturalnych. Zarówno Ameryka (Północna i Południowa), jak i pozostałe regiony pochodzenia PFM, ogrywają śladową rolę w skali światowej, co także wydaje się być zjawiskiem trwałym.

Choć częstokroć pierwotnym impulsem powoływania PFM było odkrycie i eksploatacja wartościowych bogactw naturalnych lub gospodarowanie rosnącymi wpływami z eksportu, bezpośrednim warunkiem utworzenia funduszu – jak już wspomniano – jest występowanie trwałych nadwyżek dewizowych (których przeniesienie do nowo tworzonego funduszu nie zachwieje polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne²⁹⁶). Dane statystyczne z reguły odnoszą się do wszelkich aktywów rezerwowych (w dyspozycji banków centralnych), które mogą być spożytkowane do równoważenia bilansu płatniczego²⁹⁷.

Rysunek 26 to wykres Pareto państw pogrupowanych według zasobów walut obcych oraz złota na 31.12.2016 r. Prócz ogólnej koncentracji walut i złota w kręgu relatywnie niewielkiej liczby państw²⁹⁸ można zaobserwować, iż ranking ten został zdominowany przez Chiny – suwerena wobec pięciu²⁹⁹ PFM (odpowiadających około jednej czwartej ogólnej sumy aktywów wszystkich światowych PFM³⁰⁰). Zbieżne to jest z udziałem tego państwa w całości światowych rezerw dewizowych za 2016 r. Poza Unią Europejską, pod niektórymi względami wciąż uznawaną za największy światowy obszar gospodarczy, najistotniejsze światowe rezerwy dewizowe skoncentrowane są w innych (niż Chiny) państwach Azji Wschodniej, Szwajcarii³⁰¹, Arabii Saudyjskiej, Brazylii, Ameryce Północnej oraz licznej grupie tzw. gospodarek wschodzących.

²⁹⁶ Problematyka współzależności poziomu rezerw wobec skali aktywów PFM wyrażana jest przez wskaźnik *foreign exchange ratio* (FER), jego kalkulacja i wynik dla poszczególnych funduszy ujęte są w załącznikach 1–80. Pozostaje kwestia dyskusji na temat możliwości osiągnięcia rezerw z obu źródeł (surowcowych i niesurowcowych), nie zaś jedynie o tym, jak intensywnie zostały one zagospodarowane w ramach danego (lub grupy) PFM. Ogranicza to użyteczność tego wskaźnika, który bywa stosowany w ramach analiz dotyczących działalności PFM.

²⁹⁷ International Monetary Fund, *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, Waszyngton 2014, s. 1–27. W przypadku zaliczania złota do tych rezerw musi ono być utrzymywane przez bank centralny jako tzw. złoto monetarne (ang. *monetary gold*).

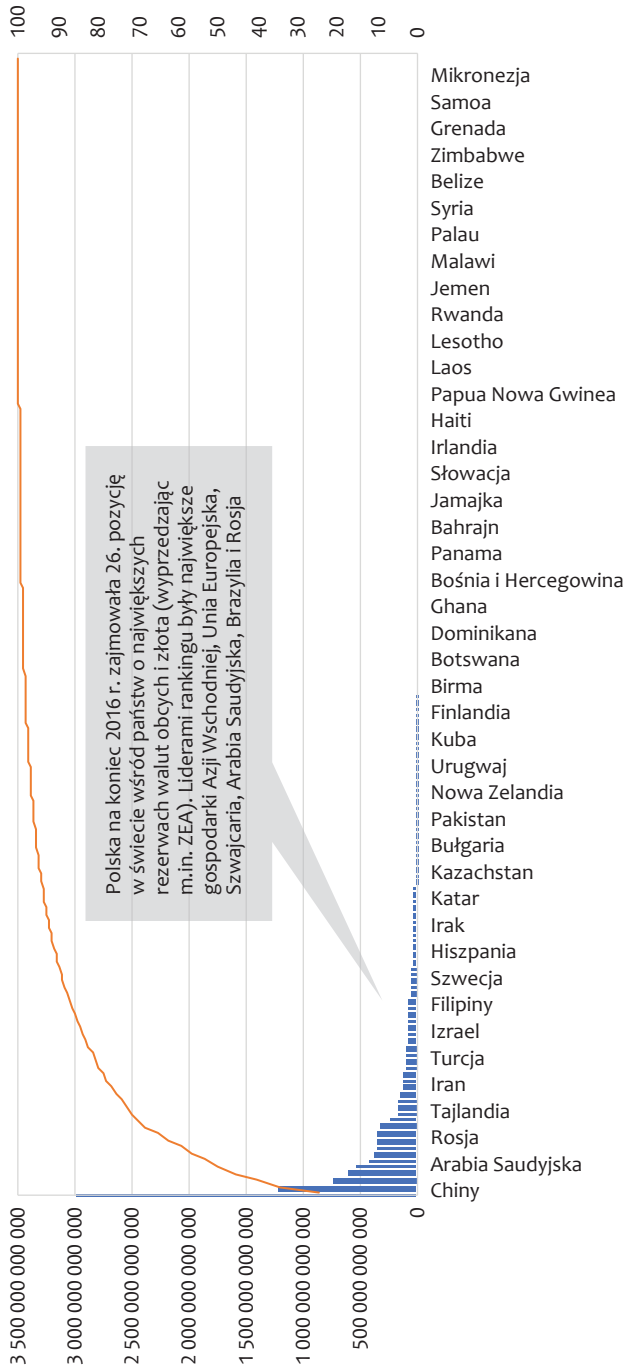
²⁹⁸ Linia (krzywa) wykresu Pareto stanowi w tym aspekcie wygodną ilustrację.

²⁹⁹ Uwzględniając jeden z funduszy z siedzibą w Hongkongu.

³⁰⁰ Rankingi PFM według bazy danych transakcyjnych SWFI.

³⁰¹ Choć nie miało to cech absolutnego uniwersalizmu, aktywa inwestycyjne denominowane we franku szwajcarskim częstokroć służyły jako tzw. bezpieczne schronienie (ang. *safe haven*) dla wielu globalnych przepływów kapitałowych, skutkując zarówno przyrostem szwajcarskich rezerw walutowych, jak i presją na kurs tej jednostki monetarnej wobec wielu walut obcych. Por. C. Grisse,

Rysunek 26. Wykres Pareto państw według zasobów walut obcych oraz złota (w USD dla wszelkich aktywów finansowych pozostających w dyspozycji banków centralnych i przeznaczonych do równoważenia bilansu płatniczego na koniec danego okresu, stan na 31.12.2016)



Źródło: opracowanie własne na podstawie rankingu *Reserves of Foreign Exchange and Gold*, Central Intelligence Agency World Factbook, dane dostępne na witrynie CIA: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html> (dostęp: 30.06.2017).

W tym miejscu warto zauważyć, że znakomita większość tzw. gospodarek wschodzących (ang. *emerging markets*) zdecydowała się powołać PFM jako jeden z elementów prowadzonej przez siebie polityki makroekonomicznej. Wyjątki w tym względzie to często państwa o demokratycznych strukturach, gdzie trudno o ugruntowaną dyscyplinę finansów publicznych, a także systemy społeczno-ekonomiczne, w których istnieją konkurencyjne wobec PFM strategie rozwoju (m.in. w formie wieloletnich oraz wysokonakładowych inwestycji państwowych). Państwa europejskie, z których wiele (m.in. ze względu na wysoki poziom napływających inwestycji pośrednich i bezpośrednich, co ma związek z atrakcyjnością inwestycyjną i bezpieczeństwem lokat) dysponuje znacznymi rezerwami walut obcych i złota, relatywnie rzadko korzystają z PFM jako narzędzia polityki społecznej i gospodarczej.

Zasadniczym punktem zwrotnym w tendencjach napływu aktywów do światowych PFM był globalny kryzys finansowy lat 2007–2009, który, z jednej strony, spowodował drastyczny spadek popytu na surowce strategiczne (i obniżkę ich cen³⁰²), a z drugiej, najsilniej dotknął gospodarki krajów wysokorozwiniętych o ponadprzeciętnie rozwiniętych sektorach usług finansowych³⁰³. Pomimo wciąż widocznej dominacji PFM powiązanych z eksportem ropy naftowej i gazu ziemnego tendencja rosnącej roli funduszy o charakterze niesurowcowym i nieopartych na cyklicznych surowcach wydaje się trwać (rysunek 27). Wynika to z uzależnienia wzrostu cen czołowych surowców od utrzymania się koniunktury makroekonomicznej wśród gospodarek wschodnioazjatyckich, a także oczekiwań szybszego tempa napływu dewiz do tych gospodarek niż do eksporterów surowców strategicznych³⁰⁴.

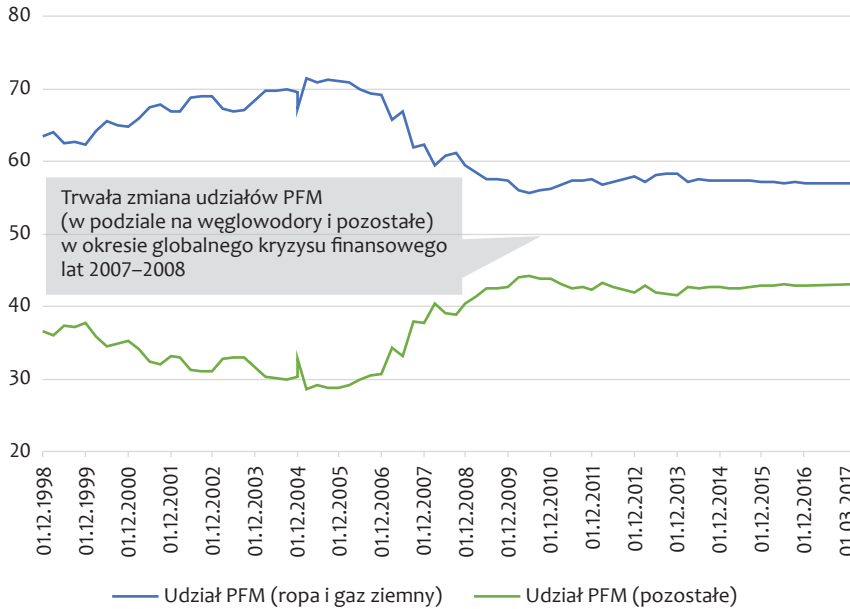
T. Nitchka, *On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates*, Swiss National Bank Working Papers, no. 2013–2014, Swiss National Bank, Zurich 2013, s. 1–35.

³⁰² Por. K. Forbes, *Failure to launch*, wystąpienie dla Banku Anglii, dostępne na witrynie internetowej Bank of England: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2017/speech985.pdf> (dostęp: 1.07.2017).

³⁰³ J. Crotty, *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*, "Cambridge Journal of Economics" 2009, vol. 34, issue 4, s. 563–580.

³⁰⁴ Czynnikiem pierwotnym napływu dewiz do PFM niesurowcowych, jak i surowcowych pozostaje więc światowa koniunktura gospodarcza (głównie wśród państw Azji Wschodniej).

Rysunek 27. Tendencje procentowych udziałów PFM opartych na wpływach ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego oraz pozostałych surowcach w okresie 1.12.1998-1.03.2017 (kwartalnie, w USD)



Źródło: dane bazy transakcyjnej SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 30.06.2017).

5.3. Perspektywy finansowania państwowych funduszy majątkowych

W ślad za obecną strukturą źródeł finansowania PFM, ich przyszłe zasilanie w środki finansowe uzależnione będzie od dwóch głównych (nierozłącznych³⁰⁵) czynników:

- **opłacalna eksploatacja bogactw naturalnych** – dla gospodarek, których konkurencyjność eksportowa sprowadza się w przeważającej mierze do sprzedaży zagranicznej surowców, czerpanie wpływów dewizowych będzie pochodną występowania zasobów naturalnych oraz ich prognozowanych cen;

³⁰⁵ Choć rzadkie w ujęciu ogólnym – można wyróżnić PFM, których państwa założycielskie cechują się zarówno dostępem do wartościowych surowców naturalnych, jak i szeroko pojętą konkurencyjnością eksportową.

- **intensywność eksportowa** – ugruntowana zdolność gospodarcza do efektywnej działalności eksportowej stanowi warunek pozyskiwania wpływów denominowanych w walutach obcych dla państw niedysponujących istotnymi i konkurencyjnymi w skali światowej zasobami surowców naturalnych.

W związku z wspomnianym przesuwaniem się środka ciężkości gospodarki światowej ku państwom Azji Wschodniej, które w przeważającej mierze są importerami surowców naturalnych, przyszły potencjał do tworzenia PFM może wynikać w coraz większym stopniu z konkurencyjności eksportowej, niż z rosnącej konkurencyjności surowcowej. Należy w tym miejscu zastrzec, że wszelkie uogólnienia działalności PFM są o tyle ryzykowne, że dotyczą bardzo heterogenicznej populacji podmiotów, których geneza, strategia oraz bieżące funkcjonowanie stanowią pochodną zarówno charakterystyki państw pochodzenia, jak i miejsca w polityce społeczno-ekonomicznej tych państw.

Prognozy pozyskiwania wpływów walutowych (i wyposażania w nie światowych PFM) są obarczone czynnikami ryzyka, które sklasyfikować można następująco:

- **podaż i popyt na surowce naturalne** – prócz czynników makroekonomicznych dostępność surowców oraz zapotrzebowanie na nie w skali globalnej są pochodną warunków geologicznych i technicznych pozyskiwania tych bogactw, a także alternatywnych ich źródeł, które wynikają z tempa postępu naukowo-technicznego, świadomości społecznej co do priorytetów zrównoważonego rozwoju, ochrony środowiska naturalnego oraz regulacji (lokalnych i międzynarodowych);
- **nieprzewidywalność innowacji** – innowacja dotycząca produktów i usług, która przekłada się na konkurencyjność ogólnogospodarczą (w tym eksportową), ma częstokroć charakter burzliwy i rewolucyjny³⁰⁶, co komplikuje wszelkie długoterminowe prognozy przyszłych wpływów denominowanych w walutach obcych;
- **rosnąca waga rynków wewnętrznych** – wraz ze wzrostem i bogaceniem się gospodarek, z których pochodzi większość PFM (a więc rynków wschodzących), ich rynki wewnętrzne odgrywać będą coraz większą rolę w kreacji popytu, obniżając zarazem udział eksportu i wpływów dewizowych – powiązane to będzie z możliwym obniżeniem ogólnego tempa rozwoju tych gospodarek;

³⁰⁶ Problem ten w jednym z pierwotnych odniesień bywał określany mianem „kreatywnej destrukcji” (niem. *schöpferische Zerstörung*, ang. *creative destruction* lub *Schumpeter's gale*). Por. J.A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper & Brothers, Nowy Jork 1942, s. 82–85.

- **ryzyko polityczne** – choć w monografii skupiono się na finansowych aspektach działalności PFM, nie da się tu uciec od czynników politycznych – wola powoływania i utrzymywania tego rodzaju instytucji wywodzi się z decyzji politycznych, ich istotne modyfikacje mogą zaważyć o losie funduszy (nawet wbrew racjonalizmowi społeczno-gospodarczemu i wcześniejszym założeniom rozwoju tych podmiotów);
- **presja na przedwczesne wypłaty** – co prawda wiele PFM tworzonych jest w długofalowych celach strategicznych (w tym dotyczących zabezpieczenia społecznego), jednakże piętrzące się wyzwania demograficzne mogą skłonić wiele z państw-założycieli do wypłat środków przed zakładanym terminem, stawiając pod znakiem zapytania wypełnienie pierwotnie zakładanej misji.

5.3.1. Rezerwy surowcowe

Ocenę przyszłej eksploatacji bogactw naturalnych – z uwagi na koncentrację surowcowych PFM w obrębie węglowodorów – przeprowadzono w odniesieniu do dwóch zasadniczych surowców tej kategorii, tj. ropy naftowej oraz gazu ziemnego. Stanowi to istotne uproszczenie, jednakże z uwagi na różnorodność bogactw naturalnych, jakie stały u podstaw powoływania PFM, wydaje się być rozwiązaniem pragmatycznym. W celu oceny zasobów ropy naftowej oraz gazu ziemnego posłużono się danymi amerykańskiej Energy Information Administration (EIA), głównej agencji rządowej USA, która zajmuje się badaniami ilościowymi na temat kluczowych surowców strategicznych (także w skali światowej³⁰⁷).

W tabeli 25 zobrazowano stan potwierdzonych rezerw ropy naftowej dla państw o istotnych jej zasobach w latach 2012–2017 (w mld baryłek). Interpretacja danych prowadzi do kilku wniosków, z których najistotniejsze to:

- **więzi z genezą PFM** – zarówno czołowe regiony oraz poszczególne państwa zasobne w pokłady ropy naftowej, to zarazem obszary pochodzenia wielu PFM; można zauważyć, że w państwach bogatych w złoża ropy naftowej, PFM to wręcz powszechny element polityki społeczno-gospodarczej;
- **stabilność prognoz** – łatwo spostrzec relatywną niezmienną prognoz między poszczególnymi latami, co skłania ku ostrożnemu przekonaniu co do prawdopodobieństwa występowania surowców w opisywanej skali (dla Wenezueli, państwa o największych zasobach tego surowca, prognozy dokonywane w ostatnich latach wykazywały rosnące zasoby);

³⁰⁷ Przegląd zasobów informacyjnych EIA wraz z metodyką na witrynie internetowej tej agencji: <https://www.eia.gov/analysis/reports.cfm#/T214, T1255> (dostęp: 30.06.2017).

- **koncentracja zasobów** – 10 państw o największych złożach ropy naftowej posiada 87,08% światowych rezerw tego surowca, przy czym aż 81,50%, przypada członkom kartelu Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC³⁰⁸), zaś wszyscy członkowie OPEC (prócz Ekwadoru) to państwa dysponujące PFM.

Tabela 25. Potwierdzone rezerwy ropy naftowej dla regionów/państw o największych jej zasobach w latach 2013–2017 (w mld baryłek, ang. barrels, bbl)

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Wenezuela	211,17	297,57	297,74	298,35	299,95
Arabia Saudyjska	264,52	265,41	265,85	265,79	266,58
Kanada	173,11	173,20	172,48	170,86	169,71
Iran	154,58	157,30	157,80	157,53	158,40
Irak	141,35	140,30	144,21	143,07	142,50
Kuwejt	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50
ZEA	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80
Rosja	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00
Libia	48,01	48,47	48,36	48,36	48,36
Nigeria	37,20	37,14	37,07	37,07	37,06
USA	33,40	36,52	39,93	35,23	bd.
Kazachstan	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Chiny	23,72	24,38	24,65	25,13	25,62
Katar	25,38	25,24	25,24	25,24	25,24
Brazylia	13,15	15,05	15,54	16,18	13,00
Algieria	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20
Angola	10,47	9,06	9,01	8,42	8,27
Ekwador	8,24	8,24	8,83	8,27	8,27
Meksyk	10,26	10,07	9,81	9,71	7,64
Azerbejdżan	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Norwegia	5,37	5,83	5,50	5,14	6,61
Oman	5,50	4,97	5,15	5,31	5,37
Sudan	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Indie	5,48	5,64	5,67	4,73	4,62
Egipt	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
Wietnam	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
Malezja	4,00	4,00	3,80	3,60	3,60

³⁰⁸ Gremium to starało się kształtować światowe ceny tego surowca. Zob. opis działalności OPEC na witrynie tej organizacji: http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm (dostęp: 30.06.2017). Por. także dyskusję nt. realnego wpływu OPEC na światowy rynek ropy naftowej w: J. Colgan, *The Emperor Has No Clothes: The Limits of OPEC in the Global Oil Market*, "International Organization" lipiec 2014, vol. 68, issue 3, s. 599–632.

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Indonezja	4,03	3,74	3,74	3,69	3,23
Jemen	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Wielka Brytania	3,12	2,98	2,98	2,75	2,56
Syria	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Uganda	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Argentyna	2,81	2,82	2,35	2,38	2,18
Kolumbia	2,20	2,38	2,45	2,31	2,00
Gabon	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Australia	1,43	1,43	1,19	1,19	1,82
Republika Konga	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Czad	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Brunei	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Gwinea Równikowa	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Ghana	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
Rumunia	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Turkmenistan	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Uzbekistan	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Włochy	0,52	0,56	0,54	0,58	0,56
Dania	0,81	0,81	0,61	0,55	0,49
Peru	0,58	0,63	0,74	0,68	0,47
Tunezja	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Tajlandia	0,45	0,45	0,46	0,40	0,40
Ukraina	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Turcja	0,27	0,29	0,30	0,31	0,39
Pakistan	0,25	0,34	0,37	0,35	0,35
Trynidad i Tobago	0,73	0,73	0,73	0,73	0,24
Boliwia	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Kamerun	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Białoruś	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Demokratyczna Republika Konga	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
Albania	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Papua-Nowa Gwinea	0,15	0,19	0,18	0,18	0,16
Chile	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Niger	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Hiszpania	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Niemcy	0,25	0,23	0,15	0,13	0,15
Birma (Myanmar)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,14
Filipiny	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Polska	0,16	0,15	0,14	0,14	0,14
Bahrajn	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Kuba	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Holandia	0,24	0,15	0,14	0,14	0,11
Wybrzeże Kości Słoniowej	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Surinam	0,08	0,09	0,09	0,10	0,08
Gwatemala	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Serbia	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Francja	0,09	0,09	0,08	0,08	0,07
Chorwacja	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Nowa Zelandia	0,08	0,08	0,07	0,06	0,06
Japonia	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Austria	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04
Kirgistan	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Gruzja	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Bangladesz	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Węgry	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03
Mauretania	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Bułgaria	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Republika Czeska	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
RPA	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Izrael	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Litwa	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Tadżykistan	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Grecja	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Słowacja	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Benin	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Belize	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Państwa uszeregowano według wskazań za 2017 r. (wyjątkiem są tu USA, dla których przyjęto szacunki za 2016 r.). Cieniem wyróżniono państwa, w których *nie* funkcjonują PFM (na datę sporządzenia zestawienia).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Energy Information Administration (EIA): https://www.eia.gov/beta/international/data/browser/#/?pa=00000000000000000004&c=ruvvvvfvtnvvvlurvfvvvvvvvfvvvou20evvvvvvvvuvvo&ct=0&tl_id=3002-A&vs=INTL.3-6-AFG-TCF.A&cy=2016&vo=0&v=T&start=1980 (dostęp: 10.07.2017).

Tabela 26 zawiera szacunki rezerw gazu ziemnego dla państw o największych jej zasobach w świecie, z których wiele zdecydowało się na powołanie PFM. Wiele z obserwacji dotyczących zasobów ropy naftowej odnieść można także do gazu ziemnego (np. powiązania złóż tego surowca z decyzją o powołaniu PFM, stabilność formułowanych prognoz i koncentracja występowania tych zasobów w gronie niewielkiej liczby państw³⁰⁹), choć eksploatacja tego surowca wykazuje

³⁰⁹ Choćby historyczne powiązanie z rynkiem i kwotowaniami ropy naftowej (według parytetu cenowego uwzględniającego kaloryczność). Por. uwagi na temat więzi między oboma surowcami

cechy unikalne wobec pozostałych bogactw naturalnych – także w stosunku do ropy naftowej. Cechy te to:

- **tzw. rewolucja łupkowa** – najważniejszym wydarzeniem ostatnich lat, jakie diametralnie zmieniło kształt globalnego rynku gazu ziemnego, było odkrycie i eksploatacja złóż gazu łupkowego (ang. *shale gas*) w USA³¹⁰ i nadzieje na komercyjne pozyskiwanie tej odmiany surowca także w innych częściach świata (m.in. w Europie³¹¹), co ma znaczenie nie tylko dla cen, ale także dla dywersyfikacji podaży gazu ziemnego w świecie;
- **wysokie koszty transportu, przechowywania i lokalność wykorzystania** – ze względu na utrudniony transport i relatywną lokalną dostępność tego surowca w wielu regionach świata, globalny, efektywny cenowo rynek tego surowca wciąż się wykształca, jednakże perspektywy ekspansji tego surowca nie wydają się być zagrożone;
- **konkurencyjność cenowa i ekologiczność** – przy danych parametrach kaloryczności gaz ziemny wykazuje niskie koszty oraz ograniczony wpływ na środowisko naturalne w porównaniu do innych paliw kopalnych na światowym rynku³¹²; te aspekty mogą okazać się kluczowe w prognozowaniu przyszłego zapotrzebowania na surowce.

Tabela 26. Potwierdzone rezerwy gazu ziemnego dla państw o największych jej zasobach w latach 2013–2017 (w bln stóp sześciennych, ang. cubic feet)

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Rosja	1 688,00	1 688,00	1 688,23	1 688,23	1 688,23
Iran	1 187,00	1 193,00	1 201,38	1 201,38	1 183,02
Katar	890,00	885,29	871,59	866,29	858,10
USA	308,04	338,26	368,70	307,73	bd.
Arabia Saudyjska	287,84	290,81	294,21	300,28	303,78
Turkmenistan	265,00	265,00	265,00	265,00	265,00
ZEA	215,03	215,04	215,10	215,10	215,10

na witrynie internetowej: <https://www.thebalance.com/crude-oil-versus-natural-gas-competing-energy-markets-808876> (dostęp: 30.06.2017).

³¹⁰ Szerzej w: Q. Wang i in., *Natural gas from shale formation – The evolution, evidences and challenges of shale gas revolution in United States*, “Renewable and Sustainable Energy Reviews” 2014, vol. 30, s. 1–28.

³¹¹ J. Bellelli, *The Shale gas 'revolution' in the United States: Global implications, options for the EU*, Policy Briefing, DG EXPO/B/PolDep/Note/2013_124, Directorate-General for External Policies of the Union, Policy Department, Bruksela kwiecień 2013, s. 1–18.

³¹² Walory ekologiczne nie odnoszą się w pierwszej mierze do gazu łupkowego – jego eksploatacja związana jest bowiem z licznymi czynnikami ryzyka dla środowiska naturalnego, których kompleksowa ocena nie została dotąd dokonana. Zob. rozważania w: R.D. Vidic i in., *Impact of Shale Gas Development on Regional Water Quality*, “Science” 2013, vol. 340, s. 826–835.

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Wenezuela	195,10	196,41	197,09	198,36	201,34
Nigeria	182,00	180,74	180,49	180,49	186,61
Chiny	141,26	155,38	163,96	174,63	183,42
Algieria	159,05	159,10	159,05	159,05	159,05
Irak	111,52	111,52	111,52	111,52	111,52
Mozambik	4,50	100,00	100,00	100,00	100,00
Indonezja	108,40	104,71	103,35	101,54	98,00
Kazachstan	85,00	85,00	85,00	85,00	85,00
Egipt	77,20	77,20	77,20	77,20	77,20
Kanada	68,17	66,72	71,79	70,48	77,07
Australia	43,04	43,04	30,40	30,40	70,23
Norwegia	73,10	73,81	72,36	67,87	65,54
Uzbekistan	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00
Kuwejt	63,50	63,50	63,50	63,50	63,50
Libia	54,63	54,70	53,18	53,15	53,14
Indie	43,83	47,84	50,40	44,21	43,34
Malezja	83,00	83,00	38,28	41,77	41,77
Ukraina	39,00	39,00	39,00	39,00	39,00
Azerbejdżan	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00
Holandia	43,44	33,74	31,70	26,87	27,78
Wietnam	24,70	24,70	24,70	24,70	24,70
Oman	30,00	17,82	24,91	24,30	23,00
Birma (Myanmar)	10,00	10,00	10,00	10,00	22,50
Pakistan	24,00	26,65	24,70	23,64	19,16
Jemen	16,90	16,90	16,90	16,90	16,90
Brazylia	13,97	16,22	16,17	16,64	15,18
Peru	12,70	15,38	15,05	14,63	14,09
Meksyk	17,22	17,08	16,55	15,29	12,56
Argentyna	11,74	13,38	11,14	11,73	11,17
Brunei	13,80	13,80	13,80	11,00	11,00
Angola	12,93	9,71	9,71	10,88	10,88
Trynidad i Tobago	13,26	13,11	12,24	11,50	10,60
Boliwia	9,94	9,94	10,45	10,45	10,45
Syria	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
Wielka Brytania	8,69	8,62	8,50	7,25	7,32
Tajlandia	10,06	9,04	8,42	7,75	7,30
Bangladesz	6,49	9,34	8,50	8,23	7,25
Izrael	9,48	6,99	7,03	7,03	6,22
Papua-Nowa Gwinea	5,48	5,48	5,47	5,34	5,00
Kamerun	4,77	4,77	4,77	4,77	4,77
Kolumbia	6,00	7,01	5,51	4,76	4,36

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Rumunia	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73
Filipiny	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48
Chile	3,46	3,46	3,46	3,46	3,46
Bahrajn	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Republika Konga	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
Sudan	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Polska	3,25	3,14	3,02	2,88	2,88
Kuba	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Tunezja	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Namibia	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20
Rwanda	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Afganistan	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Włochy	2,20	2,10	1,99	1,90	1,74
Serbia	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
Niemcy	4,41	4,10	2,05	1,67	1,48
Gwinea Równikowa	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Nowa Zelandia	1,04	1,00	1,36	1,30	1,27
Wybrzeże Kości Słoniowej	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Gabon	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Mauretania	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Chorwacja	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Etiopia	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Ghana	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Japonia	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Turcja	0,22	0,24	0,22	0,18	0,65
Dania	1,52	1,52	1,21	1,06	0,60
Słowacja	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Uganda	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Ekwador	0,25	0,21	0,21	0,39	0,39
Irlandia	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Francja	0,38	0,34	0,31	0,31	0,30
Gruzja	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Węgry	0,29	0,28	0,30	0,29	0,27
Korea Południowa	0,19	0,20	0,25	0,25	0,25
Austria	0,38	0,34	0,30	0,28	0,25
Tanzania	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Tajwan	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Jordania	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Bułgaria	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Kirgistan	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Somalia	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

Państwo	2013	2014	2015	2016	2017
Tadżykistan	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Republika Czeska	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Białoruś	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Hiszpania	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Maroko	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Benin	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Demokratyczna Republika Konga	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Grecja	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Albania	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Państwa uszeregowano według wskazań za 2017 r. (USA – szacunki za 2016 r.). Cieniem wyróżniono państwa, w których *nie* funkcjonują PFM (na datę sporządzenia zestawienia).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Energy Information Administration (EIA): https://www.eia.gov/beta/international/data/browser/#/?pa=0000000000000000000004&c=rurvvvvfvtnvvlurvvvfvvvvvfvvvou20evvvvvvvvuvu&ct=0&tl_id=3002-A&vs=INTL.3-6-AFG-TCF.A&cy=2016&vo=0&v=T&start=1980 (dostęp: 10.07.2017).

5.3.2. Ceny surowców

Sporządzanie skrajnie długoterminowych prognoz cen surowców strategicznych³¹³ obarczone jest znacznym marginesem błędu. Zawodność formułowania tak odległych projekcji wynika z szeregu czynników, z których najważniejsze można sprowadzić do następujących uwarunkowań:

- **złożoność problemu** – ceny surowców strategicznych stanowią syntezę światowej koniunktury makroekonomicznej, elementów postępu naukowo-technicznego, a także przemian społeczno-politycznych, których długoterminowe przewidywanie nie okazywało się dotąd nadmiernie skuteczne;
- **warunki geologiczne** – przy ocenie czynników popytowo-podażowych (a więc przewidywanych cen) surowców kluczowa jest analiza dostępności tych zasobów, opłacalności ich pozyskiwania, a także wyczerpalności, co nastęrcza wiele trudności – w szczególności, jeśli obejmuje globalną skalę i wieloletnie horyzonty czasowe;
- **przemiany technologiczne** – prace naukowo-badawcze dotyczące nowych źródeł energii mogą doprowadzić do jakościowych przewartościowań w popycie na surowce i ich podaży; spektakularnym tego przykładem jest tzw. rewolucja

³¹³ Włącznie z ich wzajemnymi relacjami. Por. analizę współzależności kształtowania się cen ropy naftowej i gazu ziemnego w: J.A. Villar, F.L. Joutz, *The Relationship Between Crude Oil and Natural Gas Prices*, Energy Information Administration, Office of Oil and Gas, Waszyngton październik 2006, s. 1–43.

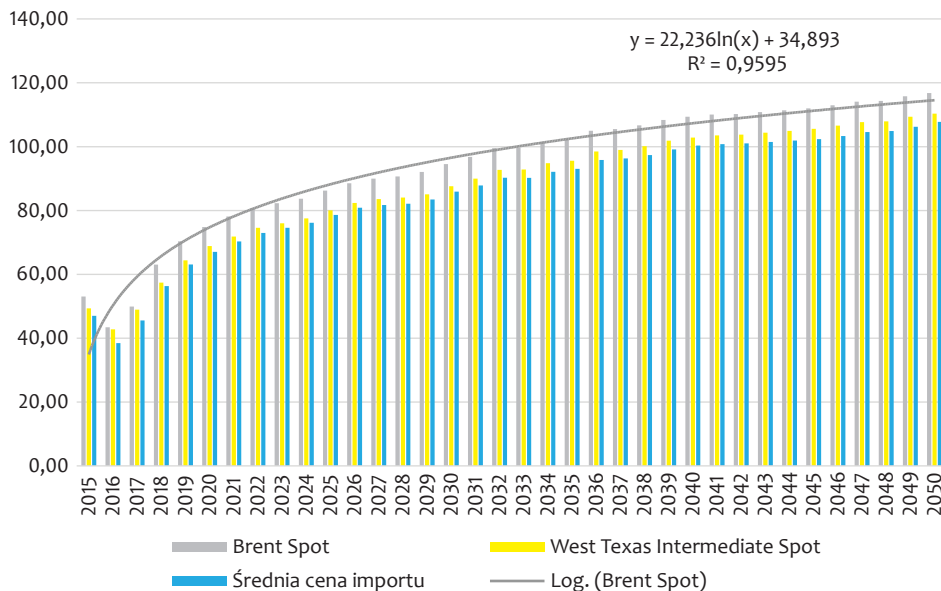
łupkowa w USA, która spowodowała wiele następstw dla światowych rynków surowców (m.in. gazu ziemnego i ropy naftowej);

- **komplementarność i substytucyjność bogactw naturalnych** – przedmiotem analiz teoretyków i praktyków są wzajemne relacje surowców, włącznie z efektami komplementarności oraz substytucyjności w kontekście postępu naukowo-technicznego i wykorzystania poszczególnych surowców;
- **rozbieżności czasowe** – w badaniach empirycznych podnoszona jest częstokroć dychotomia między tendencjami cenowymi i zmiennością wyceny surowców w różnych okresach – odmienny horyzont inwestycyjny może skutkować niejednorodnymi cechami inwestycyjnymi poszczególnych bogactw naturalnych.

Przy świadomości tych ograniczeń, warto podsumować perspektywy tendencji cenowych na rynkach ropy naftowej. Rynek ten charakteryzuje się segmentacją, która wynika ze specyfiki obrotu gatunkami (ang. *grades*) o różnych parametrach, co powiązane jest z umiejscowieniem poszczególnych pokładów tego surowca. Ze względu na wiodącą pozycję USA jako miejsca koncentracji obrotów ropą naftową, posłużono się tu systemami kwotowania, jakie dominują na rynku amerykańskim, ale są także istotne w skali globalnej, tj. Brent Spot, West Texas Intermediate Spot, a także średniej ceny tego paliw dla dostaw importowanych do USA.

Na rysunku 28 można prześledzić szacunki (dotyczące lat przeszłych) oraz prognozy cenowe (wybiegające do 2050 r.) dotyczące rynku ropy naftowej. Choć toczy się burzliwa dyskusja na temat długoterminowych tendencji cenowych na rynkach surowców energetycznych i wielu obserwatorów prognozuje powolny wzrost cen surowców energetycznych (lub nawet ich spadek), skrajnie odległe projekcje, a te odnoszą się do działalności PFM, zazwyczaj oparte są na założeniu rosnących cen. Zgodnie z przewidywaniami amerykańskiej Energy Information Administration ceny te wykazywać będą wzrost, aczkolwiek ich tempo będzie spadać (trend logarytmiczny). Prócz ewidentnych aspektów relacji popytowo-podażowych, których wyznacznikiem jest światowa koniunktura makroekonomiczna, istotne będą warunki dostępności i eksploatacji tego surowca, a także czynniki postępu naukowo-technicznego, które stwarzać będą szansę ekonomiczniejszego zużycia bogactw naturalnych oraz powstawania i rozwoju nowych (alternatywnych) źródeł energii.

Rysunek 28. Szacunki i prognozy światowej ceny ropy naftowej (USD za baryłkę) według głównych systemów jej kwotowania* na rynkach USA na lata 2015–2050



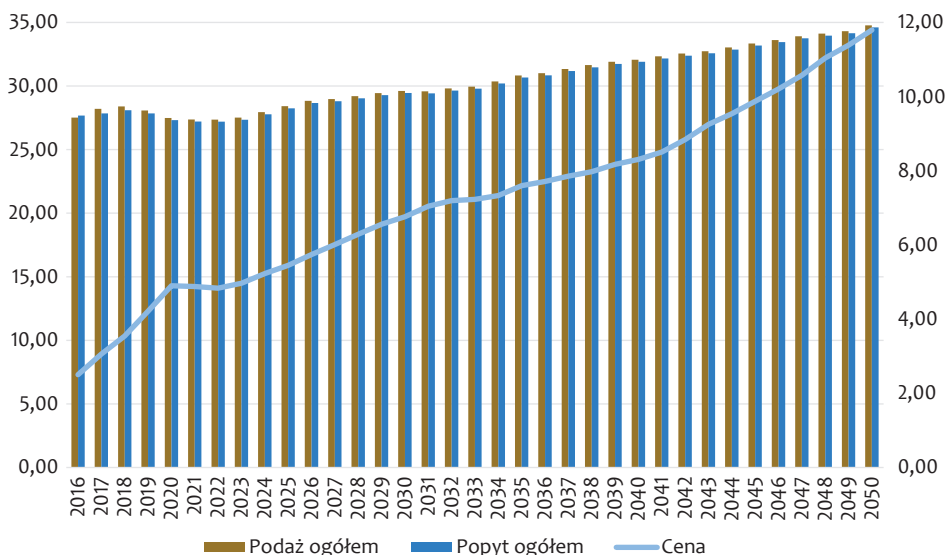
* kwotowania rynkowe według Brent Spot, West Texas Intermediate Spot oraz średniej ceny importu do USA.
 Źródło: U.S. Energy Information Administration (EIA), Analysis & Projections: Annual Energy Outlook 2017, prognozy dostępne na witrynie EIA: <https://www.eia.gov/analysis/projection-data.cfm#annualproj> (dostęp: 30.06.2017).

Na rysunku 29 uwidoczniono szacunki (przeszłe) oraz prognozy (do 2050 r.) podaży i popytu gazu ziemnego (w bln stóp sześciennych), a także kształtowania się jego ceny na tzw. Henry Hub – gazociągu zlokalizowanym w Erath (USA), który służy jako oficjalny punkt dostawy kontraktów *futures* na ten surowiec notowanych m.in. na New York Mercantile Exchange (NYMEX³¹⁴) oraz Intercontinental Exchange (ICE³¹⁵). Na podstawie tych przewidywań można oczekiwać stabilnego, trwałego wzrostu ceny surowca w okresie wieloletnim.

³¹⁴ Szerzej na witrynie internetowej NYMEX (zakładka obejmujące różne długości kontraktów futures – maksymalnie – 10 lat): <http://www.cmegroup.com/trading/energy/natural-gas/natural-gas.html> (dostęp: 30.06.2017).

³¹⁵ Opis konstrukcji kontraktów na witrynie ICE: <https://www.theice.com/products/6590258/Henry-LD1-Fixed-Price-Future> (dostęp: 30.06.2017).

Rysunek 29. Szacunki i prognozy światowej podaży i popytu na gaz ziemny w bilionach stóp sześciennych (ang. *cubic feet*) oraz ceny na Henry Hub (w USD za mln Btu*) na lata 2016–2050



* gaz ziemny kwotowany według średniego kursu kasowego (ang. *spot*) w USD za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła (ang. *british thermal units*, Btu). Henry Hub oznacza sposób dostawy gazu ziemnego, a także ujęcia kontraktów na amerykańskich rynkach tego surowca (m.in. NYMEX i ICE).

Źródło: U.S. Energy Information Administration (EIA), Analysis & Projections: Annual Energy Outlook 2017, prognozy dostępne na witrynie EIA: <https://www.eia.gov/analysis/projection-data.cfm#annualproj> (dostęp: 30.06.2017).

5.3.3. Intensywność eksportowa

Jeszcze bardziej kontrowersyjna – od szacunków przyszłych wpływów eksportowych w odniesieniu do pożytkowania bogactw naturalnych – jest próba oceny ogólnej pozycji konkurencyjnej umożliwiającej odnotowywanie danej gospodarce trwałych nadwyżek rezerw dewizowych³¹⁶. Wśród wyznaczników szeroko pojmowanej konkurencyjności eksportowej, jakie są dyskutowane w literaturze i stosowane w praktyce analitycznej, wymienić można następujące obszary pojęciowe³¹⁷:

- **intensywność** – w tym ujęciu eksport odnoszony jest do wiodących agregatów makroekonomicznych (np. Produktu Krajowego Brutto, PKB), co

³¹⁶ Por. C. Gaglio, *Measuring Country Competitiveness: A Survey of Exporting-Based Indexes*, Documents de travail GREDEG, GREDEG Working Papers Series, GREDEG WP no. 2015–42, Université Nice Sophia Antipolis i GREDEG-CNRS, Nicea 2015, s. 1–32.

³¹⁷ Por. mierniki opisane na witrynie internetowej Banku Światowego *Measuring Export Competitiveness* (MEC): <http://mec.worldbank.org/> (dostęp: 01.07.2017).

- pozwała na śledzenie udziału działalności eksportowej w całokształcie zdarzeń ekonomicznych (pokaźniejszy udział eksportu w PKB daje świadectwo względnej konkurencyjności);
- **dynamika** – zestawienie rozwoju eksportu danego państwa np. z eksportem światowym daje obraz relatywnej, lokalnej koniunktury (np. rosnąca dynamika eksportu państwa na tle ogólnoswiatowym stanowi dowód polepszającej się konkurencyjności);
 - **struktura** – w ramach tego podejścia konkurencyjność eksportowa rozpatrywana jest przez pryzmat wielkości eksportu kierowanego na dane rynki geograficzne oraz realizowanego w danych grupach produktów lub usług (powiększanie udziału eksportu w tych kategoriach skłania ku przekonaniu o polepszającej się konkurencyjności);
 - **elastyczność** – kolejnym sposobem oceny konkurencyjności jest pomiar wrażliwości poziomu eksportu danego państwa na szoki zewnętrzne powodowane czynnikami popytowymi i podażowymi, i ich skutki dla działalności eksportowej (odporność eksportu na tego rodzaju egzogeniczne wpływy umacnia przekonanie o konkurencyjności w omawianym względzie).

W podjętej analizie posłużono się pierwszym z mierników, tj. intensywnością eksportu. Eksport ujmowany jest tu jako wartość wszystkich dóbr i usług o charakterze rynkowym zbywanych na rzecz zagranicy. W szczególności pozycje eksportowe obejmują towary, fracht, usługi ubezpieczeniowe, transport, sektor turystyczny, tantiemy, opłaty licencyjne i inne rodzaje wyspecjalizowanych usług, tj. telekomunikację, budownictwo, usługi finansowe, technologię informacji, usługi biznesowe, osobiste lub kierowane do sektora rządowego. Wyłączone są z tej kategorii wynagrodzenia pracowników, dochody z inwestycji (dawniej: usługi czynnikowe, ang. *factor services*) i przekazy pieniężne. Ograniczenia zastosowania tego miernika konkurencyjności eksportowej wykraczają poza samą wątpliwość co do „nasylenia” eksportowego PKB jako wyznacznika obecnej (lub przyszłej) zdolności danego państwa do osiągania trwałych nadwyżek dewizowych, a to przecież stanowi o wyposażeniu PFM w aktywa oraz stabilności jego finansowania.

Ze względu na priorytet, jaki w polityce gospodarczej uzyskuje wzrost produkcji dóbr i usług, a także z uwagi na to, że dane dotyczące poziomu i struktury produkcji są w praktyce łatwiejsze do pozyskania niż dane na temat struktury i poziomu wydatków, ta właśnie metoda stanowi dominujące podejście do kalkulacji PKB dla wielu państw. W dodatku wiele z nich nie szacuje wprost wszystkich składników swoich wydatków, a w miejsce tego pośrednio wyznacza ich poziom przy zastosowaniu PKB (metodą produkcyjną, *ex post*). Informacje na temat działalności eksportowej i importowej agregowane są przy zastosowaniu deklaracji

celnych i szacunków bilansu płatniczego, przy czym występują istotne różnice w dokumentacji zbieranej dla obu kategorii ekonomicznych (rozbieżności te dotyczą metodyki wyceny dóbr i usług, momentu ich transgranicznego przemieszczenia się, jak i przeniesienia prawa ich własności). Ograniczenia te nabrały dodatkowego znaczenia w dobie coraz większej globalizacji i integracji międzynarodowej (w tym europejskiej). Osobną kwestią jest nieewidencjonowanie lub błędy w ocenie skali działalności gospodarczej tzw. szarej lub czarnej strefy.

W tabeli 27 zestawiono udział eksportu w PKB dla wszystkich państw, które powołały dotąd PFM. Analizując tak rozumiane „nasylenie eksportowe” poszczególnych państw-suwerenów wobec PFM, można wysunąć następujące wnioski:

- **wiodąca pozycja małych, otwartych gospodarek wschodzących** – najwyższym poziomem omawianej relacji charakteryzują się względnie niewielkie, silnie zorientowane na współpracę handlową z zagranicą gospodarki, które nie mają dostępu do szerokich rynków wewnętrznych, zmuszone są więc do wykorzystywania zewnętrznego popytu na swe dobra i usługi;
- **stabilność rezultatów** – co interesujące, intensywność eksportowa odniesiona do PKB wykazuje (w omawianej puli państw) stabilność – niezależnie od zmiennej koniunktury międzynarodowej (opisywany okres to zarówno lata globalnego kryzysu finansowego, jak i faza ekspansji od 2010 r.);
- **konkurencyjność ogólna i surowcowa** – w omawianym zestawieniu wysokie pozycje osiągały zarówno państwa o eksporcie opartym na surowcach, jak i na ogólnej konkurencyjności gospodarczej, choć ta pierwsza kategoria przeważa (dla wielu gospodarek wschodzących łatwiej jest osiągnąć wysoką zdolność eksportową dzięki eksploatacji i sprzedaży bogactw naturalnych).

Tabela 27. Udział eksportu w Produkcie Krajowym Brutto państw zarządzających PFM, w latach 2007–2015*

Państwo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Algieria	47,07	47,97	35,37	38,44	38,79	36,89	33,22	30,46	23,56
Angola	73,96	76,32	54,91	62,39	65,35	62,31	55,69	48,00	33,93
Arabia Saudyjska	59,94	62,11	47,09	49,70	56,19	54,42	52,08	47,03	33,75
Australia	19,90	19,76	22,52	19,44	21,14	21,28	19,83	20,90	19,80
Azerbejdżan	68,13	65,78	51,64	54,30	56,43	53,71	48,72	43,29	37,81
Bahrajn	79,68	82,58	68,47	69,54	79,74	74,32	74,46	72,15	bd.
Boliwia	41,80	44,91	35,72	41,19	44,09	47,17	44,09	43,29	30,87
Botswana	54,52	45,67	34,80	43,64	48,90	48,36	61,93	62,28	52,31
Brazylia	13,33	13,53	10,85	10,74	11,47	11,70	11,63	11,01	12,89
Brunei	67,85	78,30	72,78	67,41	69,51	70,16	68,04	68,62	52,21
Chile	43,83	41,51	37,17	38,06	38,05	34,31	32,30	33,42	29,98

Państwo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiny	35,95	32,02	24,36	26,27	26,49	25,41	24,50	24,08	21,97
Gabon	58,53	62,20	51,80	57,66	61,74	60,95	57,36	44,52	46,13
Ghana	24,53	25,03	29,29	29,48	36,94	40,36	34,19	39,52	43,85
Gwinea Równikowa	88,62	89,22	74,34	85,76	75,10	71,90	67,65	66,81	59,69
Hongkong	203,72	208,78	191,23	219,41	225,45	225,56	228,00	219,44	201,61
Irak	45,90	50,33	39,40	39,42	44,42	44,51	39,68	42,41	34,84
Iran	29,70	27,42	23,52	25,40	25,66	22,36	27,47	24,17	bd.
Irlandia	80,75	84,15	93,45	103,39	102,45	106,78	106,09	113,79	123,99
Kanada	34,15	34,32	28,44	29,07	30,56	30,21	30,16	31,58	31,58
Katar	60,28	61,36	51,13	62,32	72,62	76,47	72,72	68,00	56,06
Kazachstan	49,31	57,15	41,84	44,24	46,46	44,11	38,62	39,34	28,46
Kiribati	16,97	15,91	15,86	13,32	15,35	13,26	12,54	12,40	12,48
Kolumbia	16,54	17,79	16,03	15,94	18,74	18,26	17,57	15,96	14,71
Korea Południowa	39,18	49,96	47,55	49,42	55,75	56,34	53,88	50,28	45,90
Kuwejt	63,41	66,76	59,47	66,67	73,22	74,73	70,86	68,51	54,38
Libia	72,70	72,51	59,24	65,60	54,83	bd.	bd.	bd.	bd.
Malezja	106,17	99,50	91,42	86,93	85,26	79,30	75,63	73,79	70,90
Mauretania	44,87	45,95	40,94	50,74	56,13	53,02	49,83	37,68	bd.
Meksyk	27,74	27,90	27,28	29,87	31,26	32,64	31,78	32,31	35,36
Mongolia	59,61	54,02	50,28	46,68	52,55	43,57	38,89	52,25	45,68
Nigeria	33,73	39,88	30,77	25,26	31,33	31,44	18,05	18,44	10,66
Norwegia	43,30	45,95	39,22	39,82	41,34	40,62	39,20	38,86	37,39
Nowa Zelandia	29,25	32,04	28,74	30,26	30,36	28,79	28,81	27,97	bd.
Oman	56,48	58,48	50,64	57,13	72,91	71,49	75,23	69,54	56,09
Palestyna	19,37	17,46	15,59	15,34	17,19	16,59	16,61	17,08	18,32
Panama	69,38	72,60	67,08	66,28	72,89	70,66	60,47	53,57	bd.
Papua-Nowa Gwinea	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.
Peru	31,52	29,73	26,44	27,83	30,50	27,45	24,80	22,58	21,30
Rosja	30,16	31,31	27,94	29,22	28,25	27,38	26,63	27,05	28,67
Senegal	25,45	26,15	24,41	24,90	26,39	27,95	28,42	28,11	29,19
Singapur	214,74	230,27	191,88	199,26	200,93	195,39	192,35	192,11	176,49
Timor Wschodni	10,55	9,94	9,07	9,86	8,71	9,59	7,77	5,79	bd.
Trynidad i Tobago	65,33	70,26	52,08	54,67	62,46	54,29	52,04	47,02	41,11
Turcja	22,32	23,91	23,32	21,21	23,98	26,30	25,64	27,88	27,96
Turkmenistan	75,39	64,06	74,60	76,32	74,70	73,26	bd.	bd.	bd.
USA	11,50	12,51	11,01	12,38	13,57	13,61	13,64	13,66	12,55
Wenezuela	31,13	30,82	18,07	28,53	29,94	26,17	24,76	16,69	bd.
Wietnam	70,52	70,34	62,97	72,00	79,39	80,03	83,63	86,40	89,78
ZEA	72,38	78,87	79,65	78,75	90,33	100,63	101,02	97,35	97,36

* państwa zestawiono w porządku alfabetycznym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> (dostęp: 30.06.2017).

Podsumowanie

Decyzja o powołaniu PFM powinna być poparta racjonalnymi przesłankami, stanowiącymi odpowiedź na istotne wyzwania społeczno-ekonomiczne, którym nie da się efektywnie sprostać przy wykorzystaniu istniejących narzędzi polityki gospodarczej. Prócz samego występowania i identyfikacji tych potrzeb ważne jest to, aby ich realizacja poparta była wysokim poziomem rezerw walutowych oraz możliwością stabilnego zasilania finansowego ustanowionego PFM.

W niniejszym rozdziale monografii skupiono się na globalnej perspektywie pozyskiwania wpływów denominowanych w walutach obcych przez gospodarki zarządzające PFM. Dokonano tego w dwóch zasadniczych kategoriach PFM (surowcowych oraz niesurowcowych).

Ocena kreacji rezerw dewizowych opartych na eksporcie surowców naturalnych, jak i czynników ogólnej konkurencyjności eksportowej państw – ich sponsorów, skłania ku ostrożnej konkluzji, iż perspektywy kontynuacji działalności przez inwestorów instytucjonalnych – jakimi są PFM – nie wydają się być zagrożone (nawet w skrajnie długookresowej perspektywie). Nie znaczy to, że nie istnieją alternatywne w stosunku do PFM rozwiązania instytucjonalne dotyczące aktywnie prowadzonej polityki gospodarczej, której podstawą jest pożytkowanie rezerw walutowych (co zilustrowano w rozdziale 1 monografii). Decyzja co do tworzenia i działalności PFM wynikać musi z całokształtu strategii społeczno-ekonomicznej państwa nakreślonej w wieloletnim okresie. W warunkach zmienności społecznej, ekonomicznej, a także politycznej, nie jest to proste zadanie.

POLITYKA INWESTYCYJNA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

W niniejszym rozdziale, prócz systematyki inwestycji PFM, zaprezentowano działalność inwestycyjną funduszy w ujęciu zbiorczym (indeksowym), na tle ogólnych procesów wpływających na działalność polegającą na zarządzaniu aktywami inwestycyjnymi, w ujęciu rodzajowym (według klas aktywów) oraz geograficznym (w podziale na regiony świata). Szczegółowo omówiono inwestycje PFM w aktywa alternatywne (*private equity*, nieruchomości, infrastrukturę oraz fundusze hedgingowe). Przegląd inwestycji w ujęciu rodzajowym oraz geograficznym pozwala na sformułowanie zbiorczych wniosków, które zamieszczono na końcu rozdziału.

6.1. Systematyka działalności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych

Polityka inwestycyjna PFM stanowi zasadniczy element realizacji powierzonej im misji. Aby jednakże dokonać systematyki polityki inwestycyjnej PFM, należy doprecyzować typy lokat inwestycyjnych, w jakich dokonywane mogą być inwestycje funduszy. Wydawać by się mogło, że – biorąc pod uwagę powszechność inwestycji dokonywanych przez inwestorów instytucjonalnych na świecie – występuje w tej kwestii zadowalający poziom unifikacji. Jest to jednak mylne przekonanie: poszczególne rodzaje inwestycji wciąż definiowane są nieprecyzyjnie. Z tej właśnie przyczyny warto posłużyć się najbardziej spójnym rodzajem

metodyki umożliwiającym rozgraniczenia poszczególnych kategorii lokat inwestycyjnych. Podejście to powinno, z jednej strony, stwarzać szansę na możliwie najbardziej szczegółową analizę alokacji inwestycyjnej PFM – z drugiej zaś, być zgodne ze standardami raportowania inwestycji przez tego rodzaju fundusze. Choć przedstawiony katalog daje względnie kompletny obraz kategorii aktywów podlegających inwestycjom przez PFM, należy uwzględnić liczne ograniczenia w jego interpretacji, które przede wszystkim wynikają z coraz większego przenikania się poszczególnych instrumentów finansowych (hybrydyzacji) oraz ich zestawień (m.in. w formie instrumentów pochodnych).

W celu standaryzacji struktury portfeli PFM zastosowano tu metodykę SWFI dotyczącą klasyfikacji lokat inwestycyjnych. Klasy aktywów inwestycyjnych podzielono w sposób ujęty w tabeli 28.

Tabela 28. Systematyka lokat inwestycyjnych w ujęciu rodzajowym według SWFI³¹⁸

Klasa aktywów	Przykłady
Instrumenty finansowe o stałym dochodzie (ang. <i>fixed income</i>)	środki pieniężne i inne aktywa pieniężne (ang. <i>cash and cash equivalents</i>), obligacje (ang. <i>bonds</i>), instrumenty kredytowe (ang. <i>credit instruments</i>)
Akcje spółek publicznych/giełdowych (ang. <i>public equities</i>)	akcje (ang. <i>stocks</i>), fundusze indeksowe (ang. <i>index funds</i>), bezpośrednie inwestycje na rynku publicznym (ang. <i>direct public equity</i>)
Akcje spółek niepublicznych (ang. <i>private equity</i>)	fundusze <i>private equity</i> (ang. <i>private equity funds</i>), bezpośrednie inwestycje na rynku spółek niepublicznych (ang. <i>direct private equity</i>)
Nieruchomości (ang. <i>real estate</i>)	akcje i udziały spółek nieruchomościowych (ang. <i>private real estate equity</i>), bezpośrednie inwestycje w nieruchomości (ang. <i>direct real estate</i>)
Infrastruktura (ang. <i>infrastructure</i>)	fundusze infrastrukturalne (ang. <i>infrastructure funds</i>), bezpośrednie inwestycje w projekty infrastrukturalne (ang. <i>direct infrastructure</i>)
Inne inwestycje alternatywne (ang. <i>alternative investments</i>)	towary giełdowe (ang. <i>commodities</i>), fundusze hedgingowe (ang. <i>hedge funds</i>), obszary leśne (ang. <i>timberland</i>), papiery wartościowe powiązane ze wzrostem cen (ang. <i>inflation linked securities</i>), inwestycje parytetu ryzyka (ang. <i>risk parity</i>)

Źródło: opracowanie własne na podstawie metodyki SWFI <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/swfi-standardized-asset-allocation/> (dostęp: 10.03.2017).

Kwalifikacja poszczególnych państw do regionów świata podyktowana jest metodyką wynikającą z konstrukcji baz danych (na czele z zasobami SWFI³¹⁹),

³¹⁸ Systematyka SWFI została zastosowana, tam gdzie było to możliwe, do zestawień alokacji portfeli inwestycyjnych PFM. W innych przypadkach posłużono się metodyką PFM, zob. załączniki 1–80.

³¹⁹ *Ibidem*.

a nie najbardziej ugruntowanymi kryteriami geografii politycznej świata. Przykładem kompromisu pojęciowego jest region Australazji (lub Azji i Pacyfiku), którego zakres nie jest jednoznaczny – wynika to m.in. z wyspiarskiego charakteru państw wchodzących w skład tego regionu. Podobne kontrowersje towarzyszą pozostałej typologii omawianych obszarów świata. Ograniczeniem w formułowaniu ogólnych wniosków co do działalności inwestycyjnej PFM w ujęciu regionalnym, o czym wspomniano w wielu miejscach tej monografii, jest duży stopień koncentracji aktywów w gestii relatywnie ograniczonej liczby PFM. W niektórych częściach świata może zdarzyć się, że jeden PFM ze względu na skalę swoich aktywów dominuje w całym regionie. Skrajnym przykładem koncentracji aktywów jest Europa, gdzie norweski Government Pension Fund Global odpowiada za prawie 90,00% sumarycznych aktywów dla tej części świata.

Kolejnym, ewidentnym ograniczeniem pojęciowym, jest rozpatrywanie funkcjonowania PFM przez pryzmat państw-suwerenów, nie zaś odbiorców ich inwestycji. Ze względu na anonimowość i automatyzację obrotu, mnogość pośredników finansowych i trudność w ustaleniu faktycznych właścicieli kapitałów (ang. *beneficial owners*) niełatwo jest oszacować motywy inwestycji nawet najbardziej przejrzystych instytucji finansowych³²⁰ (fundusze inwestycyjne i emerytalne, firmy ubezpieczeniowe), które sprostać muszą licznym obowiązkom informacyjnym. Tym bardziej zastrzeżenie to dotyczy tak skąpo opisanych inwestorów, jakimi są PFM.

Ostatnim z istotnych zastrzeżeń klasyfikacji geograficznej jest przyporządkowanie Rosji do grupy państw europejskich, co jest kontrowersyjne, bowiem znaczna część terytorium, ludności i majątku narodowego tego państwa przypada na część azjatycką. Nie istnieje jednak w tym względzie idealne rozwiązanie³²¹.

Następująca lista zawiera klasyfikację geograficzną poszczególnych regionów świata – obszarów pochodzenia PFM. Wśród państw wyszczególniono tylko te, w których funkcjonują tego typu podmioty, zaś ich porządek ma charakter alfabetyczny:

- **Afryka:** Algieria, Angola, Botswana, Gabon, Ghana, Gwinea Równikowa, Libia, Mauretania, Nigeria, Senegal;
- **Ameryka Łacińska:** Boliwia, Brazylia, Chile, Meksyk, Panama, Peru, Wenezuela;
- **Ameryka Północna:** Kanada, Trynidad i Tobago, USA;

³²⁰ Por. M. Ayhan Kose i in., *Financial globalization: a reappraisal*, IMF Staff Papers, Waszyngton kwiecień 2009, vol. 56, issue 1, s. 8–62.

³²¹ Por. M. Bassin, *Russia between Europe and Asia: The Ideological Construction of Geographical Space*, "Slavic Review" 1991, vol. 50, no. 1, s. 1–17.

- **Australazja** (lub Azja i Pacyfik): Australia, Kiribati, Nowa Zelandia, Papua-Nowa Gwinea, Timor Wschodni;
- **Azja**: Azerbejdżan, Brunei, Chiny, Kazachstan, Kirgistan, Korea, Malezja, Mongolia, Singapur, Uzbekistan, Wietnam;
- **Bliski Wschód**: Arabia Saudyjska, Bahrajn, Irak, Iran, Katar, Kuwejt, Oman, Palestyna, Turcja, Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA);
- **Europa**: Irlandia, Norwegia, Rosja.

6.2. Indeks państwowych funduszy majątkowych

Do ważniejszych przemian na światowych rynkach inwestycyjnych zaliczyć można upowszechnienie się pasywnych strategii alokacji aktywów, na czele z produktami indeksowymi – m.in. w formie *exchange traded funds* (ETFs)³²². Coraz częstsza praktyka kreowania i wykorzystywania zaawansowanych indeksów nie omija środowiska zarządzających aktywami PFM. I tak polityka inwestycyjna funduszy doczekała się próby kwantyfikacji w formie *Sovereign Wealth Fund* (SWF) *Strategic Index* (SWFS index). Wskaźnik ten, ważony giełdową kapitalizacją spółek (jego składników), został pomyślany jako barometr globalnych inwestycji na giełdach akcji dokonywanych przez PFM. W zamierzeniu twórców miał on także dostarczać informacji na temat międzynarodowych przepływów kapitałowych powiązanych z państwami i inwestowanych w akcje spółek giełdowych. Dodatkową funkcją SWFS index jest próba syntezy cech polityki inwestycyjnej światowych PFM – na czele z ich charakterystyką portfelową w kontekście wykazywanej stopy zwrotu i ponoszonego ryzyka. W tabeli 29 uwidoczniono typologię SWFS index oraz sposób zarządzania nim przez SWFI. Istotnym ograniczeniem użyteczności tego indeksu jest to, że ostatnie publikacje dotyczące jego kalkulacji pochodzą z 2010 r.

W momencie debiutu (1.01.2008) SWFS index obejmował 30 walorów, zaś do 29.10.2010 r. został poszerzony do 37 spółek. Dziesięć z głównych składników tego indeksu, a zarazem składników portfeli światowych PFM, ujęto w tabeli 30. Co ciekawe, indeks ten cechował się znacznym stopniem umiędzynarodowienia – wśród walorów o największym udziale w jego konstrukcji wymienić można akcje m.in. przedsiębiorstw chińskich, amerykańskich, brytyjskich, niemieckich oraz szwajcarskich. Także podstawowy benchmark koniunktury na rynku akcji

³²² A.N. Madhavan, *Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing*, Oxford University Press, Nowy Jork 2016, s. 1–271.

USA (Standard & Poor's 500, S&P 500) zawiera w swym składzie akcje wielu przedsiębiorstw międzynarodowych, co skłaniać powinno do porównywalności obu indeksów³²³.

Tabela 29. Podstawowe dane na temat Sovereign Wealth Fund Strategic Index (stan na 29.10.2010)

Początkowa data indeksu	1.01.2008
Zakres	Wszystkie spółki publiczne (giełdowe), trusty energetyczne oraz fundusze nieruchomościowe typu <i>Real Estate Investment Trusts</i> (REITs)
Dopasowanie struktury portfela (ang. <i>rebalancing</i>)	Co pół roku
Liczba składników	37
Typ indeksu	Ważony kapitalizacją giełdową i denominowany w USD
Zarządzający indeksem	Komitet Indeksowy Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI (SWFI & Park Alpha)

Źródło: opracowanie na podstawie opisu indeksu na witrynie SWFI: <https://www.swfinstitute.org/products-services/sovereign-wealth-fund-strategic-index/> (dostęp: 30.06.2017).

Tabela 30. Dziesięć głównych składników SWFS index (stan na 29.10.2010)

Nazwa spółki publicznej	Udział w SWFS index (w %)
China Construction Bank	14,2
General Electric	11,1
BP	8,3
Total	8,3
Citigroup	7,8
Bank of America	7,5
Daimler AG	4,5
Standard Chartered	4,4
Industrial and Commercial Bank of China	4,3
UBS AG	4,2
Łącznie	74,6

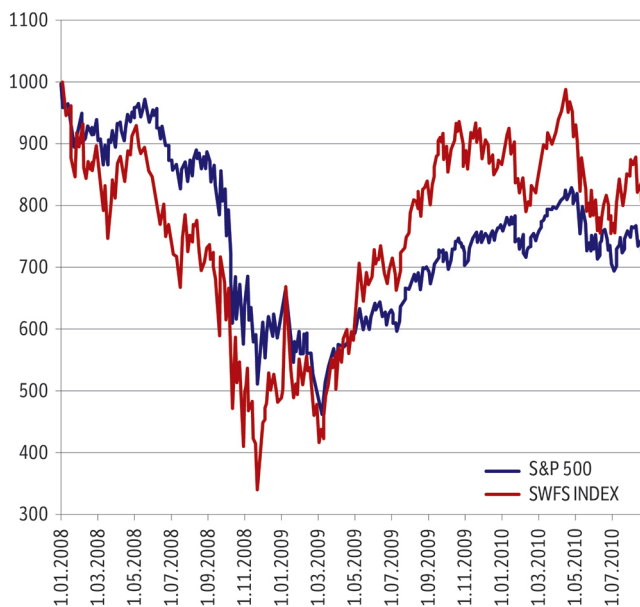
Źródło: opracowanie własne na podstawie Park Alpha (a division of the Sovereign Wealth Fund Institute) – oryginalna wersja indeksu na witrynie internetowej Park Alpha: <http://www.parkalpha.com/products/sovereign-wealth-fund-strategic-index/> (dostęp: 14.03.2017).

Choć notowania SWFS index, jak zaznaczono, nie były kontynuowane po początkowym okresie wdrożenia, jego krótka historia daje obraz cech inwestycji

³²³ Zob. składniki S&P 500 na witrynie internetowej S&P Dow Jones Indices: <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> (dostęp: 30.03.2017).

PFM na S&P 500 w badanym okresie. Można zaobserwować zarówno generalnie większą zmienność SWFS index – zarówno po stronie wzrostów, jak i spadków wokół S&P 500. Można więc przyjąć, że portfel SWFS index znamionował się – na tle szerokiego rynku akcji USA – betą większą od jedności, tj. był agresywny na tle S&P 500 (rysunek 30). Świadczyć to może o tolerancji światowych PFM wobec podwyższonego ryzyka oraz pewnej dozie niezależności w selekcji składników portfeli PFM. Ich wszechstronna analiza – wykraczająca poza tradycyjne klasy aktywów – znajduje się w dalszej części tego rozdziału.

Rysunek 30. Porównanie kształtowania się wskaźników cenowych SWF Strategic Index (SWFS index) wobec szerokiego indeksu giełd USA Standard & Poor's 500 w okresie 1.01.2008–1.07.2010



Źródło: opracowanie na podstawie Park Alpha (a division of the Sovereign Wealth Fund Institute) – oryginalna wersja indeksu na witrynie internetowej Park Alpha: <http://www.parkalpha.com/products/sovereign-wealth-fund-strategic-index/> (dostęp: 14.03.2017).

6.3. Ogólne tendencje globalnego rynku zarządzania aktywami i ich znaczenie dla działalności państwowych funduszy majątkowych

Na światowym rynku zarządzania aktywami inwestycyjnymi (ang. *asset management*) obserwuje się jakościowe przemiany związane z doświadczeniami

globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009 i wciąż aktualnych problemów makro- i mikroekonomicznych dotyczących kraje europejskie (włącznie z państwami strefy euro). Ewolucja otoczenia polityczno-gospodarczego instytucji zarządzających aktywami inwestycyjnymi dotyczy także PFM.

Wśród zasadniczych czynników sprzyjających rozwojowi rynku zarządzania aktywami wymienić można przemiany³²⁴:

- **populacyjny**: populacja mająca dostęp do produktów i usług inwestycyjnych staje się coraz liczniejsza, starsza i zamożniejsza, co ma związek z rosnącą, średnią długością życia ludzkiego oraz powiększającą się liczbą ludności świata – przy coraz powszechniejszej świadomości oszczędzania i inwestowania;
- **geopolityczne**: przesunięcie bieguna rozwoju gospodarczego ku gospodarkom azjatyckim stanowi gwarancję silnego popytu na produkty i usługi inwestycyjne – stopień nasycenia tymi dobrami w populacjach tzw. rynków wschodzących (ang. *emerging markets*) jest bowiem wciąż niski w porównaniu do państw wysokorozwiniętych, zaś rosnące nadwyżki rezerw dewizowych tych państw są bezpośrednim impulsem do powoływania PFM;
- **strukturalne**: coraz wyższy stosunek bogactwa do dochodów ludności (ang. *wealth to income*) jest wynikiem pożytków płynących z liberalizacji rynków finansowych po II wojnie światowej i towarzyszącej jej, długoterminowej zwyzce wyceny wielu aktywów inwestycyjnych.

Biorąc pod uwagę obecny stan rozwoju i perspektywy rynków finansowych, z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że kontynuacja wymienionych tendencji wspomagających rozwój globalnego rynku zarządzania inwestycyjnego nie wydaje się zagrożona w najbliższych latach. Wymienionym czynnikom towarzyszą jednak zjawiska komplikujące proces zarządzania aktywami. Wśród nich są następujące cechy rynków finansowych³²⁵:

- **rosnąca skala inwestycji w aktywa alternatywne** (zarówno przez wyspecjalizowane instytucje o nietradycyjnym charakterze, jak też przez inwestorów tradycyjnych) – wymuszona koniecznością podnoszenia efektywności procesu zarządzania inwestycyjnego, m.in. w kontekście wymogów dywersyfikacji³²⁶;

³²⁴ Por. A.G. Haldane, *The age of asset management?* (wykład wygłoszony w London Business School w dniu 4.04.2014 r.), dostępny w wersji elektronicznej na witrynie internetowej Banku Anglii: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf> (dostęp: 9.11.2016).

³²⁵ Por. *ibidem*.

³²⁶ Konieczność coraz szerszej dywersyfikacji wynika przede wszystkim z rosnącą korelacją pomiędzy klasami aktywów, jak i poszczególnymi aktywami inwestycyjnymi. Por. macierze korelacji

- **popularyzacja inwestycji pasywnych** – głównie w ramach funduszy indeksowych lub *exchange traded funds*, które stanowią kolejną efektywną kosztowo i elastyczną formę dywersyfikacji dostępną zarówno inwestorom instytucjonalnym, jak i indywidualnym³²⁷,
- **odwrót inwestorów od strategii inwestycyjnych skupionych wokół spółek giełdowych o dużej kapitalizacji** (ang. *large cap equity*) i skarbowych papierów wartościowych o stałym dochodzie (ang. *government fixed income*), co stanowi wynik niskiej oceny wartości dodanej tworzonej przez tego rodzaju aktywa inwestycyjne³²⁸.

Trzy wspomniane obszary ewolucji rynków finansowych skutkują rozwarstwieniem strategii inwestycyjnych w dwóch wymiarach:

- **maksymalizacja stóp zwrotu:** czemu sprzyjać ma wykorzystanie wyspecjalizowanych i alternatywnych instytucji i aktywów inwestycyjnych, które stwarzają szansę na wyższy poziom efektywności inwestycyjnej³²⁹,
- **maksymalizacja oszczędności kosztowych:** głównie poprzez zastępowanie strategii inwestycyjnych o niskiej wartości dodanej pasywnymi produktami odtwarzającymi wybrane indeksy giełdowe oraz koszyki aktywów inwestycyjnych (rysunek 31)³³⁰.

Ciążenie oferty produktów inwestycyjnych ku dwóm biegunom (wysokojakościowe, wysokomarżowe produkty aktywnie zarządzane lub niskokosztowe produkty indeksowe) będzie miało zasadniczy wpływ na zmianę modeli zarządzania aktywami inwestycyjnymi wykorzystywanych przez światowe instytucje finansowe – w tym PFM. Głównymi kategoriami tych instytucji, które powstaną w nadchodzących latach, będą:

- **platformy dystrybucyjne:** choć rosnące wymogi regulacyjne (w szczególności nakierowane na ochronę interesów klientów detalicznych) skomplikowały działalność wielu z tych instytucji, jednakże trudno oczekiwać wyeliminowania ich z branży zarządzania aktywami – bliskie relacje z segmentami klienta

dla głównych klas aktywów i różnych okresów: <http://www.assetcorrelation.com/majors> (dostęp: 3.03.2017).

³²⁷ Szerzej w: *BlackRock Global ETP Landscape, Industry Highlights*, BlackRock, Nowy Jork luty 2017, s. 1–27.

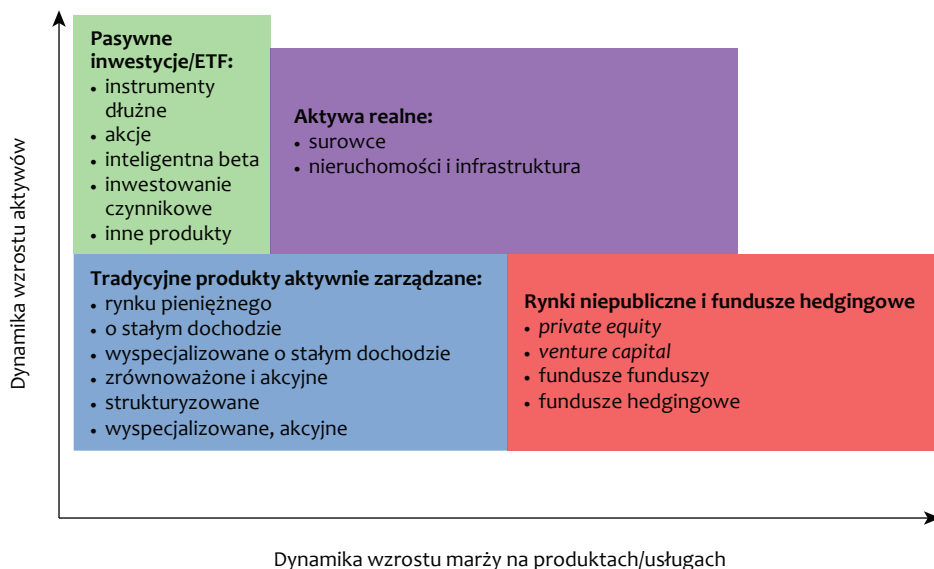
³²⁸ Por. dyskusję teoretyczną i dane empiryczne w: G.L. Harbron, *The case for low-cost index-fund investing*, Vanguard Research, Valley Forge 2017, s. 1–19.

³²⁹ Szerzej w badaniach Willis Towers Watson, ośrodka zajmującego się monitorowaniem m.in. światowych tendencji zarządzania aktywami inwestycyjnymi: Willis Towers Watson, *Global Alternatives Survey 2016*, Londyn lipiec 2016, s. 1–99.

³³⁰ Tendencja ta przyczynia się – dzięki rosnącej konkurencji – do poprawy jakości zarządzania aktywami, por. rozważania nt. funduszy inwestycyjnych: M. Cremers i in., *Indexing and active fund management: International evidence*, “Journal of Financial Economics” 2016, vol. 120, issue 3, s. 539–560.

podstawowego, średniozamożnego, a także z niektórymi klientami zamożnymi, powinny zapewnić kontynuację funkcjonowania wielu instytucji dystrybucyjnych wykorzystujących przede wszystkim ofertę własnej grupy finansowej;

Rysunek 31. Produktowe i ekonomiczne tendencje w globalnym zarządzaniu aktywami wpływające na działalność PFM



Źródło: opracowano na podstawie G. Shub i in., *Global Asset Management 2016. Doubling Down on Data*, The Boston Consulting Group, Boston 11.07.2016, s. 134.

- **dostawcy rozwiązań inwestycyjnych:** konieczność coraz bardziej wszechstronnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego premiować będzie produkty i usługi takich instytucji, które są w stanie zapewnić dostęp do kompleksowych rozwiązań (w znacznej mierze zewnętrznych) instytucji charakteryzujących się dopasowaniem do potrzeb klienta przy wykorzystaniu szerokiej gamy produktów;
- „fabryki bety”³³¹: instytucje zaangażowane w pasywne strategie zarządzania aktywami inwestycyjnymi, choć wciąż stanowią mniejszość w branży pod względem kontrolowanych aktywów, charakteryzują się wyjątkowo szybką

³³¹ Kategoria ta obejmuje także instytucje oferujące produkty inwestycyjne oparte na koncepcji tzw. inteligentnej bety (ang. *smart beta*). Definicja i charakterystyka tego pojęcia (m.in. w odniesieniu do PFM) w: P. Wiśniewski, *Inteligentna beta (smart beta) jako nowa strategia inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych (sovereign wealth funds)*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 401–410.

dynamiką rozwoju, co stanowi odpowiedź na zapotrzebowanie docelowych odbiorców, jak i pośredników w ostatnim okresie (na czele z globalnym kryzysem finansowym lat 2007–2009, który poddał w wątpliwość kompetencje wielu aktywnych *fund managerów*);

- „**butiki alfy**”: pomimo migracji wielu klientów do pasywnych form zarządzania aktywami inwestycyjnymi, instytucje będące w stanie generować ponadprzeciętne (wobec ponoszonego ryzyka) stopy zwrotu, wciąż charakteryzować się będą wysoką rentownością – na przekór spadającemu udziałowi w ogólnej sumie globalnych aktywów; propozycje tych podmiotów będą się spotykać z zainteresowaniem najbardziej wyrafinowanej klienteli detalicznej, a także odbiorców instytucjonalnych – jako składnik portfeli opartych na szerokiej gamie aktywów.

Na rysunku 32 zilustrowano opisane typy instytucji wraz z charakterem ich dostępu do produktów inwestycyjnych (architektura otwarta lub zamknięta³³²) oraz spektrum oferty produktowej (szeroka lub wąska).

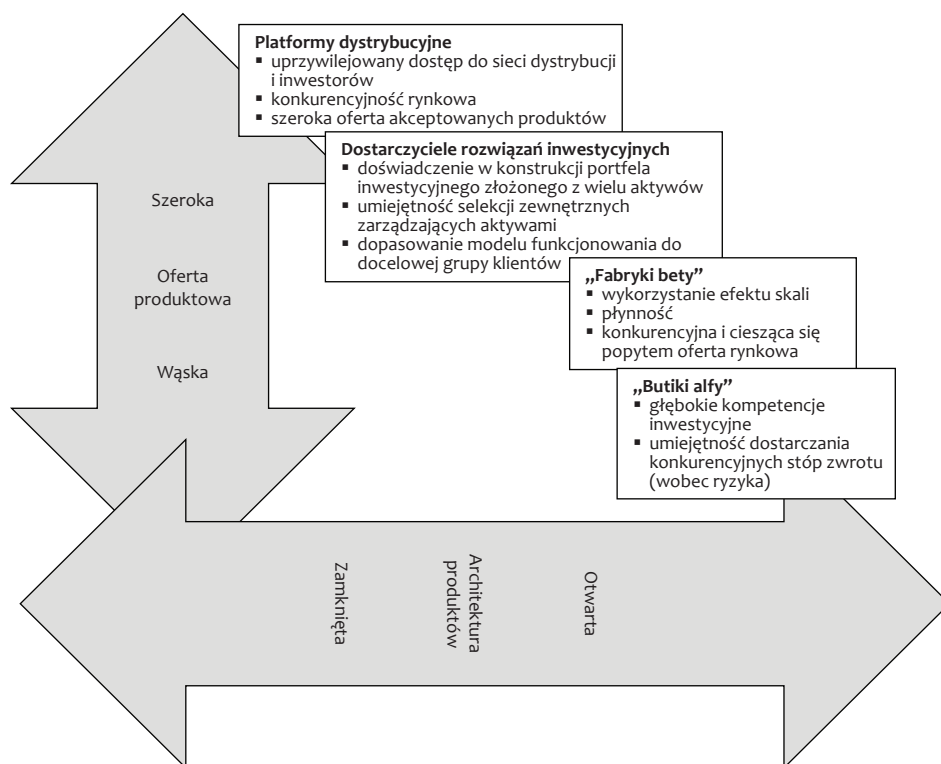
Ewolucja warunków działania instytucji finansowych wywiera wpływ na modyfikację ich modeli operacyjnych (tabela 31). W tym kontekście PFM charakteryzują się znacznie większą elastycznością działania z uwagi na specyficzne cechy odróżniające je od komercyjnych inwestorów instytucjonalnych o większym stopniu komercjalizacji. Są to:

- **związki z instytucjami państwowymi** – sam fakt powoływania i odpowiedzialności PFM wobec państwa stwarza komfort uniezależnienia się od bieżących tendencji rynkowych (nie zawsze musi się to odbywać kosztem efektywności inwestycyjnej – czasem możliwość skoncentrowania się na długofalowym zarządzaniu wręcz daje szansę na lepsze wyniki – m.in. dzięki eksploataowaniu premii za nie płynność aktywów³³³);

³³² Otwarta architektura produktowa (ang. *open architecture*) oznacza swobodny dostęp klientów danej grupy finansowej do produktów spoza tej grupy. Analogicznie – zamknięta architektura (ang. *closed architecture*) to zawężenie katalogu produktów dostępnych dla klientów wyłącznie do własnej oferty. Wybór architektury produktowej (lub rozwiązań pośrednich) stanowi kluczowy dylemat strategiczny dla światowych konglomeratów finansowych; por. analizę empiryczną w skali europejskiej w: *A Snapshot of European Platforms*, Cerulli Associates i The Platform, Luksemburg 2013, s. 1–45. Por. także: P. Wiśniewski, *Otwarta architektura produktów inwestycyjnych jako wyzwanie dla konglomeratów finansowych* (ang. *Open Investment Product Architecture as a Challenge to Financial Conglomerates*), z 8.02.2017, dostępne w repozytorium SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2921596> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2921596> (dostęp: 30.03.2017).

³³³ Por. ustalenia International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF): *New challenges, private markets Sovereign wealth funds' changing investment strategies. Subcommittee 2: Investment & Risk Management*, IFSWF, 8th Annual Meeting, Auckland listopad 2016, s. 3 i nast.

Rysunek 32. Przewidywana ewolucja modeli zarządzania aktywami wpływająca na działalność PFM



Źródło: opracowanie własne na podstawie G. Shub i in., *Global Asset Management 2016. Doubling Down on Data*, The Boston Consulting Group, Boston 11.07.2016, s. 1–34.

- **niewielka przejrzystość i odpowiedzialność** – w większości PFM tworzone są przez tzw. gospodarki wschodzące (ang. *emerging economies*), w których stopień rozwoju instytucji i społecznej odpowiedzialności jest ograniczony, co przekłada się na zaakcentowane konflikty agencyjne (pomiędzy przedstawicielami państwa a zarządzającymi PFM³³⁴);
- **potencjał i skala** – PFM są w ograniczonym stopniu dotknięte wymogami regulacyjnymi dotyczącymi adekwatności kapitałowej, korzystają ze względnie stabilnego finansowania, z reguły nie muszą stosować dźwigni

³³⁴ Zob. rozważania na tle funkcjonowania australijskiego Future Fund w: D. Neal, G. Warren, *Long-Term Investing as an Agency Problem*, “Research Working Papers”, no. 063/2015 / Project no. T003, Centre for International Finance and Regulation i University of Sydney, Sydney czerwiec 2015, s. 1–12.

finansowej, a także – z definicji – operują w skali międzynarodowej; są przy tym w stanie przyciągnąć i utrzymać wysoko wykwalifikowane kadry specjalistów i posiadają zasoby umożliwiające zakup najbardziej zaawansowanych narzędzi informacyjnych;

- **wielopokoleniowy horyzont inwestycji** – międzypokoleniowy charakter funkcjonowania PFM akcentowany jest w strategiach wielu funduszy i warto ponownie zwrócić uwagę, że brak jest (nawet wśród funduszy emerytalnych czy ubezpieczeniowych, których polityka inwestycyjna dostosowana jest do wypłat przypadających w długich okresach) przykładów tak skrajnie wydłużonego horyzontu inwestycji, których pożytki w znacznej mierze przypadają następnym generacjom³³⁵;
- **nonkonformizm³³⁶ strategii inwestycyjnej** – ze względu na wspomniane, długoterminowy horyzont inwestycyjny i brak presji na krótko- lub średnio-terminową efektywność inwestycyjną (np. w kontekście porównywalności z benchmarkami), PFM są w stanie – i powinny – przejawiać nieszablonowość w kontekście wykorzystania aktywów alternatywnych i ponadprzeciętnego angażowania się w cykle inwestycyjne przekraczające możliwą do przewidzenia koniunkturę ekonomiczną.

Państwowe fundusze majątkowe, przy całej swojej odmienności wobec innych podmiotów finansowych, nie są uwolnione od czynników wpływających na modyfikację modeli operacyjnych stosowanych przez inwestorów instytucjonalnych. W tabeli 31 zawarto katalog tych czynników wraz z ich charakterystyką, a także implikacjami dla sposobu prowadzenia działalności na rynkach finansowych.

Tabela 31. Kluczowe tendencje wpływające na kształt modeli operacyjnych stosowanych przez inwestorów instytucjonalnych (w tym PFM)

Tendencja	Charakterystyka	Implikacje dla instytucji finansowych
Zmiany regulacji prawnych	<ul style="list-style-type: none"> • Rosnący rygor regulacyjny: np. akty prawne inspirowane ustawą Dodda–Franka, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej nr 648/2012 z 04.07.2012 r. (ang. <i>European Market Infrastructure Regulation, EMIR</i>), wywierają coraz znaczniejszy wpływ na instytucje zarządzania aktywami 	<ul style="list-style-type: none"> • Konieczność tworzenia, rozbudowy oraz dostosowywania skali działania instytucji do nowego otoczenia regulacyjnego (np. poprzez centralizację i koordynację systemów rozliczeń i raportowania finansowego)

³³⁵ Por. J.C. Muysken i in., *Sovereign Investors 2020. A growing force*, PwC, 2016, s. 1–42.

³³⁶ W literaturze światowej postawa ta bywa określana mianem „kontrarianizmu” (ang. *contrarianism*). Por. A. Ciarlone, V. Miceli, *Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?* Banca d’Italia Temi di Discussione/Working Papers no. 972, Banca d’Italia, Rzym wrzesień 2014, s. 1–40.

Tendencja	Charakterystyka	Implikacje dla instytucji finansowych
Rewolucja cyfrowa i informacyjna	<ul style="list-style-type: none"> Zwiększenie liczby przetwarzanych danych: gwałtowny wzrost skali nieustrukturyzowanych danych oraz rosnące obciążenie przetwarzaniem informacji transakcyjnych w ramach odmiennych systemów „Elektronifikacja”: coraz większy udział obrotu elektronicznego i zautomatyzowanego w zarządzaniu aktywami inwestycyjnymi 	<ul style="list-style-type: none"> Konieczność postrzegania danych jako strategicznego zasobu, który determinuje docelową architekturę modeli biznesowych Preferencja wobec pełnej automatyzacji przetwarzania danych transakcyjnych (ang. <i>straight-through processing</i>, STP) i elastycznego połączenia z systemami obrotu giełdowego
Rosnące oczekiwania inwestorów i preferencje dla nietradycyjnych aktywów	<ul style="list-style-type: none"> Coraz większe tempo tworzenia produktów inwestycyjnych o charakterze niszowym, wyspecjalizowanym, pasywnym i alternatywnym Rosnąca rola przejrzystości operacyjnej i niezależności zarządzających w stosunku do pozostałych inwestorów instytucjonalnych „Nożyce marżowo-kosztowe”: podczas gdy prowizje spadają, zmiany rynkowe wymuszają wyższą cenę kosztów działania 	<ul style="list-style-type: none"> Konieczność adaptacji i skalowalności oferty produktowej (w odniesieniu do klas aktywów, jak i poszczególnych instrumentów finansowych) Wymóg coraz elastyczniejszego dostępu do bieżących danych transakcyjnych, jak i ich zaktualizowanych analiz Potrzeba transformacji struktury kosztów (ze stałych na zmienne), aby mogła ona podążać w ślad za zmianą skali działania
Nowi konkurenci oferujący dostęp do nietradycyjnych aktywów	<ul style="list-style-type: none"> Zacierające się różnice pomiędzy instytucjami tradycyjnego i nietradycyjnego (alternatywnego) zarządzania aktywami 	<ul style="list-style-type: none"> Konieczność adaptacji i skalowalności oferty produktowej, aby sprostać innowacji i modyfikacjom operacyjnym
Globalizacja	<ul style="list-style-type: none"> Rynek inwestycyjny dwóch prędkości: małe, szybko rozwijające się i podatne na dynamiczne przepływy kapitału rynki wschodzące (ang. <i>emerging markets</i>) i duże, stabilne i często stagnacyjne ich odpowiedniki (w krajach wysoko rozwiniętych) 	<ul style="list-style-type: none"> Modele operacyjne, które mają charakter zintegrowany w skali globalnej, jednakże możliwe są do dostosowania do lokalnej specyfiki

Źródło: opracowano na podstawie G. Shub i in., *Global Asset Management 2014. Steering the Course to Growth*, The Boston Consulting Group, Boston lipiec 2014, s. 14.

6.4. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych według miejsca pochodzenia funduszy

Struktura portfeli inwestycyjnych instytucji finansowych wykazuje właściwości geograficzne. Choć może być to poczytane za stereotyp, poszczególne rynki inwestycyjne i ich uczestnicy (w tym instytucjonalni) dają się często przypisać do pewnych grup, w których niektóre instrumenty finansowe są mniej lub bardziej popularne. Prócz wspomnianych już cech strukturalnych rynków finansowych

(skala, różnorodność oferty, więzi ze światem zewnętrznym), na kształt portfeli inwestycyjnych wpływają populacyjne czynniki społeczne i ekonomiczne (tolerancja wobec ryzyka, świadomość samodzielnego dbania o własną sytuację finansową), jednakże nie sposób pominąć czynników kulturowych³³⁷ (nawyki aktywnego inwestowania, tradycja przedsiębiorczości opartej na ponoszeniu kontrolowanego ryzyka itp.). Zaryzykować można tezę, że instytucje finansowe działające w określonych uwarunkowaniach przejawiają skłonność do pewnych klas aktywów. Z tego powodu warto prześledzić charakterystykę inwestycyjną PFM w podziale na regiony świata, z których pochodzą poszczególne fundusze.

6.4.1. Państwowe fundusze majątkowe Ameryki Północnej

Państwowe fundusze majątkowe wywodzące się z Ameryki Północnej to głównie (pod względem sumy zarządzanych aktywów, jak i liczby podmiotów) ustanawiane na szczeblu stanowym instytucje z USA. Biorąc pod uwagę federalną strukturę polityczną Stanów Zjednoczonych i znaczny stopień władztwa sprawowanego na szczeblu lokalnym, strategie PFM stanowią odzwierciedlenie woli produktywnego zagospodarowania pożytków z bogactw naturalnych poszczególnych stanów, a przy tym często zawierają klauzulę wieczystości (ang. *permanence*)³³⁸, tj. zachowania kapitału żelaznego (ang. *endowment*)³³⁹. Zarówno geneza tych PFM (wiele z nich ma długi rodowód), jak i wola ochrony kapitałów (przy zagospodarowywaniu zysków kapitałowych na rzecz wybranych projektów finansowych) warunkują sposób działania, a także strategie inwestycyjne tych PFM; częstokroć akcentowane są tam pryncypia efektywności portfelowej. Podobne cele przyświecają kanadyjskiemu Alberta's Heritage Fund oraz trynidadzko-tobagijskiemu Heritage and Stabilization Fund. Dane na temat aktywów północnoamerykańskich PFM zawarte są w tabeli 32.

Północnoamerykańskie rynki finansowe (na czele z rynkami USA) wykazują wysoką konkurencyjność międzynarodową³⁴⁰, kultura inwestycyjna jest

³³⁷ D. Beckmann i in., *Does Culture Influence Asset Managers' Views and Behavior?* "Journal of Economic Behavior & Organization" 2008, vol. 64, issues 3–4, s. 1–39.

³³⁸ Realizacja tego zamierzenia może okazać się niełatwa dla wielu PFM. Por. E. Hentov, J. De Pessemier, *Nothing Lasts Forever: Imagining the Life Cycle of a Sovereign Wealth Fund*, Official Institutions Group, State Street Global Advisors, 19.08.2016, s. 1–8.

³³⁹ Por. R. Avendano, *Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments*, Paris School of Economics, Paryż listopad 2010, s. 1–56.

³⁴⁰ Por. wskazania syntetycznego miernika konkurencyjności światowych centrów finansowych (ang. Global Financial Centres Index, GFCI), wydanie GFCI za marzec 2017: http://www.longfinance.net/images/gfci/gfci_21.pdf oraz dane ilościowe na temat giełd autorstwa WFI.

ugruntowana w społeczeństwach tego regionu³⁴¹, zaś liczne uczelnie amerykańskie przodują w międzynarodowych rankingach jakości kształcenia³⁴². Przekłada się to na oczekiwanie wobec instytucji finansowych, aby hołdowały pryncypiom efektywności portfelowej, co w dobie współczesnej pociąga za sobą konieczność zróżnicowania kategorii lokat – na czele z szerokim włączaniem aktywów alternatywnych. W tym względzie północnoamerykańskie PFM nie mają sobie równych w świecie. Na rysunku 33 zobrazowano zaangażowanie tych instytucji w poszczególne klasy aktywów. Szerokiej dywersyfikacji w ramach wszystkich analizowanych klas aktywów towarzyszy duże zaangażowanie w ryzykowne typy inwestycji (w tym w aktywa alternatywne, włączając w to kategorie słabo rozumiane i reprezentowane w aktywach PFM pochodzących z innych części świata).

Tabela 32. PFM z regionu Ameryki Północnej (stan na 31.03.2017)

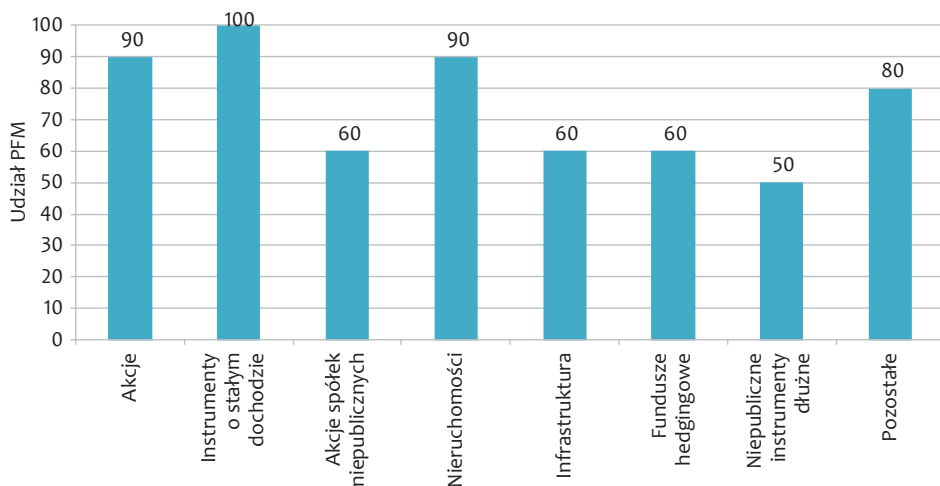
PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Alaska Permanent Fund	USA	54,8	32,91
Texas Permanent School Fund	USA	37,7	22,64
New Mexico State Investment Council	USA	20,2	12,13
Permanent University Fund (Texas)	USA	17,3	10,39
Alberta's Heritage Fund	Kanada	13,4	8,05
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	USA	7,3	4,38
Heritage and Stabilization Fund	Trynidad i Tobago	5,5	3,30
North Dakota Legacy Fund	USA	4,3	2,58
Alabama Trust Fund	USA	2,7	1,62
SITFOtah	USA	2,0	1,20
Louisiana Education Quality Trust Fund	USA	1,3	0,78
West Virginia Future Fund	USA	bd.	bd.
Suma		166,5	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			14,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

³⁴¹ Zob. materiały SelectUSA: <https://www.selectusa.gov/access-capital> (dostęp: 1.05.2017).

³⁴² Prócz powszechnie cytowanych rankingów MBA oraz kierunków finansowych uczelnie tego obszaru świata zdominowały ranking Best Business Schools for Public Institutional Investors (autorstwa SWFI): <http://www.swfinstitute.org/best-business-schools-for-public-institutional-investors-2015/> (dostęp: 1.05.2017).

Rysunek 33. Udział północnoamerykańskich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: baza danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz dane The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.2. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Ameryki Łacińskiej

Ameryka Łacińska stanowi peryferyjny – z perspektywy ogólnoswiatowej – region pochodzenia PFM. Na fundusze wywodzące się z tego obszaru przypada poniżej jednego procenta aktywów zarządzanych przez światowe fundusze tego typu. Istnieje po temu kilka powodów. Pierwszym z nich jest wymagana skala działania PFM. Większość państw omawianego regionu to relatywnie małe gospodarki³⁴³, które nie dysponują takim poziomem ogólnej skali aktywności ekonomicznej i nadwyżek budżetowych, która umożliwiłaby tworzenie i utrzymanie PFM o konkurencyjnej wielkości zarządzanych aktywów. Następnym warunkiem, którego spełnienie nie jest możliwe dla wielu latynoamerykańskich gospodarek, to stopień konkurencyjności gospodarczej³⁴⁴ lub występowania wyjątkowo wartościowych w eksploatacji bogactw naturalnych³⁴⁵, który dawałby

³⁴³ H. Escaith, *The small economies of Latin America and the Caribbean*, “CEPAL Review” 2001, no. 74, s. 67–81.

³⁴⁴ Por. niskie lokaty i uwarunkowania konkurencyjności państw latynoamerykańskich w: K. Schwab (red.), *The Global Competitiveness Report 2016–2017*, World Economic Forum, Genewa 2016, s. 1–383.

³⁴⁵ Zob. dyskusję nt. cykliczności pozyskiwania surowców w tym regionie w: E. Sinnott i in., *Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts?* World Bank Latin American and Caribbean Studies, Waszyngton 2011, s. 1–86.

rękojmię wyposażenia w aktywa i stałego zasilania PFM. Kolejna, kluczowa przyczyna tkwi w świadomości społecznej i politycznej państw regionu. Państwowe fundusze majątkowe zakładane są w krajach, których społeczeństwa są gotowe zrezygnować z bieżącej konsumpcji na rzecz pomnażania majątku narodowego w długoterminowym horyzoncie. Populizm rządów wielu z państw opisywanego regionu stanowi ewidentną przeszkodę na drodze realizacji tego typu zamierzeń³⁴⁶.

W tabeli 33 ujęto zestawienie PFM mających siedzibę na terenie Ameryki Łacińskiej (stan na 31.03.2017). Na szczycie tego rankingu znalazły się chilijskie PFM, co nie dziwi w kontekście względnie wysokiego poziomu stabilizacji makroekonomicznej, konkurencyjności międzynarodowej, a także występowania wartościowych zasobów surowcowych. Dla pozostałych państw Ameryki Łacińskiej PFM stanowią próbę osiągnięcia wycinkowych celów polityki makroekonomicznej, jednakże nie cechują się one wielkością, która dawałaby szansę kompleksowego sprostania wyzwaniom cywilizacyjnym państw latynoamerykańskich. Szczególnie uderzające jest to w przypadku PFM działających w Meksyku oraz Brazylii – krajów o znacznym wpływie na gospodarkę międzynarodową i o wielomilionowej populacji.

Tabela 33. PFM z regionu Ameryki Łacińskiej (stan na 31.03.2017)

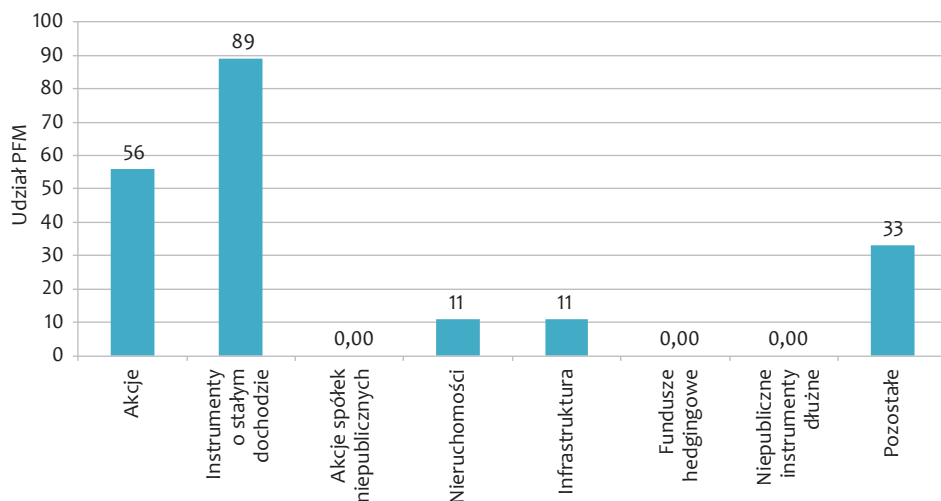
PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Social and Economic Stabilization Fund	Chile	14,7	35,25
Pension Reserve Fund	Chile	9,4	22,54
Fiscal Stabilization Fund	Peru	7,9	18,94
Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	Meksyk	6,0	14,39
Fondo de Ahorro de Panamá	Panama	1,2	2,88
FINPRO	Boliwia	1,2	2,88
FEM	Wenezuela	0,8	1,92
Sovereign Fund of Brazil	Brazylia	0,5	1,20
Fondo Mexicano del Petroleo	Meksyk	bd.	bd.
Suma		41,7	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			0,57

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

³⁴⁶ Np. według syntetycznej bazy danych ryzyka politycznego Euromoney Country Risk: <https://www.euromoneycountryrisk.com/Home> (dostęp: 1.05.2017) lub zbiorczych danych A. Damodara: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (dostęp: 1.05.2017).

Ze względu na niski stopień rozwoju rynków finansowych i brak doświadczenia instytucji finansowych w zarządzaniu aktywami inwestycyjnymi, PFM pochodzące z Ameryki Łacińskiej znamionują się zarówno niskim poziomem dywersyfikacji ogólnej, niskim zaangażowaniem funduszy w kategorii lokat kojarzone z ponadprzeciętnym ryzykiem, jak i niewielką wolą wykorzystywania aktywów alternatywnych. Wśród wszystkich klas aktywów dominuje udział instrumentów o stałym dochodzie. Zupełnie nieobecne wśród latynoamerykańskich PFM są inwestycje w akcje lub udziały w spółkach niepublicznych, tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych oraz niepublicznych instrumentach dłużnych. Bardzo niskie zaangażowanie można zaobserwować także w nieruchomościach i infrastrukturze – w kategoriach zazwyczaj interesujących dla PFM o konserwatywnej polityce inwestycyjnej oraz pochodzących z rynków wschodzących (rysunek 34).

Rysunek 34. Udział latynoamerykańskich i karaibskich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz dane The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.3. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Europy

Państwowe fundusze majątkowe zlokalizowane w Europie zdominowane są przez norweski Government Pension Fund Global, który jest zarazem

największym pod względem zarządzanych aktywów PFM na świecie³⁴⁷ (tabela 34). Pozostałe europejskie PFM zlokalizowane są na terenie Federacji Rosyjskiej i – o czym wspomniano w dalszej części tej monografii – poddane są presjom wynikającym zarówno z niestabilności napływu nowych środków, jak i konieczności wspomagania rodzimej gospodarki. Najmniejszy z europejskich PFM (Ireland Strategic Investment Fund) ma dychotomiczną (tzw. ang. *double bottom line*³⁴⁸) misję osiągnięcia konkurencyjnych stóp zwrotu – połączoną z realizacją celów społecznych i gospodarczych (wspomaganie wzrostu gospodarczego oraz zatrudnienia).

Tabela 34. PFM z regionu Europy (stan na 31.03.2017)

PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Government Pension Fund Global	Norwegia	922,11	89,00
National Welfare Fund	Rosja	72,20	7,00
Reserve Fund	Rosja	16,20	1,57
Russian Direct Investment Fund	Rosja	13,00	1,26
Ireland Strategic Investment Fund	Irlandia	8,50	0,82
Suma		1 032,01	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			14,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

Europa, pomimo heterogeniczności politycznej, społecznej i kulturowej, a także licznych bieżących wyzwań, pozostaje jednym z największych, względnie zintegrowanych obszarów ekonomicznych w skali ogólnoswiatowej³⁴⁹. Jest to także obszar, gdzie usytuowane są konkurencyjne w świecie centra finansowe, jak i mają swą siedzibę wiodące międzynarodowe instytucje finansowe³⁵⁰. Różnorodność Europy i zaawansowane kwalifikacje lokalnych specjalistów przekładają się na wysoką jakość usług towarzyszących zarządzaniu aktywami inwestycyjnymi

³⁴⁷ Ranking SWFI: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp: 1.05.2017).

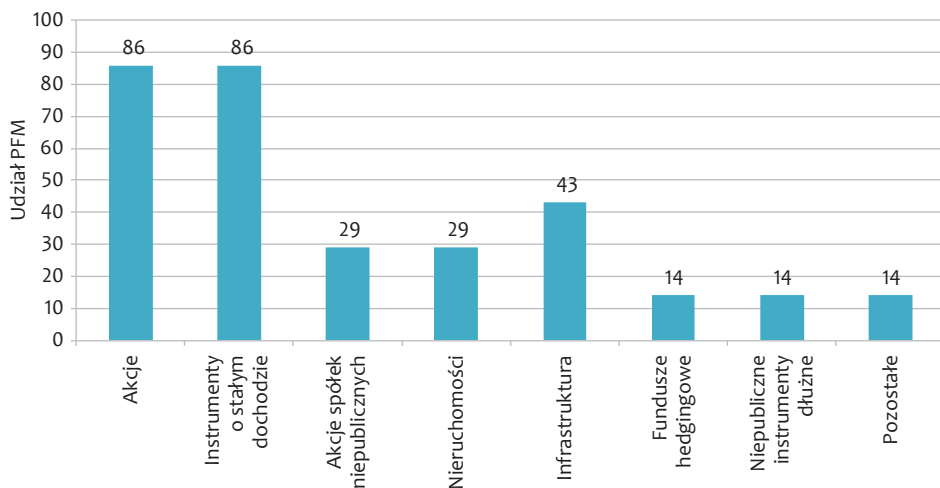
³⁴⁸ Geneza i zastosowanie pojęcia w światowych finansach w: W. Rosenzweig i in., *Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact In Double Bottom Line Ventures*, UC Berkeley: Center for Responsible Business, Berkley 2004, s. 1–72.

³⁴⁹ Zgodnie z szacunkami amerykańskiej Central Intelligence Agency (CIA) za 2016 r. w zestawieniu („The World Factbook”) największych światowych gospodarek pod względem PKB według parytetu siły nabywczej (ujętego w USD) Europa zajęła drugą pozycję po Chińskiej Republice Ludowej: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html> (dostęp: 1.05.2017).

³⁵⁰ GFICI, op. cit. oraz WFE, op. cit.

(usługi rachunkowe, audyt, analizy, doradztwo prawne, strategiczne, organizacyjne, branżowe i.in.), co powinno skutkować wysokim stopniem wyrafinowania praktyki zarządzania aktywami inwestycyjnymi. Choć widoczny jest symetryczny podział zaangażowania europejskich PFM pomiędzy akcjami spółek giełdowych i instrumentami o stałym dochodzie, pozostałe klasy aktywów – istotne w alokacji tych podmiotów – nie osiągają poziomów porównywalnych w tymi dwoma tradycyjnymi typami inwestycji. Relatywnie widoczna na tym tle jest pozycja projektów infrastrukturalnych, choć nie jest to poziom wyjątkowy na tle światowych PFM. Biorąc pod uwagę jakość otoczenia inwestycyjnego, można uznać tego rodzaju alokację aktywów europejskich PFM za dość konserwatywną w porównaniu z ogólnoświatowymi trendami (rysunek 35).

Rysunek 35. Udział europejskich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz dane The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.4. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Bliskiego Wschodu

Pomimo rosnącego znaczenia azjatyckich PFM, region Bliskiego Wschodu pozostaje pierwszoplanowy dla działalności tego rodzaju instytucji w skali ogólnoświatowej. Z tego regionu wciąż bowiem pochodzi większość znaczących PFM w świecie, które odpowiadają za ok. 41,01% całości aktywów zarządzanych przez te podmioty w skali światowej. Prymat Bliskiego Wschodu wynika

z genezy PFM, z których większość czerpała swe aktywa z eksportu surowców naturalnych – głównie węglowodorów³⁵¹. Co ciekawe, cztery największe PFM posiadają ponad trzy czwarte całości aktywów regionu, co wskazuje, jak wysoka jest tam koncentracja aktywności PFM (tabela 35).

Tabela 35. PFM z regionu Bliskiego Wschodu (stan na 31.03.2017)

PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Abu Dhabi Investment Authority	ZEA	828,00	27,41
Kuwait Investment Authority	Kuwejt	592,00	19,60
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudyjska	514,00	17,01
Qatar Investment Authority	Katar	335,00	11,00
Investment Corporation of Dubai	ZEA	200,50	6,64
Public Investment Fund	Arabia Saudyjska	183,00	6,06
Mubadala Investment Company	ZEA	125,00	4,14
Abu Dhabi Investment Council	ZEA	110,00	3,64
National Development Fund of Iran	Iran	62,00	2,05
Emirates Investment Authority	ZEA	34,00	1,13
State General Reserve Fund	Oman	18,00	0,60
Mumtalakat Holding Company	Bahrajn	10,60	0,35
Oman Investment Fund	Oman	6,00	0,20
RAK Investment Authority	ZEA	1,20	0,04
Development Fund for Iraq	Irak	0,90	0,03
Palestine Investment Fund	Palestyna	0,80	0,03
Sharjah Asset Management	ZEA	bd.	0,00
Turkey Wealth Fund	Turcja	bd.	0,00
Suma		3 021,00	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			41,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

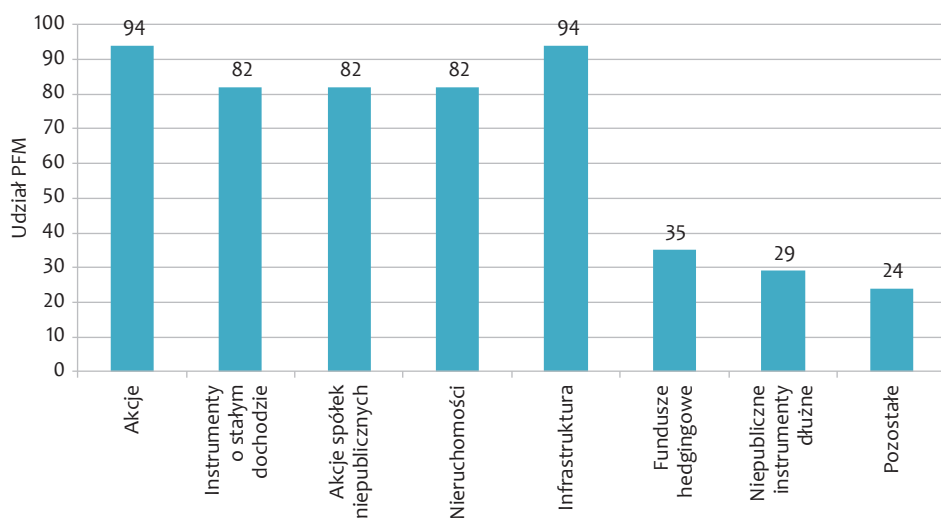
Jak wspomniano, Bliski Wschód, z uwagi na występowanie znacznych zasobów bogactw naturalnych i ugruntowaną historię istnienia wiodących w świecie PFM³⁵², zalicza się do głównych obszarów pochodzenia tych instytucji. Przy

³⁵¹ Według danych Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) udział regionu Bliskiego Wschodu w światowych rezerwach (konwencjonalnej) ropy naftowej utrzymywał się w latach 2011–2015 na poziomie 54,38–53,79% (wykazując śladową tendencję spadkową). Por. O.S. Abdul-Hamid (Ed.), *OPEC Annual Statistical Bulletin Organization of the Petroleum Exporting Countries*, Wiedeń [Austria] 2016, s. 24.

³⁵² Por. ranking SWFI (op. cit.).

wysokiej skali zarządzanych aktywów bliskowschodnie PFM były kojarzone zazwyczaj z konserwatywnym inwestycyjnym (niewielką różnorodnością podejmowanych lokat, niskim zaangażowaniem w ryzykowne klasy aktywów i bardzo ograniczonym zainteresowaniem lokatami alternatywnymi). W rzeczywistości bliskowschodnie PFM dokonały znacznego postępu w dywersyfikacji portfelowej, coraz chętniej angażują się w klasy aktywów obciążone ryzykiem i coraz śmielej wykorzystują inwestycje alternatywne, choć wśród tych ostatnich relatywnie niskim powodzeniem wciąż cieszą się tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych oraz niepubliczne instrumenty dłużne (rysunek 36).

Rysunek 36. Udział bliskowschodnich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz danych The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.5. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Afryki

Afryka – mimo ogromnego potencjału surowcowego i rozwojowego³⁵³ – pozostaje peryferyjnym obszarem z punktu widzenia pochodzenia PFM. Związane jest to z etapem rozwoju większości państw afrykańskich, które – choć niepozabawione bogactw naturalnych i szans rozwojowych – wciąż znajdują się w fazie

³⁵³ E. Aloko, *Africa, the next investment Frontier. Trends and themes driving African equity markets*, White Paper – January 2016, Robeco – The Investment Engineers, Rotterdam 2016, s. 1–26.

początkowego wzrostu gospodarczego, kiedy to brak jest najczęściej rozporządzalnych środków budżetowych lub też dyscypliny do tworzenia podmiotów, które muszą być wyposażone w środki wykraczające poza bieżące zarządzanie rezerwami dewizowymi. Aktywa PFM tego regionu zdominowane są przez Libyan Investment Authority, która stanowi przykład otwarcia się tego państwa na globalne przepływy kapitałowe po zniesieniu międzynarodowych sankcji na zagraniczne inwestycje w tym państwie³⁵⁴. Reszta afrykańskich PFM nie cechuje się znaczniejszą pozycją regionalną, a tym bardziej międzynarodową (tabela 36).

Tabela 36. PFM z regionu Afryki (stan na 31.03.2017)

PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Libyan Investment Authority	Libia	66,00	74,13
Revenue Regulation Fund	Algieria	7,60	8,54
Pula Fund	Botswana	5,70	6,40
Fundo Soberano de Angola	Angola	4,60	5,17
Bayelsa Development and Investment Corporation	Nigeria	1,50	1,68
Nigerian Sovereign Investment Authority	Nigeria	1,40	1,57
Senegal FONSI	Senegal	1,00	1,12
Gabon Sovereign Wealth Fund	Gabon	0,40	0,45
Ghana Petroleum Funds	Ghana	0,45	0,51
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauretania	0,30	0,34
Fund for Future Generations	Gwinea Równikowa	0,08	0,09
Suma		89,03	100,0
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			1,21

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

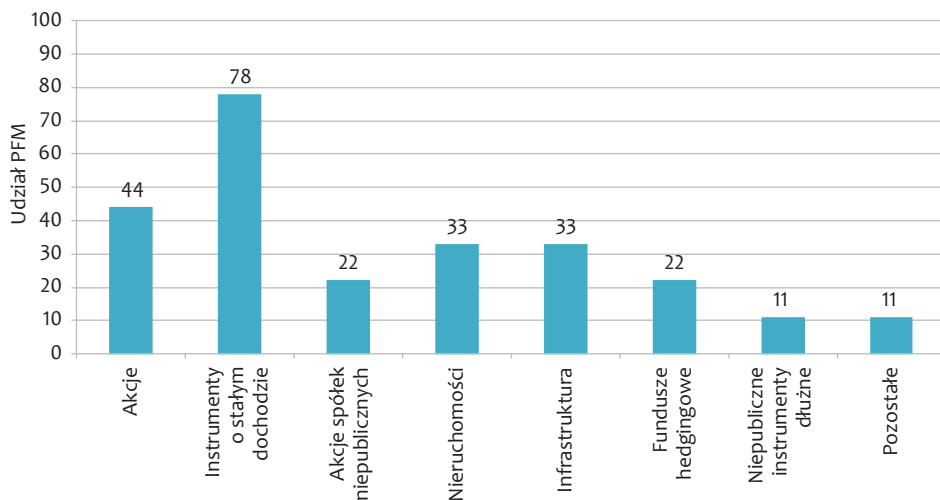
Kontynent afrykański, choć postrzegany jako coraz bardziej obiecujący region rozwoju usług finansowych, wciąż wykazuje relatywnie niski (na tle ogólnoświatowym) stopień zaawansowania branży zarządzania aktywami inwestycyjnymi. Niskiej popularyzacji produktów inwestycyjnych, marginalnemu znaczeniu większości afrykańskich centrów finansowych³⁵⁵, brakowi wystarczającego wsparcia ze strony profesjonalnych usług i infrastruktury towarzyszą ryzyko polityczne i mało doświadczone rodzime instytucje finansowe. W konsekwencji afrykańskie

³⁵⁴ Zob. komunikat Organizacji Narodów Zjednoczonych w tej sprawie: <http://www.un.org/press/en/2003/sc7868.doc.htm> (dostęp: 2.05.2017).

³⁵⁵ Szerzej w rankingach Global Financial Centres Index (GFCI).

PFM wyróżniają się na tle ogólnosiwiatowym awersją do ryzyka, niską dywersyfikacją w ramach klas aktywów oraz ograniczonym wykorzystaniem aktywów alternatywnych (rysunek 37).

Rysunek 37. Udział afrykańskich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz dane The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.6. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Azji

Państwa azjatyckie, choć wciąż zajmujące drugą pozycję (po Bliskim Wschodzie) wśród skali zarządzanych przez PFM aktywów, to najbardziej dynamicznie rozwijający się obszar pochodzenia światowych PFM. Coraz częściej wpływy eksportowe zależą bowiem od konkurencyjności gospodarczej, nie zaś lokalnej dostępności surowców. Należy przy tym zauważyć, że państwa azjatyckie zainteresowane są w coraz większym stopniu zrównoważonym rozwojem i (co za tym idzie) międzypokoleniowym transferem bogactwa narodowego, co stanowi odzwierciedlenie rosnącej zamożności ich społeczeństw, a zarazem świadomości wagi mobilizowania majątku narodowego na czas, kiedy konkurencyjność gospodarek azjatyckich może ulec zmniejszeniu (tabela 37).

Azja, wraz z Bliskim Wschodem, jest wiodącym regionem pochodzenia i powstawania PFM i docelowo – wraz z przesunięciem gospodarki światowej ku temu obszarowi i spadkiem znaczenia eksportu surowców wobec

wysokoprzetworzonych dóbr i usług – stanowić będzie w coraz większym stopniu o światowych tendencjach wśród omawianych funduszy. Porównując zaangażowanie inwestycyjne azjatyckich PFM w podziale na różne klasy aktywów, trudno oprzeć się wrażeniu dywersyfikacji, apetytu na ryzyko oraz wysokiego zaangażowania w wybrane klasy aktywów alternatywnych (rysunek 38). Azjatyckie PFM stale profesjonalizują swoją działalność, w coraz większym stopniu korzystają z zaawansowanych metod pomiaru efektywności inwestycyjnej, a także otwierają się na współpracę z innymi instytucjami finansowymi na świecie i zatrudnianie zagranicznych specjalistów. Azjatyckie centra finansowe stale umacniają swoją pozycję w świecie³⁵⁶.

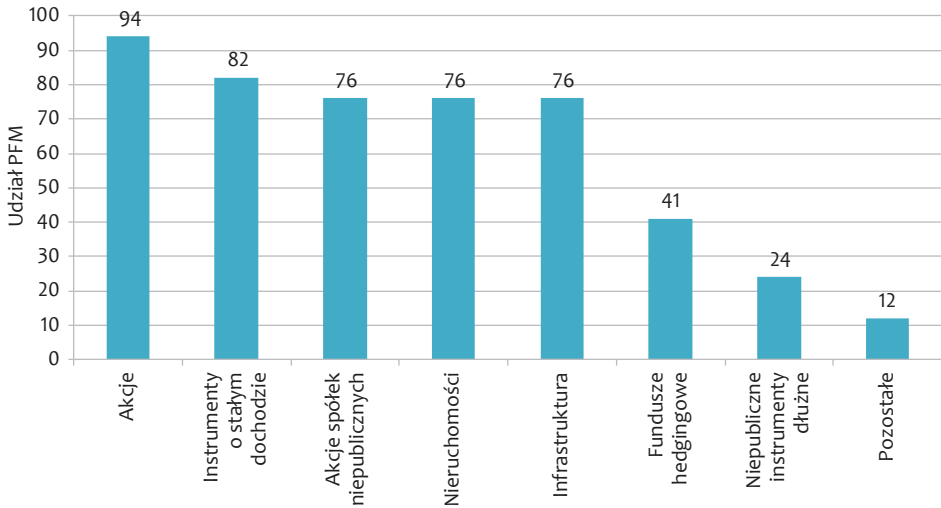
Tabela 37. PFM z regionu Azji (stan na 31.03.2017)

PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
China Investment Corporation	Chiny	813,80	28,20
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Chiny	456,60	15,82
SAFE Investment Company	Chiny	441,00	15,28
Government of Singapore Investment Corporation	Singapur	350,00	12,13
National Social Security Fund	Chiny	295,00	10,22
Temasek Holdings	Singapur	180,00	6,24
Korea Investment Corporation	Korea Południowa	108,00	3,74
Kazakhstan National Fund	Kazachstan	64,70	2,24
Samruk-Kazyna JSC	Kazachstan	60,90	2,11
Brunei Investment Agency	Brunei	40,00	1,39
Khazanah Nasional	Malezja	34,90	1,21
State Oil Fund	Azerbejdżan	33,10	1,15
China Africa Development Fund	Chiny	5,00	0,17
National Investment Corporation	Kazachstan	2,00	0,07
State Capital Investment Corporation	Wietnam	0,50	0,02
Fiscal Stability Fund	Mongolia	0,30	0,01
Turkmenistan Stabilization Fund	Turkmenistan	bd.	bd.
Suma		2 885,80	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM (%)			39,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

³⁵⁶ Jest to przykład regionu świata, gdzie globalnie konkurencyjne centra finansowe rozwijają się najbardziej dynamicznie.

Rysunek 38. Udział azjatyckich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz danych The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review na witrynie internetowej Preqin: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.4.7. Państwowe fundusze majątkowe z regionu Australazji

Region Australazji cechuje się niską ogólną skalą aktywów PFM na tle światowym. Obszar ten zdominowany jest przez działalność Australian Future Fund oraz New Zealand Superannuation Fund, których geneza związana była ze świadomością finansowania przyszłych świadczeń emerytalnych i komplikacji tendencji demograficznych³⁵⁷. Trzeci największy PFM regionu, Timor-Leste Petroleum Fund, powstał jako mechanizm zrównoważonego rozwoju timorskiej gospodarki, opartego na wpływach z eksportu ropy naftowej³⁵⁸. W działalności australazjatyckich PFM widoczny jest, ze wszech miar zrozumiały, brak doświadczenia – prócz funduszu z Kiribati wszystkie pozostałe utworzone zostały od początku XXI wieku (tabela 38).

Jak wspomniano, region Australii i Pacyfiku zajmuje peryferyjną pozycję w światowych zestawieniach PFM. Śledząc rozkład inwestycji PFM na tym

³⁵⁷ SWFI, op. cit.

³⁵⁸ Informacje Ministerstwa Finansów Timoru Wschodniego nt. tego funduszu: <https://www.mof.gov.tl/budget-spending/petroleum-fund/> (dostęp: 2.05.2017).

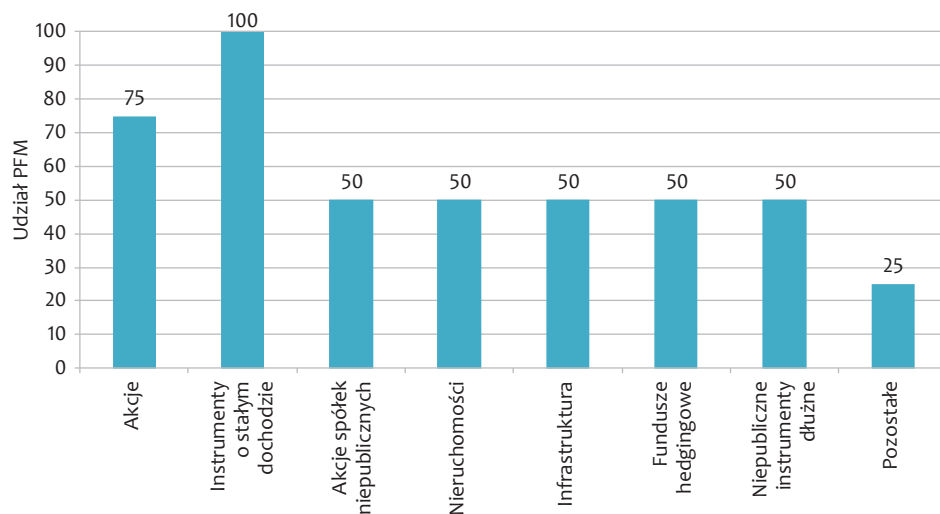
terytorium, można zaobserwować duży nacisk na alokację wśród tradycyjnych klas aktywów i pewien schematyzm w wykorzystaniu lokat alternatywnych (równy ich udział w wyodrębnionych pojęciowo typach aktywów alternatywnych, co spostrzec można na rysunku 39).

Tabela 38. PFM z regionu Australazji (stan na 31.03.2017)

PFM	Państwo	Aktywa (mld USD)	% regionu
Australian Future Fund	Australia	91,10	69,38
New Zealand Superannuation Fund	Nowa Zelandia	22,70	17,29
Timor-Leste Petroleum Fund	Timor Wschodni	16,60	12,64
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	0,60	0,46
Western Australian Future Fund	Australia	0,30	0,23
Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	Papua Nowa Gwinea	bd.	0,00
Suma		131,30	100,00
Udział regionu w światowych aktywach PFM			1,78

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 21.04.2017).

Rysunek 39. Udział australazjatyckich PFM zaangażowanych w poszczególne klasy aktywów – w % ogólnej liczby tych PFM (stan na 30.06.2015)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz danych The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.5. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w ujęciu rodzajowym

Niewiele jest miarodajnych danych empirycznych na temat charakterystyki działalności inwestycyjnej światowych PFM. Wśród nielicznych źródeł, które można przywołać w kontekście względnie całościowej analizy inwestycyjnej światowych PFM, są bazy danych Sovereign Wealth Fund Institute³⁵⁹, czołowego międzynarodowego ośrodka badawczego w zakresie PFM, oraz Preqin³⁶⁰, którego domeną są badania na temat aktywów alternatywnych. W tym miejscu należy zastrzec się, że oba źródła informacji wykazują istotne różnice – w szczególności w odniesieniu do tak nieprzejrzystych podmiotów, jakimi są PFM. Różnice wynikają z reprezentatywności i sposobu przeprowadzenia badań ankietowych wśród PFM, a także z przyjętej metodyki badawczej. Podczas gdy SWFI koncentruje się na strukturze portfeli PFM w podziale na poszczególne klasy aktywów (przedstawiając alokację aktywów sumującą się do stu procent), Preqin stara się opisać stopień zaangażowania PFM w klasy aktywów (nie wykluczając równoczesnej obecności PFM w innych rodzajach aktywów). Obie organizacje mogą, co wspomniano, otrzymywać różne wyniki ankietowe od poszczególnych PFM. Dodatkowa różnica wynika z odmiennych okresów objętych szacunkami. Ze względu na fragmentaryczność pozyskanych danych zbiorczych pominięto w tym rozdziale dane kolejnego ośrodka zajmującego się analizami na temat PFM – Sovereign Wealth Center (SWC)³⁶¹. Przy tych zastrzeżeniach warto odnieść się do charakterystyki inwestycyjnej PFM w podziale na kategorie lokat.

6.5.1. Struktura portfeli światowych państwowych funduszy majątkowych według klas aktywów

Inwestycje PFM – na tle pozostałych instytucji zarządzania aktywami inwestycyjnymi, które nie mają zadeklarowanej koncentracji na wybranej klasie aktywów – generalnie charakteryzują się niskim poziomem dywersyfikacji³⁶². Na

³⁵⁹ Baza danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfinstitute.org/tag/sovereign-wealth-fund-transaction-database/> (dostęp: 30.04.2017).

³⁶⁰ Baza danych Preqin: <https://www.preqin.com/user/my/my.aspx> (dostęp: 30.04.2017).

³⁶¹ Baza danych SWC: <http://www.sovereignwealthcenter.com/investment-data-nl.html?ReturnUrl=%2finvestment-data.html> (dostęp: 30.04.2017).

³⁶² Np. w porównaniu do światowych powszechnych towarzystw emerytalnych, towarzystw ubezpieczeń i reasekuracji oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych. Por. raporty nt. firm ubezpieczeniowych, BlackRock: <https://www.blackrock.com/institutions/en-ch/literature/whitepaper/>

rysunkach 40 i 41 zaprezentowano zaangażowanie inwestycyjne (w ujęciu procentowym) w odniesieniu do zasadniczych klas aktywów dostępnych PFM, tj.:

- **akcji spółek publicznych** (giełdowych³⁶³),
- **instrumentów o stałym dochodzie**,
- **inwestycji typu *private equity***,
- **nieruchomości**,
- **infrastruktury**,
- **pozostałych** (innych³⁶⁴) aktywów alternatywnych³⁶⁵.

Z uwagi na różnice w skali (głównie pomiędzy aktywami tradycyjnymi i alternatywnymi) obie te kategorie klas aktywów ujęto odrębnie.

Prócz samej koncentracji wokół dwóch głównych klas aktywów (akcji spółek publicznych oraz instrumentów o stałym dochodzie), w analizowanym okresie można zaobserwować przewartościowanie, jakie dokonało się pomiędzy tymi kategoriami inwestycji. Od ostatniego globalnego kryzysu finansowego zaznaczyło się – póki co trwale – przesunięcie aktywów PFM od instrumentów o stałym dochodzie, ku akcjom spółek publicznych. Tendencja ta nie była unikalna na tle struktury aktywów pozostałych inwestorów instytucjonalnych i określano ją w środowisku inwestycyjnym mianem „wielkiej rotacji” (ang. *great rotation*)³⁶⁶. Rosnący poziom zaangażowania PFM w akcje (wobec mniejszego zainteresowania instrumentami o stałym dochodzie) wynikał z ewolucji środowiska inwestycyjnego – m.in. w kontekście spadających stóp procentowych (długoterminowy spadek realnych stóp procentowych w USA został zainicjowany jeszcze w 1981 r., co przypadało na początek administracji R. Reagana³⁶⁷).

global-insurance-research-2016-en-zz.pdf (dostęp: 30.04.2017), funduszy emerytalnych: Willis Towers Watson, https://www.willistowerswatson.com/~/_media/WTW/PDF/Insights/2016/02/Global-Pensions-Asset-Study-2016.pdf?la=en (dostęp: 30.04.2017) oraz OECD, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm> (dostęp: 30.04.2017), a także funduszy inwestycyjnych w USA: ICI, <http://www.icifactbook.org/> (dostęp: 30.04.2017) i Europie: EFAMA, <http://www.efama.org/statistics/sitepages/asset%20management%20report.aspx> (dostęp: 30.04.2017).

³⁶³ Ewolucja rynków (m.in. powstawanie pozagiełdowych rynków regulowanych) oraz platform obrotu elektronicznego stanowi tu interpretacyjne ograniczenie, jednakże nie sposób je wyeliminować na potrzeby tej publikacji.

³⁶⁴ Niż infrastruktura.

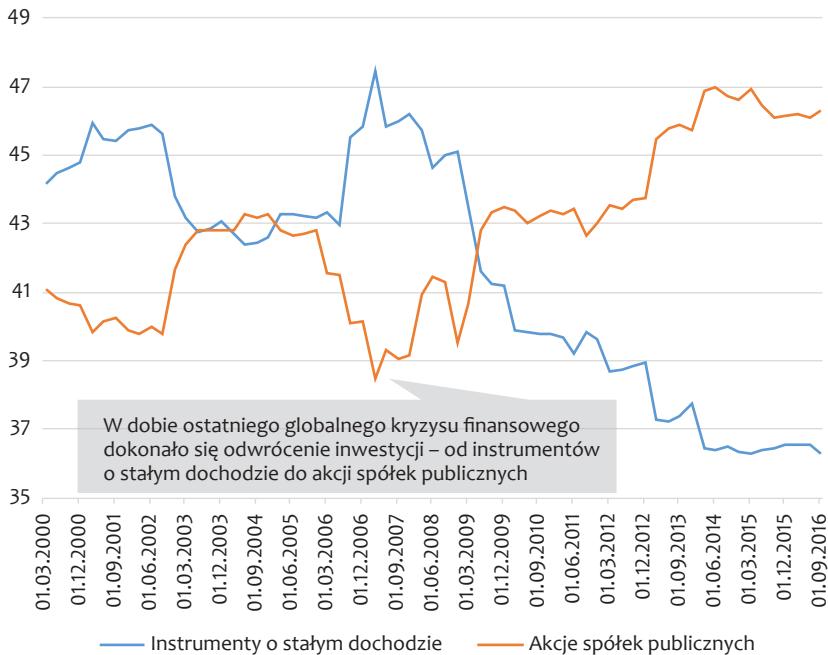
³⁶⁵ Alokacja aktywów PFM ujęta jest w przypadkach, w których były dostępne miarodajne dane liczbowe, w załącznikach 1–80.

³⁶⁶ Wielu obserwatorów twierdzi, że tendencja ta jest trwała, por. szacunki Bloomberg globalnej kapitalizacji spółek giełdowych i wartości światowych obligacji: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-11/the-great-rotation-thesis-splits-analysts-eyeing-stocks-bonds> (dostęp: 7.05.2017).

³⁶⁷ Powiązane było to zarazem z ówczesną doktryną społeczną i ekonomiczną – tzw. ekonomią podaży lub ekonomią strony podażowej – (ang. *supply side economics*), potocznie określaną jako

Należy zaznaczyć, że ponadprzeciętne angażowanie się PFM w aktywa niepowiązane z instrumentami o stałym dochodzie jest zrozumiałe ze względu na długoterminowy horyzont inwestycyjny PFM, ich wysoką tolerancję wobec ryzyka i możliwość nabywania nie płynnych aktywów. Dodatkowo trzeba podkreślić, że strategiczna decyzja o powołaniu PFM i wyposażeniu go w środki (stanowiące część szeroko pojętych finansów publicznych) powinna skłaniać do alokacji tych zasobów w inne (niż klasyczne dla finansowania budżetowego) instrumenty finansowe, a klasycznymi są przecież obligacje skarbowe³⁶⁸.

Rysunek 40. Kierunki inwestowania PFM zaangażowanych w tradycyjne klasy aktywów w okresie 01.03.2000–01.09.2016 (w % ogólnej liczby PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swftransaction.com/login/index.php> (dostęp: 25.03.2017).

Kolejnym z czynników istotnych w kontekście celów inwestycyjnych światowych PFM jest wymóg odpowiedniej skali lokat. Ze względu na wielkość

„reaganomika” (ang. *reaganomics*). Zob. wykres historycznych tendencji amerykańskiej *Effective Federal Funds Rate* na witrynie internetowej Banku Rezerwy Federalnej Saint Louis: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> (dostęp: 6.05.2017).

³⁶⁸ Nabywanie przez państwowe podmioty obligacji skarbowych (a więc także państwowych) bywa krytykowane jako realokacja tych samych zasobów bez tworzenia żadnej wartości dodanej.

i koncentrację aktywów w gronie względnie niewielkiej liczby PFM, zmuszone one są poszukiwać takich projektów inwestycyjnych, które znamionują się odpowiednim pułapem. Wiele z międzynarodowych spółek notowanych na czołowych parkietach giełdowych spełnia te kryteria³⁶⁹.

W kategorii lokat alternatywnych widoczne jest rosnące zaangażowanie PFM w projekty typu *private equity* (nabywanie akcji i udziałów spółek niedopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym). W skali globalnej PFM stają się coraz silniejszym partnerem, a zarazem konkurentem w stosunku do funduszy *private equity*. Warto w tym miejscu wspomnieć, że fundusze *private equity* są żywotnie zainteresowane przyciąganiem zewnętrznych inwestorów instytucjonalnych (ang. *limited partners*, LPs) do kolejnych rund finansowania projektów i rolę tę z powodzeniem wypełniać mogą PFM³⁷⁰. Prócz pośredniego zaangażowania w inwestycje *private equity*, PFM angażują się w udziały i akcje spółek niepublicznych także w sposób bezpośredni – stanowiąc wówczas konkurencję dla klasycznych funduszy *private equity*.

Znaczenie nieruchomości w portfelach inwestycyjnych PFM uległo stopniowemu obniżeniu, co było związane z reperkusjami ostatniego globalnego kryzysu ekonomicznego, który dotkliwie obniżył wyceny nieruchomości na całym świecie (na czele z USA)³⁷¹. Rynek nieruchomości jest powszechnie uważany za ten segment światowego rynku inwestycyjnego, który w znacznej mierze przyczynił się do wystąpienia ostatniego kryzysu i jego zaostrenia.

Na stabilnym poziomie – przy zauważalnej wyższości od początku 2013 r. – utrzymywał się w opisywanym okresie poziom zaangażowani PFM w inwestycje infrastrukturalne. W tym miejscu warto zaznaczyć, że (ze względu na użyteczność społeczną, skrajnie wydłużony okres inwestycyjny i odległą możliwość zwrotu dokonanych inwestycji) działalność inwestycyjna PFM wykazuje wyjątkową zbieżność z wymogami finansowymi projektów infrastrukturalnych. Dodatkowym aspektem zaangażowania PFM w infrastrukturę są uwarunkowania polityczne dotyczące zarówno jakości współpracy państwa-suwerena PFM, jak

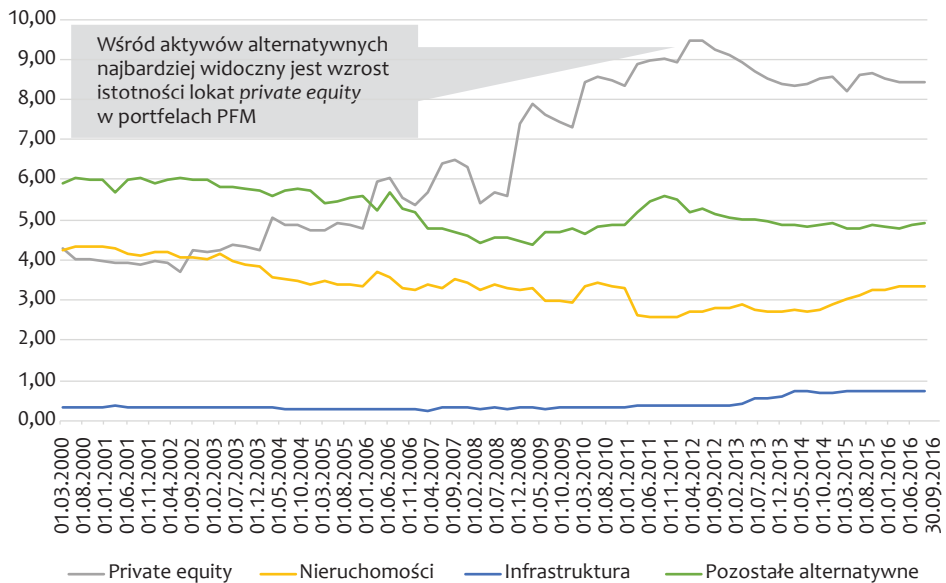
³⁶⁹ Zob. dane statystyczne dotyczące obrotów na poszczególnych światowych parkietach, a także wiodących spółkach publicznych, w elektronicznej bazie World Federation of Exchanges (WFE): <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/52/Annual%20Statistics%20Guide/439/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202016.xlsx> (dostęp: 5.05.2017).

³⁷⁰ Dyskusja dotycząca roli PFM jako pasywnych inwestorów instytucjonalnych w funduszach *private equity* i wzajemnych relacji obu kategorii instytucji finansowych w: PricewaterhouseCoopers LLP, *An ever-changing relationship SWFs and PEs*, Londyn 2014, s. 1–4.

³⁷¹ Tendencje cenowe na globalnym rynku nieruchomości od początku XXI w. ujęte np. w formie Global Real House Price Index w bazie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego: <http://www.imf.org/external/research/housing/data/GlobalHousePriceIndex.csv> (dostęp: 7.05.2017).

i państwa-odbiorcy inwestycji. Współpraca ta częstokroć determinuje dostęp do inwestycji PFM w projekty infrastrukturalne, z których wiele może mieć strategiczne znaczenie i podlegać ograniczeniom formalnym (regulacyjnym) lub nieformalnym (dotyczącym praktyki gospodarczej). Kolejnym, prócz upolitycznienia, czynnikiem wpływającym na portfel inwestycji infrastrukturalnych jest stopień współfinansowania tych projektów ze źródeł zewnętrznych – w tym międzynarodowych. Skrajnymi przykładami otwartości na dopływ kapitału zewnętrznego są prywatyzacje oraz pierwsze oferty publiczne (ang. *initial public offerings*, IPOs). Strategie polityczno-ekonomiczne, które dopuszczają współfinansowanie infrastruktury ze źródeł pochodzących z zewnątrz (w tym kapitałów międzynarodowych), stanowią naturalne ułatwienie wobec PFM poszukujących tego rodzaju projektów inwestycyjnych. W przeciwnym przypadku – gdy infrastruktura finansowana jest wyłącznie ze źródeł wewnątrzpaństwowych – nie ma miejsca dla aktywów pochodzących z obcych PFM³⁷².

Rysunek 41. Kierunki inwestowania PFM zaangażowanych w alternatywne klasy aktywów w okresie 01.03.2000–30.09.2016 (w % ogólnej liczby PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych transakcyjnych SWFI: <http://www.swfransaction.com/login/index.php> (dostęp: 25.03.2017).

³⁷² Na potrzeby podjętej tu analizy pomijamy inwestycje PFM na rodzimym gruncie, gdyż (pomimo zwiększającej się istotności) wciąż stanowią one marginalny udział w skali światowej.

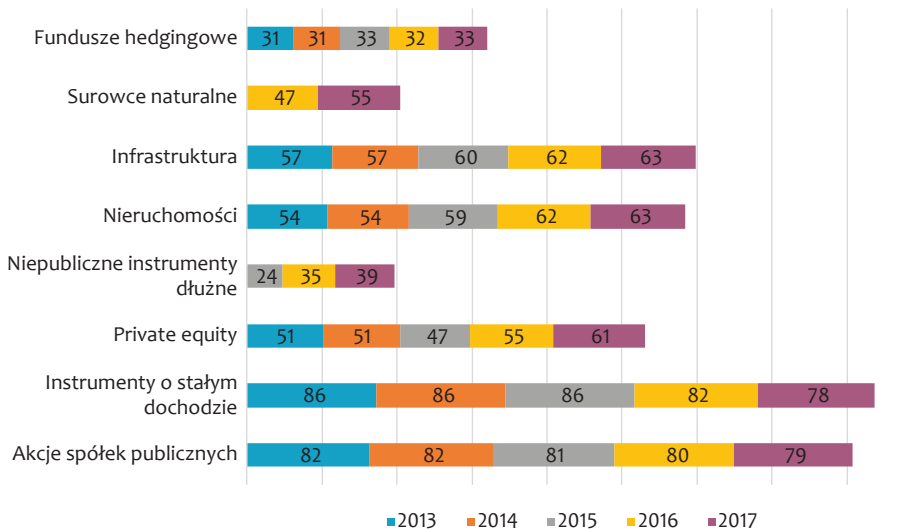
Na tle omówionych dotąd aktywów alternatywnych, udział kategorii objętych terminem „pozostałe” (tj. m.in. tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych, instrumenty o stałym dochodzie niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym) choć zauważalny, ulegał stopniowemu zmniejszeniu w analizowanym okresie.

Rysunek 41 zawiera zaangażowanie procentowe światowych PFM w omówione, główne kategorie aktywów alternatywnych. W podsumowaniu ogólnych tendencji stwierdzić należy, że PFM cechują się wciąż zachowawczością w odniesieniu do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych – wykorzystanie przez nie alternatywnych klas aktywów pozostaje niskie na tle innych instytucji zbiorowego zarządzania i długoterminowe tendencje w poszczególnych kategoriach lokat nietradycyjnych pozostają nieugruntowane (z wyjątkiem zaangażowania w *private equity*).

6.5.2. Zaangażowanie światowych państwowych funduszy majątkowych w poszczególne klasy aktywów

Dane Preqin za lata 2014–2016 co do zaangażowania światowych PFM w poszczególne klasy aktywów, stanowią potwierdzenie koncentracji portfeli PFM na tradycyjnych klasach aktywów (akcje spółek publicznych oraz instrumenty o stałym dochodzie). Choć bowiem obie te kategorie aktywów w omawianych latach obejmowały nieco zmniejszającą się pulę, ich dominacja jest wyraźna. Mimo tej koncentracji można zaobserwować rosnący udział obecności inwestycyjnej PFM we wszystkich objętych badaniami Preqin klasami aktywów alternatywnych (*private equity*, niepubliczne instrumenty dłużne, nieruchomości, infrastruktura, surowce naturalne oraz fundusze hedgingowe). Dowodzi to coraz powszechniejszego przekonania ze strony PFM co do korzyści wynikających z efektywnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych – w szczególności w obrębie klas aktywów, które wykazują niską korelację z tradycyjnymi lokatami. Na rysunku 42 uwidoczniono zaangażowanie światowych PFM w różnorodne klasy aktywów w latach 2013–2017. Prócz wymienionych spostrzeżeń, warto podkreślić relatywnie niewielkie zmiany udziału poszczególnych kategorii aktywów w badanych latach – bodaj największą z nich odnotowało *private equity*, o czym w kontekście działalności inwestycyjnej PFM już wspomniano w niniejszej pracy. Stabilność zaangażowania PFM w poszczególne typy aktywów alternatywnych uprawdopodobnia przypuszczenie co do relatywnie niezmienniej struktury wewnątrz każdej z kategorii, co zanalizowano w dalszej części tego rozdziału.

Rysunek 42. Zaangażowanie populacji światowych państwowych funduszy majątkowych w inwestycje w poszczególne klasy aktywów w latach 2013–2017 (w % ogólnej liczby PFM)



Dane na temat zaangażowania światowych PFM w niepubliczne instrumenty dłużne dostępne wyłącznie za lata 2015–2016, zaś zaangażowania w surowce naturalne jedynie za 2016 r. Przedstawione dane nie sumują się do 100%, odnoszą się bowiem do proporcji światowych PFM, które dokonały inwestycji w daną klasę aktywów, nie zaś ważonej aktywami struktury portfeli inwestycyjnych PFM.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Preqin Sovereign Wealth Fund Reviews 2013–2017: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 30.04.2017).

6.6. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w aktywa alternatywne

Prócz tendencji geograficznych interesująca jest charakterystyka inwestycji światowych PFM w ujęciu rodzajowym, w podziale na poszczególne kategorie aktywów alternatywnych. Analiza tak szczegółowych danych – przy zastrzeżeniach do ich reprezentatywności zgłoszonych w wielu miejscach tej monografii – stwarza możliwość głębszego wniknięcia w motywy kierujące zarządzającymi PFM, przyjmowane przez PFM strategie, ich aspekty społeczno-gospodarcze, a także potencjał do realizowania postawionych celów (włącznie, a częstokroć na czele, z efektywnością inwestycyjną).

6.6.1. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w *private equity*

Obecnie odnotowywane jest coraz większe zainteresowanie PFM inwestycjami w akcje lub udziały przedsiębiorstw niegiełdowych. Przedmiotem debat teoretyków i praktyków branży inwestycyjnej są zarazem aspekty konkurencyjności między PFM a funduszami *private equity*, jak i synergie działalności obu segmentów inwestycyjnych³⁷³. W tym miejscu warto ponownie podkreślić zbieżność obu typów inwestorów – PFM oraz funduszy *private equity*. Obie kategorie inwestorów instytucjonalnych obierają długi horyzont inwestycyjny. Są także konfrontowane w swoich inwestycjach ze znaczną asymetrią informacji – nabywane przez nie aktywa charakteryzują się różnym (często niskim) poziomem przejrzystości. Zarówno PFM, jak i fundusze *private equity*, akceptują zarazem wysokie ryzyko podejmowanej działalności inwestycyjnej i nie płynność, jaka towarzyszy dokonywanym lokatom.

Jednakże zwrócić trzeba także uwagę na odmienności obu typów funduszy. Pierwszą z ewidentnych różnic jest ogólna skala działania. Jak wspomniano już w monografii, to PFM kwalifikowane są jako największy segment alternatywnych instytucji zarządzania zbiorowego. Różnice skali wynikają z rezerw walutowych znajdujących się w gestii państw i skupianych w tworzonych przez nie PFM wobec aktywów funduszy *private equity* – w znacznej mierze komercyjnych, często chwiejnych i podążających w ślad za koniunkturą³⁷⁴. Dysparytetowi skali towarzyszy stopień upolitycznienia. Choć fundusze *private equity* nie są wolne od politycznych nacisków (choćby dlatego, że stale zabiegać muszą o środki inwestorów instytucjonalnych – często o rządowej proveniencji), dla PFM związki z państwem są istotą bytu. To przecież państwa decydują o powołaniu PFM, nakreślają ich strategię i monitorują jej wykonanie. Kolejny wyróżnik dotyczy wyznawanej strategii inwestycyjnej. Choć bowiem obecnie zacierają się ostre granice w alokacji aktywów funduszy *private equity* – np. angażują się one coraz powszechniej w nabywanie akcji i udziałów w niektórych (choćby nie płynnych) spółkach giełdowych, czy też obligacjach emitowanych przez przedsiębiorstwa niepubliczne – to poziom ich dywersyfikacji nie może upodabniać się do struktury aktywów PFM. Wynika to, prócz skali i związanych z tym ograniczeń płynnościowych,

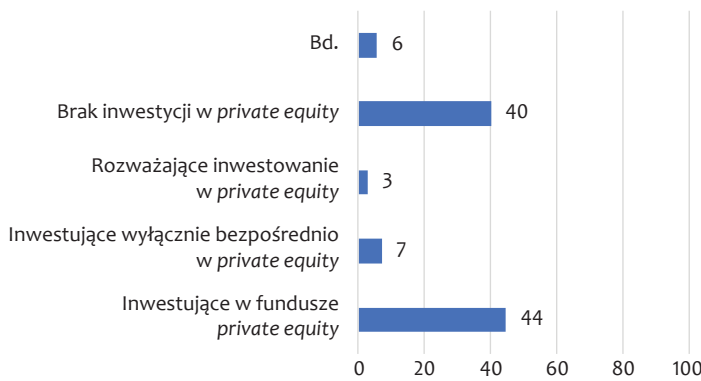
³⁷³ Por. P.J. Schena, *Financing the expansion of global energy: the role of SWF investment as strategic private equity*, Sovereign Wealth Funds, Fletcher School, Tufts University, Medford 2013, issue 2013, s. 76–85.

³⁷⁴ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, Second Edition, MIT Press, Cambridge 2006, s. 1–582.

z węższej strategii inwestycyjnej i relatywnie ścisłego mandatu do zarządzania aktywami spółek niepublicznych funduszy *private equity*.

Inwestycje w niegiełdowe akcje i udziały przedsiębiorstw są dość popularne wśród PFM, aczkolwiek przydatczająca większość tych inwestycji dokonywana jest za pośrednictwem funduszy *private equity*, a więc opiera się na współpracy i zasilaniu finansowym tych podmiotów, jako tzw. *limited partners* (rysunek 43). Większość PFM aktywna w *private equity* jest już obecna w tej klasie aktywów (zaś niewielka część populacji PFM rozważa zaangażowanie w tę klasę aktywów).

Rysunek 43. Struktura liczby PFM według ich zaangażowania w inwestycje w *private equity* w 2014 r. (w %)



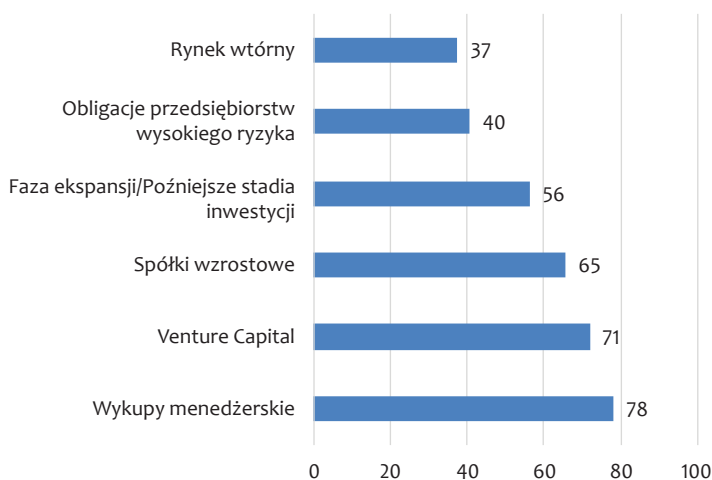
Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) firmy konsultingowej Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Znacznie więcej spostrzeżeń dostarcza analiza szczegółowych strategii inwestycyjnych realizowanych przez PFM zaangażowanych w *private equity*. Przegląd obecności inwestycyjnej PFM w obrębie *private equity* dowodzi społecznej użyteczności tej formy finansowania. Zauważalny jest bowiem bardzo duży nacisk na wykupy menedżerskie, które są świadectwem przekształceń własnościowych spółek portfelowych *private equity*, co przyczynia się do poprawy zarządzania przedsiębiorstwami (w szczególności odnosi się to do rynków wschodzących o zetatyzowanej gospodarce oraz licznych konglomeratach charakteryzujących się dysfunkcjami organizacyjno-ekonomicznymi).

Kolejnym argumentem na rzecz społecznej użyteczności PFM w domenie *private equity* są inwestycje tych funduszy w fazę *venture capital*, w której innowacyjne projekty z reguły nie wykazują zysków i są deficytowe na poziomie operacyjnych przepływów pieniężnych. Także inne, rozwojowe etapy finansowania przedsiębiorstw (spółki wzrostowe i stadia ekspansji) przyciągają uwagę

światowych PFM. Marginalne znaczenie w inwestycjach PFM mają obligacje przedsiębiorstw wysokiego ryzyka (ang. *junk / high-yield bonds*), gdzie prócz dywersyfikacji ważne jest pozafinansowe zaangażowanie inwestorów, a także rynek wtórny *private equity*, gdzie jest wymagana ścisła współpraca z funduszami *private equity* oraz pozostałymi instytucjami finansowymi, co nie zawsze leży w kompetencjach PFM (rysunek 44).

Rysunek 44. Strategie inwestycyjne reprezentowane przez PFM zaangażowane w *private equity* w 2014 r. (w % ogólnej liczby tych PFM)

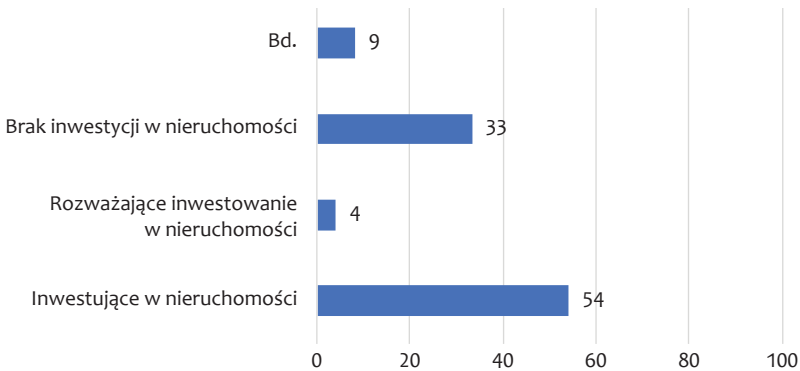


Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.6.2. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w nieruchomości

Branża nieruchomości to wręcz naturalny obszar inwestycji PFM. Wiele z nich pochodzi bowiem z Bliskiego Wchodu i Azji Wschodniej, gdzie nieruchomości stanowią intuicyjny krok na drodze konstrukcji portfela inwestycyjnego (postrzegane są jako klasyczny symbol statusu społecznego). Większość inwestycji na tym polu dokonywana jest przez PFM samodzielnie, zaś decyzja o zainteresowaniu (lub nie) tym segmentem rynku inwestycyjnego wydaje się być trwała, co stanowi odbicie przyjętej na początku i konsekwentnie wdrażanej strategii działania PFM (rysunek 45).

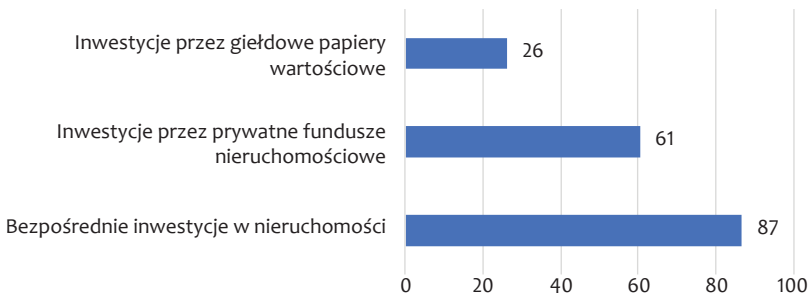
Rysunek 45. Struktura liczby PFM według ich zaangażowania w inwestycje w sektorze nieruchomości w 2014 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Przegląd struktury inwestycji podejmowanych przez PFM w branży nieruchomościowej napawa przekonaniem o samodzielnej roli tych funduszy w procesie inwestycyjnym (rysunek 46). W przeważającej mierze PFM angażujące się w nieruchomości czynią to bezpośrednio, w dalszym rzędzie wykorzystując pośrednictwo prywatnych funduszy nieruchomościowych. Marginesem działalności PFM w tej branży są inwestycje dokonywane przez podmioty notowane na giełdach – częstokroć w postaci wyspecjalizowanych funduszy (ang. *real estate investment trusts*, REITs)³⁷⁵.

Rysunek 46. Sposoby inwestowania PFM angażujących się w sektorze nieruchomości w 2014 r. (w % ogólnej liczby tych PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

³⁷⁵ D.M. Geltner i in., *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, Second Edition, Cengage Learning, Boston 2010, s. 1–880.

Najistotniejszą pod względem zaangażowania PFM w branżę nieruchomości³⁷⁶ jest strategia oportunistyczna (tj. wysokiego ryzyka – ang. *opportunistic* lub *opportunity*)³⁷⁷. Inwestycje te cechują się skrajnie podwyższonym poziomem ryzyka, które zazwyczaj wynika z ich wyjątkowo krótkiej historii, towarzyszących im problemów finansowych, obciążenia dźwigni finansową lub usytuowania w państwach ocenianych jako niestabilne z perspektywy inwestycyjnej. Z reguły tego rodzaju projekty nie przynoszą początkowych zysków i wykazują ujemne przepływy pieniężne.

Kolejną pod względem istotności kategorią zaangażowania PFM w rynek nieruchomości są inwestycje wartości dodanej (aktywnego zarządzania) – ang. *value added*³⁷⁸. Zgodnie z definicją inwestorzy w tego typu nieruchomości starają się podnieść ich wartość poprzez restrukturyzację. Może to wiązać się z dokonanymi remontami, podniesieniem efektywności wykorzystania nieruchomości (zwiększeniem powierzchni użytkowanej lub wynajmowanej) lub innymi posunięciami, których celem jest poprawa zarządzania nieruchomościami. Z reguły ta kategoria inwestycyjna powiązana jest z wykorzystaniem kredytowania, co przyczynia się do poprawy stopy zwrotu – jeśli restrukturyzacja okazuje się skuteczna.

Segment zagrożonych aktywów (ang. *distressed*)³⁷⁹, także ważny obszar aktywności PFM, z reguły wiąże się z inwestowaniem w warunkach zajęcia obciążonej hipoteki lub jej wymuszonej odsprzedaży, co daje sposobność do zakupu po znacznie obniżonej cenie. Choć udział inwestycji PFM w tym segmencie rynku nieruchomości stwarza szanse osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, to wymaga on skutecznej analizy przedtransakcyjnej (ang. *due diligence*), a także aktywności w procesach restrukturyzacji nieruchomości oraz tolerancji w stosunku do istotnego, potencjalnego udziału strat w portfelach.

Innym polem działalności inwestycyjnej PFM są tzw. nieruchomości stabilnych aktywów (ang. *core*)³⁸⁰. Specyfiką tego segmentu rynku jest inwestowanie w projekty o niskim ryzyku, usytuowane w atrakcyjnych lokalizacjach, centrach biznesowych lub obszarach metropolitalnych wiodących ośrodków miejskich.

³⁷⁶ Systematyka inwestycji w nieruchomości w: J. Brady, *Strategy Primer: Investing in Real Estate*, Oaktree Insights, Oaktree Capital Management, Los Angeles 2016, s. 1–12. Analiza poszczególnych segmentów inwestycyjnych rynku nieruchomości także opisana w: *Real Estate: An Important Alternative for Your Asset Allocation*, Morgan Stanley Smith Barney, Purchase 2016, s. 1–12.

³⁷⁷ T.C. Hahn, *Real Estate Opportunity Funds*, “The Journal of Portfolio Management” 2005, vol. 31, no. 5, s. 143–153.

³⁷⁸ J.D. Shilling i C.H. Wurtzback, *Is Value-Added and Opportunistic Real Estate Investing Beneficial? If So, Why?* “Journal of Real Estate Research” 2012, vol. 34, issue 4, s. 429–461.

³⁷⁹ NEPC, *Distressed Real Estate Investing*, Cambridge maj 2010, s. 1–11.

³⁸⁰ European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, *The Investment Case for Core Non-Listed Real Estate Funds*, Amsterdam wrzesień 2014, s. 1–25.

Nieruchomościom tym zazwyczaj towarzyszą długoterminowe umowy najmu o charakterze instytucjonalnym (ang. *triple net leases*)³⁸¹, a także dodatkowe gwarancje finansowe.

Inwestowanie w nieruchomości za pośrednictwem instrumentów dłużnych to następna pod względem istotności strategia realizowana przez PFM, u której podstaw jest przekonanie o wysokiej jakości tych instrumentów finansowych w odniesieniu do ponoszonego ryzyka (przy uwzględnieniu bieżącej dochodowości, jaką przynoszą te lokaty), a także wola nieangażowania się po stronie właścicielskiej (tj. partycypacji w kapitale własnym projektów). Strategia ta upowszechniła się podczas globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009, kiedy to na światowym rynku nieruchomości zaznaczyła się luka w finansowaniu projektów w wyniku niespłaconych bankowych kredytów hipotecznych i spadku wyceny nieruchomości³⁸². Opisywana luka zachęciła inwestorów niebankowych do angażowania się w dłużne instrumenty nieruchomościowe. Katalog aktywów inwestycyjnych związanych z rynkiem nieruchomości, jakie bywają najczęściej przedmiotem nabycia w ramach tej strategii, to instrumenty zabezpieczone na nieruchomościach (ang. *commercial mortgage backed securities*, CMBS), instrumenty hipoteczne o charakterze komercyjnym lub mieszkaniowym, instrumenty dłużne typu *mezzanine* oraz obligacje przedsiębiorstw związanych z rynkiem nieruchomości.

Dalsze miejsce zajmuje wśród PFM strategia stabilnych aktywów z dodatkowym ryzykiem (ang. *core plus*)³⁸³. Strategia ta podobna jest do strategii stabilnych aktywów (ang. *core*), jednakże jakość nieruchomości stanowiąca przedmiot inwestycji zazwyczaj nie jest tak wysoka. Może mieć to związek z lokalizacją nieruchomości (przedmieścia lub mniejsze ośrodki metropolitalne). Dotyczyć to może także niższej jakości najemców lub braku zabezpieczeń finansowych należności z tytułu czynszu. Kolejnym powodem zwiększonego ryzyka jest charakter nieruchomości, np. magazyny samoobsługowe (ang. *self storage*), nieruchomości rekreacyjne, gabinety lekarskie lub akademiki i domy studenckie. Za cenę nieco podwyższonego ryzyka w stosunku do strategii stabilnych aktywów (ang. *core*) omawiany rodzaj inwestycji zazwyczaj przynosi odpowiednio wyższą stopę zwrotu.

Na odległej pozycji wśród PFM inwestujących w branżę nieruchomości są transakcje na rynku wtórnym (ang. *secondaries*)³⁸⁴. Wynikać to może z jego

³⁸¹ R. Söhlke i in., *Admissibility of Triple-Net Lease Contracts*, Real Estate Co-Publishing, Berlin 2008, s. 1–5.

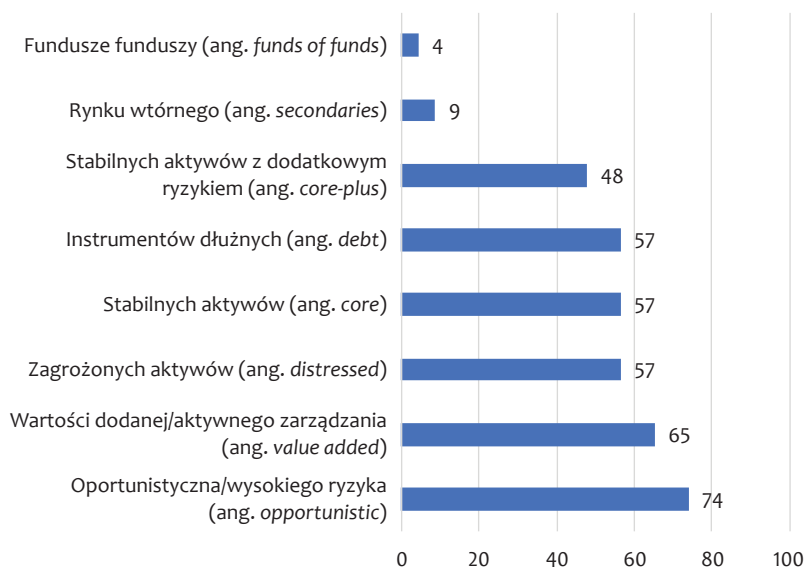
³⁸² A. Yager, *Perspectives on Real Estate Investments*, Mercer, Nowy Jork listopad 2010, s. 1–13.

³⁸³ *Global Real Estate Market Newsletter*, RVK Real Estate, Portland [OR, USA] listopad 2016, s. 1–4.

³⁸⁴ M. Weiss, F. Neuenschwander, *The real estate secondary market: enhanced returns with lower risk*, Partners Group Research Flash January 2013, Partners Group, Baar 2013, s. 1–15.

specyfiki, którą stanowi nabywanie udziałów lub akcji funkcjonujących funduszy nieruchomościowych. Częstokroć tego rodzaju transakcje dotyczą elementów portfeli funduszy nieruchomościowych wycenianych ze znacznym dyskontem wobec wartości zarządzanych aktywów netto, stwarzając zarazem liczne szanse inwestycyjne. U podstaw tego rodzaju strategii leży szersza dywersyfikacja niż w przypadku samych funduszy nieruchomościowych (efekt skali). Kolejną cechą tej kategorii inwestycji nieruchomościowych jest zaangażowanie w późniejszych stadiach i mniejsze ryzyko wynikające z horyzontu inwestycji, a także uczestnictwa na wczesnych – z zarazem wysoce niepewnych i obciążonych ujemnymi stopami zwrotu – etapach inwestycji (tzw. ang. *J-curve risk*)³⁸⁵. Ten segment inwestycyjny wymaga zarówno ścisłych relacji z funduszami nieruchomościowymi, jak i woli uczestnictwa w procesie komercjalizacji portfeli nieruchomościowych. Tak specyficzne usytuowanie roli inwestorów może być problematyczne dla PFM, co wiąże się z ich niewielkim zainteresowaniem tym właśnie obszarem rynku.

Rysunek 47. Strategie inwestycyjne reprezentowane przez PFM angażujące się w rynek nieruchomości w 2014 r. (w % ogólnej liczby tych PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Prequin oraz danych *The 2014 Prequin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.prequin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

³⁸⁵ Ilustracja tego typu ryzyka w: A. Baum (Ed.), *Real estate investment through indirect vehicles: an initial view of risk and return characteristics*, Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Immobilien-Informations-Verl., Kolonia 2006, s. 153–178.

Marginalną istotność w działalności inwestycyjnej PFM na rynku nieruchomości wykazuje także aktywność tych podmiotów przy wykorzystaniu funduszy funduszy (ang. *funds of funds*, FoF)³⁸⁶. Odzwierciedla to malejące znaczenie tej strategii na globalnym rynku inwestycyjnym nieruchomości przy znacznym apetycie na ryzyko tych funduszy, miernych wynikach aktywnego zarządzania i wysokich opłatach, co wynika z nakładania się tych obciążeń przy współistnieniu wielu zarządzających. Na rysunku 47 (s. 215) zobrazowano działalność inwestycyjną PFM aktywnych na światowym rynku nieruchomości.

6.6.3. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w infrastrukturę

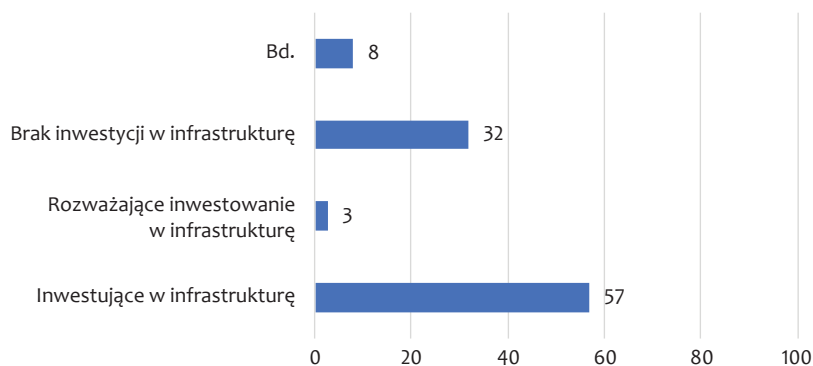
Inwestycje w infrastrukturę to naturalny obszar z perspektywy działalności PFM. Państwowe fundusze majątkowe są przecież z definicji podmiotami o rodowodzie państwowym – inwestycje w podstawy rozwoju gospodarczego stanowią obszar bliski ich zasadniczej misji. Można więc oczekiwać, że w świetle długotrwałego horyzontu inwestycyjnego PFM i podobnie wydłużonego okresu zwrotu zainwestowanych środków, zaangażowanie światowych PFM w inwestycje infrastrukturalne charakteryzować się będzie znaczną skalą.

Na rysunku 48 zaprezentowano stopień zaangażowania światowych PFM w inwestycje infrastrukturalne. Przedstawione dane uwidaczniają, że światowe PFM wykazują ponadprzeciętne zainteresowanie inwestycjami w tę kategorię aktywów. Zarazem ewidentnym jest, iż decyzja funduszu o podjęciu inwestycji w infrastrukturę ma charakter trwały: relatywnie niewielki odsetek PFM waha się co do jej podjęcia.

Wziąwszy pod uwagę nakreśloną już specyfikę działalności inwestycyjnej PFM, istotna część tych instytucji przejawia determinację w samodzielnej ocenie i wykorzystaniu okazji inwestycyjnych tkwiących w projektach infrastrukturalnych, aczkolwiek większość z nich stanowi połączenie zaangażowania bezpośredniego, jak i pośredniego. Relatywnie niewielka grupa PFM całkowicie zdaje się w inwestycjach infrastrukturalnych na pośrednictwo funduszy nieruchomościowych (rysunek 49).

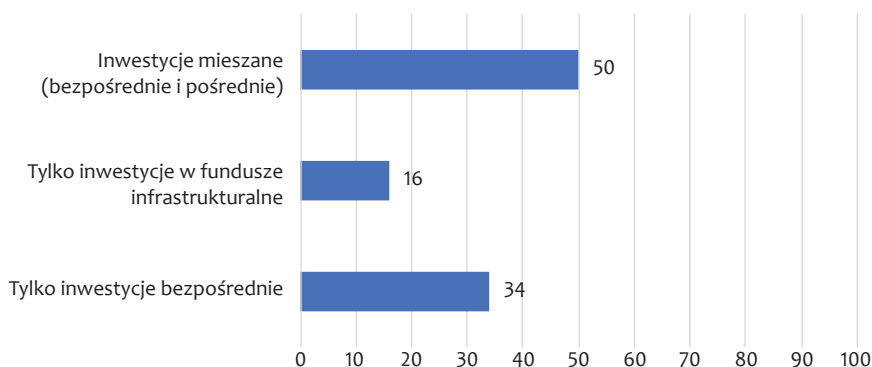
³⁸⁶ Por. J.L. Pagliari, *An Overview of Fee Structures in Real Estate Funds and Their Implications for Investors*, Pension Real Estate Association, Hartford październik 2013, s. 1–152.

Rysunek 48. Struktura liczby PFM według ich zaangażowania w projekty infrastrukturalne w 2014 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Prequin oraz danych *The 2014 Prequin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.prequin.com/> (dostęp: 25.03.2017).

Rysunek 49. Struktura liczby PFM zaangażowanych w infrastrukturę według ich preferencji inwestycyjnych w 2014 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Prequin oraz danych *The 2014 Prequin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.prequin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Ważnym aspektem analizy działalności inwestycyjnej PFM w ramach projektów infrastrukturalnych jest ocena etapu inwestycyjnego, na jakim są one skłonne uczestniczyć w tym procesie³⁸⁷. Prawie wszystkie z tych funduszy inwestują

³⁸⁷ Typologia etapów inwestycji w infrastrukturę w: EYGM Limited, *Infrastructure investments An attractive option to help deliver a prosperous and sustainable economy*, EYG no. EG0276, Nowy Jork 2015, s. 1–24. Szerzej o charakterystyce inwestycyjnej projektów infrastrukturalnych w: F. Bitsch i in., *Risk, Return and Cash Flow Characteristics of Infrastructure Fund Investments*, EIB Papers, European Investment Bank, Luksemburg 2010, vol. 15, no. 1, s. 106–137.

w projekty dotyczące terenów niezagospodarowanych (ang. *greenfield*)³⁸⁸, które cechują się zarówno największą możliwością niezależnego prowadzenia prac, jak i największym ryzykiem (związanym z odłożonym horyzontem finalizacji inwestycji i realizacji stopy zwrotu z poczynionych nakładów). Do zwiększonego ryzyka tej fazy inwestycji przyczynia się także konieczność uzyskiwania pozwoleń budowlanych, zmiany klasyfikacji gruntów oraz spełnienia – częstokroć wyśrubowanych – norm i standardów środowiskowych.

Kolejnym najistotniejszym stadium zaangażowania przeważającej części PFM finansujących infrastrukturę są inwestycje dokonywane w terenie już wcześniej eksploatowanym (ang. *brownfield*)³⁸⁹, zazwyczaj miejskim, czasem zdegradowanym, któremu nadaje się nowe funkcje lub walory użytkowe. Ewidentnej redukcji ryzyka na tym etapie (wobec inwestycji w tereny niezagospodarowane) towarzyszą ograniczenia związane z istniejącym kształtem infrastruktury, niemożnością wycofania się z zaawansowanej już rozbudowy projektów oraz czynnikami kognitywnymi³⁹⁰.

Stadium utrzymania i eksploatacji infrastruktury (ang. *secondary stage*)³⁹¹ – choć najmniej istotny fragment zaangażowania spośród trzech omawianych kategorii – także absorbuje przeważającą część PFM zainteresowanych tą klasą aktywów. To stadium inwestycji charakteryzuje się najmniejszym poziomem ponoszonego ryzyka – wiąże się bowiem z operacyjnymi stadiami rozwoju projektów. Z reguły zakończona jest faza konstrukcyjna i można spodziewać się pewnego stopnia komercyjnego wykorzystania infrastruktury, czemu częstokroć towarzyszy dający się przewidzieć scenariusz przyszłej dochodowości. Należy tu zaznaczyć, że inwestycje tego rodzaju pociągają za sobą konieczność znacznego zaangażowania w aktywne zarządzanie, mogą zaś one dotyczyć zarówno nieruchomości już zagospodarowanych, jak i niezagospodarowanych.

Na rysunku 50 zobrazowano zaangażowanie PFM w inwestycje infrastrukturalne na poszczególnych etapach finansowania tych projektów.

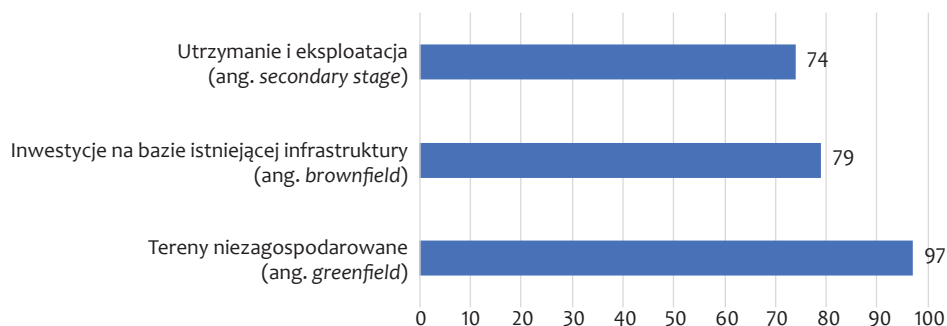
³⁸⁸ AMP Capital Investors Limited, *Understanding Infrastructure – a reference guide*, Sydney 2013, s. 1–12.

³⁸⁹ B. Weber, „What you don't see is what you get”: *The real risks and reasonable terms of infrastructure investment*, [w:] J. Campbell (Ed.), *Investing in infrastructure*, PEI Media, Londyn 2009, s. 247–254. W przytoczonej publikacji zostały omówione różnice między inwestycjami infrastrukturalnymi typu *brownfield* i *greenfield*.

³⁹⁰ Czynniki te dotyczą m.in. tzw. wyrzutów sumienia po zakupie/inwestycji (ang. *buyer's remorse*), por. rozważania w: W.J. Henisz, R.E. Levitt, *Regulative, Normative and Cognitive Institutional Supports for Relational Contracting in Infrastructure Projects*, Working Paper 55.2, Collaboratory for Research on Global Projects, Stanford University, Stanford 8.06.2011, s. 1–40.

³⁹¹ Por. dyskusję nt. stadiów inwestycji w infrastrukturę w: T. Erol, D.D. Ozuturk, *An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITs (InfraREITs) in Turkey*, „Journal of Economic Cooperation and Development” 2011, vol. 32, issue 3, s. 65–88.

Rysunek 50. Zaangażowanie PFM w inwestycje infrastrukturalne na poszczególnych etapach w 2014 r. (w % ogólnej liczby tych PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Prequin oraz danych *The 2014 Prequin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.prequin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

6.6.4. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych w fundusze hedgingowe

Fundusze hedgingowe, ze względu na różnorodność stylów inwestycyjnych³⁹² i niewielką korelację z tradycyjnymi klasami aktywów³⁹³, a także profesjonalizm wielu z tych podmiotów, powinny stanowić interesującą alternatywę nie tylko wobec tradycyjnych klas aktywów inwestycyjnych, ale także pozostałych rodzajów inwestycji alternatywnych. Na tle innych kategorii instytucji finansowych PFM wykazują jednak rezerwę wobec tego rodzaju inwestorów. Ambiwalencja wobec funduszy hedgingowych może wynikać z następujących przesłanek:

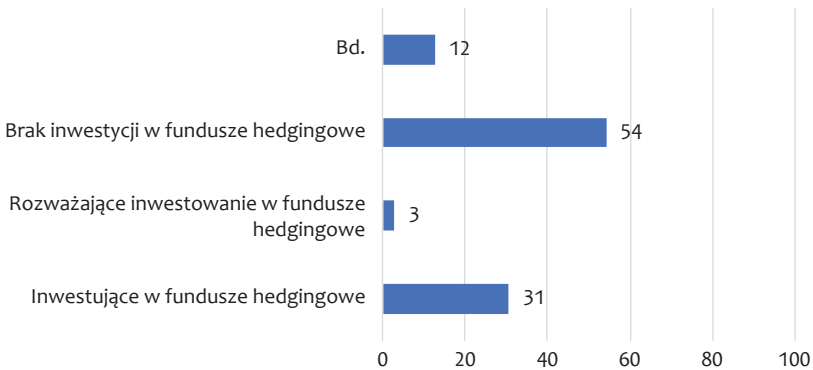
- **konserwatyzm inwestycyjny** – PFM (m.in. z uwagi na państwowy rodowód i szereg powiązań z establishmentem) dalekie są od awangardy w konstrukcji portfela inwestycyjnego, zaś tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych wciąż stanowią mało zrozumiałą i powszechny składnik aktywów instytucji finansowych;
- **stygmatyzacja działalności** – fundusze hedgingowe oskarżane były przez wiele państw o destabilizację ich polityki makroekonomicznej; biorąc pod

³⁹² Ich zwięzła systematyka w: G. Connor, T. Lasarte, *An Introduction to Hedge Fund Strategies: Introductory Guide*, International Asset Management Hedge Fund Research Programme, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, Londyn 2004, s. 1–44.

³⁹³ Stanowi to szeroko propagowany postulat funduszy hedgingowych, choć empiryczne badania nie są w tym względzie jednoznaczne, por.: C.A. Asness i in., *Do Hedge Funds Hedge?* “The Journal of Portfolio Management” 2001, vol. 28, no. 1, s. 6–19 oraz K. Guesmi i in., *Are hedge funds uncorrelated with financial markets? An empirical assessment*, Working Papers, IPAG Business School, Paryż 2014, no. 103, s. 1–6.

- uwagę charakter sponsorów PFM, trudno więc oczekiwać ponadprzeciętnego zaufania i otwartości PFM w stosunku do funduszy hedgingowych;
- **percepcja utilitaryzmu społecznego** – kolejną pochodną ścisłych więzi PFM z ich sponsorami jest formułowanie celów działania funduszy, które – jak wielokrotnie wykazywano w tej monografii – mają mieć charakter propaństwowy w rozumieniu ich twórców (funduszom hedgingowym, prócz ewentualnych pożytków płynących z ich efektywnej działalności inwestycyjnej, trudno jest przypisać jakiegokolwiek inne społecznie użyteczne przymioty);
 - **mierne wyniki inwestycyjne** – niebagatelną przyczyną braku zainteresowania PFM alokacją swych aktywów w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych mogą być także coraz powszechniej zgłaszane wątpliwości co do jakości zarządzania, reprezentowanego przez te instytucje³⁹⁴.

Rysunek 51. Struktura liczby PFM według ich zaangażowania w fundusze hedgingowe w 2014 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Zgodnie z przedstawioną charakterystyką, stopień zainteresowania PFM inwestycjami w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych uznać należy za ograniczony. Większość PFM wykazywała brak zaangażowania w tej klasie aktywów,

³⁹⁴ Komplikowane jest przez kontrowersje związane z pomiarem jakości zarządzania funduszy hedgingowych i trwałości ich wyników w różnych warunkach koniunkturalnych: Z. Sun i in., *Only Winners in Tough Times Repeat: Hedge Fund Performance Persistence over Different Market Conditions*, Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton 2016, no. 2016–030, s. 1–40. Osobny czynnik oceny jakości zarządzania aktywami przez fundusze hedgingowe stanowi wysoki poziom i struktura opłat pobieranych przez te fundusze, por. raport J. McGee, *Drivers of Change Series: Hedge Fund Fees*, Hedge Fund Spotlight, Preqin Ltd., Londyn wrzesień 2016, s. 1–23.

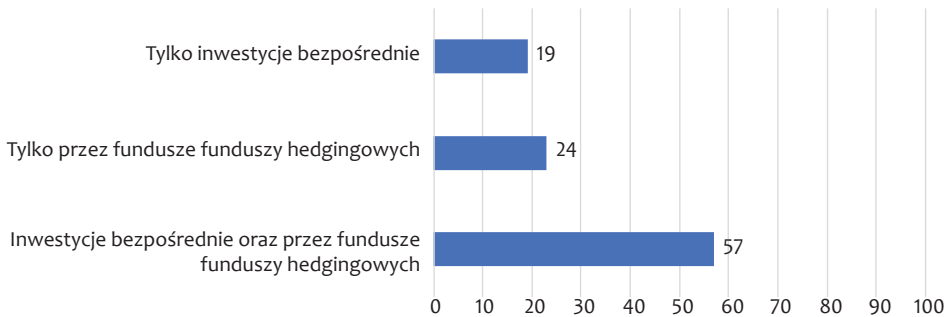
zaś odsetek tych funduszy, jaki nosił się z ewentualnym zamiarem podjęcia tego rodzaju lokat, był śladowy (rysunek 51). Należy oczekiwać, że wraz z postępującą profesjonalizacją procesów zarządzania inwestycyjnego, a także zwiększającą się komplikacją samego otoczenia inwestycyjnego (m.in. koniecznością coraz skuteczniejszej dywersyfikacji), zainteresowanie PFM wykorzystywaniem inwestycji w fundusze hedgingowe będzie rosło. Towarzyszyć temu będzie ugruntowujące się przekonanie o pożyteczności wielu z funduszy hedgingowych – wbrew licznym, obiegowym opiniom, ferowanym zarówno przez nieprofesjonalistów, jak i część kręgów zawodowo zajmujących się inwestowaniem.

Wykorzystanie przez PFM funduszy hedgingowych jako odrębnego typu inwestycji wykazuje specyficzne cechy. Dominująca część PFM łączy bowiem bezpośrednio zaangażowanie w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych (co wymaga opowiedzenia się za konkretnym stylem inwestycyjnym, jak i selekcją konkretnego podmiotu) z inwestowaniem poprzez fundusze funduszy hedgingowych (gdzie *de facto* aktywem inwestycyjnym jest dobór zespołów zarządzających, które to z kolei prowadzą selekcję poszczególnych funduszy hedgingowych). Oba podejścia mają swoje implikacje. Bezpośredni wybór funduszy stwarza większą kontrolę nad aktywnie i niezależnie sprawowaną strategią inwestycyjną, wiąże się z większym ryzykiem koncentracji i daje szansę na odpowiednio wyższe stopy zwrotu (także przy względnej przejrzystości ponoszonych kosztów). Dywersyfikacja wśród funduszy hedgingowych ogranicza ponoszone ryzyko, przyczynia się jednak do rozmycia selekcji strategii inwestycyjnej, obniża szansę na wypracowywanie wysoce konkurencyjnych stóp zwrotu, a także powoduje utratę pełnej kontroli nad ponoszonymi kosztami (nie zawsze uda się bowiem wynegocjować niski, ogólny poziom opłat za zarządzanie, biorąc pod uwagę liczbę pośredników). Sposoby zaangażowania w segment funduszy hedgingowych są więc świadectwem stopniowego osławiania się PFM z tymi – wciąż hermetycznymi dla wielu zewnętrznych instytucji – podmiotami (rysunek 52).

Najpełniejszy obraz charakterystyki inwestycyjnej PFM w domenie funduszy hedgingowych wyłania się z analizy poszczególnych stylów inwestycyjnych, stanowiących cel alokacji kapitału. Fundusze hedgingowe cechują się bowiem heterogenicznością strategii – postulat braku korelacji z tradycyjnymi klasami aktywów i osiąganie stóp zwrotu w wartościach absolutnych wymaga coraz większej inwencji w tworzeniu oferty dla (często elitarniej) grupy odbiorców usług tych podmiotów. Przegląd zaangażowania inwestycyjnego PFM w poszczególne style inwestycyjne funduszy hedgingowych nasuwa wiele interesujących obserwacji (rysunek 53).

Największą popularnością cieszy się strategia zdywersyfikowana (ang. *diversified*), która stanowi odzwierciedlenie wciąż ostrożnego podejścia PFM do segmentu funduszy hedgingowych. Opowiedzenie się za bardziej szczegółowymi stylami funduszy hedgingowych wymaga skoordynowanego podejścia do analizy portfelowej przy uwzględnieniu całości dokonywanych lokat, co nie zawsze ma miejsce w przypadku PFM³⁹⁵.

Rysunek 52. Struktura liczby PFM według sposobów inwestowania w fundusze hedgingowe w 2014 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Druga, najpowszechniejsza wśród PFM strategia – długich/krótkich pozycji (ang. *long/short equity*)³⁹⁶ – oparta jest na znacznym zabezpieczeniu pozycji inwestycyjnych (ang. *hedging*) i próbie wykorzystania selektywnej dynamiki cenowej. Celem jest tu skuteczna gra na wzrostę lub spadek aktywa bazowego (w tym przypadku akcji) dla całości portfela angażowanego w ramach tej strategii. W tym miejscu warto podkreślić, że PFM (jako instytucje inwestujące w skrajnie wydłużonym horyzoncie czasowym) nie zawsze dysponują doświadczeniem, warsztatem i zapleczem, które umożliwiłoby aktywną, bieżącą i wszechstronną analizę światowych tendencji inwestycyjnych. Rodowodem PFM są przecież często tzw. rynki wschodzące (ang. *emerging markets*), co także nie ułatwia tym podmiotom nabywania kompetencji w efektywnym inwestowaniu we współczesnym, coraz bardziej skomplikowanym i chwiejnym otoczeniu społeczno-ekonomicznym³⁹⁷.

³⁹⁵ Por. dyskusję w: F.-S. Lhabitant, M. Learned De Piante Vicin, *Finding the Sweet Spot of Hedge Fund Diversification*, EDHEC-Risk Institute, Nicea kwiecień 2004, s. 1–13.

³⁹⁶ M. Horejs, *Long-Short Equity Handbook*, Morningstar, Chicago 2011, s. 1–13.

³⁹⁷ Analiza tego otoczenia podjęta została wcześniej w niniejszym rozdziale.

Makroekonomiczna strategia inwestycyjna (ang. pot. *macro*)³⁹⁸ stanowi naturalny obszar styku zainteresowań PFM oraz funduszy hedgingowych. Choć bowiem wyjściowym zadaniem PFM jest pomnażanie rodzimego bogactwa narodowego, to naturalne więzi z instytucjami państwowymi (m.in. bankami centralnymi i ministerstwami finansów) powodują większe zainteresowanie procesami i agregatami makroekonomicznymi w skali ogólnoswiatowej. To właśnie te zmienne, rozpatrywane w ujęciu „odgórnym” (ang. *top-down*) i będące wypadkową polityki gospodarczej, wykorzystywane są w omawianej w tym miejscu strategii, cieszącej się zainteresowaniem PFM w kontekście wykorzystania funduszy hedgingowych.

Powierzanie aktywów funduszom hedgingowym inwestującym w długie/krótkie pozycje w instrumentach kredytowych (ang. *long/short credit*)³⁹⁹ związane jest z wykorzystaniem różnorodnych instrumentów – np. *swapów* i transakcji *futures/forward* na stopy procentowe, a także papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami (ang. *mortgage backed securities*, MBS). Strategia ta oparta jest także na wychwytywaniu i pożytkowaniu anomalii we wzajemnych relacjach cenowych pomiędzy instrumentami kredytowymi i często implikuje wykorzystanie dźwigni finansowej.

Fundusze hedgingowe wielu strategii (ang. *multi-strategy*)⁴⁰⁰ oferują wyższy poziom dywersyfikacji aktywów nie tylko dzięki obecności w zróżnicowanych ich klasach, ale także włączaniu do portfeli inwestycyjnych wielu omówionych tu stylów funduszy hedgingowych. Można w tym kontekście posłużyć się analogią do funduszy funduszy hedgingowych, aczkolwiek w przypadku *multi-strategy* występuje ten sam podmiot zarządzający (fundusz hedgingowy).

Interesującym koncepcyjnie stylem inwestycyjnym funduszy hedgingowych, który stosowany jest przez PFM, są tzw. zagrożone papiery wartościowe (ang. *distressed securities*)⁴⁰¹. Wiąże się on z nabywaniem instrumentów finansowych (akcji, udziałów, obligacji przedsiębiorstw, kredytów bankowych lub należności handlowych) podmiotów zagrożonych upadłością lub już poddanych postępowaniom upadłościowym. Co warte odnotowania, w przypadku istotnych zagrożeń

³⁹⁸ J. Casano, *Global Macro Hedge Fund Investing: An Overview of the Strategy*, NEPC, Cambridge październik 2010, s. 1–15.

³⁹⁹ Dyskusja nt. wyników tych funduszy na witrynie Morningstar: <http://ibd.morningstar.com/article/article.asp?id=754820&CN=brf295>, <http://ibd.morningstar.com/archive/archive.asp?input-s=days=14; frmtId=12,%20brf295> (dostęp: 2.05.2017).

⁴⁰⁰ Por. True Diversifiers: *The Case for Multi-Strategy, Multi-Manager Hedge Strategies. Perspective from K2 Advisors*, Franklin Templeton Investments, San Mateo 13.03.2015, s. 1–7.

⁴⁰¹ Szczególne szanse związane są z tą strategią w okresach dekonjunkury rynkowej, por.: T. Della Casa i in., *Hedge fund investing in distressed securities: Capturing the unique value created by corporate and economic turnarounds*, Research, Analysis and Strategy Group, Man Investments, Londyn kwiecień 2008, s. 1–25.

kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwa, dochodzi do silnej (czasem przesadnie) przeceny ich instrumentów finansowych. Zjawisko to może stwarzać okazje inwestycyjne – jeśli poparte jest profesjonalną analizą oraz dywersyfikacją (część z zagrożonych przedsiębiorstw nie przezwycięży trudności i upadnie, dochodowość pozostałych inwestycji w tej kategorii musi zaś skompensować z naddatkiem poniesione straty – przy uwzględnieniu odzyskanych podczas bankructwa środków). Ten styl inwestycyjny wymaga pokaźnego zaangażowania – nie tylko finansowego, ale także analitycznego (selekcja aktywów inwestycyjnych) i zarządczego (restrukturyzacja zagrożonych przedsiębiorstw). Nie dziwi więc to, że PFM korzystają w tym względzie z pośrednictwa wyspecjalizowanych podmiotów.

Styl inwestycyjny, u którego podstaw leży neutralność wobec rynku akcji (ang. *equity market neutral*)⁴⁰², to takie ukształtowanie inwestycji w udziały i akcje przedsiębiorstw, aby wykorzystać nieefektywności w wycenie powiązanych instrumentów finansowych, a zarazem zminimalizować ponoszone ryzyko poprzez zestawienie długich i krótkich pozycji na tych instrumentach. Strategia ta oparta jest na aktywnej selekcji przedsiębiorstw, w których papiery wartościowe zastępuje inwestycja (tzw. ang. *stock picking*), jeśli perspektywy tych spółek są oceniane jako wyjątkowo korzystne – przy krótkiej sprzedaży (lub analogicznych transakcjach) wobec akcji lub udziałów reprezentujących emitentów ocenianych negatywnie. Zauważyć można, iż tego rodzaju podejście stwarza szansę na zakładaną neutralności wobec rynku akcji (udziałów) jako całości, jego wyodrębnionych branż (sektorów) lub reprezentujących je indeksów. Tak aktywne zarządzanie portfelem akcji, przy założeniu zagranicznego (w przeważającej mierze) inwestowania PFM, prowadzić musi do delegowania choćby części funkcji związanych z tą strategią na rzecz funduszy hedgingowych.

Bodaj najbardziej złożoną i różnorodną, a zarazem interesującą koncepcyjnie⁴⁰³ jest strategia, którą można by przełożyć na język polski jako „podyktowaną okolicznościami”⁴⁰⁴ (ang. *event driven*)⁴⁰⁵. Charakterystycznym motywem tego stylu inwestowania jest identyfikacja i pożytkowanie nieefektywności w wycenie akcji lub udziałów przedsiębiorstw, które zachodzą przy okazji ważnych dla przedsiębiorstwa wydarzeń, takich jak: upadłość, fuzje i przejęcia (ang. *mergers & acquisitions*,

⁴⁰² Neutralność tych strategii bywa poddawana w wątpliwość: A.J. Patton, *Are “Market Neutral” Hedge Funds Really Market Neutral?* Oxford University Press & The Society for Financial Studies, Oxford 2008, s. 2495–2530.

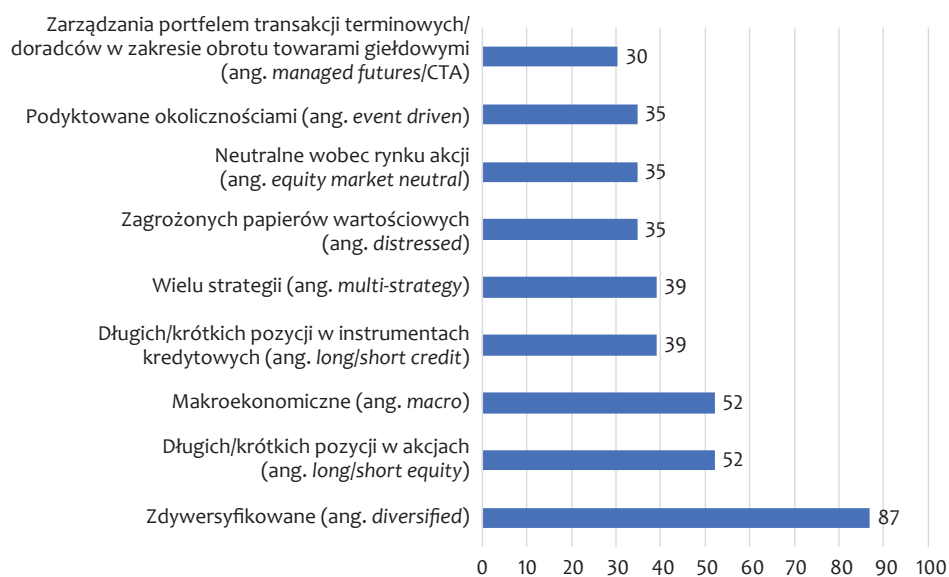
⁴⁰³ Jej nieszablonowość wynika z szerokiej gamy okoliczności (ang. *events*), stanowiących inspirację dla poszczególnych funduszy funkcjonujących w ramach tej strategii.

⁴⁰⁴ Przekład własny.

⁴⁰⁵ P. Jorion, *Risk Management for Event-Driven Funds*, “Financial Analysts Journal” 2008, vol. 64, no. 1, s. 91 i nast.

M&A), wydzielenie części przedsiębiorstwa (ang. *spinoff*), restrukturyzacja (także wymuszona), refinansowanie, rekapitalizacja, inicjatywy związane z aktywnością inwestorską (ang. *shareholder activism*), oferty przetargowe lub skutki zmian regulacyjnych. Jak nietrudno spostrzec, stopień komplikacji i specyfiki (m.in. lokalnej) tego rodzaju okoliczności (ang. *events*) jest wyjątkowo wysoki, co zarówno obniża zrozumienie i zainteresowanie tym sposobem inwestycji ze strony PFM, jak i skłania do powierzania tej specyficznej strategii funduszom hedgingowym.

Rysunek 53. Preferencje strategii inwestycyjnej PFM angażujących się w fundusze hedgingowe w 2014 r. (w % ogólnej liczby tych PFM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych (Research Center Premium) Preqin oraz danych *The 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*: <https://www.preqin.com/> (dostęp: 20.03.2017).

Najmniej popularną strategią funduszy hedgingowych spośród światowych PFM jest zarządzanie portfelem transakcji terminowych/doradców w zakresie obrotu towarami giełdowymi (ang. *managed futures/commodity trading advisors, CTA*)⁴⁰⁶. Nie wydaje się to być przypadkowe w kontekście samodzielnego zainteresowania PFM inwestycjami w tę klasę aktywów. Fundusze hedgingowe tej kategorii z reguły korzystają z zaawansowanych systemów informatycznych i cechują się aktywnym podejściem do zarządzania, które można sprowadzić do dwóch

⁴⁰⁶ Por. J. Dolfin, C. Maxey, *Don't Mistake Style for Skill The Impact of Style Factors on Performance Among Trend Followers*, Steben & Company, Gaithersburg 2016, s. 1–10.

zasadniczych podejść – tzw. obrotu systematycznego (ang. *systematic trading*)⁴⁰⁷ oraz podążania za tendencjami rynkowymi (ang. *trend following*)⁴⁰⁸. Obie formy inwestycji charakteryzują się wysokim poziomem spekulacji, nietrwałością stóp zwrotu i relatywnie ograniczonym horyzontem, co nie spotkało się z pokaznym zainteresowaniem ze strony PFM (rysunek 53).

Podsumowanie

Analiza działalności inwestycyjnej światowych PFM prowadzi do wielu interesujących wniosków. Przede wszystkim można zauważyć rosnącą tolerancję PFM wobec ryzyka, która wyraża się w coraz większym zainteresowaniu inwestycjami w akcje przedsiębiorstw (publiczne oraz niepubliczne), a także wybrane kategorie aktywów alternatywnych. Zaangażowanie w poszczególne klasy wykazuje znaczny stopień zróżnicowania regionalnego, co wynika z doświadczenia poszczególnych PFM w poszukiwaniu efektywności inwestycyjnej, m.in. w drodze dywersyfikacji lokat. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że standardy pomiaru i monitorowania efektywności portfelowej PFM stanowią tematykę następnego rozdziału tej monografii.

Rozpatrując poszczególne segmenty inwestycji alternatywnych podejmowanych przez PFM, nietrudno dopatrzeć się istotnej roli społecznej wypełnianej przez te podmioty, w szczególności w klasach aktywów cechujących się skrajną niepełnością, ograniczoną przejrzystością oraz odłożonymi dodatnimi przepływami pieniężnymi.

PFM nie boją się angażować bowiem w początkowe fazy inwestycji *private equity* (na czele z *venture capital*), w ramach których wymagana jest zarówno współpraca z innymi inwestorami finansowymi, jak i akceptacja szkodowości portfela związanego z wczesnym etapem celów inwestycji. PFM włączają się szeroko w segmenty rynku nieruchomości, które cechują się wysokim poziomem ryzyka, jak i wymogiem aktywnego partycypowania w procesach deweloperskich i restrukturyzacyjnych. Podobnie jest w przypadku inwestycji w infrastrukturę, gdzie PFM skupione są na wspomaganiu rozwoju terenów niezagospodarowanych lub słabo zagospodarowanych. Jeśli można zaobserwować zachowawczość i awersję

⁴⁰⁷ J. Russell, *Systematic Trading: Diversification Done Right*, Acorn Global Investments, Oakville marzec 2010, s. 1–9.

⁴⁰⁸ D. Darius i in., *Trend-Following Hedge Funds and Multi-Period Asset Allocation*, EDHEC-Risk Institute, Nicea wrzesień 2002, s. 1–13.

do ryzyka w podejściu PFM do aktywów alternatywnych, to cecha ta odnosi się przede wszystkim do funduszy hedgingowych. Wynika to z relatywnie niewielkiego doświadczenia PFM w lokowaniu środków finansowych w ten (specyficzny) rodzaj podmiotów, a także z przesłanek politycznych – dystans w stosunku do instytucji, których percepcja na wielu rynkach wschodzących jest negatywna.

Pokaźna skala aktywów będąca w gestii PFM, ich rosnąca świadomość co do jakości standardów zarządzania portfelowego (m.in. dzięki dywersyfikacji lokat) oraz zaangażowanie w wiele projektów istotnych społecznie powinny skłaniać państwa-odbiorców inwestycji PFM do aktywnego zabiegania o środki tych podmiotów, zaś przede wszystkim do nietworzenia barier w dostępie do swoich aktywów. Pożytki płynące z obecności inwestycyjnej PFM są przecież bezsporne, liczne i empirycznie istotne, natomiast przykłady ewidentnie wrogich zachowań PFM wobec celów inwestycji – kontrowersyjne, rzadkie i słabo udokumentowane.

Rozdział 7

EFEKTYWNOŚĆ DZIAŁANIA PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

Wprowadzenie

Nieodzownym elementem oceny działalności PFM jest próba określenia stopnia realizacji przez nie zasad efektywności inwestycyjnej. Choć PFM mogą ucieleśniać lub wdrażać pewne aspiracje o charakterze niefinansowym (m.in. politycznym), racjonalna działalność tych podmiotów jest zdeterminowana przez możliwość pomnażania środków postawionych do ich dyspozycji. Można wręcz założyć, że PFM nie będące w stanie konsekwentnie budować wartości zarządzanych aktywów, skazane są na zaprzestanie swojej działalności, choć upolitycznienie funkcjonowania PFM może opóźnić ten swoisty mechanizm „selekcji naturalnej”⁴⁰⁹.

Niniejszy rozdział obejmuje metodyczne aspekty klasycznych i alternatywnych mierników analizy portfelowej w kontekście działalności PFM, wykorzystanie ich przez PFM w ocenie efektywności inwestycyjnej oraz analizę kształtowania się tych miar w przypadku PFM, dla których dane te były dostępne⁴¹⁰. Na samym wstępie należy zaznaczyć, że zakres danych empirycznych jest wąski, a jakość i spójność informacji będących w domenie publicznej pozostawia niekiedy wiele do życzenia. Jeśli więc ogólna nieprzejrzyistość działalności PFM (opisana w rozdziale 4)

⁴⁰⁹ C. Darwin, *On the Origin of Species by Means of Natural Selection or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life*, John Murray, Londyn 1859, s. 61 i nast. Według oryginalnej wersji tej teorii sformułowanej przez C. Darwina „[selekcja naturalna to] zasada, zgodnie z którą każda najmniejsza zmiana [cechy osobniczej], jeśli użyteczna, jest zachowywana”. W odniesieniu do środowiska zarządzających aktywami inwestycyjnymi cechą tą powinny być konkurencyjne wyniki, zaś jej zachowanie powinno skutkować przetrwaniem instytucji zarządzających o takich parametrach.

⁴¹⁰ Katalog mierników ujęty jest w profilach PFM (załączniki 1–80).

znajduje swój szczególnie dobitny wyraz, dotyczy to właśnie problematyki efektywności zarządzania inwestycyjnego. Bierze się to z dwóch przyczyn.

Po pierwsze – efektywność inwestycyjna stanowi syntetyczny obraz działalności PFM i wszelkie niedostatki lub mankamenty danych częściowych (płynności rynków i wiarygodności wyceny rynkowej, faktycznych właścicieli aktywów, cen zakupu i odsprzedaży lokat inwestycyjnych, zmienności wypracowywanych stóp zwrotu, kontrowersji związanych ze stosowaniem wartości godziwej i historycznej do wyceny różnorodnych klas aktywów), przekładają się na pomiar skuteczności zarządzania portfelowego.

Po drugie – wiele PFM nie ma motywacji do ujawniania danych o efektywności inwestycyjnej. Podyktowane może to być zarówno formalną niejawnością podejmowanych lokat, chęcią uniezależnienia się od presji na bieżącą wycenę w świetle długoterminowego horyzontu inwestycyjnego, pewnością pozyskiwania aktywów ze źródeł państwowych, jak i słabymi wynikami zarządzania. Celem tego rozdziału jest badanie i podsumowanie empirycznych świadectw pomiaru efektywności PFM – wbrew tym barierom.

7.1. Pomiar efektywności działania państwowych funduszy majątkowych jako wyzwanie teoretyczne i praktyczne

Na początku rozważań należy odnieść się do pomiaru efektywności PFM jako problemu teoretycznego (rozważanego jako obszar badawczy) oraz praktycznego (stanowiącego element zarządzania korporacyjnego). W obu tych sferach występują liczne ograniczenia, które stanowią przedmiot podjętej w tym rozdziale analizy.

Efektywność inwestycyjna PFM rozpatrywana z perspektywy teoretycznej nie jest wolna od kontrowersji. Sprzeczności w interpretacji wykraczają poza dyskusję co do utylitaryzmu dyskutowanej tu tzw. nowoczesnej teorii portfela (ang. *modern portfolio theory*, MPT) w ślad za – częstokroć dotkliwymi dla instytucji finansowych – doświadczeniami ostatniego globalnego kryzysu finansowego⁴¹¹. Dotyczą zaś specyfiki PFM jako podmiotów, dla których pomnażanie kapitałów stanowi ważny, acz nie jedyny cel istnienia.

Praktyczne ograniczenia pomiaru efektywności mają więc związek ze specyfiką usytuowania organizacyjnego PFM – z jednej strony, operujących

⁴¹¹ Por. H.M. Markowitz, *Does Portfolio Theory Work During Financial Crises?* <https://www.ifa.com/pdfs/does-portfolio-theory-work-during-financial-crises.pdf> (dostęp: 8.05.2017).

na międzynarodowych, wysoce konkurencyjnych rynkach finansowych; z drugiej, pozostających w kontakcie z państwowym establishmentem swych twórców i nadzorców. Ze względu na przenikanie się barier efektywności PFM o charakterze teoretycznym i praktycznym obie kategorie tych czynników ujęto wspólnie. Wśród przeszkód tego rodzaju wskazać należy na:

- **niefinansowe cele PFM** – jak wykazano w wielu miejscach monografii, działalność PFM obejmuje nie tylko dążenie do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu (odnoszonych do podejmowanego ryzyka); skoro więc PFM celowo mogą włączać do swych strategii zamierzenia o charakterze odbiegającym od tradycyjnie pojmowanej efektywności finansowej, instrumentarium służące ocenie ich skutków, powinno odzwierciedlać tę kompleksowość⁴¹²;
- **niepłynność lokat** – wszelkie miarodajne szacunki efektywności inwestycyjnej, w szczególności te, które zawierają odniesienie do ponoszonego ryzyka, powinny być oparte na wiarygodnej wycenie, dla której płynność i częstotliwość stanowią warunki *sine qua non*; są PFM silnie zaangażowane (co uwidoczniono w poprzednim rozdziale) w wiele klas aktywów, dla których bieżąca wycena albo nie istnieje, albo też nie nosi cech obiektywizmu;
- **horyzont inwestycyjny** – PFM to skrajnie długoterminowi inwestorzy instytucjonalni, ocena ich działalności inwestycyjnej powinna dotyczyć podobnie wydłużonych okresów; w praktyce raportowanie wyników inwestycyjnych ma charakter krótkoterminowy lub średnioterminowy, co wynika zarówno z nacisków organów zarządczych tych podmiotów na maksymalizację stóp zwrotu podczas ich kadencji, jak i standardów informacyjnych innych inwestorów instytucjonalnych (funduszy emerytalnych, inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych itp.), które pożytkują rezultaty inwestycyjne do marketingu swoich usług;
- **nieprzejrzystość** – jak wykazano w oddzielnym rozdziale tej monografii, niski stopień jawności funkcjonowania stanowi kluczowy problem w ocenie PFM; ich nieprzejrzystość w szczególności odnosi się do efektywności zarządzania aktywami inwestycyjnymi, przekłada się bowiem na możliwość syntetycznej oceny tych podmiotów, co stanowi wrażliwy aspekt ich postrzegania z perspektywy polityki wewnętrznej (w strukturach samych PFM) i zewnętrznej (ze strony ich mocodawców, społeczeństw, jak i międzynarodowych obserwatorów);

⁴¹² Idealnym rozwiązaniem w tym kontekście mogłoby okazać się wypracowanie metod pomiaru efektywności łączących aspekty finansowe oraz pozafinansowe (np. polityczne). Analiza tych drugich wykracza poza dyscyplinę i cel niniejszej monografii.

- **upolitycznienie** – publikowanie wszechstronnych wyników inwestycyjnych to pochodna odpowiedzialności instytucji finansowych wobec ich inwestorów, regulatorów oraz społeczeństw; w przypadku PFM jakość informacji powiązana jest z oczekiwaniami organów państwa-założycieli tych funduszy, co dla wielu PFM (pochodzących z państw o niskich standardach odpowiedzialności instytucji publicznych) nie stanowi priorytetu;
- **niska jakość zarządzania** – PFM dysponują zasobami, których skala i dostępność jest nieosiągalna dla wielu innych instytucji finansowych; mimo tych atutów wiele z PFM wykazuje ograniczone doświadczenie w realizowaniu konkurencyjnych (na tle pozostałych inwestorów instytucjonalnych) stóp zwrotu z zaangażowanego kapitału, co może skłaniać je do nieafiszowania się rezultatami swojej aktywności;
- **percepcja ryzyka** – ryzyko stanowi kontrowersyjny obszar teorii i praktyki zarządzania inwestycyjnego; w przypadku PFM dodatkową rolę odgrywają aspekty związane z ingerencją polityczną, m.in. w kontekście stabilności napływu aktywów do tych funduszy, czynionych przez nie wypłat, a także kontynuacji działalności przez te podmioty.

Mimo wskazanych powyżej zastrzeżeń i ograniczeń, empiryczne obserwacje efektywności inwestycyjnej PFM są konieczne dla kompleksowej oceny działalności tych instytucji i zostały tu podjęte. Wszelkie aspekty działalności PFM (stabilność, funkcje, konkurencyjność wobec innych narzędzi polityki finansowej oraz innych form zbiorowego inwestowania, zasilanie finansowe, dywersyfikacja inwestycyjna, odpowiedzialność społeczna) odnoszą się bowiem do kreacji⁴¹³ wartości inwestycyjnej przez te podmioty. Problematyka ta stanowi obszar badawczy analizy portfelowej.

7.2. Tradycyjne metody pomiaru efektywności portfelowej

W celu opisanego standardów zarządzania PFM posłużono się tu przede wszystkim tradycyjnymi metodami pomiaru efektywności inwestycyjnej⁴¹⁴, u podstaw których leży nowoczesna teoria portfela. Choć nowoczesna z nazwy, teoria ta zainicjowana została już w początku lat 50. XX w. wraz z głośnym dziełem H. Markowitza nt. selekcji portfelowej⁴¹⁵ i z upływem czasu doczekała się zarówno licznych teore-

⁴¹³ Lub destrukcji (jeśli owej efektywności brak).

⁴¹⁴ Przegląd literatury w: V. Le Sourd, *Performance Measurement for Traditional Investment Literature Survey*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Nicea styczeń 2007, s. 1–66.

⁴¹⁵ H. Markowitz, *Portfolio Selection*, "The Journal of Finance" 1952, vol. 7, no. 1, s. 77–91.

tycznych i praktycznych zastosowań⁴¹⁶ oraz rozwinięć⁴¹⁷, jak i polemik⁴¹⁸. Niezależnie od interpretacji metodyka tej teorii pozostaje kanonem oceny skuteczności zarządzania aktywami z perspektywy zewnętrznych i wewnętrznych obserwatorów.

Warto w tym miejscu podkreślić, że konstrukcja większości mierników efektywności inwestycyjnej, stosowanych w ramach analizy portfelowej, jest intuicyjna. Miary te pozwalają bowiem zobrazować stopień pokrycia stopami zwrotu (pomniejszonymi o stopę wolną od ryzyka lub benchmark) ponoszonego ryzyka (mierzonego w wieloraki sposób – najczęściej jako pewien rodzaj zmienności). Z reguły więc zarówno podmioty zarządzające aktywami inwestycyjnymi, jak i inwestorzy powierzający im swe środki, powinni zabiegać o możliwie jak najwyższe i najtrwalsze kształtowanie się tych miar w okresach inwestycji na tle konkurencji. W praktyce działalności zbiorowych form inwestowania klasyfikacja poszczególnych instytucji przybiera formę rankingów opartych na wskaźnikach efektywności portfelowej lub syntetycznych ratingów z różnym poziomem przejrzystości metodycznej⁴¹⁹.

Metody oceny jakości zarządzania inwestycyjnego nie sprowadzają się jedynie do wymienionych w tym rozdziale mierników. Wachlarz możliwych sposobów pomiaru efektywności portfelowej jest bogaty i ulega stałemu poszerzeniu. Zastosowana tu metodyka podyktowana jest powszechnością użycia w ramach działalności PFM – nie zaś wyrafinowaniem wykorzystywanych miar. Omawiane w tej monografii podmioty zaliczają się, na co wielokrotnie wskazywano, do alternatywnych zarządzających, a dodatkowo wiele z przejawów ich działania nosi cechy konserwatyzmu, a to nie omija praktyk zarządzania portfelowego.

7.2.1. Nominalne stopy zwrotu

Nominalne, tj. nieodnoszone do innych zmiennych (np. stopy wolnej od ryzyka, benchmarków lub inflacji), stopy zwrotu stanowią wciąż powszechną

⁴¹⁶ Por. F.J. Fabozzi i in., *The Legacy of Modern Portfolio Theory*, "The Journal of Investing" 2002, vol. 11, no. 3, s. 7–22.

⁴¹⁷ M.in. w postaci tzw. postmodernistycznej teorii portfela (ang. *post-modern portfolio theory*, PMPT), zob. B.M. Rom, K.W. Ferguson, *Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age*, "The Journal of Investing" 1993, vol. 2, no. 4, s. 27–33.

⁴¹⁸ Zob. uwagi nt. praktyk tzw. kreatywnej rachunkowości przy użyciu mierników analizy portfelowej oraz możliwych sposobów jej przeciwdziałania w: W. Goetzmann, *Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-proof Performance Measures*, "The Review of Financial Studies" 2007, vol. 20, issue 5, s. 1503–1546.

⁴¹⁹ Ze względu na liczne modyfikacje miar efektywności portfelowej, jakich dokonano po sformułowaniu pierwotnych wersji tych wskaźników, posłużono się tu metodyką przedstawioną w serwisie inwestycyjnym *Investopedia*: <http://www.investopedia.com/> (dostęp: 20.06.2017).

formę prezentowania wyników inwestycyjnych. W przypadku instytucji zarządzania aktywami poza PFM – na czele z podmiotami, które muszą aktywnie zabiegać o środki inwestorów detalicznych lub aktywa innych instytucji – zakres czasowy, za jaki prezentowane są wyniki tego rodzaju, często odpowiada najlepszym rezultatom notowanym ostatnio przez te podmioty (z naciskiem na wybrane okresy roczne). Dynamika napływu aktywów oraz ich rozkład pomiędzy poszczególnymi instytucjami zarządzającymi jest przy tym nie tylko wynikiem jakości zarządzania⁴²⁰, niezależności i poziomu odnoszących się do nich analiz⁴²¹, ale także innych czynników, na czele z tendencjami koniunkturalnymi, preferencjami i modami panującymi wśród inwestorów oraz skutecznością marketingu usług finansowych (opartego m.in. na aspektach emocjonalnych⁴²²).

Zasadniczym mankamentem oceny efektywności zarządzania przez pryzmat nominalnych stóp zwrotu jest nieodnoszenie ich do dochodowości konkurencyjnych inwestycji (tj. brak porównania do oportunistycznego kosztu kapitału). Brak uwzględnienia ryzyka towarzyszącego dokonywanym inwestycjom nie pozwala na miarodajne określenie jakości skutecznego gospodarowania ograniczoną pulą aktywów, co stanowi nie tylko postulat finansów, ale także ekonomii⁴²³. Na użytek prowadzonej tu analizy – z uwagi na niską jakość merytoryczną nominalnych stóp zwrotu jako miernika efektywności portfelowej – pominięto ich szersze omówienie oraz świadectwa wykazywane przez PFM.

7.2.2. Alfa Jensena

Alfa Jensena (ang. *Jensen's Alpha*, *Jensen's Measure*, *Jensen's Performance Index* lub skrótowo „alpha”) zaliczana jest do najpowszechniej stosowanych i najbardziej utrwalonych pojęciowo miar efektywności inwestycyjnej. Stosowana jest w celu wyznaczenia dodatkowych („nienormalnych” lub ponadprzeciętnych) stóp zwrotu (ang. *abnormal returns*) portfela inwestycyjnego w stosunku do ponoszonego ryzyka. Ryzyko to wywodzone jest z modelu wyceny aktywów kapitałowych (ang. *Capital*

⁴²⁰ Por. E.M. Remolona i in., *Market Returns and Mutual Fund Flows*, “FRBNY Economic Policy Review” 1997, s. 33–52.

⁴²¹ U. Bhattacharya i in., *Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study*, “The Review of Financial Studies” 2012, vol. 25, issue 4, s. 975–1032.

⁴²² W.N. Goetzmann i in., *Behavioral Factors in Mutual Fund Flows*, Yale ICF Working Paper, Yale International Center for Finance, Yale School of Management, New Haven grudzień 1999, no. 00–14, s. 1–37.

⁴²³ Np. w nowoczesnych podejściach definicyjnych zapoczątkowanych przez L. Robbinsa w: L. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan Publishers Ltd, Londyn 1932, s. 1–141.

Asset Pricing Model, CAPM)⁴²⁴, zaś kluczowym jego parametrem jest współczynnik beta (β), opisywany następującym wzorem⁴²⁵:

$$\beta = \frac{\text{kowariancja (ri,rm)}}{\text{wariancja rm}}$$

Całociowa formuła kalkulacji alfy Jensena (α) przybiera następującą postać:

$$\alpha = R(i) - (R(f) + \beta \times (R(m) - R(f))),$$

gdzie:

- $R(i)$ to średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusz dla rozpatrywanego okresu w ujęciu rocznym,
- $R(m)$ to średnia stopa zwrotu z portfela rynkowego dla rozpatrywanego okresu w ujęciu rocznym,
- $R(f)$ to stopa wolna od ryzyka,
- β (beta) to szacowana wrażliwość stóp zwrotu z inwestycji w fundusz na zmiany stopy zwrotu z benchmarku (parametr ryzyka) lub – w postaci numerycznej – kowariancja stopy zwrotu z inwestycji fundusz i zwrotu z portfela rynkowego, podzielona przez wariancję stopy zwrotu portfela rynkowego.

Alfa Jensena to bodaj jeden z najpopularniejszych sposobów kalkulowania efektywności zarządzania portfelowego. Jej intuicyjność, prostota oraz szeroki dostęp do danych empirycznych (służących obliczeniu podstawowych zmiennych zawartych w modelu) ułatwiają zastosowanie tego miernika. Alfa Jensena jest jednak obarczona ograniczeniami wynikającymi z zastosowania samego CAPM, który – choć szeroko stosowany w praktyce inwestycyjnej – zebrał dotąd wiele głosów krytyki⁴²⁶. Jednym z zasadniczych zarzutów wobec metodyki stosowanej dla kalkulacji alfy Jensena jest właśnie wykorzystanie bety jako kluczowego miernika ryzyka w całym modelu. Badania empiryczne w tej mierze skłaniają do

⁴²⁴ Szerzej m.in. w: W.F. Sharpe, *A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, "The Journal of Finance" 1964, vol. XIX, no. 3, s. 425–442 oraz w: J.L. Treynor, *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets*, Frankfurt 1962, s. 1–19 (nieopublikowana wersja artykułu), materiał dostępny na witrynie internetowej: <http://www.empirical.net/wp-content/uploads/2014/12/Treynor-Toward-a-Theory-of-Market-Value-of-Risky-Assets.pdf> (dostęp: 18.06.2017).

⁴²⁵ Investopedia: <http://www.investopedia.com/ask/answers/070615/what-formula-calculating-beta.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&co=40186> (dostęp: 20.06.2017).

⁴²⁶ E.F. Fama, K.R. French, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, "Journal of Economic Perspectives" 2004, vol.18, no. 13, s. 25–46.

niejednorodnych wniosków w kontekście skuteczności pomiaru ryzyka za pomocą tego wskaźnika⁴²⁷.

7.2.3. Wskaźnik Sharpe'a

Wskaźnik Sharpe'a (ang. *Sharpe Ratio*) – w oryginale określane jako wskaźnik nagrody do zmienności (ang. *reward-to-variability ratio*, R/V)⁴²⁸ – jest miernikiem efektywności portfelowej. Wskaźnik ten (S) można opisać następującym wzorem⁴²⁹:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\hat{\sigma}_p},$$

gdzie:

- R_p to średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusz dla rozpatrywanego okresu w ujęciu rocznym,
- R_f to stopa wolna od ryzyka,
- $\hat{\sigma}_p$ to odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu w danym okresie.

Zaletą tego wskaźnika, prócz intuicyjności oraz prostoty kalkulacji, jest wykorzystywanie uniwersalnej i powszechnie stosowanej miary ryzyka, jaką jest odchylenie standardowe. Do licznych ograniczeń miernika należy jednak zaliczyć oparcie kwantyfikacji zmienności na podstawie rozkładu normalnego stóp zwrotu (co bywa nadmiernym uproszczeniem dla wielu klas aktywów wykazujących asymetryczność w tym względzie). Kolejnym mankamentem tej metody pomiaru efektywności jest nierozróżnianie pomiędzy odchyleniem standardowym dodatnim lub ujemnym – przy czym jedynie to drugie jest negatywnie odbierane przez większość inwestorów. Inną słabością tego wskaźnika jest brak możliwości praktycznej interpretacji w przypadku osiągnięcia przez portfel stóp zwrotu niższych od stopy wolnej od ryzyka⁴³⁰. Dodatkowo, wskaźnik Sharpe'a kalkulowany bywa dla różnych okresów, przy czym z reguły wyższy poziom zmienności ujętej

⁴²⁷ Por. M. Baker i in., *Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly*, "Financial Analysts Journal" 2011, vol. 67, no. 1, s. 1–15 oraz L.K.C. Chan, J. Lakonishok, *Are the Reports of Beta's Death Premature? Let's Think Twice Before Rushing to Discard Beta*, "The Journal of Portfolio Management" 1993, vol. 19, no. 4, s. 51–62.

⁴²⁸ W.F. Sharpe, *Mutual Fund Performance*, "The Journal of Business" 1996, vol. 39, no. 1, part 2, s. 119–138.

⁴²⁹ Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp?ad=dirN&qo=serp-SearchTopBox&qsrc=1&co=40186> (dostęp: 20.06.2017).

⁴³⁰ Przy czym samo pojęcie „stopy wolnej od ryzyka”, m.in. w kontekście empirycznie odnotowywanych przypadków niewypłacalności państw (ang. *sovereign default*), bywa kontrowersyjne. Por. dyskusję w: A. Damodaran, *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, Stern School of Business, New York University, Nowy Jork grudzień 2008, s. 1–33.

w stosunku rocznym odnotowywany jest dla krótszych okresów stóp zwrotu⁴³¹. Problemem jest także nieodróżnianie „głębokości” strat – podobne rezultaty wskaźnika mogą wykazywać portfele obarczone sekwencją licznych, niewielkich uszczerbków wartości, a także jednego, bardzo dużego spadku wyceny⁴³².

7.2.4. Wskaźnik Sortino

Wskaźnik Sortino (ang. *Sortino Ratio*) stanowi modyfikację wskaźnika Sharpe’a, w ramach której zamiast stopy wolnej od ryzyka często stosowany jest poziom minimalnej oczekiwanej przez inwestora stopy zwrotu⁴³³. Nowatorstwo tego wskaźnika (wobec wskaźnika Sharpe’a) sprowadza się jednak do uwzględniania jako miary zmienności (a więc ryzyka) jedynie odchyień w dół od zakładanego poziomu, co stanowi odzwierciedlenie awersji do strat odczuwanej silniej (niż satysfakcja z ponadprzeciętnych zysków) przez większość inwestorów⁴³⁴. Wskaźnik Sortino (S_o) prezentowany jest więc w postaci następującej formuły⁴³⁵:

$$S_o = \frac{R_p - R_f}{\hat{\sigma}_d},$$

gdzie:

- R_p to średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusz dla rozpatrywanego okresu w ujęciu rocznym,
- R_f to stopa wolna od ryzyka lub minimalna akceptowana przez inwestora stopa zwrotu (ang. *minimum acceptable [rate of] return, MAR*),
- $\hat{\sigma}_d$ to ryzyko spadków stóp zwrotu funduszu w danym okresie.

Kwantyfikacja ryzyka przez wyodrębnianie potencjału spadków wyceny portfela inwestycyjnego odpowiada oczekiwaniom większości klientów zbiorowych form inwestowania. Mimo intuicyjnych walorów, wskaźnik Sortino wykazuje szereg ograniczeń – zarówno teoretycznych, jak i praktycznych. Przede wszystkim – w świetle prowadzonych badań empirycznych – nie zawsze udawało

⁴³¹ Por. dyskusję w: J. Cvitanic i in., *Implications of Sharpe Ratio as a Performance Measure in Multi-Period Settings*, Bank of Canada, Ottawa 26.01.2007, s. 1–35.

⁴³² Por. rozważania w materiałach Oxford Capital Strategies: <http://oxfordstrat.com/ideas/sharpe-ratio/> (dostęp: 17.06.2017).

⁴³³ F.A. Sortino, L.N. Price, *Performance Measurement in a Downside Risk Framework*, “The Journal of Investing” 1994, vol. 3, no. 3, s. 59–64.

⁴³⁴ Interpretacja ta zbieżna jest tzw. teorią perspektywy (ang. *prospect theory*), por. D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, “Econometrica” 1979, vol. 47, no. 2, s. 263–291.

⁴³⁵ Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp> (dostęp: 20.06.2017).

się uprawdopodobnić więz przyczynowo-skutkową między wyrafinowaniem pojęciowym i wachlarzem stosowanych mierników efektywności portfelowej a poprawą standardów selekcji zarządzających. Innymi słowy – do optymalnie dokonanej oceny zarządzających portfelem inwestycyjnym może w znakomitej większości przypadków wystarczyć instrumentarium oparte na prostych metodach pomiaru (np. w formie wskaźnika Sharpe’a)⁴³⁶. Ważne to jest m.in. w przypadku tej właśnie miary, której zastosowanie ogranicza zarówno dostępność danych na temat ujemnej zmienności stóp zwrotu portfeli form zbiorowego inwestowania, jak i dowolność w doborze minimalnej, akceptowanej przez inwestora stopy zwrotu.

Wielu obserwatorów, dostrzegając korzyści z koncentracji na ujemnej zmienności wyceny portfela, akcentuje mankamenty tego podejścia. Jednym z nich jest użyteczność obustronnego rozkładu stóp zwrotu (stosowanego we wskaźniku Sharpe’a) w prognozowaniu przyszłej zmienności, dla której niepełną podstawą może być kwantyfikacja samych spadków (wykorzystywana do obliczania wskaźnika Sortino)⁴³⁷.

7.2.5. Wskaźnik informacji

Wskaźnik informacji (ang. *Information Ratio*, *Appraisal Ratio*) stanowi kolejną z modyfikacji wskaźnika Sharpe’a. W ramach tej miary efektywności portfelowej, w miejsce stopy wolnej od ryzyka, stosowany jest benchmark odpowiadający profilowi danej inwestycji, zaś zasadnicze nowatorstwo zawarte w tym mierniku odnosi się do kwantyfikacji ryzyka. We wskaźniku informacji ryzyko przedstawiane jest bowiem za pomocą tzw. błędu odwzorowania (ang. *tracking error*, TE). Następujący wzór ukazuje konstrukcję wskaźnika informacji z uwzględnieniem kalkulacji błędu odwzorowania⁴³⁸:

$$S = \frac{R_p - R_i}{TE_{p-i}},$$

gdzie:

- R_p to średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusz dla rozpatrywanego okresu w ujęciu rocznym,

⁴³⁶ Por. badania dotyczące środowiska funduszy inwestycyjnych w: M. Eling, *Does the Measure Matter in the Mutual Fund Industry?* “Financial Analysts Journal” 2008, vol. 64, no. 3, s. 54–66.

⁴³⁷ D. Kidd, *The Sortino Ratio: Is Downside Risk the Only Risk that Matters?* Investment Performance Measurement, CFA Institute, Charlottesville 2012, s. 1–3.

⁴³⁸ Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/i/informationratio.asp?ad=dirN&qo=i-nvestopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186> (dostęp: 20.06.2017).

- R_i to stopa zwrotu z wybranego indeksu (benchmarku);
- TE_{p-i} to błąd odwzorowania (odchylenie standardowe różnicy między stopami zwrotu z portfela i stopami zwrotu z indeksu).

Wskaźnik informacji jest szeroko stosowanym narzędziem pomiaru efektywności portfelowej. Doceniany jest za wiele swoich zalet, bowiem ściśła więź z benchmarkiem stanowi o dyscyplinie zarządzania w ramach obranej polityki inwestycyjnej, jednakże miernik ten wykazuje także poważne ograniczenia⁴³⁹. Wyniki są bowiem wysoce zależne od wyboru benchmarku, którego selekcja stanowi przedmiot kontrowersji między inwestorami (i analitykami) oraz zarządzającymi (i ich dystrybutorami), gdyż jego niewłaściwe ustalenie niweluje korzyści z pomiaru efektywności. Kolejnym problemem jest brak uniwersalizmu w ocenie wyników efektywności przy porównaniach między klasami aktywów, a także niemożność zagregowanego podejścia do konstrukcji portfela inwestycyjnego danego właściciela (osoby fizycznej lub prawnej)⁴⁴⁰. Jeszcze inną słabością jest wrażliwość rezultatów na różne okresy dokonywanych obserwacji⁴⁴¹. Ewidentną pochodną uprzedzającego odnoszenia się do benchmarku może być – świadoma lub nie – „pasywizacja” zarządzania portfelowego ze strony *asset managerów*, którzy – w celu minimalizacji ryzyka w całym okresie inwestycji – mogą zbyt zachowawczo podchodzić do konstrukcji składników portfela, *de facto* odtwarzając benchmark⁴⁴².

7.3. Alternatywne metody pomiaru efektywności portfelowej

Alternatywne metody pomiaru efektywności portfelowej stanowią, z jednej strony, polemikę wobec tradycyjnych sposobów pomiaru wyników inwestycyjnych wypracowywanych przez instytucje finansowe, z drugiej zaś, próbę włączania do rachunku ekonomicznego działalności tych instytucji elementów pozafinansowych. Ze względu na zasadniczą tematykę tej monografii, której domeną

⁴³⁹ Wiele z nich zbieżnych jest z krytyką wskaźnika Sharpe’a. Zob. szerzej w: P. Cogneau, G. Hübler, *The 101 ways to measure portfolio performance*, HEC Management School, University of Liège, Liège 23.01.2009, s. 1–40.

⁴⁴⁰ Por. T.H. Goodwin, *The Information Ratio*, materiał zamieszczony na witrynie International Actuarial Association: <https://www.actuaries.org.uk/documents/information-ratio> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁴¹ F.J. Ambrosio, *An Evaluation of Risk Metrics*, „Vanguard Investment Counseling & Research”, no. FLGERM 0307, The Vanguard Group, Valley Forge 2007, s. 6.

⁴⁴² W skrajnym przypadku może to prowadzić do upodabniania się funduszu do ETF (przy znacznie wyższych niż w przypadku ETF kosztach zarządzania).

są zjawiska finansowe, w niniejszej części skupiono się na nietradycyjnych przesłankach pomiaru skuteczności działania o charakterze *stricte* finansowym.

7.3.1. Pozostałe nietradycyjne metody pomiaru efektywności inwestycyjnej

Ze względu na ograniczone ramy prezentowanej monografii nie może ona zawierać pełnego katalogu alternatywnych mierników efektywności portfelowej. Możliwym jest jednak podsumowanie tego rodzaju metod pomiaru w odniesieniu do podmiotów zbiorowego inwestowania⁴⁴³ – kategorii, do której przypisać można instytucjonalnych inwestorów, takich jak PFM.

Odejście od tradycyjnych metod oceny efektywności portfelowej może przybierać wiele form⁴⁴⁴. Najbardziej oczywistą i powszechną modyfikacją wskaźników analizy portfelowej jest stosowanie innych zmiennych niż zawarte w wyjściowych formułach. Dotyczyć to może np. zastępowania stopy wolnej od ryzyka wybranymi benchmarkami lub odmienną kwantyfikacji ryzyka. Podkreślić należy, że korekty klasycznych metod pomiaru efektywności portfelowej były dziełem nie tylko nowych pomysłodawców, ale także samych autorów tradycyjnych wskaźników, którzy z czasem dochodzili do wniosku, iż potrzebne są inne, bardziej wyrafinowane zmienne służące kwantyfikacji jakości zarządzania portfelowego⁴⁴⁵. Warto też w tym miejscu podkreślić, że obszarem najbardziej intensywnych dociekań badawczych jest problematyka identyfikacji i kalkulacji ryzyka, a więc mianownik większości szeroko stosowanych mierników analizy portfelowej.

Innym kierunkiem rozwoju metodyki pomiaru efektywności portfelowej jest posługiwanie się modelami wieloczynnikowymi (ang. *multi-factor models*). W ramach tych koncepcji stosowane są liczne kategorie zmiennych mikro- i makroekonomicznych, które mają kompleksowo odzwierciedlać poziom ryzyka inwestycyjnego. Najpopularniejszym bodaj, wyjściowym przykładem tych podejść, jest trójczynnikowy model E.F. Famy i K.R. Frencha⁴⁴⁶.

Kolejnym obszarem badań są kwestie preferencji inwestorskich i ich ujmowania w postaci wariantów funkcji użyteczności (ang. *utility functions*). Ze względu

⁴⁴³ Por. G.O. Aragon, W.E. Ferson, *Portfolio Performance Evaluation*, "Foundations and Trends in Finance" 2006, vol. 2, no. 2, s. 83–190.

⁴⁴⁴ Por. P. Cogneau, G. Hübner, *op. cit.*, s. 1–40.

⁴⁴⁵ W części empirycznej rozdziału wyszczególniono wyodrębniono analizy portfelowe w klasycznej, jak i zmodyfikowanej formie.

⁴⁴⁶ E.F. Fama, K.R. French, *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, "Journal of Financial Economics" 1993, no. 3, s. 3–56.

na subiektywizm w postrzeganiu ryzyka przez różne rodzaje inwestorów i heterogeniczność danych empirycznych umożliwiającą konstrukcję i monitorowanie tego typu funkcji, studia te postrzegane są jako wysoce kontrowersyjne.

Ostatnią, odrębną kategorią naukowej i praktycznej eksploracji, której celem jest ocena jakości zarządzania portfelem inwestycyjnym, jest grupa miar opartych na wycuciu czasu inwestycji i jej zakończenia (ang. *timing*). Przedmiotem zasadniczej analizy w tym ujęciu jest wartość tworzona przez zarządzających dzięki odpowiedniemu zaangażowaniu w aktywa portfelowe w stosunku do okresu i charakteru tendencji rynkowej.

Choć wielu badaczy kwestionuje nowatorstwo inteligentnej bety w pomiarze efektywności portfelowej⁴⁴⁷, jej coraz powszechniejsze użycie – także przez PFM – skłania do oddzielnego omówienia tej metodyki, co stanowi przedmiot następnej części tego rozdziału.

7.3.2. Inteligentna beta jako nowe podejście do pomiaru efektywności inwestycyjnej

Inteligentna beta, określana także betą strategiczną lub alternatywną (ang. *smart beta, strategic beta, alternative beta*)⁴⁴⁸ to relatywnie nowe, a zarazem modne pojęcie w świecie inwestycyjnym. W tym miejscu warto zastrzec, że niektórzy obserwatorzy kwestionują oryginalność inteligentnej bety i odnoszą to pojęcie do już ugruntowanych koncepcji zarządzania inwestycyjnego⁴⁴⁹.

Jako zakres pojęciowy inteligentnej bety przyjęto tu „nieważone kapitalizacją indeksowe strategie [inwestycyjne], które oparte są na spójnej metodyce ilościowej”⁴⁵⁰. Posłużono się więc, na potrzeby podjętej tu analizy, możliwie szeroką definicją inteligentnej bety, której zasady sprowadzić można do trzech głównych wyróżników:

- **odejście od kapitalizacji rynkowej/giełdowej** (ang. *market capitalization*, pot. *market cap*, także: *market value of equity*) jako struktury tworzenia indeksów służących do oceny efektywności portfelowej⁴⁵¹;

⁴⁴⁷ Dyskusja na ten temat została przeprowadzona w dalszej części niniejszego rozdziału.

⁴⁴⁸ A.B. Davidow, *Strategic beta strategies: An evaluation of different approaches*, Schwab Center for Financial Research, Charles Schwab & Co., San Francisco 2016, s. 1–15.

⁴⁴⁹ C.S. Asness, J.M. Liew, *Smart Beta Not New, Not Beta, Still Awesome*, AQR, Greenwich wrzesień 2014, s. 1–4.

⁴⁵⁰ J. Hsu i in., *An Investor's Guide to Smart Beta Strategies*, "The American Association of Individual Investors Journal" 2012, s. 11–16.

⁴⁵¹ Krytyka kapitalizacji giełdowej jako podstawy tworzenia indeksów (służących za benchmarki) w: J.C. Hsu, *Cap-Weighted Portfolios Are Sub-Optimal Portfolios*, "Journal of Investment Management"

- **użycie ilościowych czynników inwestycyjnych** (ang. *factors*⁴⁵²), które mają stanowić (niepowiązane z kapitalizacją giełdową) kryteria konstrukcji indeksów w kontekście uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu;
- **spójność zastosowania w ramach jednej strategii** – przyjąć więc można, że inteligentna beta wykorzystywana w ramach jednego sposobu inwestowania jest wykorzystywana konsekwentnie w przypadku danej strategii. Wspomniane czynniki warunkujące ponadprzeciętne stopy zwrotu⁴⁵³ mogą utrzymywać się na rynkach inwestycyjnych z trzech zasadniczych powodów:
 - **behawioralne** – występowanie pozaracjonalnych świadectw funkcjonowania rynków inwestycyjnych jest szeroko znane i empirycznie dowiedzione – umiejętne zaprojektowanie strategii inwestycyjnej opartej na tych niedoskonałościach może owocować uzyskiwaniem konkurencyjnych stóp zwrotu;
 - **premie za ryzyko** – dowiedzione jest istnienie (w niektórych obszarach rynków finansowych) ugruntowanych stóp zwrotu przewyższających ponoszone ryzyko, co może stwarzać korzyści inwestycyjne;
 - **cechy strukturalne** – wiele rynków finansowych podlega formalnym regulacjom wynikającym z istnienia opodatkowania, stosowania krótkiej sprzedaży, ograniczeń zmienności rynków, struktury portfeli instytucji finansowych itp., co może powodować nieefektywności w wycenie aktywów inwestycyjnych i przekładać się na okazje inwestycyjne.

W tabeli 39 ujęto systematykę ilustrację czynników stosowanych do konstrukcji inteligentnej bety w praktyce instytucji zarządzania aktywami. W zestawieniu tym można spostrzec różnorodność zmiennych, które umożliwiają zastosowanie omawianej strategii. Można oczekiwać, że wraz z rozwojem rynków finansowych, zbiór tych czynników uległ będzie dalszemu poszerzeniu.

Ostatecznym wyznacznikiem użyteczności metod pomiaru efektywności portfelowej jest ich zastosowanie w praktyce inwestycyjnej instytucji finansowych. Biorąc pod uwagę zasadniczą tematykę prezentowanej monografii, skoncentrowano się na świadectwach analizy portfelowej wykorzystywanych przez światowe PFM.

2006, vol. 4, no. 3, s. 1–10.

⁴⁵² Por. A. Ang, *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*, Oxford University Press, 1st edition, Oksford 2014, s. 1–720.

⁴⁵³ Por. dyskusję nt. empirycznego zastosowania inteligentnej bety w kontekście tych czynników w: N. Amenc i in., *Alternative Equity Beta Investing: A Survey*, EDHEC-Risk Institute, Nicea lipiec 2015, s. 1–178.

Tabela 39. Przykłady czynników stosowanych w ramach inteligentnej bety

Nazwa	Kategoria	Charakterystyka
Ekonomiczne (ang. <i>economic</i>)	Makroekonomiczne	Niemożliwe do zdwersyfikowania (systematyczne) kategorie ryzyka, które prowadziły do pozytywnych, oczekiwanych stóp zwrotu w długich okresach i powiązane były z makroekonomicznymi właściwościami rynków finansowych
Kredytowe (ang. <i>credit</i>)		
Inflacyjne (ang. <i>inflation</i>)		
Realnych stóp zwrotu (ang. <i>real rates</i>)		
Płynności (ang. <i>liquidity</i>)		
Rynków wschodzących (ang. <i>emerging markets</i>)	Stylu	Wykorzystywanie premii za ryzyko, związanej z pewnymi segmentami rynków finansowych i właściwościami poszczególnych aktywów finansowych
Wartości (ang. <i>value</i>)		
Momentu (ang. <i>momentum</i>)		
Jakości (ang. <i>quality</i>)		
Wielkości (ang. <i>size</i>)		
Niskiej zmienności (ang. <i>low volatility</i>)		
Różnic stóp procentowych (ang. <i>carry</i>)		
Krzywej dochodowości (ang. <i>curve</i>)		
Wypukłości (ang. <i>convexity</i>)		
Selekcji papierów wartościowych (ang. <i>security selection</i>)		
Selekcji państw i branż (ang. <i>country and industry selection</i>)		
Timingu rynkowego i czynnikowego (ang. <i>market and factor timing</i>)		

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Ang, *Smart Beta Guide*, BlackRock Asset Management Canada Limited, Montreal 2016, s. 1–68.

7.4. Empiryczne przykłady pomiaru efektywności działania państwowych funduszy majątkowych

Analiza świadectw pomiaru efektywności portfelowej stanowi samoistny i rozległy problem badawczy. Wynika to z (wcześniej omawianej) komplikacji pojęciowej, a także z heterogeniczności środowiska PFM. Dodatkowym czynnikiem są szeroko akcentowane ograniczenia w dostępie do informacji. Wiele z omawianych funduszy stosuje w tym zakresie niejednorodne standardy – jakość informacji udostępnianych kluczowemu interesariuszowi (organom państwowym) znacznie przekracza dane, które upowszechniane są w mediach (tradycyjnych lub społecznościowych). Praktyczną i dość kłopotliwą barierą jest używanie języków

narodowych w relacjach inwestorskich podejmowanych przez liczne PFM. Niektóre z tych języków mają wymiar jedynie lokalny. Liczne podmioty omawianego typu mają zwyczaj podawać do publicznej wiadomości jedynie nominalne stopy zwrotu, często w sposób wyrywkowy.

7.4.1. Państwowe fundusze majątkowe publikujące wyniki inwestycyjne odniesione do ryzyka

Przegląd metod pomiaru efektywności portfelowej PFM należy opatrzyć następującymi uwagami wstępnymi, których zaakceptowanie stanowi warunek miarodajnej interpretacji standardów zarządzania tych instytucji:

- zbiór metod pomiaru efektywności portfelowej determinowany jest, o czym wspomniano na wstępie, nie przez subiektywnie pojmowaną wartość merytoryczną lub zaawansowanie koncepcyjne stosowanych metod, ale przez **empiryczne przykłady** ich zastosowania przez PFM, które znajdują odzwierciedlenie w publicznie dostępnej dokumentacji;
- pod uwagę wzięto tylko te świadectwa pomiaru efektywności portfelowej, które są **jawne**, tj. pominięto doniesienia medialne na temat wewnętrznego wykorzystania wskaźników analizy portfelowej przez PFM, które nie znajdują oparcia w jakichkolwiek informacjach publicznych;
- uwzględniono tylko te mierniki efektywności portfelowej, które kalkulowane i publikowane są przez PFM w sposób **spójny** (tj. nie zaliczono do tego zbioru wyrywkowo publikowanych danych na temat nominalnych stóp zwrotu, benchmarków, miar ryzyka, które nie są zbiorczo raportowane w formie całościowych wskaźników analizy portfelowej);
- **nie** uwzględniono **nieempirycznych** symulacji wyników tworzonych *ex post* przez zewnętrzne (wobec PFM) instytuty badawcze, które zazwyczaj oparte są na licznych założeniach i mogą abstrahować od rzeczywistej struktury i dynamiki portfela inwestycyjnego.

W tabeli 40 zebrano dostępne publicznie doniesienia o użyciu wskaźników analizy portfelowej. Wśród dziewięciu PFM (na 80 działających obecnie na świecie) wykorzystujących te metody, zastosowanie znalazły wskaźniki: Sharpe'a, Sortino, informacji, alfa Jensena (wraz z modyfikacjami) oraz inteligentna beta (którą można zakwalifikować jako modyfikację tradycyjnej bety). Przegląd zastosowania mierników efektywności portfelowej objął wszystkie aktywne obecnie PFM, choć w praktyce tylko kilka z nich angażuje się w spójny, wszechstronny i jawny pomiar skuteczności swego działania.

Tabela 40. Deklaracje wykorzystywania przez PFM miar efektywności portfelowej (stan na 31.07.2017)

Lp.	PFM	S	S (m)	So	So (m)	IR	IR (m)	α	α (m)	β (m)
1	Government Pension Fund – Global (Norwegia)									
2	Alaska Permanent Fund (USA)									
3	Temasek Holdings (Singapur)									
4	New Zealand Superannuation Fund (Nowa Zelandia)									
5	New Mexico State Investment Council (USA)									
6	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (USA)									
7	Sovereign Fund of Brazil (Brazylia)									
8	China Investment Corporation (Chiny)									
9	Abu Dhabi Investment Authority (ZEA)									
Σ (suma PFM stosujących miernik)		9	3	1	3	7	3	5	3	5

Zastosowano następujące skróty: S – wskaźnik Sharpe'a; So – wskaźnik Sortino; IR – wskaźnik informacji; α – alfa Jensena; β – inteligentna beta. Indeks „m” oznacza modyfikację wskaźników (zastosowanie innych zmiennych, niż te w przedstawionych wcześniej, wyjściowych formułach). W przypadku bety (β) „m” oznacza inteligentną betę. Cieniem wyróżniono wykorzystywanie przez PFM poszczególnych mierników efektywności portfelowej, które znajduje odzwierciedlenie w dokumentacji poszczególnych funduszy, ich organów założycielskich, nadzorczych, a także doradców zaangażowanych przez te podmioty w świadczenie usług analizy portfelowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych poszczególnych PFM, a także zestawień: E. Korbus, *The smart beta as a new metric of global sovereign wealth funds' investment activity*, SSRN 2017 (nieopublikowana) oraz RVK, *Global Sovereign Fund Universe*, Portland 2016.

Przeгляд zastosowania przez PFM mierników efektywności inwestycyjnej prowadzi do kilku wniosków natury systematyzującej. Są to następujące spostrzeżenia:

- **znikoma popularność analizy portfelowej** – znakomita większość PFM albo nie interesuje się w sposób konsekwentny monitorowaniem skuteczności swych inwestycji, albo nie jest skłonna dzielić się ich wynikami ze światem zewnętrznym (na czele ze społeczeństwami, których bogactwo PFM mają, w teorii, pomnażać);
- relatywnie wysoka jakość analizy portfelowej dokonywanej przez **wyspecjalizowane podmioty zewnętrzne** – ewidentnym przykładem jest tu amerykańska firma RVK obsługująca wiele PFM⁴⁵⁴; można więc zaryzykować

⁴⁵⁴ Usługi RVK w tym względzie opisane są na oddosnej stronie internetowej tej spółki: https://www.rvkinc.com/services/performance_reporting.php (dostęp: 30.06.2017).

- pogląd, iż powierzenie zewnętrznemu doradcy tej funkcji stwarza dodatkową nadzieję na profesjonalizm tego przedsięwzięcia – choć nie zawsze jego wyniki są prezentowane publicznie;
- **dominacja wskaźnika Sharpe’a** – ewidentnym jest masowe stosowanie wskaźnika Sharpe’a; wśród PFM skłonnych do publikowania swoich wyników miernik ten ma wiodącą pozycję; prócz funkcjonalności i prostoty tej miary, powodem może być jej uniwersalizm w kwantyfikacji zmienności odmiennych klas aktywów składających się na portfele PFM;
 - **powszechność użycia wskaźnika informacji** – co interesujące, w przeciwieństwie do wielu innych inwestorów instytucjonalnych (na czele z funduszami inwestycyjnymi), gdzie miernik ten nie jest nagminnie stosowany, PFM, które raportują swoje wyniki odniesione do ryzyka, relatywnie często posługują się tym kwantyfikatorem;
 - **koncentracja użycia mierników** – wiele PFM zaangażowanych w publikację odnoszonych do ryzyka wyników zarządzania portfelowego korzysta z więcej niż jednego sposobu pomiaru efektywności (zapewne użycie jednego z mierników skłania PFM do wykorzystywania następnych i profesjonalizacji standardów zarządzania portfelowego za pomocą komparatywnej analizy portfelowej);
 - **względnie wąskie raportowanie wskaźnika alfa Jensena** – ze względu na konieczność odwoływania się do różnorodnych benchmarków w portfelach o znacznej dywersyfikacji i szerokim udziale nie płynnych klas aktywów, PFM rzadko publikują alfę Jensena w porównaniu do innych form zbiorowego inwestowania (np. funduszy inwestycyjnych), gdzie miernik ten jest często stosowany⁴⁵⁵;
 - **rzadkie raportowanie wskaźnika Sortino** – prócz problemów z konsekwentną kalkulacją ujemnej zmienności portfeli, pewnym argumentem przemawiającym za ambiwalencją w stosunku do tego miernika jest skrajnie długi horyzont inwestycji PFM i wyjątkowa tolerancja wobec krótko- i średnioterminowych strat, których kontrola nadmiernie mogłaby ograniczać korzyści wynikające z antycyklicznego inwestowania aktywów PFM;
 - **częste stosowanie modyfikacji wskaźników** – wiele PFM decyduje się eksperymentować z zastosowaniem wskaźników analizy portfelowej, zmieniając ich strukturę, co może być podyktowane zarówno chęcią

⁴⁵⁵ Por. profile analizy portfelowej światowych funduszy inwestycyjnych publikowane w serwisie „Morningstar” i użycie tam Alfę Jensena: <http://www.morningstar.com/funds.html> (dostęp: 30.06.2017).

dostosowania tych mierników do potrzeb poszczególnych PFM, jak i swoistym „kreatywnym raportowaniem”⁴⁵⁶ wyników inwestycyjnych ze strony niektórych funduszy;

- **szerokie deklaracje wykorzystania tzw. inteligentnej bety** – na tle rzadkiego użycia tradycyjnych miar efektywności portfelowej zastanawiać może relatywnie duża popularność inteligentnej bety, która stanowi zaawansowaną formę oceny efektywności inwestycyjnej; wytłumaczeniem jest tu zarówno stosowanie wewnętrznych (niepublikowanych) mierników tradycyjnej analizy portfelowej, jak i wykorzystywanie inteligentnej bety jako swoistego chwytu medialnego – nieosadzonego w całościowej metodyce oceny wyników inwestycyjnych.

7.4.2. Wybrane wyniki państwowych funduszy majątkowych odniesione do ryzyka

Wśród PFM publikujących swoje wyniki inwestycyjne odniesione do ryzyka dominują instytucje o wysokim poziomie ogólnej przejrzystości, pochodzące z państw o podobnie rozwiniętych standardach raportowania przejawów życia gospodarczego, a także fundusze działające w wielu jurysdykcjach i zmuszone – w stosunku do swoich kontrahentów oraz instytucji nadzoru – do ujawniania szerokiego zakresu informacji transakcyjnych. Nie dziwi to w kontekście zmiennych agregowanych w postaci wskaźników analizy portfelowej, z których większość obejmuje nominalne stopy zwrotu, pomniejszone o przyjęty poziom oportunistycznego kosztu kapitału i odniesione do wybranej miary ryzyka. Jak wspomniano już w tym rozdziale, syntetyczny charakter tych mierników implikuje kompleksowy zbiór danych stosowanych do ich kalkulacji, co z kolei stanowi kluczowy element szeroko pojętej otwartości informacyjnej, a także odpowiedzialności wobec mocodawców (założycieli) PFM⁴⁵⁷.

Zgodnie z danymi zawartymi w tabeli 40, grupa PFM, która deklaruje zastosowanie mierników efektywności portfelowej, sprowadza się do następujących podmiotów:

⁴⁵⁶ W szczególności, jeśli praktyka ta prowadzi do bardziej korzystnych wskazań mierników analizy portfelowej, niż te skonstruowane w klasyczny sposób.

⁴⁵⁷ Zob. porównawcze dane na temat pomiaru efektywności portfelowej na tle poszczególnych PFM oraz ich suwerenów (załączniki 1–80).

1. Government Pension Fund – Global, GPFG (Norwegia)

Norweski PFM jest wzorem przejrzystości dla całego środowiska omawianych instytucji, co przekłada się na wszechstronną publikację mierników efektywności portfelowej. Poza wskaźnikiem Sortino, którego dyskusyjną użyteczność dla potrzeb oceny skuteczności zarządzania przez PFM zilustrowano w części teoretycznej tego rozdziału, GPFG dokonuje kalkulacji wszystkich innych, powszechnie stosowanych wskaźników analizy portfelowej (także w wersjach zmodyfikowanych)⁴⁵⁸. Fundusz ten przeprowadza przy tym dogłębną analizę wpływu różnorodnych czynników (ang. *factors*) na kształtowanie się wyników inwestycyjnych, czyli *de facto* stosuje metodykę odpowiadającą inteligentnej becii. Wszystkie wyniki inwestycyjne odniesione do ryzyka zawarte zostały w obszernym raporcie *Return and Risk*⁴⁵⁹ wydawanym corocznie od 2015 r. Co interesujące, mierniki efektywności portfelowej podawane są dla różnych szeregów czasowych, także wieloletnich⁴⁶⁰.

W tabelach 41 i 42 zawarto przekrojowe wyniki inwestycyjne (odnoszone do ryzyka) GPFG za różne okresy. Wyniki kalkulowane są na podstawie następujących mierników:

- wskaźnik informacji – miernik ten stosowany jest przez GPFG w klasycznej formie (scharakteryzowanej wcześniej w tym rozdziale).
- alfa Jensena – GPFG wykorzystuje tę metodę pomiaru także w standardowej formie (jej definicję także zaprezentowano w niniejszym rozdziale),
- wskaźnik Appraisal⁴⁶¹ – to relatywne *novum* na tle powszechnie stosowanych mierników analizy portfelowej; w interpretacji GPFG wskaźnik ten kalkulowany jest jako alfa Jensena podzielona przez ryzyko niesystematyczne wynikające z CAPM⁴⁶²,
- wskaźnik Sharpe'a – ta metoda pomiaru figuruje w raportach GPFG w standardowej formie.

Analiza wyników GPFG za poszczególne okresy wykazane w najnowszym ze sprawozdań prowadzi do następujących wniosków:

- wiodąca rola i wysokie wartości wskaźnika informacji – nieprzypadkowo miernik podawany jest przez GPFG na początku, bowiem GPFG uczynił

⁴⁵⁸ Skrót na temat wyników funduszu na jego witrynie internetowej: <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/> (dostęp: 31.07.2017).

⁴⁵⁹ *Return and Risk*, Government Pension Fund Global, Norges Bank Investment Management, Oslo 2017, no. 03, s. 1–72.

⁴⁶⁰ *Ibidem*.

⁴⁶¹ Sformułowany przez Treynora i Blacka: J.L. Treynor, F. Black, *How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection*, "The Journal of Business" 1973, vol. 46, no. 1, s. 66–86.

⁴⁶² Model objaśniono wcześniej w tym rozdziale.

z niego kluczowy element sukcesu prowadzonego zarządzania portfelowego (występuje maksymalny limit tzw. błędu odwzorowania w polityce inwestycyjnej tego PFM⁴⁶³), co uznać należy za czynnik ograniczający kreatywną dywersyfikację portfela oraz maksymalizację jego wartości w kontekście międzypokoleniowej strategii GPFG⁴⁶⁴,

- mierne wyniki i chwiejność poziomu pozostałych wskaźników – jak wspomniano, „przywiązanie” portfela GPFG do benchmarków przez priorytetyzację wskaźnika informacji (a więc ścisłą kontrolę tzw. błędu odwzorowania) krępuje zarządzających GPFG w doborze lokat portfelowych i poddaje wyniki GPFG ogólnym trendom w poszczególnych klasach aktywów – na czele z indeksami giełdowymi⁴⁶⁵,
- potencjał poprawy rezultatów inwestycyjnych – przy krytycznych uwagach co do obecnego kształtu polityki inwestycyjnej GPFG, ten PFM dysponuje zapleczem i kompetencjami pozwalającymi na znacznie lepszą efektywność portfelową (w niektórych przedziałach czasowych badane wskaźniki notują wysokie wartości; tabele 41 i 42).

Tabela 41. Wyniki inwestycyjne Government Pension Fund-Global (GPFG) odniesione do ryzyka, za poszczególne okresy, w ujęciu rocznym, bez uwzględnienia opłat (stan na 31.12.2017)

Okres	Od 01.01.1998	Ostatnie 10 lat	Ostatnie 5 lat	Ostatnie 3 lata
Cały portfel				
Wskaźnik informacji	0,42	0,22	0,73	1,22
Alfa Jensena	0,08	-0,19	0,13	0,32
Wskaźnik appraisal	0,14	-0,27	0,36	0,98
Wskaźnik Sharpe'a	0,01	-0,02	0,02	0,05
Portfel akcyjny				
Wskaźnik informacji	0,68	0,37	0,88	1,36
Alfa Jensena	0,42	0,09	0,14	0,38
Wskaźnik appraisal	0,59	0,15	0,35	1,02
Wskaźnik Sharpe'a	0,03	0,01	0,01	0,04

⁴⁶³ To 125 punktów bazowych, a więc 1,25 punktu procentowego: <https://www.nbim.no/en/investments/investment-risk/> (dostęp: 17.07.20180).

⁴⁶⁴ Przywołać należy zastrzeżenia co do użyteczności wskaźnika informacji w ocenie skuteczności zarządzania sformułowane w części teoretycznej tego rozdziału.

⁴⁶⁵ Biorąc pod uwagę międzypokoleniowy horyzont działalności tego PFM powinien od odpowiednio skonstruować alokację swego portfela, wykorzystując możliwość inwestycji m.in. w aktywa alternatywne. Krytyczna opinia autora w tym względzie nie jest odosobniona, por. rozważania S. Kapoor pt. *How Not to Run a Sovereign Wealth Fund* w “Bloomberg Opinion”: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-12-04/how-not-to-run-a-sovereign-wealth-fund> (dostęp: 17.07.2018).

Okres	Od 01.01.1998	Ostatnie 10 lat	Ostatnie 5 lat	Ostatnie 3 lata
Portfel instrumentów o stałym dochodzie				
Wskaźnik informacji	0,15	0,14	-0,06	0,24
Alfa Jensena	0,16	0,2	0,23	0,26
Wskaźnik appraisal	0,15	0,14	0,59	0,79
Wskaźnik Sharpe'a	0,01	-0,03	0,08	0,09

Portfel akcyjny GPFG badany od 01.01.1999 r. Do 31.12.2016 r. portfele: akcyjny i obligacyjny GPFG były zagregowane dla celów zarządzania.

Źródło: Norges Bank Investment Management, *Return and Risk*, no. 03, Government Pension Fund Global, Oslo 2017, s. 1–72.

Tabela 42. Wyniki inwestycyjne Government Pension Fund-Global (GPFG) odniesione do ryzyka, za poszczególne okresy, w ujęciu rocznym, bez uwzględnienia opłat (stan na 31.12.2017)

Okres	1998–2002	2003–2007	2008–2012	2013–2017
Cały portfel				
Wskaźnik informacji	0,96	0,91	0,09	0,73
Alfa Jensena	0,43	0,16	-0,15	0,13
Wskaźnik appraisal	1,03	0,41	-0,17	0,36
Wskaźnik Sharpe'a	0,07	0,03	-0,01	0,02
Portfel akcyjny				
Wskaźnik informacji	0,87	1,07	0,13	0,88
Alfa Jensena	1,03	0,53	0,09	0,14
Wskaźnik appraisal	1,06	0,72	0,13	0,35
Wskaźnik Sharpe'a	0,06	0,05	0,00	0,01
Portfel instrumentów o stałym dochodzie				
Wskaźnik informacji	0,52	0,08	0,22	-0,06
Alfa Jensena	0,16	0,05	0,15	0,23
Wskaźnik appraisal	0,52	0,13	0,08	0,59
Wskaźnik Sharpe'a	0,05	0,02	-0,11	0,08

Portfel akcyjny GPFG badany od 01.01.1999 r. Do 31.12.2016 r. portfele: akcyjny i obligacyjny GPFG były zagregowane dla celów zarządzania.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Norges Bank Investment Management, *op. cit.*, s. 1–72.

GPFG jako jedyny z populacji PFM, publikuje wszechstronne dane na temat metodyki tzw. czynników inwestycyjnych (ang. *factors*), tj. pomiaru zbieżnego z użyciem inteligentnej bety. Metodyka ta, w przypadku portfela akcji, oparta jest na modelu pięcioczynnikowym (ang. *five-factor model*) E.F. Fama i K.R. Frencha⁴⁶⁶.

⁴⁶⁶ E.F. Fama, K.R. French, *A five-factor asset pricing model*, "Journal of Financial Economics" 2015, no. 116, s. 1–22.

W zakresie portfela instrumentów o stałym dochodzie, selekcja czynników inwestycyjnych stanowi odwołanie do innego dzieła obu wymienionych autorów⁴⁶⁷.

W tabelach 43, 44 oraz 45 zawarto analizę wpływu czynników inwestycyjnych dla trzech portfeli tego PFM: akcji, instrumentów o stałym dochodzie oraz portfela sumarycznego. GPFG prowadzi bowiem analizę wieloczynnikową wpływu wybranych zmiennych na kreację stóp zwrotu. W tym kontekście dane zawarte w tabelach można objaśnić w sposób następujący:

- **współczynniki regresji** – obrazują wpływ poszczególnych czynników w ujęciu historycznym,
- **stałe regresji** – są świadectwem wartości powstającej w wyniku zarządzania, która wykracza poza wpływ czynników badanych w ramach regresji,
- **wariancja wyrażona w procentach** (współczynnik determinacji R^2) – to zakres, w jakim badane czynniki odpowiadają za zmienność stóp zwrotu poszczególnych portfeli.

W przypadku zarządzania przez GPFG portfelem akcji stopy zwrotu jednoznacznie pozytywnie reagowały na czynniki wyboru segmentu rynku oraz małych spółek, zaś jednoznacznie negatywnie na wybór strategii inwestycyjnej. W przypadku czynników dotyczących wyceny spółek lub ich rentowności wpływ ten był mieszany. Badane czynniki stanowiły wytłumaczenie dla 35%–45% zmienności stóp zwrotu portfela akcji zarządzanego przez GPFG w poszczególnych okresach (tabela 43).

Tabela 43. Zarządzanie portfelem akcji GPFG – analiza regresji względnych stóp zwrotu w USD (przed uwzględnieniem kosztów zarządzania) w okresie 01.01.1999–31.12.2017

Okres próby	Staća regresji (pb. w skali rocznej)	Współczynniki regresji					Wariancja wyrażona w % (współczynnik determinacji R^2)
		Rynek	Małe wobec dużych	Tanie wobec drogich	Rentowne wobec nierentownych	Konserwatywne wobec agresywnych inwestycji	
Od 01.01.1999	37	0,02	0,05	-0,01	0,01	-0,02	45
Ostatnich 10 lat	24	0,02	0,03	0,00	-0,02	-0,04	45
Ostatnich 5 lat	26	0,02	0,02	0,01	-0,02	-0,03	35

Pogrubioną czcionką wyróżniono istotne wartości współczynników regresji przy 5% poziomie ufności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Norges Bank Investment Management, *op. cit.*, s. 1–72.

⁴⁶⁷ E.F. Fama, K.R. French, *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, "Journal of Financial Economics" 1993, no. 33, s. 3–56.

Zarządzanie przez GPFG portfelem instrumentów o stałym dochodzie także prowadzi do ciekawych spostrzeżeń. Stopy zwrotu z tego portfela w badanych okresach podatne były na dobór emitentów pod względem wypłacalności (modyfikowanej czasem trwania instrumentu). Odwrotny wpływ miał miejsce w przypadku samego okresu instrumentów. Analizowane czynniki odpowiadały 28%–41% zmienności stóp zwrotu portfela instrumentów o stałym dochodzie zarządzanego przez GPFG w poszczególnych okresach (tabela 44).

Tabela 44. Zarządzanie portfelem instrumentów o stałym dochodzie GPFG – analiza regresji względnych stóp zwrotu w USD (przed uwzględnieniem kosztów zarządzania) w okresie 01.01.1998–31.12.2017

Okres próby	Stała regresji (pb. w skali rocznej)	Współczynniki regresji		Wariancja wyrażona w % (współczynnik determinacji R ²)
		Ryzyko braku spłaty (modyfikowane czasem trwania instrumentu)	Okres	
Od 01.01.1998	11	0,07	-0,01	28
Ostatnich 10 lat	3	0,09	-0,02	35
Ostatnich 5 lat	17	0,00	-0,05	41

Pogrubioną czcionką wyróżniono istotne wartości współczynników regresji przy 5% poziomie ufności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Norges Bank Investment Management, *op. cit.*, s. 1–72.

Tabela 45. Zarządzanie całością portfela GPFG – analiza regresji względnych stóp zwrotu w USD (przed uwzględnieniem kosztów zarządzania) w okresie 01.01.1998–31.12.2017

Okres próby	Stała regresji (pb. w skali rocznej)	Współczynniki regresji							Wariancja wyrażona w % (współczynnik determinacji R ²)
		Rynek	Małe wobec dużych	Tanie wobec drogich	Rentowne wobec nierentownych	Konserwatywne wobec agresywnych inwestycji	Ryzyko braku spłaty (modyfikowane czasem trwania instrumentu)	Okres	
Od 01.01.1998	7	0,02	0,03	0,01	0,02	-0,02	0,03	-0,01	55
Ostatnich 10 lat	-3	0,02	0,04	0,02	0,02	-0,04	0,03	-0,01	65
Ostatnich 5 lat	18	0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,01	-0,04	60

Pogrubioną czcionką wyróżniono istotne wartości współczynników regresji przy 5% poziomie ufności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Norges Bank Investment Management, *op. cit.*, s. 1–72.

W tabeli 45 zawarto badanie wpływu czynników na całość portfela inwestycyjnego GPFG w poszczególnych okresach od 01.01.1998 do 31.12.2017. Wpływ tych zmiennych na stopy zwrotu odnotowywane przez GPFG w ujęciu sumarycznym w przeważającej mierze da się zinterpretować oddziaływaniem obu, wcześniej omówionych, kategorii portfeli; pewnym odstępstwem są czynniki rentowności oraz wyceny dla niektórych przedziałów czasowych. Badanym czynnikom można przypisać 55%–65% zmienności stóp zwrotu portfela całościowego zarządzanego przez GPFG w poszczególnych okresach.

2. Alaska Permanent Fund, APFC (USA)

Dokument, w którym wyłożone są zasady polityki inwestycyjnej tego PFM, to *Alaska Permanent Fund Corporation Investment Policy*⁴⁶⁸, a jego ostatnia edycja pochodzi z 6.12.2016 r. Zasady te stanowią zbiór zaleceń dla organów tego PFM na temat wszechstronnych aspektów prowadzenia działalności inwestycyjnej. W ramach tych zasad zawarty jest wymóg kalkulacji (przez wynajętą firmę konsultingową) wskaźników: Sharpe'a, informacji i Sortino, a także użycia ilościowych czynników inwestycyjnych (ang. *factors*), tj. metodyki zbieżnej z inteligentną betą. W praktyce PFM publikuje – prócz raportów rocznych i miesięcznych, w których zakres analizy portfelowej jest nikły – obszerne sprawozdanie *Quarterly Meeting of the Board of Trustees*⁴⁶⁹. Raport zawiera obliczenia wymienionych trzech wskaźników tradycyjnych metod pomiaru efektywności portfelowej, a także nawiązania do obserwacji wymienionych czynników. Fundusz ten współpracuje z State Street Global Advisors (SSGA) w tworzeniu pasywnych inwestycji, których metodyczną podstawą jest inteligentna beta⁴⁷⁰. Uwagę zwracają:

- wysokie wartości wskaźnika Sharpe'a – APFC może poszczycić się bardzo konkurencyjnymi długookresowymi wynikami analizy portfelowej (blisko 10. percentyla grupy porównawczej złożonej z form zbiorowego inwestowania o aktywach wyższych od 1 mld USD), co świadczy o umiejętnym wykorzystywaniu szans wynikających z dysponowania środkami bez konieczności krótko-/średniookresowych wypłat,

⁴⁶⁸ Alaska Permanent Fund Corporation, *Alaska Permanent Fund Corporation Investment Policy*, Juneau 06.12.2016, s. 1–57.

⁴⁶⁹ Alaska Permanent Fund Corporation, *Board of Trustees Quarterly Meeting*, Juneau 23–24.05.2018, s. 1–511.

⁴⁷⁰ Zob. analizę autorstwa C. O'Dea: <https://www.ipe.com/reports/special-reports/etfs-guide-2016/advanced-engineering/10013228.article> (dostęp: 29.06.2017.)

- czynniki ESG – APFC niedawno zdecydowała się włączyć do integralnej strategii zarządzania czynniki odpowiedzialności wobec środowiska naturalnego, społeczeństwa oraz ładu korporacyjnego (ang. *environmental, social and governance, ESG*), mając nadzieję, iż nie spowoduje to erozji wyników inwestycyjnych, a nawet je poprawi.

W tabeli 46 zestawiono rankingi i wyniki według wskaźnika Sharpe’a dla APFC za różne okresy do 31.03.2018 r.

Tabela 46. Rankingi i wyniki inwestycyjne Alaska Permanent Fund (APFC) mierzone wskaźnikiem Sharpe’a za poszczególne okresy (stan na 31.03.2018)

Wyniki/Okres	Ostatnie 3 lata	Ostatnich 5 lat	Ostatnich 7 lat	Ostatnich 10 lat	Ostatnich 20 lat
10. percentyl	1,61	1,93	1,39	0,75	0,51
25. percentyl	1,36	1,77	1,25	0,64	0,46
mediana	1,80	1,55	1,10	0,59	0,43
75. percentyl	1,07	1,33	1,01	0,54	0,41
90. percentyl	0,90	1,11	0,94	0,49	0,38
APFC (cały portfel)	1,53	1,73	1,23	0,61	0,50
Grupa porównawcza	75	73	70	70	56

Grupa porównawcza użyta do badania to Callan’s Large Public Fund Database (podmioty zbiorowego inwestowania o zarządzanych aktywach przewyższających 1 mld USD).

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Board of Trustees Quarterly Meeting*, Alaska Permanent Fund Corporation, Juneau 23–24.05.2018, s. 1–511.

Tabela 47. Rankingi i wyniki inwestycyjne Alaska Permanent Fund dla portfela akcji amerykańskich w okresie 10 lat (stan na 31.03.2018)

Wyniki/Okres	Alfa Jensena	Wskaźnik Sharpe’a	Wskaźnik dodatkowego zwrotu
10. percentyl	0,96	0,62	0,40
25. percentyl	0,36	0,58	0,18
Mediana	–0,06	0,55	0,00
75. percentyl	–0,56	0,52	–0,25
90. percentyl	–1,31	0,47	–0,43
APFC (akcje amerykańskie)	0,37	0,58	0,39

Wyniki odnoszone do ryzyka przy użyciu Russell 3000 Index. Grupa porównawcza użyta do badania to Callan’s Large Public Fund Database (podmioty zbiorowego inwestowania o zarządzanych aktywach przewyższających 1 mld USD).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Alaska Permanent Fund Corporation, *Board of Trustees Quarterly Meeting*, Juneau 23–24.05.2018, s. 1–511.

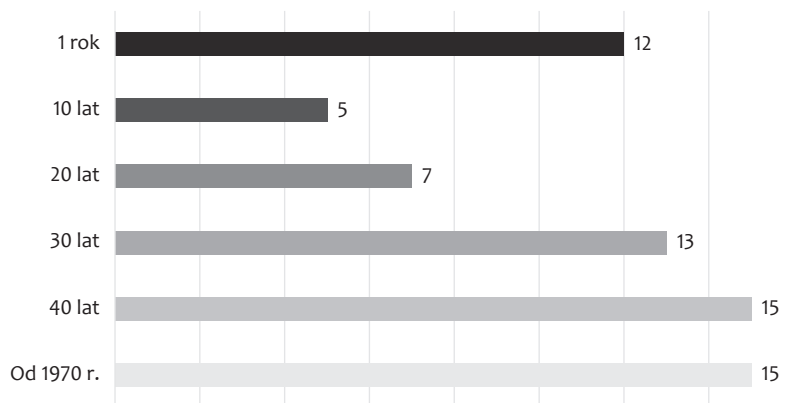
Dostępne są także wyniki portfela akcji amerykańskich APFC za okres ostatnich 10 lat – do 31.03.2018 r. Tu także ocena działalności inwestycyjnej tego

PFM jest bardzo wysoka. Choć alfa Jensena sytuuje APFC blisko 25. percentyla grupy porównawczej, wskaźniki Sharpe'a oraz dodatkowego zwrotu (ang. *excess return*)⁴⁷¹ bliskie są 10. percentylowi badanych instytucji (tabela 47).

3. Temasek Holdings (Singapur)

Zasady polityki inwestycyjnej tego funduszu ujęte zostały w raporcie *Temasek Review 2018*⁴⁷², bieżące zaś wyniki inwestycyjne (ujmowane w stosunku rocznym i aktualizowane dla różnych okresów) dostępne są na jego witrynie internetowej. Podstawą kalkulacji tych rezultatów jest tzw. całkowity zwrot dla akcjonariuszy (ang. *total shareholder return*, TSR), który oparty jest na – wcześniej opisanej w tym rozdziale – metodyce CAPM, jednakże „koszt kapitału odniesiony do ryzyka” (ang. *risk-adjusted cost of capital*) liczony jest przez ten fundusz wewnętrznie dla poszczególnych kategorii lokat, a następnie agregowany dla całego portfela. TSR jest korygowany o dywidendy wypłacone właścicielowi PFM i otrzymane dokapitalizowanie. Temasek Holdings publikował w przeszłości także wskaźniki Sharpe'a i informacji⁴⁷³. Wyniki TSR przedstawiono na rysunku 54.

Rysunek 54. Wyniki inwestycyjne Temasek w postaci TSR za poszczególne okresy (w %, stan na 31.03.2018)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów na temat wyników Temasek: <https://www.temasekreview.com.sg/overview/performance-overview.html> (dostęp: 17.07.2018 r.).

⁴⁷¹ Według APFC równy on jest Alfie Jensena podzielonej przez tzw. błąd odwzorowania (ang. *tracking error*, TE); zob. *Board of Trustees Quarterly Meeting*, *op. cit.*

⁴⁷² Temasek, *Temasek Review 2018*, Singapur 9.07.2017, s. 1–102.

⁴⁷³ Dla swojej całkowicie kontrolowanej kapitałowo spółki zarządzającej Fullerton Fund Management. Zob. raport *Temasek Review 2006 – Managing for Value*: <http://www.temasek.com.sg/documents/report/downloads/20111110170516/TR2006.pdf> (dostęp: 31.07.2017).

Interpretacja TSR obarczona jest nieprzejrzystością wynikającą z arbitralnych założeń powziętych do kalkulacji kosztu kapitału. Biorąc pod uwagę te ograniczenia interpretacyjne, TSR dla poszczególnych okresów był dodatni i wskazywał na relatywną skuteczność Temasek w czerpaniu korzyści z realizacji długoterminowej strategii inwestycyjnej. Zmienność wskazań dla poszczególnych okresów stwarza wrażenie wyraźnej korelacji w tradycyjnymi klasami aktywów, przy czym warto pamiętać, że znaczna część portfela tego PFM (39,00%) to akcje niegiełdowe (*private equity*).

4. New Zealand Superannuation Fund, NZ Superfund (Nowa Zelandia)

Fundusz ten, w zaprezentowanej metodyce dobrych praktyk zarządzania portfelowego, akcentuje ocenę wyników w porównaniu globalnym. Odnoszone są one do pasywnego portfela referencyjnego, aby unaocznic wartość dodaną w wyniku aktywnego inwestowania. Portfel referencyjny, ustalony przez Radę Kustoszy (ang. *Guardian Board*) tej instytucji, odzwierciedla realizację celów funduszu w długim okresie i zawiera 80% udział aktywów wzrostowych (akcji rynków rozwiniętych, wschodzących oraz krajowych), a także 20% komponent instrumentów o stałym dochodzie. Fundusz, dzięki transakcjom zabezpieczającym (ang. *hedging*), aktywnie ogranicza ryzyko walutowe. Mimo tak skonstruowanej alokacji, podmiot ten nie odżegnuje się od inwestycji w aktywa alternatywne i inwestowania kontrariańskiego (ang. *contrarian investing*) – wbrew tendencjom rynkowym i przy wykorzystaniu nieefektywności w wycenie aktywów (ang. *strategic tilting*). Dodatkowo fundusz podkreśla alokację aktywów opartą na miernikach efektywności portfelowej, nie zaś sztywnym doborze aktywów do portfela według ich klas i zaznacza, że portfel referencyjny – jako narzędzie wdrażania strategii – może ulec zmianie. Poza tak skonstruowanym odniesieniem do ryzyka, omawiany podmiot nie publikuje informacji na temat tradycyjnych mierników analizy portfelowej⁴⁷⁴, choć w ostatnim raporcie rocznym wyraża pragnienie poprawy poziomu wskaźnika Sharpe’a⁴⁷⁵. Podobne zamierzenia dotyczą maksymalizacji alfy Jensena – co zawarte jest w poglądowych materiałach, stanowiących syntezę strategii inwestycyjnej tego PFM⁴⁷⁶.

⁴⁷⁴ Por. raport: NZ Superfund, *10 Years of Working for the Future of New Zealanders*, Auckland 30.09.2013, s. 1–12.

⁴⁷⁵ NZ Superfund, *Annual Report 2017*, Auckland 2018, s. 1–214.

⁴⁷⁶ The Guardians of New Zealand Superannuation, *Investment Beliefs*, NZ Superfund, Auckland październik 2014, s. 1–8.

Obecnie NZ Superfund prezentuje swoje wyniki w formie tzw. wartości dodanej – wynikające z porównań do dwóch benchmarków: portfela referencyjnego (odzwierciedlającego strategiczną alokację aktywów) oraz dochodowości 90-dniowych bonów skarbowych (powiększonych o premię w wysokości 2,7% w skali rocznej). Z uwagi na skład portfela tego PFM (duży udział akcji) nie mają sensu odniesienia do drugiego z benchmarków.

Porównując wyniki na tle przyjętego portfela referencyjnego, NZ Superfund osiągnął długoterminowy sukces inwestycyjny, który wyraża się zarówno w punktach procentowych, jak i wartościach pieniężnych (tabela 48). NZ Superfund nie dostarcza przekrojowych danych na temat efektywności portfelowej.

Tabela 48. Wyniki inwestycyjne w formie tzw. wartości dodanej New Zealand Superannuation Fund w okresie 1.10.2003–30.06.2017 (w %)

Wyniki na 30.06.2017	Ostatni rok	Ostatnie 3 lata	Ostatnich 5 lat	Ostatnich 10 lat	Od 01.10.2003
Wyniki funduszu (a)	20,71	12,12	16,18	8,63	10,22
Wyniki portfela referencyjnego (b)	16,34	9,11	12,95	6,94	8,77
Wartość dodana = a – b	4,37	3,01	3,23	1,69	1,45
Wartość dodana (w mln NZD)	1,285	2,809	4,802	5,559	6,247

Pełny skład portfela referencyjnego NZ Superfund: <https://www.nzsuperfund.co.nz/how-we-invest/reference-portfolio> (dostęp: 17.07.2018).

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych NZ Superfund: <https://www.nzsuperfund.co.nz/performance-investment/returns-vs-ref-portfolio> (dostęp: 17.07.2018).

NZ Superfund w ostatnim raporcie rocznym opublikował również wskaźniki Sharpe'a dla dwóch przedziałów czasowych. Wskaźnik ten kalkulowany jest zarówno dla omawianego funduszu, jak i benchmarku. Dodatkowo dane podzielone są na prognozy i wykonanie.

Analizując tak zebrane wyniki, można wysnuć przekonanie o średniej jakości zarządzania tym PFM. Choć bowiem odnotowane wartości wskaźnika Sharpe'a przewyższają oczekiwania zarządzających, to nie odbiegają one znacznie od rezultatów benchmarku. Tak więc dobrze zdywersyfikowany, pasywny⁴⁷⁷ portfel wzrostowy (z dużym udziałem akcji) byłby dla NZ Superfund konkurencją (tabela 49).

⁴⁷⁷ Np. w formie ETF.

Tabela 49. Wyniki inwestycyjne NZ Superfund mierzone wskaźnikiem Sharpe'a za okresy: 1.07.2010–30.06.2017 i 1.12.2003–30.06.2017

Wskaźnik Sharpe'a	Od wprowadzenia portfela referencyjnego (1.07.2010) do 30.06.2017	1.12.2003–30.06.2017
Portfel referencyjny (prognoza)	0,20	0,20
Portfel referencyjny (wykonanie)	1,20	0,43
Portfel funduszu (prognoza)	0,26	0,26
Portfel funduszu (wykonanie)	1,36	0,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie NZ Superfund, *Annual Report 2017*, Auckland 2018, s. 1–214.

5. New Mexico State Investment Council (USA)

Fundusz ten stosuje bardzo wszechstronną i zaawansowaną metodykę oceny wyników inwestycyjnych. Zaryzykować można stwierdzenie, że jego standardy monitorowania i publikacji narzędzi analizy portfelowej są niezrównane w całej światowej populacji PFM (z wyjątkiem norweskiego PFM). Poza wskaźnikiem Sortino, który i tak możliwy jest do kalkulacji na podstawie zgromadzonych i przedstawianych informacji i który charakteryzuje się dyskusyjną użytecznością dla PFM, fundusz ten śledzi wszelkie powszechnie stosowane mierniki efektywności portfelowej – włącznie z inteligentną beta. Raporty tego PFM wyróżniają się regularnością oraz bogactwem informacji odnoszących się do poszczególnych klas aktywów i lokat. Jakości zbieranych informacji służy powierzenie monitorowania analizy portfelowej RVK (poprzednio jako R. V. Kuhns & Associates, Inc.), która jest jedną z wiodących świecie spółek konsultingowych zaangażowanych w tego rodzaju usługi wobec światowych inwestorów instytucjonalnych. Informacje na temat mierników zarządzania portfelowego zawarte są w raportach *New Mexico State Investment Council – Performance Review*, którego ostatnia, opublikowana edycja pochodzi z 31.03.2018 r.⁴⁷⁸

W raportach zaprezentowano sześć kategorii mierników stóp zwrotu odnoszonych do ryzyka⁴⁷⁹:

- 1) wskaźnik Sharpe'a – wskaźnik ten kalkulowany jest w standardowej formie określonej w części teoretycznej tego rozdziału;

⁴⁷⁸ *New Mexico State Investment Council, Executive Summary – Performance Review as of March 31, 2018*, RVK, Portland 2018, s. 1–36.

⁴⁷⁹ Część z nich to składowe klasycznych wskaźników analizy portfelowej.

- 2) błąd odwzorowania – (ang. *tracking error*, TE) – także w tym przypadku zastosowano tradycyjną formułę tej miary, która stanowi kwantyfikator ryzyka wskaźnika informacji;
- 3) wskaźnik informacji – miernik ten obliczono według powszechnie przyjętej metodyki, opisaną wcześniej w tym rozdziale;
- 4) ryzyko spadku – (ang. *downside risk*, DR) – ten sposób pomiaru jest mianownikiem (egzemplifikacją ryzyka) wskaźnika Sortino, który scharakteryzowano na początku tego rozdziału;
- 5) wskaźnik skuteczności podczas hossy (ang. *up market capture*, UMC) – miernik ten, stosowany sporadycznie przez PFM, obrazuje zachowanie się stóp zwrotu funduszu wobec benchmarku w okresach, w których benchmark wykazywał wzrosty (tak więc wszelkie wartości ponad 100 świadczą będą o ponadprzeciętnych, relatywnych wzrostach w czasie koniunktury)⁴⁸⁰;
- 6) wskaźnik skuteczności podczas bessy (ang. *down market capture*, DMC) – w tym przypadku funduszowi powinno zależeć na możliwie niskim poziomie partycypacji w stratach, notowanych przez benchmark (wówczas wartości tej miary kształtować się będą poniżej 100)⁴⁸¹.

Pomiar analizy portfelowej NMSIC został dokonany w trzech klasach aktywów: akcje amerykańskie (ang. *U.S. equity*), akcje nieamerykańskie (ang. *Non-U.S. equity*) oraz portfel podstawowych instrumentów o stałym dochodzie (ang. *core fixed income*).

Ocena jakości zarządzania NMSIC portfelem akcji amerykańskich jest generalnie pozytywna. Fundusz osiągnął w badanym okresie (ostatnie trzy lata na dzień 31.03.2018) bardzo wysokie poziomy wskaźnika Sharpe'a – zarówno na tle silnego benchmarku, jak i rynku. Zanotował przy tym przeciętny poziom wskaźnika informacji, choć grupa porównawcza także nie mogła poszczycić się sukcesem w tym ujęciu. Udział NMSIC we wzrostach, jak i spadkach koniunktury giełdowej, był mierny, choć fundusz ten do pewnego stopnia bronił się przed spadkami giełdowymi (tabela 50).

Wyniki działalności NMSIC w zarządzaniu portfelem akcji nieamerykańskich (zagranicznych) były także pozytywne. Mierny poziom w badanym okresie (ostatnie trzy lata na dzień 31.03.2018) odnotował wskaźnik Sharpe'a, choć przewyższał benchmark. Jednakże relatywny sukces przypisać należy kształtowaniu się wskaźnika informacji, a także zakresowi partycypacji stóp zwrotu tego PFM w trendach koniunkturalnych (tabela 51).

⁴⁸⁰ Por. definicje na portalu Morningstar: <http://www.morningstar.com/invGLOSSARY/upside-downside-capture-ratio.aspx> (dostęp: 23.07.2018).

⁴⁸¹ *Ibidem*.

Tabela 50. Wyniki inwestycyjne NMSIC portfela akcji amerykańskich mierzone za pomocą wskaźników: Sharpe'a, błędu odwzorowania, informacji, ryzyka spadków; za okresy trzyletnie (stan na 31.03.2018)

Portfel/Miernik	SR	TE	IR	DR	UMC	DMC
NMSIC	1,35 (33)	0,61 (96)	0,01 (38)	3,94 (73)	98,63 (45)	93,11 (60)
Russell 3000 (benchmark)	1,31 (46)	0,00 (100)	bd.	4,20 (61)	100,00 (35)	100,00 (43)
Mediana	1,28	1,64	-0,19	4,38	97,56	96,70
Grupa porównawcza (liczba podmiotów)	94	94	94	94	94	94

Zastosowano skróty: SR (Sharpe Ratio) – wskaźnik Sharpe'a, TE (Tracking Error) – błąd odwzorowania, IR (Information Ratio) – wskaźnik informacji, DR (Downside Risk) – ryzyko spadku, UPC (Up Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas hossy oraz DMC (Down Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas bessy. W nawiasach podano pozycję w rankingu percentylowym. Wartości wskaźników podano bez uwzględnienia opłat (tj. brutto).

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Executive Summary Performance Review: New Mexico State Investment Council*, RVK, Portland 31.03.2018, s. 1–47.

Tabela 51. Wyniki inwestycyjne NMSIC portfela akcji nieamerykańskich mierzone za pomocą wskaźników: Sharpe'a, błędu odwzorowania, informacji, ryzyka spadków; za okresy trzyletnie (stan na 31.03.2018)

Portfel/Miernik	SR	TE	IR	DR	UMC	DMC
NMSIC	0,63 (69)	1,04 (98)	1,09 (18)	7,84 (14)	109,66 (21)	101,01 (12)
Benchmark wewnętrzny	0,55 (92)	0,00 (100)	bd.	7,76 (14)	100,00 (66)	100,00 (14)
Mediana	0,69	2,31	0,51	6,77	103,68	88,03
Grupa porównawcza (liczba podmiotów)	87	87	87	87	87	87

Zastosowano skróty: SR (Sharpe Ratio) – wskaźnik Sharpe'a, TE (Tracking Error) – błąd odwzorowania, IR (Information Ratio) – wskaźnik informacji, DR (Downside Risk) – ryzyko spadku, UPC (Up Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas hossy oraz DMC (Down Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas bessy. W nawiasach podano pozycję w rankingu percentylowym. Wartości wskaźników podano bez uwzględnienia opłat (tj. brutto).

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Executive Summary Performance Review: New Mexico State Investment Council*, RVK, Portland 31.03.2018, s. 1–47.

W zakresie podstawowego portfela instrumentów o stałym dochodzie (ang. *core fixed income*) NMSIC cechował się pozytywnymi, choć dalekimi od wyjątkowości, wynikami na tle benchmarku, jak i grupy porównawczej. W analizowanym okresie (ostatnie trzy lata na dzień 31.03.2018) dotyczyło to zarówno wskaźnika Sharpe'a, informacji, jak i mierników uczestnictwa portfela tego PFM w dodatnich oraz ujemnych stopach zwrotu (tabela 52).

Tabela 52. Wyniki inwestycyjne NMSIC podstawowego portfela instrumentów o stałym dochodzie mierzone za pomocą wskaźników: Sharpe'a, błędu odwzorowania, informacji, ryzyka spadków; za okresy trzyletnie (stan na 31.03.2018)

Portfel/Miernik	SR	TE	IR	DR	UMC	DMC
NMSIC	0,60 (37)	1,20 (59)	0,94 (24)	1,53 (51)	112,15 (45)	68,22 (52)
Bloomberg U.S. Agg Bond Index (benchmark)	0,22 (87)	0,00 (100)	bd.	2,17 (24)	100,00 (63)	100,00 (19)
Mediana	0,49	1,46	0,59	1,56	108,26	69,62
Grupa porównawcza (liczba podmiotów)	91	91	91	91	91	91

Zastosowano skróty: SR (Sharpe Ratio) – wskaźnik Sharpe'a, TE (Tracking Error) – błąd odwzorowania, IR (Information Ratio) – wskaźnik informacji, DR (Downside Risk) – ryzyko spadku, UPC (Up Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas hossy oraz DMC (Down Market Capture) – wskaźnik skuteczności podczas bessy. W nawiasach podano pozycję w rankingu percentylowym. Wartości wskaźników podano bez uwzględnienia opłat (tj. brutto).

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Executive Summary Performance Review: New Mexico State Investment Council*, RVK, Portland 31.03.2018, s. 1–47.

6. Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (USA)

Kolejny z amerykańskich PFM, który widnieje pośród podmiotów publikujących swoje mierniki analizy portfelowej, to Permanent Wyoming Trust Fund. Choć fundusz ten samodzielnie nie przedstawia odniesionych do ryzyka wyników inwestycyjnych, zlecił on RVK kalkulację i monitorowanie swoich wyników inwestycyjnych odnoszonych do ryzyka, tak więc (poza wskaźnikiem Sortino) dostępne są dlań wszystkie powszechnie stosowane mierniki analizy portfelowej. Zauważyć przy tym należy, że ten PFM nie wykazuje zaangażowania w wypracowywanie i monitorowanie alternatywnych form oceny skuteczności zarządzania portfelem inwestycyjnym (np. inteligentnej bety). W czasie kompletowania monografii dane na temat analizy portfelowej tego funduszu były niedostępne.

7. Sovereign Fund of Brazil (Brazylia)

Brazylijski PFM ujawnia dane na temat swoich wyników inwestycyjnych w raportach *Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil*⁴⁸², które znamionują się fragmentaryzmem i publikowane są wyłącznie w języku portugalskim. Do elementów analizy portfelowej można zaliczyć dynamiczne odnoszenie się (w różnych przedziałach czasu) do wybranych, choć nie zawsze przejrzystie

⁴⁸² Ostatni z tych raportów obejmuje IV kwartał 2016 r. Zob. *Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil*, „4º trimestre/2016”, Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda, Brasília 2017, s. 1–8.

skonstruowanych benchmarków. Fundusz angażuje się także w kalkulację wyników inwestycyjnych ważonych okresami (ang. *time weighted returns*), co można uznać za świadectwo względnego zaawansowania metodycznego w ocenie efektywności zarządzania aktywami. W dokumencie *Política de Investimentos*⁴⁸³ zostały sformułowane kryteria pomiaru i prezentacji wyników tego funduszu, postulaty kalkulacji wskaźników: Sharpe’a i informacji, a także weryfikacji rezultatów na bazie danych historycznych (ang. *back testing*) oraz tzw. testów naprężeń (ang. *stress testing*). Brak jednak konkretnych wskazań mierników analizy portfelowej.

8. China Investment Corporation, CIC (Chiny)

Nawiązania do metodyki pomiaru efektywności portfelowej (wskaźników: Sharpe’a i informacji) występują w raportach rocznych tego funduszu – ostatni z nich obejmuje 2017 r.⁴⁸⁴ Zgodnie z tymi raportami CIC postawił sobie za cel optymalizację wyników inwestycyjnych na podstawie obu tych mierników. Brak jest doniesień medialnych co do wykorzystania przez ten podmiot zaawansowanej metodyki zarządzania portfelem inwestycyjnym – np. inteligentnej bety. Co znamienne, podmiot ten to trzeci największy PFM w skali światowej, a zarazem fundusz uznawany za relatywnie przejrzysty w ujęciu ogólnym – sygnatariusz Zasad z Santiago⁴⁸⁵ i fundusz notujący 8 punktów w rankingu Linaburga–Maduella⁴⁸⁶. Mimo tych opinii próżno szukać empirycznych danych tego PFM w jego publicznie dostępnej sprawozdawczości.

9. Abu Dhabi Investment Authority, ADIA (ZEA)

Dokumentem, w którym zawarte są zaktualizowane informacje na temat pomiaru efektywności inwestycyjnej, jest coroczny *ADIA Review*⁴⁸⁷. W najbardziej aktualnym (za 2017 r.) można odnaleźć informacje co do kalkulacji przez ten podmiot Alfya Jensena. Fundusz w publicznych doniesieniach medialnych deklarował

⁴⁸³ *Política de Investimentos*, Fundo Soberano do Brasil, Anexo I da Resolução CDFSB n°11, Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda, Brasília 2010, s. 1–7.

⁴⁸⁴ China Investment Corporation, *2017 Annual Report*, Pekin 2017, s. 1–74.

⁴⁸⁵ Katalog członków International Forum on Sovereign Wealth Funds (IFSWF), tj. gremium, które wypracowało i przyjęło Zasady z Santiago, na witrynie internetowej IFSWF: <http://www.ifswf.org/our-members> (dostęp: 30.06.2017). Członkostwo w tym gremium (potocznie określanym jako IWG) wykazane zostało dla poszczególnych PFM w załącznikach 1–80.

⁴⁸⁶ Zob. profil funduszu na witrynie internetowej Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI): <https://www.swfinstitute.org/swfs/china-investment-corporation/> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁸⁷ Abu Dhabi Investment Authority, *2017 Review – Prudent Global Growth*, Abu Zabi 2017, s. 1–68.

stosowanie inteligentnej bety⁴⁸⁸. Kolejnym miernikiem analizy portfelowej wykorzystywanym przez fundusz jest wskaźnik Sharpe'a (włączając w to sformułowanie *explicite* celu inwestycyjnego w postaci tego kryterium)⁴⁸⁹. Można więc uznać, że ADIA szeroko wykorzystuje metodykę efektywności portfelowej, której zakres wykracza poza ogólną przejrzystość tego funduszu⁴⁹⁰. Pomimo tych deklaracji w materiałach ADIA brak jest konkretnych danych na temat empirycznych przykładów pomiaru efektywności portfelowej za reprezentatywne okresy.

Podsumowanie

W przeciwieństwie do wielu innych instytucji finansowych zajmujących się profesjonalnym inwestowaniem, większość PFM nie jest zainteresowana wszechstronnym, spójnym i bieżącym informowaniem o swoich wynikach inwestycyjnych odnoszonych do ryzyka. Przypisać to można zarówno niskim, ogólnym standardom jawności informacyjnej tych funduszy, jak i ograniczoną motywacją ze strony ich założycieli (zazwyczaj organów państwowych). Administracyjnie zagwarantowany dostęp do środków i niewielka skuteczność faktycznego nadzoru przekładają się na nikłą zewnętrzną presję na monitorowanie i publikowanie mierników efektywności inwestycyjnej w przypadku większości PFM. Mimo to pewna grupa badanych podmiotów czyni starania o możliwie wszechstronną analizę swoich stóp zwrotu odniesionych do ryzyka. W obrębie tej grupy istnieją fundusze zaangażowane we wdrażanie najnowocześniejszych metod oceny efektywności portfelowej – na czele z inteligentną betą. Oczekiwać można, że coraz więcej PFM będzie zainteresowanych śledzeniem i publikowaniem swoich dokonań inwestycyjnych w sposób profesjonalny. Będzie to związane z presją ze strony organów tych podmiotów, które – w warunkach spadku dynamiki wzrostu cen wielu surowców, spowolnienia eksportu wielu gospodarek państw-gestorów, a także stopniowej konieczności częściowych wypłat środków – dążyć będą do lepszej skuteczności zarządzania ograniczoną pulą dostępnych aktywów inwestycyjnych.

Osobną, doniosłą kwestią jest potrzeba wysiłków na rzecz pełniejszej kwantyfikacji kompletu celów, jakim hołdują poszczególne PFM, a które to cele nie zawsze

⁴⁸⁸ Zob. raport Emirates News Agency: <http://wam.ae/en/details/1395297950380> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁸⁹ Prezentacja funduszu przedstawiona na Uniwersytecie Harvarda: <https://www.slideshare.net/AaronCommod/abu-dhabi-investment-authority> (dostęp: 30.06.2017).

⁴⁹⁰ Np. kwantyfikowaną za pomocą wskaźnika Libaburga–Maduella (na poziomie 6): <https://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/> (dostęp: 30.06.2017).

sprowadzać się muszą do kryteriów ściśle pojmowanej efektywności inwestycyjnej. Realizacja tych badań wymagać będzie interdyscyplinarnych studiów opartych na kompleksowych, ukierunkowanych danych empirycznych pozyskiwanych od samych PFM i ich suwerenów. Rozważania na temat efektywności inwestowania aktywów PFM i metod jej pomiaru trzeba prowadzić przy świadomości, iż jest to tylko jeden z celów działania tych podmiotów. Najważniejszą, empirycznie odnotowywaną funkcją PFM pozostaje przecież dyscyplinowanie finansów publicznych na rzecz przyszłych generacji (solidaryzm międzypokoleniowy).

ZAKOŃCZENIE

Przedstawiona monografia obejmuje, prócz analiz zagregowanych informacji, badanie pełne PFM jako niedawno wyodrębnionej pojęciowo kategorii inwestorów instytucjonalnych. Luka poznawcza dotycząca tych funduszy jest pokaźna, bowiem poświęcono im stosunkowo niewiele dzieł opartych na wszechstronnych studiach empirycznych. Jednym z zamierzeń autora monografii jest wypełnienie tej luki za pomocą odpowiedzi na kluczowe pytania badawcze związane z funkcjonowaniem PFM. W ramach podjętych w monografii analiz, dokonano krytycznej i możliwie wielostronnej weryfikacji postawionych we wstępie hipotez cząstkowych i powiązanej z nimi hipotezy głównej. Wyniki tych rozważań można streścić w następujący sposób.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że – mimo wskazanych uwarunkowań – PFM mają rację bytu na światowym rynku finansowym jako znaczący inwestor alternatywny. Nie do przecenienia są przyjmowane przez PFM wyjątkowe misje – o znaczeniu ogólnogospodarczym i ogólnospołecznym – zwłaszcza w perspektywie czasowej sięgającej przyszłych pokoleń. Takie funkcje nie są domeną żadnych innych instytucji finansowych. Najważniejszą z nich jest mobilizowanie środków finansowych i arbitralnie wymuszona realokacja bogactwa narodowego w horyzoncie skrajnie długoterminowym.

Dotychczasowe badania funkcji, jakie przypisano PFM przy ich tworzeniu, charakteryzowały się arbitralnością, wycinkowością i brakiem hierarchizacji. Empiryczna analiza misji wszystkich działających w świecie PFM, podjęta w niniejszej monografii, umożliwia spójną systematykę funkcji stawianych przed tymi podmiotami. Biorąc pod uwagę skalę zarządzanych aktywów, najistotniejsze zadania PFM to: solidaryzm międzypokoleniowy, efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi, rozwój społeczno-ekonomiczny, zabezpieczenie emerytalne, stabilizacja makroekonomiczna oraz inwestycje bezpośrednie.

O użyteczności wymienionych funkcji decyduje zarówno unikalność na tle istniejących rozwiązań społeczno-ekonomicznych na szczeblu państwowym, jak i szanse ich realizacji wobec generalnie niższej – niż w sektorze prywatnym – efektywności zarządzania aktywami inwestycyjnymi. W tym kontekście największej skuteczności działania oczekiwać można od PFM wdrażających cele:

solidaryzmu międzypokoleniowego, efektywnego zarządzania rezerwami walutowymi oraz stabilizacji makroekonomicznej. Na ocenie skuteczności działania PFM waży ograniczona otwartość informacyjna wielu tych podmiotów (na czele z fragmentarycznymi danymi na temat odnoszonych do ryzyka wyników inwestycyjnych).

Obecny stopień przejrzystości światowej populacji PFM, jak i świadomości społecznej ich specyfiki, uznać można za niski. Instytucje te nie mają motywacji, aby prowadzić wszechstronną i spójną politykę informacyjną, której urzeczywistnianie może komplikować niefinansowe cele tych funduszy. W większości standardy informacyjne PFM determinowane są przez przejrzystość państw-założycieli, jednakże wskazać można przykłady funduszy, których praktyki informacyjne diametralnie różnią się od środowiska, w jakim mają swą siedzibę, co przypisać należy świadomej strategii. Należy zauważyć, że przy niskim ogólnym poziomie przejrzystości populacji PFM, jakość ich raportowania operacyjnego oraz finansowego stopniowo polepsza się. Ponadto część PFM, choć nie jest wykazywana w formie wskaźników przejrzystości i efektywności, to jednak prowadzi sprawozdawczość wewnętrzną (włącznie z monitoringiem wyników inwestycyjnych) lub ma takie plany. Można więc mieć nadzieję, że zwiększy się zbiorowość PFM, których aspekty operacyjne oraz finansowe będą upubliczniane.

Mimo spowolnienia dynamiki wzrostu cen czołowych surowców strategicznych, a także słabszego tempa rozwoju wielu gospodarek wschodzących, perspektywę średnio- i długookresowej kontynuacji działalności przez większość PFM ocenić można jako pozytywną. Większość funduszy wciąż znajduje się bowiem w fazie akumulacji aktywów, nie dokonywała wypłat i, dążąc do wypełnienia postawionych im zadań, podnosić będzie poziom profesjonalizacji swego funkcjonowania, aby utrzymać się w konkurencyjnym środowisku społeczno-gospodarczym.

PFM podejmują wiele kroków na drodze poszerzenia gamy aktywów inwestycyjnych nabywanych do swoich portfeli, jak i dywersyfikacji w ramach poszczególnych klas tych aktywów (tradycyjnych i alternatywnych), co stanowi przejaw dążenia do poprawy efektywności inwestycyjnej. Kwantyfikacja odnoszonych do ryzyka wyników inwestycyjnych PFM nie jest zadaniem łatwym (m.in. z tytułu obecności w aktywach funduszy wielu lokat o niskiej płynności, dla których trudno o pomiar zmienności), a jednocześnie obserwowane jest niedostateczne zainteresowanie monitorowaniem i publikowaniem przez PFM kompleksowych i ciągłych danych w omawianym zakresie.

Wkład prezentowanej monografii do rozwoju wiedzy w zakresie finansów jest wieloraki. Przede wszystkim zmniejsza ona lukę poznawczą dotyczącą PFM i ich działalności inwestycyjnej, wobec niedostatku światowych opracowań,

które oparte byłyby na relatywnie bogatych materiałach empirycznych dotyczących całej zbiorowości omawianych podmiotów. Wiele z ugruntowanych studiów skoncentrowanych jest na wybranych funduszach – z zasady największych i najbardziej przejrzystych – abstrahując od całości tego segmentu globalnego rynku finansowego. Nowatorskie w pracy są analizy służące klasyfikacji PFM, jak i ukazaniu ich więzi z państwami pochodzenia oraz odbiorcami inwestycji. Zaproponowana w monografii autorska klasyfikacja PFM (z punktu widzenia ich funkcji) została opracowana po uprzedniej analizie dostępnych dokumentów i innych zasobów informacji, dotyczących każdego z 80 funduszy. Jeszcze inną wartością podjętej analizy jest połączenie aspektów mikroekonomicznej działalności tych podmiotów z ich znaczeniem dla życia gospodarczego (*sensu largo*). U podstaw tej relacji leży celowość istnienia PFM, która powinna być uzasadniona obiektywnymi i uświadomionymi potrzebami społeczno-ekonomicznymi i której urzeczywistnienie nie może odbywać się bez efektywnie działających podmiotów inwestycyjnych.

Wszelchność monografii znajduje swój wyraz w implikacyjnym ciągu podjętych rozważań, którego składowe (prócz definicji pojęć, funkcjonalności, typologii i przejrzystości) obejmują procesy tworzenia (źródeł finansowania), inwestowania (sposobu alokacji aktywów) oraz efektywności (skutków działalności inwestycyjnej) tych funduszy. Niebagatelnym wysiłkiem podjętym w monografii jest interdyscyplinarność rozważań. Choć bowiem działalność PFM skupiona jest w niniejszej pracy na zagadnieniach finansowych, to nie sposób nie zauważyć szerszych implikacji społeczno-ekonomicznych funkcjonowania tych podmiotów.

Na końcu rozważań związanych z działalnością PFM warto nakreślić możliwe kierunki przyszłych badań dotyczących tych podmiotów. Wśród nich wartę refleksji są kwestie społecznej odpowiedzialności PFM, racjonalnych przesłanek tworzenia tych podmiotów, pomiaru atrakcyjności beneficjentów inwestycji PFM, syntetycznego (finansowego i niefinansowego) badania efektywności tych funduszy, a także zasadności kierowanych do nich regulacji (na szczeblu krajowym lub międzynarodowym).

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne to coraz powszechniejsza praktyka wśród instytucji finansowych. Biorąc pod uwagę skalę rozporządzalnych aktywów, PFM wywierają istotny wpływ na cele swoich inwestycji. Z tytułu coraz powszechniejszej obecności w wielu aktywach inwestycyjnych, które spotykają się z zainteresowaniem także innych inwestorów (publicznych i prywatnych), ważnym polem naukowych rozważań jest koegzystencja opisywanego typu funduszy z różnymi kategoriami interesariuszy. Dogłębne przeanalizowanie tej

tematyki może spowodować większą otwartość państw-beneficjentów inwestycji na współpracę z PFM.

Sama decyzja o utworzeniu i utrzymaniu PFM jest posunięciem daleko siężnym o wielostronnych skutkach społecznych i ekonomicznych. Naturalnym więc pytaniem jest to, czy posunięcie to ma sens w stosunku do konkurencyjnych strategii rozwoju makroekonomicznego. Przesądzić o tym może rachunek zysków i strat, którego komplikacja wykracza poza problemy wynikające z szacowania kosztów powołania PFM. Tak naprawdę ostatecznym testem przydatności każdego z tych funduszy jest jego zdolność do wypłat w ramach dokonanych założeń. Większość z omawianych funduszy wciąż akumuluje środki, tak więc symulacje te sprowadzają się, póki co, do hipotetycznych refleksji. Mimo to dyskusja ta powinna mieć miejsce.

Jeszcze inną inspiracją badawczą jest tematyka atrakcyjności celów inwestycji dokonywanych przez PFM. W ogólnym ujęciu inwestycje omawianych funduszy nie są wystarczająco doceniane w stosunku do ich skali i licznych korzyści, jakie reprezentują. Mimo to wiele państw przejawia żywotne zainteresowanie ich przyciąganiem, odpowiednio modyfikując swoje środowisko ekonomiczne i prawne. Warto więc nakreślić mierniki „przyjazności” celów inwestycji z perspektywy ewentualnego zaangażowania PFM. Wskaźniki tego typu, prócz koncepcyjnej wartości, byłyby przydatne dla państw-odbiorców inwestycji w kontekście możliwych reform ich systemów ekonomiczno-prawnych.

Wielkim wyzwaniem merytorycznym jest pomiar efektywności PFM. Choć w prezentowanej monografii zawarto przykłady danych empirycznych na temat wykorzystania tradycyjnych i alternatywnych metod określania skuteczności zarządzania aktywami analizowanych funduszy, to pomiar ich efektywności cechuje się znacznie większym poziomem komplikacji. Skoro analizowane fundusze realizują cele strategiczne (w tym pozafinansowe), to najbardziej odpowiednim sposobem mierzenia realizacji przez nie pierwotnych założeń powinno być podejście łączące zdolność do pomnażania środków (klasycznie rozumianą efektywność inwestycyjną) z osiągnięciem innych, także pozafinansowych zamierzeń (często o wielopłaszczyznowym charakterze). Pomiar całościowej efektywności działania tych podmiotów musiałby zostać wpierw sklasyfikowany według podtypów omawianych funduszy, co ułatwiłoby parametryzację ich dokonań.

Newralgicznym aspektem funkcjonowania PFM jest kwestia zasadności i zakresu ich regulacji. Po pierwsze warto postawić pytanie o racjonalizm lokalnego nadzoru wobec podmiotów znajdujących się pod kontrolą państwa – które zazwyczaj stanowi instancję nadrzędną w stosunku do instytucji samego nadzoru. Dalszą wątpliwością jest uzasadnienie dla międzynarodowych inicjatyw, których

zadaniem jest ograniczanie wybranych, niepożądanych społecznie elementów działalności PFM. Wydaje się, że tego rodzaju wysiłki powinny być poprzedzone większym zakresem jawności rozpatrywanych funduszy. Jeśli więc można znaleźć argumenty za środkami nacisku na PFM, to takie działania w pierwszym rzędzie powinny zmierzać do zwiększenia przejrzystości tych podmiotów.

Bibliografia

- Abdul-Hamid O.S. (Ed.), *OPEC Annual Statistical Bulletin Organization of the Petroleum Exporting Countries*, OPEC, Wiedeń 2016.
- Abeler J., Marklein F., *Fungibility, Labels, and Consumption*, “Job Market Paper”, University of Bonn & IZA Bonn, Bonn 2010.
- Abu Dhabi Investment Authority, *2016 Review – A Legacy in Motion*, Abu Zabi [ZEA] 2017.
- Aizenman J., Glick R., *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, Working Paper 2008–33, San Francisco grudzień 2008.
- Al Hurr Al Suwaidi H., Caruana J., *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices – “Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Londyn październik 2008.
- Al-Hassan A. i in., *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*, International Monetary Fund, IMF Working Papers, no. 13/231, Waszyngton 2013.
- Alaoui I.M., *Sovereign Wealth Funds*, École des Hautes Etudes Commerciales de Paris, Paryż 2012.
- Alaska Permanent Fund Corporation, *Alaska Permanent Fund Corporation Investment Policy*, Juneau 2016.
- Albertini M. i in., *Intergenerational transfers of time and money in European families: common patterns – different regimes?* “Journal of European Social Policy” 2007, vol. 17(4), s. 319–334.
- Allianz Global Investors, *The Case for Alternatives. Analysis & Trends*, Global Capital Markets & Thematic Research, Frankfurt am Main sierpień 2015.
- Aloko E., *Africa, the next investment Frontier. Trends and themes driving African equity markets*, White Paper – January 2016, Robeco – The Investment Engineers, Rotterdam 2016.
- Alsweilem K.A. i in., *Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth*, A joint report by The Center for International Development, Harvard Kennedy School, The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, Cambridge 2015.
- Alternative Investment Management Association, *In Concert: Exploring the alignment of interests between hedge fund managers and investors*, Alternative Investment Management Association, Londyn 12.09.2016.
- Ambrosio F.J., *An Evaluation of Risk Metrics*, Vanguard Investment Counseling & Research, Valley Forge 2007.
- Amenc N. i in., *Alternative Equity Beta Investing: A Survey*, EDHEC-Risk Institute, Nicea 2015.

- AMP Capital Investors, *Understanding Infrastructure – a reference guide*, Sydney 2013.
- Ang A., *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*, Oxford University Press, 1st ed., Oksford 2014.
- Ang A., *Smart Beta Guide*, BlackRock Asset Management Canada Limited, Montreal 2016.
- Antolin P., *Pension Fund Performance*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions no 20, OECD Publishing, Paryż 2008.
- Aragon G.O., Ferson W.E., *Portfolio Performance Evaluation*, “Foundations and Trends in Finance” 2006, vol. 2, no. 2, s. 83–190.
- Asamblea Legislativa Plurinacional de Bolivia, *Ley para el Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)*, Sucre 2012.
- Asik G.A., *Stabilization Funds in Oil-Rich Countries and Fiscal Policy: (A) cyclicity?* Job Market Paper, London School of Economics (LSE), Londyn 2013.
- Asness C.A. i in., *Do Hedge Funds Hedge?* “The Journal of Portfolio Management” 2001, vol. 28, no. 1, s. 6–19.
- Asness C.S., Liew J.M., *Smart Beta Not New, Not Beta, Still Awesome*, AQR, Greenwich 2014.
- Australian Centre for Financial Studies, *Melbourne Mercer Global Pension Index*, Mercer, Melbourne 2017.
- Avendano R., *Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments*, Paris School of Economics, Paryż listopad 2010.
- Ayhan Kose M. i in., *Financial globalization: a reappraisal*, IMF Staff Papers, Waszyngton 2009, vol. 56, issue 1, s. 8–62.
- Bagnall A.E., Truman E.M., *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard*, Policy Brief Number PB13–19, Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2013.
- Baker M. i in., *Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly*, “Financial Analysts Journal” 2011, vol. 67, no. 1, s. 40–54.
- Baran B., *Źnaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa” 2012, 9(253), s. 39–59.
- Bassin M., *Russia between Europe and Asia: The Ideological Construction of Geographical Space*, “Slavic Review” 1991, vol. 50, no. 1, s. 1–17.
- Baum A. (Ed.), *Real estate investment through indirect vehicles: an initial view of risk and return characteristics*, “Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie”, Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Immobilien-Informationen, Kolonia 2006.
- Bayelsa Development and Investment Corporation Law*, Section 5, Yenagoa [Nigeria] 2012.
- Beckmann D. i in., *Does Culture Influence Asset Managers’ Views and Behavior?* “Journal of Economic Behavior & Organization” 2008, vol. 67, s. 624–643.
- Begg I., Featherstone K., *LSE Commission on the Future of Britain in Europe. Overview and Summary of Reports*, LSE European Institute, London School of Economics and Political Science, Londyn 2016.
- Behrendt S., *Outlook: Santiago Principles – The Santiago Principles: what’s next?* GeoEconomica – Political Risk Management, Genewa 2016.

- Bellelli J., *The Shale gas 'revolution' in the United States: Global implications, options for the EU*, Policy Briefing, DG EXPO/B/PolDep/Note/2013_124, Policy Department, Bruksela 2013.
- Bengtson V.L., Oyama P.S., *Intergenerational Solidarity and Conflict*, referat w ramach: Intergenerational Solidarity: Strengthening Economic and Social Ties (Expert Group Meeting), Department of Economic and Social Affairs, Division for Social Policy and Development, United Nations, Nowy Jork 23–25.10.2007.
- Bernstein S. i in., *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, “Journal of Economic Perspectives” 2013, vol. 27, no 2, s. 219–238.
- Bhattacharya U. i in., *Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study*, “The Review of Financial Studies” 2012, vol. 25, issue 4, s. 975–1032.
- Binmore K., *Why Experiment in Economics?* “The Economic Journal” 1999, vol. 109, no. 453, s. 16–24.
- Bitsch F. i in., *Risk, Return and Cash Flow Characteristics of Infrastructure Fund Investments*, EIB Papers, European Investment Bank, Luksemburg 2010, vol. 15, no. 1.
- Blachard O. i in., *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, Waszyngton 2010.
- BlackRock, *Global ETP Landscape, Industry Highlights*, Nowy Jork 2017.
- Blanchard O., Summers L., *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*, Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2017.
- Bloom D.E. i in., *Macroeconomic implications of population ageing and selected policy responses*, “The Lancet” 2015, vol. 385, issue 9968, s. 649–657.
- Blundell-Wignall A. i in., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions no. 14, OECD Publishing, Paryż 2008.
- Brady J., *Strategy Primer: Investing in Real Estate*, Oaktree Insights, Oaktree Capital Management, Los Angeles 2016.
- Brundtland G.H., *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, UN Documents: Gathering a Body of Global Agreements, NGO Committee on Education of the Conference of NGOs, Oslo 1987.
- Callan Institute, *2017 Investment Management Fee Survey: U.S. Institutional Fund Sponsors and Investment Managers*, San Francisco 2017.
- Canes-Wrone B. i in., *Electoral Cycles and Democratic Development*, Princeton University, Princeton 2015.
- Carhart M.M., *Mutual Fund Survivorship*, “The Review of Financial Studies” 2002, vol. 15, no. 5, s. 1439–1463.
- Casano J., *Global Macro Hedge Fund Investing: An Overview of the Strategy*, NEPC, Cambridge 2010.
- Cerulli Associates and The Platforom, *A Snapshot of European Platforms*, Luksemburg 2013.
- Chalamish E., *Global Investment Regulation and Sovereign Funds*, “Theoretical Inquiries in Law” 2012, no. 13(2), s. 645–682.
- Chan L.K.C., Lakonishok J., *Are the Reports of Beta's Death Premature? Let's Think Twice Before Rushing to Discard Beta*, “The Journal of Portfolio Management” 1993, vol. 19, no. 4.

- China Investment Corporation, *2016 Annual Report*, Pekin 2017.
- Ciarlone A., Miceli V., *Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?* Banca d'Italia Temi di Discussione/Working Papers no. 972, Banca d'Italia, Rzym [Włochy] 2014.
- Cieślak E., *Działalność państwowych funduszy inwestycyjnych w świetle kryzysu na rynku kredytów ryzykownych*, „Toruńskie Studia Międzynarodowe” 2010, nr 1(3), s. 23–38.
- Clark G.L. i in., *Sovereign wealth funds: Legitimacy, governance, and global power*, Princeton University Press, Princeton 2013.
- Cogneau P., Hübner G., *The 101 ways to measure portfolio performance*, HEC Management School, University of Liège, Liège 2009.
- Colgan J., *The Emperor Has No Clothes: The Limits of OPEC in the Global Oil Market*, “International Organization” 2014, vol. 68, Issue 3.
- Commission of the European Communities, *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*, Bruksela 2008.
- Connor G., Lasarte T., *An Introduction to Hedge Fund Strategies: Introductory Guide*, International Asset Management Hedge Fund Research Programme, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, Londyn 2004.
- Crafts N., Fearon P., *Lessons from the 1930s Great Depression*, “Oxford Review of Economic Policy” 2010, vol. 26, no. 3, s. 285–317.
- Cremers M. i in., *Indexing and active fund management: International evidence*, “Journal of Financial Economics” 2016, vol. 120, issue 3.
- Crotty J., *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’*, “Cambridge Journal of Economics” 2009, vol. 33, issue 4, 563–580.
- Cvitanović J. i in., *Implications of Sharpe Ratio as a Performance Measure in Multi-Period Settings*, Bank of Canada, Ottawa 26.01.2007.
- D’Vari R., *Regulatory Reform and its Implications for SWF Risk Management in the “New Era”*, The Sovereign Wealth Fund Initiative – Summer 2012, The Fletcher School, Tufts University, Medford 2012.
- Damodaran A., *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, Stern School of Business, New York University, Nowy Jork 2008.
- Darius D. i in., *Trend-Following Hedge Funds and Multi-Period Asset Allocation*, EDHEC-Risk Institute, Nicea 2002.
- Darwin C., *On the Origin of Species by Means of Natural Selection or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life*, John Murray, Londyn 1859.
- Das U.S., *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, IMF Working Paper, WP/09/179, Waszyngton 2009.
- Davidow A.B., *Strategic beta strategies: An evaluation of different approaches*, Schwab Center for Financial Research, Charles Schwab & Co., San Francisco 2016.
- Della Casa T. i in., *Hedge fund investing in distressed securities: Capturing the unique value created by corporate and economic turnarounds*, Research, Analysis and Strategy Group, Man Investments, Londyn 2008.

- Dewenter K.L., *Firm values and sovereign wealth fund investments*, „Journal of Financial Economics” 2010, vol. 98, issue 2, s. 256–278.
- Dolfin J., Maxey C., *Don't Mistake Style for Skill the Impact of Style Factors on Performance Among Trend Followers*, Steben & Company, Gaithersburg 2016.
- E. Korbus, *The smart beta as a new metric of global sovereign wealth funds' investment activity*, SSRN (w redakcji) 2017.
- Edvinsson L., Malone M.S., *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, HarperBusiness (HarperCollins Publishers), Nowy Jork 1997.
- Eling M., *Does the Measure Matter in the Mutual Fund Industry?* „Financial Analysts Journal” 2008, vol. 64, no. 3.
- Erol T., Ozuturk D.D., *An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets: Infrastructure REITs (InfraREITs) in Turkey*, „Journal of Economic Cooperation and Development” 2011, vol. 32, issue 3, s. 65–87.
- Escaith H., *The small economies of Latin America and the Caribbean*, „CEPAL Review” 2001, no. 74.
- European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, *The Investment Case for Core Non-Listed Real Estate Funds*, Amsterdam wrzesień 2014.
- European Securities and Markets Authority, *Questions and Answers. Implementation of the Regulation (EU) no 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, Paryż 10.07.2017.
- EYGM Limited, *Infrastructure investments An attractive option to help deliver a prosperous and sustainable economy*, EYG no. EG0276, Nowy Jork 2015.
- Fabozzi F.J. i in., *The Legacy of Modern Portfolio Theory*, „The Journal of Investing” 2002, vol. 11, no. 3, s. 7–22.
- Fama E.F., French K.R., *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, „Journal of Financial Economics” 1993, no. 3, s. 3–56.
- Fama E.F., French K.R., *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, „Journal of Economic Perspectives” 2004, vol. 18, no. 13, s. 25–46.
- Fifth Session Eighth Parliament Republic of Trinidad and Tobago, *An Act to provide for the establishment and management of the Heritage and Stabilisation Fund and for matters related thereto* [Assented to 15th March 2007], Act no. 6 of 2007, Port of Spain 2007.
- Forbes K., *Failure to launch*, wystąpienie dla Banku Anglii, dostępne na witrynie internetowej Bank of England: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2017/speech985.pdf>
- Fotak V. i in., *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies*, artykuł dostępny w repozytorium internetowym Researchgate: https://www.researchgate.net/profile/Bernardo_Bortolotti/publication/241758435_The_Financial_Impact_of_Sovereign_Wealth_Fund_Investments_in_Listed_Companies/links/53d0f1bb-0cf2fd75bc5d54f9.pdf
- Franklin Templeton Investments, *True Diversifiers: The Case for Multi-Strategy, Multi-Manager Hedge Strategies. Perspective from K2 Advisors*, San Mateo 13.03.2015.

- Gaglio C., *Measuring Country Competitiveness: A Survey of Exporting-Based Indexes*, Documents de travail GREDEG, GREDEG Working Papers Series, GREDEG WP No. 2015-42, Université Nice Sophia Antipolis i GREDEG-CNRS, Nicea 2015.
- Galindev R., *Impact of Fiscal Stability Law*, ERI Discussion Paper Series no. 3, Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan, Tokio 6.02.2014.
- Geczy Ch., *The New Diversification: Open Your Eyes to Alternatives (A Conversation with Dr. Christopher Geczy)*, BlackRock, Nowy Jork 2015.
- Gelb A. i in., *Sovereign Wealth Funds and Domestic Investment in Resource-Rich Countries: Love Me, or Love Me Not?* Economic Premise no. 133, The World Bank, Waszyngton.
- Geltner D.M. i in., *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, Second Edition, Cengage Learning, Boston 2010.
- Gilligan J., Wright M., *Private equity demystified: An explanatory guide*, Financing Change Series, second ed., Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londyn marzec 2010.
- Gilson R.J., Milhaupt C.J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, Stanford University Law and Economics Olin Working Paper no. 355 i Columbia University Law and Economics Working Paper no. 328, Stanford-Nowy Jork 18.02.2008.
- Goetzmann W., *Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-proof Performance Measures*, "The Review of Financial Studies" 2007, vol. 20, issue 5, s. 1503-1546.
- Goetzmann W.N. i in., *Behavioral Factors in Mutual Fund Flows*, Yale ICF Working Paper no. 00-14, Yale International Center for Finance, Yale School of Management, New Haven grudzień 1999.
- Gołębiowski G., *Znaczenie polityki finansowej i czynników społeczno-kulturowych dla rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, Second Edition, MIT Press, Cambridge 2006.
- Gompers P., *What Do Private Equity Firms Say They Do?* National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Cambridge kwiecień 2015.
- Goodwin T.H., *The Information Ratio*, materiał zamieszczony na witrynie International Actuarial Association: <https://www.actuaries.org.uk/documents/information-ratio>
- Griffith-Jones S. i in., *Building on the counter-cyclical consensus: A policy agenda*, Foundation for European Progressive Studies (Working Paper), Bruksela 2009.
- Grisse C., Nitchka T., *On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates*, Swiss National Bank Working Papers no. 2013-4, Swiss National Bank, Zurich 2013.
- Guesmi K. i in., *Are hedge funds uncorrelated with financial markets? An empirical assessment*, Working Papers no. 103, IPAG Business School, Paryż 2014.
- Guidance on Transparency and Beneficial Ownership*, The Financial Action Task Force (on Money Laundering), Paryż październik 2014.
- Hahn T.C., *Real Estate Opportunity Funds*, "The Journal of Portfolio Management" 2005, vol. 31, no. 5, s. 143-153.

- Haldane A.G., *The age of asset management?* (wykład wygłoszony w London Business School w dniu 4.04.2014), dostępny w wersji elektronicznej na witrynie internetowej Banku Anglii: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf>
- Harbron G.L., *The case for low-cost index-fund investing*, Vanguard Research, Valley Forge kwiecień 2017.
- Henisz W.J., Levitt R.E., *Regulative, Normative and Cognitive Institutional Supports for Relational Contracting in Infrastructure Projects*, Working Paper 55.2, Collaboratory for Research on Global Projects, Stanford University, Stanford 8.06.2011.
- Hentov E., De Pessemier J., *Nothing Lasts Forever: Imagining the Life Cycle of a Sovereign Wealth Fund*, Official Institutions Group, State Street Global Advisors, Londyn 19.08.2016.
- Horejs M., *Long-Short Equity Handbook*, Morningstar, Chicago 2011.
- Hsu J. i in., *An Investor's Guide to Smart Beta Strategies*, "The American Association of Individual Investors Journal", Chicago grudzień 2012.
- Hsu J.C., *Cap-Weighted Portfolios Are Sub-Optimal Portfolios*, "Journal of Investment Management" 2006, vol. 4, no. 3, s. 1–10.
- IFSWF, *New challenges, private markets Sovereign wealth funds' changing investment strategies. Subcommittee 2: Investment & Risk Management*, 8th Annual Meeting, Auckland listopad 2016.
- International Business Publications, vol. 1: Strategic Information and Developments, *Kazakhstan. Country Study Guide*, Waszyngton 2013.
- International Forum of Sovereign Wealth Funds, *International Forum of Sovereign Wealth Funds Santiago Principles: 15 Case Studies*, Londyn listopad 2014.
- International Monetary Fund, *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, Waszyngton 2014.
- Investment Company Institute, *2016 Investment Company Handbook. A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry*, 56th ed., Waszyngton 2016.
- Joenväärä J., Kosowski R., *An Analysis of the Convergence between Mainstream and Alternative Asset Management*, EDHEC-Risk Institute Publications, Nicea 2013.
- Jones B.A., *Central Bank Reserve Management and International Financial Stability—Some Post-Crisis Reflections*, IMF Working Paper WP/18/31, Waszyngton luty 2018.
- Jorion P., *Risk Management for Event-Driven Funds*, "Financial Analysts Journal" 2008, vol. 64, no. 1, s. 61–73.
- Kaczmarek K., *Możliwości przeciwdziałania chorobie holenderskiej za pomocą sovereign wealth funds*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, LXXVI, z. 3, s. 239–251.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, "Econometrica" 1979, vol. 47, no. 2, s. 263–292.
- Kidd D., *The Sortino Ratio: Is Downside Risk the Only Risk that Matters?* Investment Performance Measurement, CFA Institute, Charlottesville 2012.
- Koch-Weser I.N., Haacke O.D., *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance*, U.S.–China Economic and Security Review Commission, Waszyngton 13.06.2013.

- Kołodziejczyk H., *Współczesne trendy na światowym rynku finansowym – Sovereign Wealth Funds*, „Przegląd Prawniczy, Ekonomiczny i Społeczny” 2011, nr 3–4, 239–251.
- Kotarbiński T., *Kurs logiki*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1960, s. 181.
- Kotter J., Lell U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, International Finance Discussion Papers no. 940, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton sierpień 2008.
- Kunzel P. i in., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm*, IMF Working Papers no. 11/19, Waszyngton 2010.
- Le Sourd V., *Performance Measurement for Traditional. Investment Literature Survey*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Nicea styczeń 2007.
- Ley del Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica*, Decreto N° 1.478, 4. 10. 2001.
- Lhabitant F.-S., Learned de Piante Vicin M., *Finding the Sweet Spot of Hedge Fund Diversification*, EDHEC-Risk Institute, Nicea kwiecień 2004.
- Lossen U., *The Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter?* Governance and the Efficiency of Economic Systems (GESY), Discussion Paper no. 192, Mannheim czerwiec 2006.
- Madhavan A.N., *Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing*, Oxford University Press, Nowy Jork 2016.
- Maduell M., *Asset Manager's Guide. Annual Strategic Briefing 2016*, Sovereign Wealth Fund Institute, Las Vegas 2016.
- Markowitz H., *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” 1952, vol. 7, no. 1.
- Markowitz H.M., *Does Portfolio Theory Work During Financial Crises?* materiał na witrynie internetowej Index Fund Advisors (IFA): <https://www.ifa.com/pdfs/does-portfolio-theory-work-during-financial-crises.pdf>
- McCahery J.A., De Roode A., *Co-Investments of Sovereign Wealth Funds in Private Equity*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper, no. 334/2016, Bruksela 10.12.2016.
- McGee J., *Drivers of Change Series: Hedge Fund Fees*, Hedge Fund Spotlight, Preqin, Londyn wrzesień 2016.
- Mehrpouya A., *Sovereign Wealth Funds, The IMF and Transparency. Are They All Talking About the Same Thing?* HEC School of Management, Paryż 2013.
- Michel J.-B. i in., *Quantitative Analysis of Culture Using Millions of Digitized Books*, “Scienceexpress”; publikacja dostępna w wersji elektronicznej: <http://www.librarian.net/wp-content/uploads/science-googlelabs.pdf>
- Mikail B., *France's shifting Middle Eastern alliances*, Policy Brief, no. 188, Madryt listopad 2014.
- Ministère des finances, République Algérienne Démocratique et Populaire, *Note de présentation du projet de la loi de finances complémentaire pour 2011*, Algier 25.04.2011.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Secretaría Técnica-Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, *Lineamientos de Inversión del Fondo de Estabilización Fiscal*, Lima grudzień 2015.
- Ministry of Finance and Economic Planning, *Petroleum Revenue Management Bill*, Section 10(2), Akra 12.07.2010.

- Monk A.H.B., *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*, “New Political Economy” 2009, vol. 14, no. 4, s. 451–468.
- Morgan Stanley Smith Barney, *Real Estate: An Important Alternative for Your Asset Allocation*, Purchase 2016.
- Muysken J.C. i in., *Sovereign Investors 2020. A growing force*, PwC, 2016.
- Nadauld T.D., Weisbach M.S., *Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt?* NBER Working Paper no. 16849, Cambridge 2011.
- Neal D., Warren G., *Long-Term Investing as an Agency Problem*, Research Working Papers no. 063/2015 / Project no. T003, Centre for International Finance and Regulation i University of Sydney, Sydney czerwiec 2015.
- NEPC Cambridge, *Distressed Real Estate Investing*, Cambridge maj 2010.
- Norges Bank Investment Management, *Return and Risk, Government Pension Fund Global*, no 02, Oslo [Norwegia] 2016.
- Northern Trust, The Economist Intelligence Unit, *The Path to Transparency in Alternatives Investing*, Londyn luty 2017.
- NZ Superfund, *10 Years of Working for the Future of New Zealanders*, Auckland 30.09.2013.
- NZ Superfund, *Annual Report 2016*, Auckland 2017.
- Ott J.C., *Government and Happiness in 130 Nations: Good Governance Fosters Higher Level and More Equality of Happiness*, “Social Indicators Research” 2010, vol. 102(1), s. 3–22.
- Owsiak S., *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997
- Pagliari J.L., *An Overview of Fee Structures in Real Estate Funds and Their Implications for Investors*, Pension Real Estate Association, Hartford październik 2013.
- Patton A.J., *Are “Market Neutral” Hedge Funds Really Market Neutral?* Oxford University Press & The Society for Financial Studies, Oksford 2008.
- Peterson Institute for International Economics, *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds* (prezentacja na Conference on China’s Exchange Rate Policy), <https://piie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf>
- PricewaterhouseCoopers LLP, *An ever-changing relationship SWFs and PEs*, Londyn 2014.
- PricewaterhouseCoopers, *The taxonomy of Sovereign Wealth Funds*, maj 2015.
- Ramaswamy S., *Managing international reserves: how does diversification affect financial costs?* “BIS Quarterly Review” 2008, s. 45–55.
- Read D. i in., *Choice Bracketing*, “Journal of Risk and Uncertainty” 1999, no. 19:1–3, s. 171–197.
- Remolona E.M. i in., *Market Returns and Mutual Fund Flows*, “FRBNY Economic Policy Review” 1997, s. 33–52.
- Revenue Watch Institute, Vale Columbia Center, *National Fund of the Republic of Kazakhstan*, Waszyngton wrzesień 2013.
- Richardson B.J., *Sovereign Wealth Funds and Socially Responsible Investing: An Emerging Public Fiduciary*, “Global Journal of Comparative Law” 2012, vol. 1, issue 2, s. 125–162.
- Robbins L., *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan Publishers, Londyn 1932.

- Robinson B. i in., *Mastering flows. Strengthening markets. How sovereign institutions can enhance global liquidity*, The Official Monetary and Financial Institutions, Londyn 2016.
- Rom B.M., Ferguson K.W., *Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age*, "The Journal of Investing" 1993, vol. 2, no. 4, 249–364.
- Rosenzweig W. i in., *Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact In Double Bottom Line Ventures*, UC Berkeley: Center for Responsible Business, Berkley 2004.
- Rozanov A., *Who holds the wealth of nations?* "Central Banking Journal" 2005, 15(4), s. 52–57.
- Russell J., *Systematic Trading: Diversification Done Right*, Acorn Global Investments, Oakville marzec 2010.
- RVK Real Estate, *Global Real Estate Market Newsletter*, Portland listopad 2016.
- RVK, *Global Sovereign Fund Universe*, Portland 2016.
- RVK, *New Mexico State Investment Council, Executive Summary – Performance Review as of March 31*, Portland 2016.
- Schena P.J., *Financing the expansion of global energy: the role of SWF investment as strategic private equity*, *Sovereign Wealth Funds*, Fletcher School, Tufts University, Medford 2013.
- Schumpeter J.A., *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper & Brothers, Nowy Jork 1942.
- Schwab K. (Ed.), *The Global Competitiveness Report 2016–2017*, World Economic Forum, Genewa 2016.
- Semenov D. i in., *FATCA proposed regulations: what should asset managers do now?* Ernst & Young, Nowy Jork 2012.
- Sharpe W.F., *A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, "The Journal of Finance" 1964, vol. XIX, no. 3.
- Sharpe W.F., *Mutual Fund Performance*, „The Journal of Business” (The University of Chicago Press) 1966, vol. 39, no. 1, part 2.
- Shilling J.D., Wurtzbach C.H., *Is Value-Added and Opportunistic Real Estate Investing Beneficial? If So, Why?* "Journal of Real Estate Research" 2012, vol. 34, issue 4, s. 429–462.
- Shub G. i in., *Global Asset Management 2014. Steering the Course to Growth*, The Boston Consulting Group, Boston lipiec 2014.
- Shub G. i in., *Global Asset Management 2016. Doubling Down on Data*, The Boston Consulting Group, Boston 11.07.2016.
- Sinnott E. i in., 2011. Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts? *World Bank Latin American and Caribbean Studies*, World Bank, Waszyngton 2011.
- Smith G., Nugée J., *The changing role of central bank foreign exchange reserves*, Official Monetary and Financial Institutions Forum, Londyn wrzesień 2015.
- Söhlke R. i in., *Admissibility of Triple-Net Lease Contracts*, Real Estate Co-Publishing, Berlin 2008.
- Solow R.M., *Intergenerational Equity and Exhaustible Resources*, "The Review of Economic Studies" 1974, vol. 41, s. 29–45.
- Sortino F.A., Price L.N., *Performance Measurement in a Downside Risk Framework*, "The Journal of Investing" 1994, vol. 3, no. 3.

- Stijns J.-P., *An Empirical Test of the Dutch Disease Hypothesis Using a Gravity Model of Trade*, referat zaprezentowany na kongresie European Economic Association, Sztokholm 20–24.08.2003.
- Strauss H. (Ed.), *Public and private financing of infrastructure: Evolution and economics of private infrastructure finance*, EIB Papers, vol. 15, no. 1, European Investment Bank, Luksemburg 2010.
- Sun Z. i in., *Only Winners in Tough Times Repeat: Hedge Fund Performance Persistence over Different Market Conditions*, Finance and Economics Discussion Series, no. 2016–030, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton 2016.
- Temasek, *Temasek Review 2017*, Singapur 9.07.2017.
- Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda, *Política de Investimentos, Fundo Soberano do Brasil, Anexo I da Resolução CDFSB n°11*, Brasília 2010.
- Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda, *Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil, „4° trimestre/2016”*, Brasília 2017.
- Thaler R.H., *Mental Accounting Matters*, “Journal of Behavioral Decision Making” 1999, no. 12.
- The Guardians of New Zealand Superannuation, *Investment Beliefs*, NZ Superfund, Auckland październik 2014.
- The Organic Law on Sovereign Wealth Fund*, “National Gazette” no. G496, Port Moresby 27.10.2014.
- Thompson T., Shah A., *Transparency International’s Corruption Perceptions Index: Whose Perceptions Are They Anyway?* Discussion Draft, marzec 2005.
- Treynor J.L., *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets* (niepublikowana wersja artykułu), 1962.
- UK Fund Management* (porównania międzynarodowe) z lat 2008–2015 opublikowane na witrynie internetowej TheCityUK: <https://www.thecityuk.com/assets/2015/Reports-PDF/UK-Fund-Management-An-attractive-proposition-for-international-funds.pdf>
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego – Departament Nadzoru Inwestycji Emerytalnych, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2012 r. – 31.03.2015 r.*, Warszawa 2015.
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w I kwartale 2016 roku*, raport nr DNI/A/K/201603/001, Warszawa 27.06.2016.
- Van Trease H. (Ed.), *Atoll Politics: The Republic of Kiribati*, Macmillan Brown Centre for Pacific Studies, University of Canterbury and Suva: Institute of Pacific Studies, University of the South Pacific, Christchurch 1993.
- Vidic R.D. i in., *Impact of Shale Gas Development on Regional Water Quality*, “Science” 2013, vol. 340, no. 6134.
- Villar J.A., Joutz F.L., *The Relationship Between Crude Oil and Natural Gas Prices*, Energy Information Administration, Office of Oil and Gas, Waszyngton 2006.

- Wallick D.W. i in., *The case for Vanguard active management: Solving the low-cost/top-talent paradox?* Vanguard research, Valley Forge 2013.
- Wang Q. i in., *Natural gas from shale formation – The evolution, evidences and challenges of shale gas revolution in United States*, “Renewable and Sustainable Energy Reviews” 2014, vol. 30, issue C, s. 1–28.
- Weber B., „*What you don't see is what you get*”: *The real risks and reasonable terms of infrastructure investment*, [w:] J. Campbell (Ed.), *Investing in infrastructure*, PEI Media, Londyn 2009.
- Weiss M., Neuenschwander F., *The real estate secondary market: enhanced returns with lower risk*, Partners Group Research Flash January 2013, Baar 2013.
- Willis Towers Watson, *Global Alternatives Survey 2016*, Londyn lipiec 2016.
- Wiśniewski P., *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część I. Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, „*Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*”, z. 111, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
- Wiśniewski P., *Inteligentna beta (smart beta) jako nowa strategia inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych (sovereign wealth funds)*, [w:] J. Ostaszewski (red.) *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2015.
- Wiśniewski P., *Otwarta architektura produktów inwestycyjnych jako wyzwanie dla konglomeratów finansowych (ang. Open Investment Product Architecture as a Challenge to Financial Conglomerates)*, z 8.02.2017, dostępne w repozytorium SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2921596> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2921596>
- Woll L. i in., *The Impact of Sustainable and Responsible Investment*, The US SIF Foundation (The Forum for Sustainable and Responsible Investment), Waszyngton czerwiec 2016.
- World Economic Forum, *Alternative Investments 2020: Regulatory Reform and Alternative Investments*, Genewa 2015.
- Yager A., *Perspectives on Real Estate Investments*, Mercer, Nowy Jork listopad 2010.
- Yeandle M. i in., *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre*, Z/Yen Limited, Corporation of London, Londyn listopad 2005.
- Yeandle M., *Global Financial Centres Index (GFCI)*, wydania: 1–19, Z/Yen Group, Londyn marzec 2007-marzec 2016.
- Yonga R., *Guide des Fonds Souverains Africains*, African Markets, wrzesień 2014.

Publikacje elektroniczne

- <http://afrique.le360.ma/mauritanie/economie/2016/08/15/4794-mauritaniene-forte-ponction-sur-le-fonds-national-des-revenus-des-hydrocarbures-4794>
- <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>
- <http://en.ndf.ir/About-NDF/Mission>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>
- <http://extwprlegs1.fao.org/docs/pdf/nig151155.pdf>
- <http://fairviewfundadmin.com/what-does-fatca-mean-to-sovereign-wealth-funds/>

- http://files.transparency.org/content/download/1950/12812/file/2015_CPI_DataMethodologyZIP.zip
- <http://finance.alberta.ca/business/ahstf/index.html>
- <http://ibd.morningstar.com/article/article.asp?id=754820&CN=brf295>, <http://ibd.morningstar.com/archive/archive.asp?inputs=days=14; frmtId=12,%20brf295>
- <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc-methodology>
- <http://isap.sejm.gov.pl/Download.jsessionid=B3221F91202B59343D291123679F3AC3?id=WDU20041461546&type=3>
- <http://isif.ie/abouts/>
- <http://isif.ie/how-we-invest/>
- <http://legis.la.gov/legis/Law.aspx?d=80886>
- <http://mec.worldbank.org/>
- <http://nkjp.pl/>
- <http://nsia.com.ng/abouts/corporate-philosophy>
- <http://oxfordstrat.com/ideas/sharpe-ratio/>
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- <http://pl.bab.la/slownik/angielski-polski/sovereign-wealth-funds>
- <http://sam.gov.ae/pages/about>
- <http://sjp.pwn.pl/korpus/szukaj/pa%C5%84stwowo-fundusz-maj%C4%85tkowy.html>
- <http://sjp.pwn.pl/poradnia/haslo/Doha;10419.html>
- [http://texreg.sos.state.tx.us/public/readtac\\$ext.TacPage?sl=R&app=9&p_dir=&p_rloc=&p_tloc=&p_ploc=&pg=1&p_tac=&ti=19&pt=2&ch=33&rl=10](http://texreg.sos.state.tx.us/public/readtac$ext.TacPage?sl=R&app=9&p_dir=&p_rloc=&p_tloc=&p_ploc=&pg=1&p_tac=&ti=19&pt=2&ch=33&rl=10)
- <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>
- <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> (dostęp: 30.03.2017).
- <http://wam.ae/en/details/1395297950380>
- <http://www.adia.ae/En/About/Mission.aspx>
- <http://www.apartados.hacienda.gob.mx/ifs wf/feip.html>
- <http://www.assetcorrelation.com/majors>
- <http://www.bankofbotswana.bw/content/2009103013033-pula-fund>
- <http://www.cboe.com/delayedquote/advchart.aspx?ticker=VVIX>
- <http://www.cboe.com/micro/vvix/vvixwhitepaper.aspx>
- <http://www.cdb.com.cn/English/ywgl/zhjryw/zffzjyxgs/>
- http://www.china-inv.cn/wps/portal!/ut/p/a1/jZFBc4IwEIX_Sj14pFkgEDxSQM-CW11EchEsmAEBmMDDgePDXF7BXYnPKZR63L7sPZeiIMsHuVcluVSNY-PdaZSb_BBNXZzwYiew22BV70o2_CT88cgHQW0HysSfVr_Kd3fdVa5AsAsKVB6H4ELlIFAKH5Pz3MHBte_T8d9GQOcEBHe5ShLHEiug1Rqo6FEw-mSzhdKsGUSTzf2qa7sXoJl-bKKRdLiDw3tKfbtuN9T3e85qzn_fa0Nha9lXr-SyY6 V_F0nJ5LnWqEYEq4qmGBNyTHhim6dLYOsLLUwCUo11IxtJYM-6RA74sRx4JjkBs qgmQJJF8mrZScfMxeovR4Ox0fM80fRervAKO3F4herM56I/dl5/d5/L3dHQSEvUUtRZy9nQSEh/
- <http://www.cmegroup.com/trading/energy/natural-gas/natural-gas.html>

http://www.economist.com/printedition/covers?print_region=76980
<http://www.efama.org/statistics/sitepages/asset%20management%20report.aspx>
<http://www.eia.gov/ae/>
<http://www.empirical.net/wp-content/uploads/2014/12/Treynor-Toward-a-Theory-of-Market-Value-of-Risky-Assets.pdf>
http://www.fgis-gabon.com/?page_id=55
<http://www.fmped.org.mx/index.html>
<http://www.fondoahorropanamama.com/>
<http://www.fonsis.org/fr/qui-sommes-nous/notre-mission>
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/rdr/index.shtml> <http://lexicon.ft.com/Term?term=retail-distribution-review>
http://www.fundosoberano.ao/?page_id=73
<http://www.futurefund.gov.au/>
<http://www.gic.com.sg/home-ch>
<http://www.google.com/trends/correlate/search?e=sovereign+wealth+funds&t=weekly&filter=sovereign+wealth+funds&p=us>
<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund.html>
<http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica.html>
<http://www.hkma.gov.hk/eng/about-the-hkma/hkma/about-hkma.shtml>
<http://www.icifactbook.org/>
<http://www.ifswf.org/our-members>
<http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/kuwait-declaration>
<http://www.imf.org/external/research/housing/data/GlobalHousePriceIndex.csv>
<http://www.institutionalinvestor.com/article/3458500/asset-management-regulation/5-years-after-dodd-franks-banks-dominate-more-than-ever.html#.WbHdasjXaM8>
<http://www.investopedia.com/>
<http://www.investopedia.com/ask/answers/070615/what-formula-calculating-beta.aspx?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>
<http://www.investopedia.com/terms/i/informationratio.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>
<http://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp?ad=dirN&qo=serpSearchTopBox&qsrc=1&o=40186>
<http://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp>
<http://www.investopedia.com/terms/s/sterilization.asp>
<http://www.khazanah.com.my/About-Khazanah/Corporate-Profile>
<http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/MissionVision.aspx>
<http://www.kic.kr/en/01/01/03.jsp>
<http://www.legis.nd.gov/assembly/62-2011/docs/pdf/lbs090611appendixc.pdf>
<http://www.lia.com.mt/en/>
http://www.longfinance.net/images/gfci/20/GFCI20_26Sep2016.pdf
http://www.longfinance.net/images/gfci/gfci_21.pdf
<http://www.mapa-swiata.net>

- http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/faces/portales/SGR/FAE/AhorroFAE?_adf.ctrl-state=1b19zcjh8i_86&_afLoop=475028690604338#!
- <http://www.mof.gov.bn/Brunei%20Investment%20Agency/Home.aspx>
- <http://www.mof.gov.tl/wp-content/uploads/2011/09/Petroleum-Fund-Law-English.pdf>
- <http://www.morningstar.com/funds.html>
- <http://www.mumtalakat.bh/our-story/>
- <http://www.nbim.no/en/investments/>
- <http://www.nicnbk.kz/kk> <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/global-pensionstatistics.htm>
- <http://www.oif.om/Arabic.html>
- http://www.oilfund.az/az_AZ/about_found/meqsed-ve-felsefe.asp
- http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm
- <http://www.parkalpha.com/products/sovereign-wealth-fund-strategic-index/>
- <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/index.html>
- <http://www.pif.gov.sa/AboutPIF.html>
- <http://www.pif.ps/ar/category/51/Aswaq>
- <http://www.planadviser.com/Transparency-Lagging-in-the-Alternative-Investment-World/>
- <http://www.psik.org.pl/co-to-jest-pevc.html>
- <http://www.qia.qa/About/OurMission.aspx>
- <http://www.resourcegovernance.org/resource-governance-index/methodology>
- <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/AboutSAFE/Major>
- <http://www.sama.gov.sa/enS/About/Pages/SAMAFunction.aspx>
- <http://www.scic.vn/index.php/intro.html>
- <http://www.sic.state.nm.us/uploads/files/NMSIC%20Mission%20Statement>
- <http://www.slownik-online.pl/index.php>
- <http://www.socialfunds.com/page.cgi/article2.html>
- <http://www.sovereignwealthcenter.com/Article/3429891/Amid-New-Regulations-SWFs-se-Collateral-to-Generate-Profit.html#.WbHGAsjXaM8>
- <http://www.sovereignwealthcenter.com/investment-data-nl.html?ReturnUrl=%2finvestment-data.html>
- <http://www.statutes.legis.state.tx.us/Docs/CN/htm/CN.7.htm>
- <http://www.swfinstitute.org/best-business-schools-for-public-institutional-investors-2015/>
- <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>
- <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/difference-in-sovereign-vehicles/>
- <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>
- <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>
- <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/lmti-transparency-ratings-time-series/>

- <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/swfi-standardized-asset-allocation/>
<http://www.swfinstitute.org/swf-article/estimate-sovereign-funds-experienced-16-6-billion-in-net-losses-from-gfc-bank-bailouts/>
<http://www.swfinstitute.org/swf-research/linaburg-maduell-transparency-index-released/>
<http://www.swfinstitute.org/tag/sovereign-wealth-fund-transaction-database/>
<http://www.swftransaction.com/login/index.php>
<http://www.swftransaction.com/login/index.php>
<http://www.swftransaction.com/login/index.php>
<http://www.temasek.com.sg/documents/report/downloads/20111110170516/TR2006.pdf>
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/ar/web/stn/sobre-o-fsb>
<http://www.transparency.org/cpi2015>
<http://www.turkmenistan.gov.tm/?id=6056>
<http://www.un.org/press/en/2003/sc7868.doc.htm>
http://www.wvpolicy.org/tags/future_fund
http://wyotax.org/_pdfs/2017/Apr/PWMTFCcombined2016.pdf
<https://apfc.org/who-we-are/guiding-principles/#mission>
<https://blogs.imf.org/tag/sovereign-wealth-funds/>
https://books.google.com/ngrams/graph?content=sovereign+wealth+funds&year_start=2000&year_end=2014&corpus=15&smoothing=3&share=&direct_url=t1%3B%2C-sovereign%20wealth%20funds%3B%2Cc0
<https://books.google.com/ngrams/info>
<https://caia.org/sites/default/files/curriculum-download/CAIA%20L1%202015%20Chapt.%201.pdf>
<https://docslide.org/sovereign-wealth-funds-narodowe-fundusze-majatkowe>
<https://efib.idaho.gov/>
<https://en.oxforddictionaries.com/definition/windfall>
https://en.wikisource.org/wiki/Alabama_State_Constitution_of_1901/Amendments_401-500#Amendment_450_ratified
<https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC?p=^GSPC>
<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
<https://piie.com/experts/senior-research-staff/edwin-m-truman>
<https://rdif.ru/About>
<https://scholar.google.pl/scholar?hl=pl&q=%22sovereign+wealth+funds%22&btnG=&lr=>
<https://sitfo.utah.gov/abouts/>
<https://sk.kz/en/about-fund/strategy-and-mission/>
<https://www.abudhabi.ae/portal/public/en/departments/adic;jsessionid=8c213s8nwIBBvh8RtC02np8fzhsMKa1Q7wlG0o0zTkCe3p4vRKDK!-498330238!547349751!1519174733607>
<https://www.blackrock.com/institutions/en-ch/literature/whitepaper/global-insurance-research-2016-en-zz.pdf>

- <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-11/the-great-rotation-thesis-splits-analysts-eyeing-stocks-bonds>
- <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html>
- <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2001rank.html>
- <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=24>
- <https://www.eia.gov/analysis/projection-data.cfm#annualproj>
- <https://www.eia.gov/analysis/reports.cfm#/T214, T1255>
- [https://www.eia.gov/beta/international/data/browser/#/?pa=0000000000000000000000000004&c=rurvrvvfvvtvrvvvlurvrvvfvvrvvfvvrvvovv20evvvvvvvvrvvuvvvo&ct=0&tl_id=3002-A&vs=INTL.3-6-AFG-TCF.A&cy=2016&vo=0&v=T&start=1980](https://www.eia.gov/beta/international/data/browser/#/?pa=000000000000000000000004&c=rurvrvvfvvtvrvvvlurvrvvfvvrvvfvvrvvovv20evvvvvvvvrvvuvvvo&ct=0&tl_id=3002-A&vs=INTL.3-6-AFG-TCF.A&cy=2016&vo=0&v=T&start=1980)
- <https://www.emissions-euets.com/internal-electricity-market-glossary/557-financial-counterparty-fc>
- <https://www.euromoneycountryrisk.com/Home>
- <https://www.google.com/trends/explore?date=all&q=sovereign%20wealth%20funds>
- <https://www.google.com/trends/explore?date=all&q=sovereign%20wealth%20funds>
- https://www.google.pl/#q=%22sovereign+wealth+funds%22&tbs=lr:lang_1pl&lr=lang_pl
- <http://pl.bab.la/slownik/angielski-polski/sovereign-wealth-funds>
- <https://www.google.pl/maps>
- <https://www.google.pl/trends/explore?date=all&q=sovereign%20wealth%20funds>
- <https://www.iasplus.com/en-ca/projects/ifrs/completed-projects-2/investment-entities-amendments-to-ifrs-10-ifrs-12-and-ias-27>
- <https://www.icd.gov.ae/about-icd/icd-values/>
- <https://www.idaho.gov/about-idaho/history/>
- <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/A-Guide-to-Committees-Groups-and-Clubs#IC>
- <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm#I>
- <https://www.ipe.com/reports/special-reports/etfs-guide-2016/advanced-engineering/10013228.article>
- <https://www.linkedin.com/in/andrew-rozanov-0115583>
- <https://www.minfin.ru/ru/performance/nationalwealthfund/mission/>
- <https://www.minfin.ru/ru/performance/reservefund/mission/>
- <https://www.mof.gov.tl/budget-spending/petroleum-fund/>
- <https://www.mof.gov.tl/budget-spending/petroleum-fund/?lang=tl>
- <https://www.mubadala.com/en/who-we-are/about-the-company>
- <https://www.nbim.no/en/the-fund/>
- <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/>
- <https://www.nzsuperfund.co.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate>
- <https://www.preqin.com/>
- <https://www.preqin.com/>
- <https://www.preqin.com/blog/0/8197/volcker-rule-sovereign-wealth>
- <https://www.preqin.com/user/my/my.aspx>
- <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/id697027/>

- https://www.rvkinc.com/services/performance_reporting.php
- <https://www.selectusa.gov/access-capital>
- <https://www.sgrf.gov.om/Index.php?r=en%2Fsite%2Fabout#vision>
- <https://www.slideshare.net/AaronCommod/abu-dhabi-investment-authority>
- <https://www.swfinstitute.org/products-services/sovereign-wealth-fund-strategic-index/>
- <https://www.swfinstitute.org/swf-article/thanks-hft-sovereign-wealth-funds-and-pension-s-fear-financial-transaction-tax/>
- <https://www.swfinstitute.org/swf-news/adic%E2%80%99s-invest-ad-launchescits-funds-that-target-africa-and-the-arabian-gulf/>
- <https://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>
- <https://www.swfinstitute.org/swfs/china-investment-corporation/>
- <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-purpose.html>
- <https://www.thebalance.com/crude-oil-versus-natural-gas-competing-energy-markets-808876>
- <https://www.thecityuk.com/assets/2015/Reports-PDF/UK-Fund-Management-An-attractive-proposition-for-international-funds.pdf>
- <https://www.thecityuk.com/assets/2015/Reports-PDF/UK-Fund-Management-An-attractive-proposition-for-international-funds.pdf>
- <https://www.theice.com/products/6590258/Henry-LD1-Fixed-Price-Future>
- <https://www.utsystem.edu/sites/default/files/landing-pages/puf/ut-system-puf-infographic-2018.png>
- https://www.willistowerswatson.com/~/_media/WTW/PDF/Insights/2016/02/Global-Pensions-Asset-Study-2016.pdf?la=en
- <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/52/Annual%20Statistics%20Guide/439/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202016.xlsx>

Załączniki

Załącznik 1. Government Pension Fund-Global (GPF) – Królestwo Norwegii (Norwegia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1990	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	5,27
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	922,11	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	81,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	85
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) /deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	17,04
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	35,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	57,46
Oryginalna nazwa (język norweski) ^a	Statens pensjonsfond utland (Oljefondet)	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	193,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	16,05	System rządów ⁱ	konstytucyjna monarchia dziedziczna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	60,2
2. GENEZA I NAZWA			
<p>W 1969 r. na Morzu Północnym odkryto ropę naftową, jej wydobycie rozpoczęto w Norwegii już w 1971 r. i dochody z pozyskiwania tego surowca traktowano początkowo na zasadach analogicznych do innych wpływów budżetowych. Ponieważ Norwegia ma stosunkowo nieliczną populację i popyt krajowy na ropę naftową jest ograniczony, państwo to szybko stało się eksporterem ropy naftowej. W czerwcu 1990 r. parlament norweski (Storting) uchwalił Government Petroleum Fund Act. PFM formalnie powołano w czerwcu 1990 r. – po decyzji zgromadzenia ustawodawczego (Stortingetu) w celu przeciwdziałania skutkom oczekiwanego spadku dochodów budżetowych i redukcji wahań cen ropy naftowej. GPFG został zaprojektowany jako PFM o charakterze oszczędnościowym i stabilizacyjnym.</p>			

<p>Początkowo był bezpośrednio zarządzany przez norweskie Ministerstwo Finansów. W 1996 r. zarządzanie zostało przekazane Norges Bank. Od 1998 r. GPFG zarządza Norges Bank Investment Management (NBIM), komórka Norges Bank. Fundusz zmienił nazwę w styczniu 2006 r. z Petroleum Fund of Norway. GPFG jest potocznie określany jako Fundusz naftowy (nor. <i>Oljefondet</i>). Wbrew swej oficjalnej nazwie nie jest to klasyczny fundusz emerytalny, ponieważ czerpie swe środki finansowe z dochodów surowcowych, a nie ze składek emerytalnych.</p>
<p>3. MODEL FINANSOWANIA</p>
<p>GPFG zainwestował część dużej nadwyżki wykazywanej przez norweski sektor naftowy, osiąganey głównie z podatków od przedsiębiorstw, ale także opłat licencyjnych od wydobycia tego surowca, jak i bezpośrednich wpłat budżetowych oraz dywidend z mniejszościowych udziałów w Statoil/ Norsk Hydro.</p>
<p>4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA</p>
<p>Norweskie Ministerstwo Finansów odpowiada za zarządzanie GPFG i scedowało na Norges Bank Investment Management (NBIM) funkcje operacyjne dotyczące aktywów funduszu. NBIM jest częścią struktury Norges Bank. Ministerstwo Finansów nakreśla strategię inwestycyjną i alokację aktywów GPFG. Inwestycje muszą być zgodne ze standardami etycznymi w ujęciu sektorowym i podmiotowym. Przedsiębiorstwa, w których PFM lokuje swoje środki, są ściśle monitorowane przez Radę Etyki. Jeśli przedsiębiorstwa działają w sposób sprzeczny z wymogami co do etyki inwestowania, GPFG przystępuje do stopniowej procedury wycofywania zaangażowania inwestycyjnego. Wytyczne te dotyczą sfer działalności gospodarczej, w których istnieje ryzyko przedsięwzięć mogących przyczynić się do naruszenia praw człowieka, nasilania praktyk korupcyjnych, dewastacji środowiska naturalnego lub innych, szczególnie poważnych naruszeń podstawowych norm etycznych. W 2013 r. NBIM utworzył radę doradczą ds. nadzoru korporacyjnego w celu długoterminowej optymalizacji swej działalności. Rada ta pomaga w ocenie proponowanych inwestycji kapitałowych w ramach alokacji aktywów funduszu. Ponadto pełni funkcję ciała aktywizującego praktyki zarządzania i regularnie ocenia działalność związaną z udziałami NBIM na polu praktyk właścicielskich. Przedsiębiorstwa, które podlegają zmianom strategicznym, fuzjom i przejęciom lub restrukturyzacji, mogą być opiniowane właśnie przez to gremium. Firmami podlegającymi tej ocenie są zwłaszcza podmioty, w których NBIM posiada udziały o wartości ponad 1 mld USD.</p>
<p>5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE</p>
<p>GPFG dąży do optymalnego pożytkowania dwóch unikalnych cech: długoterminowej orientacji i dużej skali, przy czym oba te atrybuty mają przekładać się na wysokie, odniesione do ryzyka stopy zwrotu i stanowić mechanizm zabezpieczenia dobrobytu przyszłych pokoleń Norwegów. GPFG zainwestował w papiery wartościowe prawie 9 tys. przedsiębiorstw w 77 państwach świata. Działa więc globalnie, inwestując w międzynarodowe akcje, instrumenty o stałym dochodzie i w nieruchomości. Celem jest osiągnięcie dywersyfikacji, stanowiącej czynnik redukcji ryzyka i maksymalizacji stóp zwrotu. Na 30.06.2017 r. portfel GPFG złożony był w 65,1% z akcji, w 32,4% z instrumentów o stałym dochodzie i w 2,5% z aktywów inwestycyjnych nienotowanych na rynkach regulowanych. Lokaty cechują się znacznym rozproszeniem geograficznym i walutowym, co – prócz wymienionych aspektów efektywności portfelowej – ma stwarzać szansę na wykorzystanie czynników globalnego wzrostu ekonomicznego i przyrostu wartości aktywów. Fundusz – m.in. z uwagi na długoterminowy horyzont inwestycyjny – wykazuje ograniczone potrzeby płynnościowe. GPFG ma być inwestowany w społecznie odpowiedzialny sposób, w ramach ogólnej strategii inwestycyjnej. Mandat dotyczący zarządzania aktywami GPFG (sformułowany przez Ministerstwo Finansów) zawiera wymogi odnoszące się do stopnia dywersyfikacji i udziału poszczególnych klas aktywów w portfelu tego PFM. Strategia GPFG jest wynikiem ewolucji koncepcyjnej opartej na dokonanych studiach, zebranych, empirycznych doświadczeniach, a także wszechstronnych analizach organów PFM. Istotne modyfikacje strategii GPFG wymagają zgody Stortingu. Istnieje przy tym porozumienie społeczne co do tego, że GPFG nie powinien być doraźnym narzędziem polityki zagranicznej czy klimatycznej Norwegii.</p>

Portfel papierów wartościowych na akcje i obligacje został skonstruowany na podstawie indeksu referencyjnego funduszu (benchmarku). Celem portfela referencyjnego jest uwzględnienie szczególnych cech i zadań funduszu, ma więc przełożyć się na podniesienie (jakości pomiaru) efektywności inwestycyjnej. Portfel referencyjny ma na celu m.in. zwiększenie zakresu dywersyfikacji i zaangażowania większej liczby czynników kreowania wartości inwestycyjnej (ang. factors). Jest punktem wyjścia dla inwestycji funduszu i służy wyznaczaniu oczekiwanej stopy zwrotu oraz ryzyka w perspektywie średnio- i długoterminowej.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Nieruchomości
30.06.2017	32,38	65,14	2,48
01.03.2017	32,94	64,59	2,47
31.12.2016	34,31	62,47	3,22
30.09.2016	36,30	60,64	3,06
30.06.2016	37,36	59,57	3,08
01.03.2016	37,04	59,81	3,15
31.12.2015	35,69	61,16	3,14
30.09.2015	37,33	59,71	2,96
30.06.2015	34,53	62,77	2,70
01.03.2015	35,28	62,46	2,25
31.12.2014	36,54	61,27	2,19
30.09.2014	37,30	61,37	1,34
30.06.2014	37,57	61,28	1,15
01.03.2014	37,71	61,14	1,15
31.12.2013	37,30	61,67	1,03
30.09.2013	35,51	63,60	0,89
30.06.2013	35,74	63,35	0,91
01.03.2013	36,73	62,39	0,88
31.12.2012	38,13	61,22	0,66
30.09.2012	39,35	60,35	0,30
30.06.2012	40,10	59,59	0,31
01.03.2012	39,00	60,68	0,31
31.12.2011	40,94	58,73	0,33
30.09.2011	44,06	55,61	0,33
30.06.2011	39,41	60,46	0,13
01.03.2011	38,60	61,27	0,13
31.12.2010	38,54	61,46	0,00
30.09.2010	39,55	60,45	0,00
30.06.2010	40,40	59,60	0,00
01.03.2010	37,39	62,61	0,00
31.12.2009	37,73	62,27	0,00
30.09.2009	37,95	62,05	0,00
30.06.2009	39,73	60,27	0,00
01.03.2009	47,45	52,55	0,00
31.12.2008	50,37	49,63	0,00

30.09.2008	47,03	52,97	0,00
30.06.2008	48,24	51,76	0,00
01.03.2008	51,95	48,05	0,00
31.12.2007	52,55	47,45	0,00
30.09.2007	54,55	45,45	0,00
30.06.2007	57,75	42,25	0,00
01.03.2007	59,88	40,12	0,00
31.12.2006	59,30	40,70	0,00
30.09.2006	59,83	40,17	0,00
30.06.2006	59,48	40,52	0,00
01.03.2006	59,10	40,90	0,00
31.12.2005	58,38	41,62	0,00
30.09.2005	59,20	40,80	0,00
30.06.2005	60,10	39,90	0,00
01.03.2005	60,05	39,95	0,00
31.12.2004	59,04	40,96	0,00
30.09.2004	60,23	39,77	0,00
30.06.2004	58,42	41,58	0,00
01.03.2004	57,93	42,07	0,00
31.12.2003	57,38	42,62	0,00
30.09.2003	58,82	41,18	0,00
30.06.2003	58,71	41,29	0,00
01.03.2003	61,06	38,94	0,00
31.12.2002	62,19	37,81	0,00
30.09.2002	63,61	36,39	0,00
30.06.2002	61,31	38,69	0,00
01.03.2002	57,71	42,29	0,00
31.12.2001	59,54	40,46	0,00
30.09.2001	40,10	59,90	0,00
30.06.2001	40,70	59,30	0,00
01.03.2001	41,60	58,40	0,00
31.12.2000	59,80	40,20	0,00
31.12.1999	57,88	42,12	0,00
31.12.1998	59,55	40,45	0,00
31.12.1997	100,00	0,00	0,00
31.12.1996	100,00	0,00	0,00

Alokacja geograficzna (metodyka SWFI, w %)

Data	Ameryka Płn.	Ameryka Łacińska	Europa	Azja	Afryka	Bliski Wschód	Australia i Pacyfik	Inwestycje międzynarodowe
31.12.2016	42,30	2,00	36,00	15,80	0,60	0,40	2,10	0,80
31.12.2015	40,00	1,80	38,10	16,10	0,60	0,40	2,00	1,00
31.12.2014	38,90	2,30	39,30	15,50	0,70	0,40	2,10	1,00

31.12.2013	35,20	2,60	44,80	14,30	0,70	0,30	2,20	0,00
31.12.2012	32,20	2,70	48,00	12,90	0,70	0,30	2,30	0,90
31.12.2011	34,60	1,60	52,70	9,60	0,30	0,20	1,40	1,10
31.12.2010	33,90	1,60	52,40	10,40	0,30	0,10	1,40	0,90
31.12.2009	34,10	1,20	53,40	9,60	0,30	0,00	1,40	0,00
31.12.2008	34,50	0,20	54,30	9,60	0,00	0,00	1,40	0,00
31.12.2007	34,30	0,20	54,90	8,30	0,30	0,00	1,40	0,00
31.12.2006	33,70	0,20	56,60	8,00	0,20	0,00	1,20	0,00
31.12.2005	35,60	0,40	52,80	9,90	0,30	0,00	1,00	0,00
31.12.2004	35,60	0,30	53,60	9,30	0,20	0,00	1,10	0,00
31.12.2003	34,90	0,20	53,50	10,20	0,00	0,00	1,30	0,00
31.12.2002	32,20	0,20	55,10	11,10	0,00	0,00	1,40	0,00

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

Norweski PFM jest wzorem przejrzystości dla całego środowiska tych podmiotów na świecie, co uwidacznia się we wszechstronnej publikacji mierników efektywności portfelowej. Poza wskaźnikiem Sortino, którego użyteczność dla potrzeb oceny skuteczności zarządzania przez PFM jest kontrowersyjna, GPFG dokonuje kalkulacji wszystkich innych, powszechnie stosowanych wskaźników analizy portfelowej (także w wersjach zmodyfikowanych). Fundusz ten przeprowadza przy tym dogłębną analizę wpływu różnorodnych czynników (ang. *factors*) na kształtowanie się wyników, czyli *de facto* stosuje metodykę odpowiadającą inteligentnej becie. Wszystkie wyniki inwestycyjne odniesione do ryzyka zawierają obszerne raporty *Return and Risk* wydawane corocznie od 2015 r. Co interesujące, mierniki efektywności portfelowej podawane są dla różnych szeregów czasowych, także wieloletnich.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 2. Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) – Zjednoczone Emiraty Arabskie, ZEA (Emirat Abu Zabi)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1976	Liczba ludności (za 2015 r., mln) ^{a,f}	2,78*
Suma zarządzanych aktywów (za 2017 r., w mld USD) ^{a,b}	828,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., w latach) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L-M (1–10) ^b	6	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	رامثستس الال يبظوبأ زاهج	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	9,75	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Przed odkryciem ropy naftowej większość aktywności gospodarczej na obszarze Abu Zabi stanowiła wymiana handlowa, koczownictwo, przemysł, małe rybołówstwo, a także połowienie i sprzedaż pereł. Handel historycznie był zdominowany przez kupców indyjskich. W 1962 r. Abu Zabi rozpoczęło pozyskiwanie ropy naftowej – począwszy od 15 000 baryłek dziennie, osiągając poziom 600 000 baryłek dziennie w 1969 r. W tym czasie wszystkie złoża ropy były eksploatowane przez zagraniczne przedsiębiorstwa działające w ramach rządowych koncesji. W 1967 r. w Londynie powstała Financial Investments Board. Była częścią Ministerstwa Finansów tego emiratu. Ciałem to składało się z doradców największych banków europejskich, ministrów rządu ZEA i innych przedstawicieli administracji rządowej. Do 1975 r. podmiot zarządzał ponad 2 mld USD w formie długoterminowych aktywów zagranicznych. Innym prekursorem Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) była Abu Dhabi Investment Administration. Zgodnie z ustawą nr 5 z 1976 r. ADIA została utworzona w celu zastąpienia obu wcześniej funkcjonujących instytucji. Założona w marcu 1976 r. jest zasilana jest z dochodów z eksploatacji i eksportu ropy naftowej. Od 2016 r. ADIA jest największym PFM działającym na Bliskim Wschodzie. Jest w całości własnością rządu Emiratu Abu Zabi i podlega jego nadzorowi. ADIA ma osobowość prawną i pełną autonomię w wypełnianiu swego ustawowego mandatu i celów.</p>			

3. MODEL FINANSOWANIA

Źródła finansowania ADIA pochodzą z eksploatacji ropy naftowej, w szczególności z Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) i spółek zależnych, które wypłacają dywidendę, aby finansować ADIA i jego siostrzany fundusz Abu Dhabi Investment Council (ADIC). Płatności te mają charakter warunkowy – dokonywane są, jeśli rząd osiągnie nadwyżkę budżetową i nie ma innych zobowiązań parabudżetowych. ADIA otrzymuje 70% nadwyżki, a pozostałe 30% trafia do ADIC.

4. ORGANIZACJA PFM

Instytucja nadzorcza Supreme Petroleum Council, ADIC oraz ADIA tworzą razem tzw. żelazny trójkąt instytucji finansowych ZEA. Ich prerogatywy to:

- ADIC jest lokalnym organem wykonawczym Emiratu Abu Zabi. Pomaga rządowi wypełniać jego obowiązki i zadania. Rada ta nadzoruje tworzenie budżetu Emiratu, a także wpływa na ostateczny kształt budżetu federalnego ZEA. W 1971 r. w Abu Zabi powstała Rada Ministrów na mocy przepisów ustawy nr 1 o reorganizacji aparatu państwowego. W 1974 r. wspomniana ustawa została zastąpiona ustawą nr 1 [sic], która służyła modyfikacji struktury zarządzania, w jej ramach zmieniono np. organ Rada Ministrów na Radę Wykonawczą Abu Zabi. Statut ADIA jest określony w ustawie nr 5 z 1981 r., dotyczącej ponownej organizacji agencji inwestycyjnej w Abu Dhabi (zwanej dalej ustawą 5) z późniejszymi zmianami w 1997 r., która jest jej jedynym konstytutywnym dokumentem. Ustawa (5) zapewnia oddzielenie ról i odpowiedzialności właściciela, podmiotu zarządzającego i kierownictwa. Rada dyrektorów ADIA jest najwyższym organem sprawującym całkowitą kontrolę nad strukturą ADIA. Składa się z przewodniczącego, dyrektora zarządzającego i innych członków zarządu, z których wszyscy są urzędnikami wyższego szczebla, wyznaczonymi na mocy dekrétów. Członkowie Rady są nominowani obecnie na okres trzech lat i mogą zostać powołani ponownie. Kluczowe decyzje podejmowane są przez zespół komitetów tego PFM.
- Komitet audytu jest mianowany i podlega rządowi oraz zapewnia nadzór nad powoływaniem zewnętrżnych biegłych rewidentów, systemem sprawozdawczości finansowej zgodnie z MSSF, systemami kontroli wewnętrznej i audytu wewnętrznego.
- Komitet inwestycyjny pomaga dyrektorowi zarządzającemu i jest odpowiedzialny za zarządzanie i nadzór nad kwestiami związanymi z inwestycjami. Dyrektor zarządzający jest przewodniczącym Komitetu inwestycyjnego, wspieranego przez dwóch wiceprzewodniczących, z udziałem dyrektorów wykonawczych wszystkich departamentów inwestycyjnych oraz przedstawicieli niektórych komórek kontrolnych, w zależności od potrzeb.
- Komitet zarządzania ryzykiem podlega dyrektorowi zarządzającemu i jest odpowiedzialny za nadzorowanie systemu zarządzania ryzykiem ADIA. Składa się z członków Komitetu inwestycyjnego.
- Komitet ds. strategii doradza Komitetowi inwestycyjnemu w sprawie ogólnej strategii inwestycyjnej ADIA oraz struktury długoterminowego portfela ADIA.
- Komitet rekomendacji inwestycyjnych pomaga Komitetowi ds. inwestycji w osiągnięciu spójności i jasności w formułowaniu rekomendacji inwestycyjnych.
- Komitet zarządzający składa sprawozdania dyrektorowi zarządzającemu i jest odpowiedzialny za zarządzanie i nadzór nad kwestiami pozainwestycyjnymi i organizacyjnymi, w tym planowanie strategiczne, organizacyjne i budżetowanie/kontroling ADIA.

Zarząd ADIA nie uczestniczy w decyzjach inwestycyjnych i operacyjnych. Odpowiada za nie dyrektor zarządzający. Istnieje – opisany wcześniej – Komitet inwestycyjny, który wspiera dyrektora zarządzającego, analizując i udzielając zaleceń dotyczących wniosków inwestycyjnych pochodzących z jednostek inwestycyjnych ADIA. Rada ADIA zatwierdza coroczne sprawozdanie finansowe, rachunek zysków i strat, raport roczny, a także powołanie audytorów zewnętrznych. Ponadto dyrektorzy nie mogą mieć bezpośredniego lub pośredniego udziału w zamówieniach, projektach i transakcjach zawieranych lub realizowanych przez ADIA (minimalizacją konfliktu interesów). ADIA podlega ponadto nadzorowi zewnętrznego i niezależnego organu – Abu Dhabi Accountability Authority (ADAA), który powołano przez rząd Abu Dhabi na mocy ustawy nr 14 w 2008 r. (ustawa nr 14) jako niezależną komisję odpowiedzialną za zwiększanie i promowanie przejrzystości i odpowiedzialności organów rządowych i publicznych Abu Dhabi, zapewniając tym instytucjom efektywne zarządzanie oraz wykorzystywanie ich zasobów i aktywów, wysoką ekonomikę procesów, należytą etykę i zbieżność ze strategią rozwoju Abu Zabi.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE							
<p>Misją ADIA jest inwestowanie aktywów w imieniu rządu Emiratu Abu Zabi przy mobilizacji niezbędnych środków finansowych niezbędnych dla utrzymania dobrobytu Emiratu. ADIA stara się niwelować zmienność cen ropy naftowej. Zadaniem tego PFM jest zapewnianie wystarczającej ilości środków pieniężnych na wypadek konieczności nagłych wypłat. ADIA hołduje polityce dywersyfikacji inwestycyjnej, która podlegała ewolucji wraz z poszerzającą się dostępnością nowych klas aktywów i wzrostu skali zarządzanych aktywów. Fundusz stara się utrzymywać stały przepływ środków w ramach klasach aktywów i nie doprowadzać do nadmiernej koncentracji inwestycyjnej. Ponadto skupia się bardziej na strategiach beta (pasywnych) niż alfa (aktywnych). ADIA jest względnie konserwatywna w porównaniu z dużymi inwestorami publicznymi. Za sporą część polityki inwestycyjnej funduszu odpowiadają strategie oparte na wskaźnikach makroekonomicznych. ADIA deklaruje zainteresowanie taktycznym i oportunistycznym inwestowaniem – jeśli nadarzą się odpowiednie okazje inwestycyjne.</p>							
6. ALOKACJA AKTYWÓW							
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)							
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private Equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Pozostałe alternatywne	
31.12.2016	19,50	60,00	3,00	5,00	2,00	10,50	
31.12.2015	20,50	58,00	3,00	6,00	2,00	10,50	
31.12.2014	20,00	58,00	3,50	6,00	2,00	10,50	
31.12.2013	20,50	59,50	3,00	6,00	1,00	10,00	
31.12.2012	22,50	59,00	2,00	5,50	1,00	10,00	
31.12.2011	23,00	58,00	2,00	6,00	1,00	10,00	
31.12.2010	23,00	57,50	2,50	6,00	1,00	10,00	
31.12.2009	24,00	57,50	2,00	5,50	1,00	10,00	
Alokacja geograficzna (metodyka SWFI, %)							
Okres	Ameryka Północna	Ameryka Łacińska	Europa	Azja	Afryka	Bliży Wschód	Australia i Pacyfik
31.12.2016	45,0	1,5	30,5	17,5	1,2	0,8	3,5
31.12.2015	44,0	2,5	30,5	17,5	1,2	0,8	3,5
31.12.2014	42,0	3,0	31,0	18,5	1,2	0,8	3,5
31.12.2013	43,0	3,0	30,0	18,5	1,2	0,8	3,5
31.12.2012	44,0	3,2	29,1	18,0	1,2	1,0	3,5
31.12.2011	41,3	3,2	32,0	18,0	1,0	1,0	3,5
31.12.2010	40,5	2,9	33,9	18,0	1,0	0,7	3,0
31.12.2009	40,3	2,9	34,0	18,0	1,0	0,7	3,1
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ							
<p>Dokumentem, w którym zawarte są informacje na temat pomiaru efektywności inwestycyjnej, jest coroczny ADIA Review. W najbardziej aktualnym (za 2016 r.) można odnaleźć informacje co do kalkulacji tej przez podmiot alfy Jensena. Fundusz ten w publicznych doniesieniach medialnych deklarował stosowanie inteligentnej bety. Kolejnym miernikiem analizy portfelowej wykorzystywanym przez ten fundusz jest wskaźnik Sharpe'a (włączając w to sformułowanie <i>explicite</i> celu inwestycyjnego w postaci tego kryterium). Można więc uznać, że ADIA szeroko wykorzystuje metodykę efektywności portfelowej, której zakres wykracza poza ogólną przejrzystość tego funduszu.</p>							
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM							
wysokie							

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 3. China Investment Corporation (CIC) – Chińska Republika Ludowa (Chiny)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2007	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1 373,54
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	813,80	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2014 r., 1–10) ^b	8	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	40
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	196,4
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^g	46,0
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^g	3 010,0
Oryginalna nazwa ^a	中国投资有限责任公司	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	7 321,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,27	System rządów ⁱ	socjalistyczna republika ludowa

Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	80,5	
2. GENEZA I NAZWA				
<p>Począwszy od kwietnia 2013 r. Chińska Republika Ludowa zgromadziła ponad 3,00 bln USD w rezerwach walutowych. Potrzeba poszukiwania wyższych stóp zwrotu, poprawy dywersyfikacji i efektywności portfelowej USD były przyczyną powołania China Investment Corporation (CIC). Założony 29.09.2007 r. CIC dokonał znacznych inwestycji w różne klasy aktywów, w tym w inwestycje bezpośrednie, instytucjonalne nieruchomości i infrastrukturę. Filie CIC to: China Investment Corporation International Co., Ltd. (CIC International) i Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin), które zostały zarejestrowane oddzielnie i funkcjonują jako odrębne podmioty. CIC International powstał we wrześniu 2011 r. Zgodnie z chińskim prawem o spółkach ma on możliwość inwestowania i zarządzania aktywami zagranicznymi. Zajmuje się całością zagranicznego portfela inwestycyjnego i uzyskał mandat od CIC na realizację samodzielnego podejmowania decyzji na rzecz CIC w warunkach wymiernych. Od momentu powstania CIC International przekazano do SWE dodatkowe 49 mld USD. W styczniu 2015 r. powstała kolejna spółka celowa CIC Capital z kapitałem założycielskim w wysokości 5 mld USD. Środki pochodziły z CIC. Jednostka zamierza zachęcać chińskie przedsiębiorstwa krajowe do inwestowania za granicą i działalności eksportowej.</p>				
3. MODEL FINANSOWANIA				
<p>Kapitał CIC jest finansowany poprzez emisję specjalnych obligacji skarbowych. Na mocy uchwały Stałego Komitetu 10. Narodowego Kongresu Ludowego chińskie Ministerstwo Finansów wyasygnowało sumę 55,5 mld USD w ramach specjalnych obligacji skarbowych i wykorzystało to w celu pozyskania kapitałów na skup rezerw walutowych (200 mld USD), które mają być wnoszone do CIC jako zarejestrowany kapitał własny. China Investment Corporation musi wypłacać dywidendy Radzie Państwa (jako jej właścicielowi), aby pokryć koszty tak wyemitowanych obligacji skarbowych.</p>				
4. ORGANIZACJA PFM				
<p>CIC posiada zarząd wyposażony w prerogatywy decyzyjne. Zgodnie z wymogami prawa spółek, CIC pracuje opracowuje statut i strukturę zarządzania. CIC powołała Radę Dyrektorów, Radę Nadzorczą i Zespół Zarządzający. Powołanie i odwoływanie Członków Zarządu ma być zatwierdzane przez chińską Radę Państwa. Strategia rozwoju CIC oraz wytyczne operacyjne i inwestycyjne są ustalane przez Zarząd CIC. Obowiązki i odpowiedzialność struktur CIC, w ramach poszczególnych komórek organizacyjnych, są jasno określone.</p>				
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE				
<p>Celem CIC jest maksymalizacja zwrotu z możliwą do zaakceptowania tolerancją na ryzyko i poprawa ładu korporacyjnego najważniejszych państwowych instytucji finansowych. CIC ma tendencję do korzystania z zewnętrznych zarządzających aktywami i uczestnictwa w inwestycjach za pośrednictwem różnych funduszy inwestycyjnych. Niektóre fundusze są wykorzystywane do wspomagania przedsiębiorstw państwowych (ang. <i>state owned enterprises</i>, SOE). CIC działa globalnie na takich rynkach, jak Europa, Rosja, Afryka, Azja, Ameryka Północna i Australia.</p>				
6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Inne alternatywne
31.12.2015	15,73	75,30	5,70	3,27
31.12.2014	8,70	79,93	7,91	3,46
31.12.2013	10,40	77,00	8,90	3,70
31.12.2012	11,50	73,60	10,70	4,20
31.12.2011	13,90	73,00	9,40	3,70
31.12.2010	13,60	79,50	6,90	0,00

31.12.2009	21,90	76,40	1,70	0,00
31.12.2008	34,20	65,70	0,10	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
Nawiązania do metodyki pomiaru efektywności portfelowej (wskaźników: Sharpe'a i informacji) występują w raportach rocznych tego funduszu – ostatni z nich obejmuje 2016 r. Zgodnie z tymi raportami CIC postawił sobie cel optymalizację wyników inwestycyjnych na podstawie obu tych mierników. Brak jest doniesień medialnych co do wykorzystania przez ten podmiot zaawansowanej metodyki zarządzania portfelem inwestycyjnym – np. inteligentnej bety. Co znamienne podmiot ten to trzeci największy PFM w skali światowej, a zarazem fundusz uznawany za relatywnie przejrzysty w ujęciu ogólnym – sygnatariusz Zasad z Santiago i fundusz notujący 8 punktów w rankingu Linaburga–Maduella.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
średnie				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/membersweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 4. Kuwait Investment Authority (KIA) – Państwo Kuwejt (Kuwejt)

INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1953	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	2,83
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	524,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	6	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	41
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+)/deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–16,5

Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	2,98
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	27,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusze	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	28,72
Oryginalna nazwa ^a	رامحتس الال دم اعلا ئى دل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	81,78
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	18,25	System rządów ⁱ	monarchia konstytucyjna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

Ropę naftową odkryto w Kuwejcie już w 1938 r., zaś pierwsze dostawy tego surowca na rynek odnotowano w 1946 r. Eksploatacja złóż trwale odmieniła gospodarkę tego państwa. W 1946 r. przychody z tytułu dostaw ropy naftowej w Kuwejcie wyniosły 760 000 USD. Do 1952 r. – już 57 mln USD. Kuwait Investment Authority (KIA) zawdzięcza swoje powstanie szejkowi A. Al-Salem Al-Sabahowi, władcy Kuwejtu w latach 1950–1965, który zdecydował, że część dochodów z ropy naftowej będzie przeznaczona dla ludności Kuwejtu. Początkowo eksploatacja tego surowca odbywała się w ścisłej współpracy z Wielką Brytanią (uwzględniając obustronne korzyści). W lutym 1953 r. szejk A. Al-Salem Al-Sabah podpisał umowę i utworzył spółkę inwestycyjną w Londynie, aby reinwestować nadwyżki z eksportu ropy naftowej w Kuwejcie. Z technicznej perspektywy KIA rozpoczęła działalność jako konto w Banku Anglii, którego zadaniem była akumulacja dochodów z ropy, przy kapitale początkowym 27 mln GBP. W tym czasie KIA zarządzał czteroosobowy zespół, w tym dwóch dyrektorów pochodzących z Banku Anglii. Pozostałymi członkami zarządu była kancelaria prawna w Wielkiej Brytanii reprezentująca emira i dyrektor brytyjskiego Banku na Bliskim Wschodzie. Umowa przewidywała również, że środki KIA będą zwolnione z podatków pobieranych w Wielkiej Brytanii. W 1961 r. minister finansów, szejk A. Al-Salem Al-Sabah, stworzył zręby polityki inwestycyjnej KIA, które obowiązują do dziś. Od kilkuset tysięcy funtów wpłat zdeponowanych w banku Anglii na początku, w 2010 r. KIA przekroczyła kwotę 15 mld GBP zainwestowanych w ponad 100 brytyjskich papierach wartościowych. Kuwait Investment Office (KIO) stało się nową komórką inwestycyjną w 1963 r., która zarządza Future Generations Fund (FGF) oraz General Reserve Fund (GRF) powołane w 1976 roku. Od 2012 r. większość aktywów znajduje się w pierwszym z podmiotów. GRF także zarządza majątkiem państwowym, w tym udziałami w przedsiębiorstwach publicznych, takich jak Kuwait Fund For Arab Economic Development i Kuwait Petroleum Corporation, jak i kuwejckim zaangażowaniem w wielostronnych i międzynarodowych organizacjach, m.in. w Banku Światowym, MFW i Arab Monetary Fund. Przyjęta w 1982 r. ustawa nr 47/1982 umocowała KIA jako niezależną osobę prawną działającą pod auspicjami Ministerstwa Finansów. W marcu 1994 r. KIO objęło całkowitą kontrolę nad KIA.

3. MODEL FINANSOWANIA

GRF jest główną komórką odpowiedzialną za zarządzanie skarbem i gromadzi dochody państwa (w tym wszystkie przychody z tytułu eksploatacji ropy naftowej), z których pokrywane są wydatki budżetowe państwa. FGF, utworzony w 1976 r. z 50% salda GRF, otrzymuje co najmniej 10% wszystkich dochodów państwa oraz 10% dochodu netto GRF w skali rocznej. Żadne aktywa nie mogą zostać wycofane z FGF (chyba, że na mocy odrębnej ustawy, np. budżetowej). Wszelkie dochody z lokat są reinwestowane zgodnie z wymogami ustawy nr 106 z 1976 r. KIO nadzoruje proces przekazywania 10% dochodów z eksploatacji ropy naftowej do FGF rocznie. W latach 2014–2015 GRF zmuszony był do wycofania środków (w ramach ustawy budżetowej). Szersze informacje na temat struktury aktywów są prawnie zabronione, częściowo w celu uniknięcia presji na przedwczesne wydatki. Pod koniec stycznia 2015 r. Ministerstwo Finansów

Kuwejtu ograniczyło wydatki, kiedy ceny ropy zaczęły notować spadki. Według Ministerstwa Finansów cena ropy naftowej musi być równa lub większa od 77 USD za baryłkę, aby uzyskać równowagę budżetową.

4. ORGANIZACJA PFM

jw.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Inwestycje wszystkich klas aktywów są dokonywane w skali globalnej. Cele KIO obejmują utrzymanie realnej wartości powierzonych środków, osiąganie wysokich długookresowych stóp zwrotu oraz rozwój kompetencji instytucjonalnych na międzynarodowych rynkach finansowych. GRF dysponuje około 149 mld USD, a FGF 399 mld USD. KIA nie angażuje się wydatnie w inwestycje w rejonie Zatoki Perskiej. Od powstania do 1963 r. KIO znacznie poszerzyło zakres inwestycji: utworzono dwa portfele inwestycyjne nakierowane na USA, skoncentrowane na akcjach i nieruchomościach. Do 1976 r. KIO powiększyło się o inwestycje ulokowane w Azji, Australii i Niemczech. W 1974 r. kupiono St. Martins Property Corporation, zajmującą się nieruchomościami. W połowie lat 70. XX w. nastąpił dynamiczny napływ środków z eksportu ropy naftowej. W latach 80. XX w. KIO inwestowało w wiele firm z listy Fortune 500, m.in. wzbudzając obawy władz amerykańskich za sprawą zaangażowania w Citibank (inwestycje w wysokości 1,7 mld USD). Do lat 80. XX w. KIO było zasilane środkami z eksploatacji ropy naftowej i podmiotowi temu brakowało jasnej strategii. W latach 1986–1989 dochody KIO z inwestycji przekroczyły wpływy z tytułu sprzedaży ropy naftowej. W 1989 r. dochody te szacowano na 8,8 mld USD, podczas gdy wpływy z ropy wyniosły 7,7 mld USD. W 1986 r. KIO rozpoczęło działalność w południowej Europie. Do połowy 1992 r. zainwestowano tylko w Hiszpanii 5,5 mld USD. Jednak w 1992 r. KIO poniosło znaczną stratę w inwestycji w Grupo Torras (w atmosferze skandalu). Po globalnym krachu na giełdzie w 1987 r. fundusz ten zaczął nabywać pokaźne pakiety akcji British Petroleum (BP) – do poziomu 21,60% kapitału. BP i rząd Wielkiej Brytanii zaniepokoiły się rosnącą pozycją KIO. Skłoniło to w 1988 r. brytyjskiego regulatora do wydania nakazu redukcji udziału KIO do 9,9% w ciągu roku (później przedłużono ten okres do 3 lat). BP odkupiło akcje od KIO. Suma 100 mld USD w zagranicznych inwestycjach zgromadzonych do 1990 r. zmniejszyła się o 60 mld USD w wyniku wydatków rządowych po irackiej inwazji na Kuwejt. W 1996 r. KIO znalazło się na szóstym miejscu pod względem wielkości wśród brytyjskich instytucji zarządzających aktywami. W czerwcu 2005 r. Rada Dyrektorów KIA zatwierdziła strategiczną alokację aktywów KIA wraz z zaleceniami opracowanymi przez zewnętrznych konsultantów, w tym ustaleniem docelowej stopy zwrotu i profilu ryzyka, który miałyby umożliwić firmie KIA podwojenie sumy aktywów w ciągu dekady. Przyjęte zalecenia obejmowały zaangażowanie w instrumenty o stałym dochodzie i ratingach od AA do BBB+, zakup obligacji wysokodochodowych i rynków wschodzących. Strategiczna alokacja uwzględniała także istotność alternatywnych inwestycji, takich jak *private equity*, nieruchomości, fundusze hedgingowe itp. Wiązało się to z umniejszeniem roli tradycyjnych aktywów i wzrostem wagi aktywów alternatywnych.

FGF składa się z inwestycji zagranicznych, wybieranych na podstawie zaakceptowanej alokacji aktywów strategicznych w różnych klasach. Alokacja w odniesieniu do państw oparta jest na udziale w światowym PKB i kapitalizacji rynkowej. Wyjątkiem od tej reguły są państwa, dla których wagi zostały przekwalifikowane z uwagi na wybór kluczowych składników portfela, takich jak BP i Daimler. FGF ma osiągnąć stopę zwrotu z inwestycji, która na podstawie trzyletnich średnich kroczących przekracza składane w czasie stopy zwrotu z benchmarków. Dodatkowymi cechami strategii inwestycyjnej są: projektowanie i utrzymywanie alokacji aktywów zgodnych z wyznaczonymi celami zwrotu i ryzyka, selekcja inwestorów i menedżerów inwestycyjnych w celu lepszej realizacji zaangażowania dla każdej klasy aktywów, dokonywanie zmian taktycznych w alokacji aktywów w celu korzystania z pojawiających się tendencji gospodarczych i rynkowych. GRF jest głównym skarbnikiem państwa i otrzymuje wszelkie dochody (w tym wszystkie z ropy naftowej), z których pokrywane są wszystkie wydatki budżetowe państwa. Sprawuje pieczę nad całością majątku narodowego, w tym udziałami w przedsiębiorstwach publicznych, a także zaangażowaniem w organizacjach wielostronnych i międzynarodowych. Skupia swe inwestycje w regionie Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej. Oprócz celu w postaci osiągnięcia stopy zwrotu ponad benchmarki, GRF odgrywa strategiczną rolę w gospodarce narodowej zgodnie z wytycznymi udokumentowanymi w polityce inwestycyjnej. KIA, poprzez GRF, kieruje i zarządza

<p>majątkiem państwa i udziałami w głównych podmiotach gospodarczych. GRF sprawuje aktywne zaangażowanie w rozwój gospodarczy i finansowy Kuwejtu. Promuje i wspiera instytucje rynkowe poprzez zaangażowanie projektowe wobec inwestycji mających wymierne korzyści ekonomiczne. GRF wspomaga rozwój lokalnych firm finansowych, dając im możliwość ekspansji krajowej i zagranicznej (m.in. poprzez działania restrukturyzacyjne). Jej zadaniem jest także zapewnienie płynności budżetowej w sytuacjach kryzysowych.</p>							
6. ALOKACJA AKTYWÓW							
<p>KIA jest zdywersyfikowanym inwestorem instytucjonalnym. FGF inwestuje w 100% poza Kuwejtem, a GRF utrzymuje portfel krajowy i zagraniczny. Alokacja aktywów jest dokonywana na poszczególne państwa przy uwzględnianiu preferencji wobec kluczowych przedsiębiorstw. KIA angażuje się w szerokie spektrum aktywów tradycyjnych i alternatywnych, bezpośrednio i przez zewnętrznych menedżerów.</p> <p>Alokacja rodzajowa (w %) – Fundusz Przyszłych Pokoleń (ang. Future Generations Fund) Dane na 30.06 każdego roku</p>							
Dane na 30 czerwca każdego roku		2014	2013	2012	2010	2007	2004
Akcje globalne		58	54	47	52	58	71
Instrumenty o stałym dochodzie i środki pieniężne		16	19	28	21	15	16
Private Equity, fundusze hedgingowe, nieruchomości, infrastruktura		26	27	25	27	27	13
Alokacja według regionów geograficznych (w %) – Fundusz Przyszłych Pokoleń							
Region			Udział (za 2013 r.)				
USA i Europa			75				
Rynki wschodzące (głównie Chiny i Indie)			25				
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ							
bd.							
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM							
średnie							

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/osstatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 5. Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA) Foreign Holdings – Królestwo Arabii Saudyjskiej (Arabia Saudyjska)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1952	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	28,16
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	514,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,3
Ranking przejrzystości L-M (2017 r., 1–10) ²	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ⁷	46
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-13,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-24,91
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	konserwatywna	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	25,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz w ramach banku centralnego	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	553,70
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	يبرع الخا نقن الا قس وم يدوعس الا	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	421,1
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,93	System rządów ⁱ	monarchia dziedziczna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA) jest bankiem centralnym Królestwa Arabii Saudyjskiej i dysponuje ogromną pulą rezerw walutowych. Od czerwca 1986 r. SAMA ma ustalony system kursów walutowych z „zaczepem” (ang. peg) w stosunku do USD. Wpływy z rezerw dewizowych pochodzące głównie z eksportu ropy naftowej są deponowane właśnie w SAMA. Od grudnia 2016 r. SAMA kontynuuje działalność Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA). Od 2013 r. Arabia Saudyjska stała się największym światowym eksporterem ropy naftowej. Jest jedynym producentem o tak znacznych niewykorzystanych zasobach tego surowca. Według OPEC Arabia Saudyjska dysponuje prawie jedną piątą światowych zapasów ropy naftowej i jest największym producentem i eksporterem wszystkich derywatów naftowych na świecie. Ponadto państwo to posiada piąte pod względem wielkości rezerwy gazu ziemnego w skali światowej. Saudyjskie wpływy z eksploatacji ropy naftowej zostały zainwestowane na międzynarodowych rynkach finansowych, jednak znaczne i uporczywe spadki cen ropy naftowej mogą skomplikować dalsze pozyskiwanie przez ten kraj nowych środków finansowych.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA PFM			
jw.			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Od lat 70 XX w., późniejszy król Arabii Saudyjskiej Faysal i szef SAMA, A. Ali prowadzili przez 15 lat pasywną politykę deponowania wpływów z ropy naftowej w tradycyjnych i zaufanych bankach w Londynie i Nowym Jorku (banki te były pełniły rolę instytucji powierniczych). W 1975 r. SAMA przyjęła bardziej aktywne podejście do inwestycji, angażując ponad 300 mln USD w bezpośrednie pożyczki wspierające przedsiębiorstwa użyteczności publicznej w takich krajach, jak: Finlandia, Norwegia i Australia. W 1975 r. SAMA zainwestowała również w trzyletnie papiery wartościowe rządowe w Republice Federalnej Niemiec i USA. W styczniu 1975 r. SAMA zaczęła nabywać amerykańskie obligacje i <i>commercial paper</i>, a także japońskie obligacje denominowane w jenach. SAMA również zaczęła inwestować w akcje amerykańskie. Do 1982 r. SAMA dysponowała około 153 mld USD w zagranicznych aktywach, a 60 mld USD w instrumentach amerykańskich. W tym czasie portfel obejmował krótko- i średnioterminowe papiery wartościowe, depozyty bankowe, akcje, złoto i inne aktywa. W 1982 r. spadek popytu na ropę naftową obniżył przychody Arabii Saudyjskiej, zmuszając Rijad do zaciągnięcia kredytów w wysokości 1 mld USD rocznie. Amerykańskie rynki finansowe obawiały się presji na wyceny tych aktywów, jeśli pojawiłyby się nagłe zlecenia ich sprzedaży ze strony SAMA. Od 1970 r. do 2014 r. Arabia Saudyjska była znana jako „Central Bank of Oil”. Państwo to miało zdolność wpływu na kształtowanie się tendencji cenowych na rynku ropy naftowej na całym świecie. Znaczna część nadwyżki przychodów z ropy inwestowana jest przez SAMA w aktywa o niskim ryzyku, takich jak skarbowe papiery wartościowe, portfel ten wzbogacany jest papierami emitentów o wysokiej jakości i bezpieczeństwie. W przeciwieństwie do KIO lub ADIA, Królestwo Arabii Saudyjskiej nie wprowadziło elementów solidaryzmu pokoleniowego czy rozwoju społeczno-ekonomicznego do strategii SAMA. Ma ona postawione bowiem dwa (techniczne) cele inwestycyjne:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ochrona początkowej wartości aktywów poprzez konserwatywny inwestycyjny, 2. akumulacja wpływów z eksportu ropy naftowej i inwestowanie w ramach maksymalizacji efektywności portfelowej. 			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja aktywów według klas (metodyka SWFI, w %)			
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Inwestycje Alternatywne
31.12.2016	58,56	39,44	2,00
31.12.2015	60,28	38,05	1,67
31.12.2014	55,93	42,95	1,12
31.12.2013	56,62	42,78	0,60
31.12.2012	58,91	40,32	0,77
31.12.2011	57,50	41,63	0,87
31.12.2010	57,33	41,58	1,09
31.12.2009	58,02	40,93	1,05
31.12.2008	57,85	40,50	1,65
31.12.2007	57,89	39,64	2,47
31.12.2006	54,36	42,45	3,19
31.12.2005	59,73	35,84	4,43
31.12.2004	61,24	31,58	7,18
31.12.2003	68,50	21,35	10,15
31.12.2002	74,53	13,25	12,23
31.12.2001	70,13	19,66	10,21
31.12.2000	69,45	15,01	15,54
31.12.1999	73,95	9,64	16,41
31.12.1998	71,80	20,69	7,51

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 6. Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (HKMA) – Specjalny Region Administracyjny Hongkong Chińskiej Republiki Ludowej (Hongkong)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^a	1993	Liczba ludności (2006 r., mln) ^d	7,17*
Suma zarządzanych aktywów (2014 r., mld USD) ^a	456,60	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^d	82,9*
Ranking przejrzystości L–M (2014 r., 1–10) ^a	8	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^e	77*
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^b	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^d	0,00*
Pochodzenie aktywów ^a	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^d	16,29*
Strategia inwestycyjna ^a	mieszana	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^d	24,9*
Forma organizacyjna ^a	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^d	342,7*
Oryginalna nazwa	香港金融管理局	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^d	3 185,0*

Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER)	1,3	System rządów ^d	specjalny region administracyjny ChRL
Witryna internetowa ^c	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^f	80,5
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Hong Kong's Exchange Fund powstał w 1935 r. W kwietniu 1993 r. utworzono Hong Kong Monetary Authority (HKMA) po połączeniu Office of the Exchange Fund oraz Office of the Commissioner of Banking. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie HKMA głównym celem jest zapewnienie stabilności waluty Hongkongu i tamtejszego systemu bankowego. Fundusz odpowiada również za promowanie efektywności, przejrzystości i perspektyw rozwoju systemu finansowego Hongkongu. Wszystkie aktywa HKMA mogą być wykorzystane do interwencji walutowej. HKMA korzysta z zewnętrznych menedżerów do administrowania około jedną trzecią swoich aktywów, w tym wszystkich portfeli kapitałowych i aktywów alternatywnych.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
jw.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>HKMA dzieli się na trzy obszary operacyjne:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) portfel rezerwowy – celem jest utrzymywanie płynnych aktywów denominowanych w USD w celu zapewnienia pełnego wsparcia dla bazy w Hongkongu, zgodnie z wymogami ustaleń rady walutowej; 2) portfel inwestycyjny – inwestowany przede wszystkim na rynkach obligacji i giełd papierów wartościowych państw członkowskich OECD w celu ochrony wartości i długoterminowej siły nabywczej administrowanych aktywów, 3) portfel strategiczny – powołany w 2007 r. do zarządzania udziałami w Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (giełdy Hongkongu). <p>Po utworzeniu Specjalnego Regionu Administracyjnego 1 lipca 1997 r. HKMA uległa nominalnej reorganizacji, zachowując funkcje swoich podstawowych komórek.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>HKMA ma wiele celów inwestycyjnych, w tym: ochrona kapitału, zasilanie bazy monetarnej przez szybko zbywalne papiery wartościowe denominowane w USD, zapewniając wystarczającą płynność w celu utrzymania stabilności i osiągnięcia stóp zwrotu w celu zachowania długofalowej siły nabywczej.</p> <p>HKMA dysponuje portfelem inwestycji bezpośrednich w nieruchomościach i <i>private equity</i>.</p>			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja aktywów (metodyka SWFI, w %)			
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Nieruchomości
31.12.2015	80,34	15,92	3,74
31.12.2014	78,10	18,30	3,60
31.12.2013	78,30	17,20	4,50
31.12.2012	80,50	15,50	4,00
31.12.2011	83,00	14,40	2,60
31.12.2010	81,30	17,00	1,70
31.12.2009	82,10	16,60	1,30
31.12.2008	84,90	12,60	2,50
31.12.2007	74,70	23,40	1,90
31.12.2006	75,70	22,10	2,20
31.12.2005	77,50	20,10	2,40

31.12.2004	78,70	19,40	1,90
31.12.2003	81,20	16,80	2,00
31.12.2002	85,50	11,90	2,60
31.12.2001	84,90	12,40	2,70
31.12.2000	78,50	18,90	2,60
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
wysokie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swefb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynarodowego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 7. State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Company – Chińska Republika Ludowa (Chiny)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1955	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1 373,54
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	441,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	40
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	196,4

Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa (pasywna)	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^f	46,0
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3 010,0
Oryginalna nazwa (język chiński)	国家外汇管理局	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	7 321,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,15	System rządów ⁱ	socialistyczna republika ludowa
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %)	80,5

2. GENEZA I NAZWA

State Administration of Foreign Exchange (SAFE) jest odpowiedzialna za zarządzanie rezerwami walutowymi Chin. SAFE posiada spółkę zależną w Hongkongu, SAFE Investment Company, która dokonała zakupów zagranicznych aktywów kapitałowych. SAFE Investment Company utworzono w 1997 r. z kapitałem 20 mld USD. Spółka ta jest zorganizowana jako podmiot prywatny, jednakże przedstawiciele SAFE zasiadają w jej organach. SAFE jest podmiotem zależnym od Ludowego Banku Chin. Centrum Inwestycyjne SAFE prowadzi SAFE Investment Company wraz z innymi spółkami celowymi/podmiotami inwestycyjnymi.

3. MODEL FINANSOWANIA

Zawirowania globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009 oraz polityka tzw. *quantitative easing* spowodowała nadpłynność światowych sektorów finansowych. Spadły także dochodowości amerykańskich obligacji skarbowych. Skłoniło to zarządzających SAFE do uwzględniania w portfelu inwestycyjnych akcji przedsiębiorstw. Prócz migracji aktywów pomiędzy ich klasami, zarządzający dokonali korekt w geograficznym rozkładzie inwestycji. Przyjęli także strategię wykorzystania spadków w wycenie wielu aktywów do oportunistycznego nabywania tak przewartościowanych lokat, choć nie wszystkie z tych posunięć okazały się korzystne. W 2013 r. SAFE utworzyło SAFE Co-Financing w celu udzielania pożyczek chińskim firmom inwestującym za granicą, zwiększając jednocześnie oczekiwane stopy zwrotu.

SAFE samodzielnie zarządza całością rezerw walutowych Chin. Bank centralny dokonuje wewnętrznych transferów do swych międzynarodowych jednostek operacyjnych w ramach standardowych operacji. Komplikuje to ocenę SAFE Investment Company jako odrębnego podmiotu.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

SAFE Investment Company korzysta z zewnętrznych menedżerów funduszy. W 2006 r. zaczęto optymalizację procesu selekcji menedżerów funduszy, zainicjowano analizę stylu i profilu ryzyka zarządzających. Od 2014 r. SAFE posiada znaczną część aktywów w ramach strategii replikacji indeksowej jako zabezpieczenie przed wahaniami kursów walut. Większość inwestycji kapitałowych SAFE jest obsługiwana przez spółki zależne w Londynie i Hongkongu. Jednym z globalnych depozytariuszy SAFE jest BNY Mellon.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Głównymi celami finansowymi i pozafinansowymi SAFE są:

- analiza i wysuwanie sugestii politycznych dotyczących reformy systemu administracji dewizowej, zapobiegania ryzyku nierównowagi bilansu płatniczego i wspomaganie równowagi bilansu płatniczego, analizy i wdrażanie środków politycznych na rzecz stopniowego rozwoju wymiennalności RMB w ramach rachunku kapitałowego oraz rozwoju rynku walutowego, proponowanie rozwiązań polityki kursowej;
- uczestnictwo w opracowywaniu odpowiednich regulacji ustawowych, wykonawczych i branżowych dotyczących administracji dewizowej, wydawanie standardowych dokumentów związanych z wykonywaniem obowiązków;
- nadzór nad analizą danych i monitorowanie stanu bilansu płatniczego oraz zewnętrznego zadłużenia, przy udostępnianiu odpowiednich, zgodnych z przepisami informacji i powiązane prace dotyczące monitorowania transgranicznych przepływów kapitałowych;

- nadzór nad rynkiem dewizowym państwa, zarządzanie rozliczeniami i sprzedażą dewiz, rozwój rynku walutowego;
- nadzór i kontrola zgodności z prawem płatności walutowych, wdrażanie regulacji walutowej zgodnie z przepisami dotyczącymi rachunku kapitałowego oraz dążenie do wymienialności RMB w obrotach kapitałowych, zarządzanie rachunkami zagranicznymi;
- egzekwowanie regulacji dewizowych oraz karanie zachowań naruszających te regulacje;
- zarządzanie rezerwami dewizowymi, złota i innych aktywów rezerwowych państwa;
- rozwój i administracja technologii informacyjnej służącej wymienionym celom i organizacja wdrożeń systemów informatycznych, nadzór nad obiegiem informacji o obrotach walutowych;
- koordynacja działań w skali transgranicznej;
- podejmowanie innych zadań wyznaczonych przez Radę Państwa i Ludowy Bank Chin.

6. ALOKACJA AKTYWÓW (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Infrastruktura	Inwestycje alternatywne
31.12.2015	34,10	51,60	0,70	13,60
31.12.2014	34,10	51,60	0,70	13,60
31.12.2013	34,10	51,60	0,70	13,60
31.12.2012	34,10	51,60	0,70	13,60
31.12.2011	34,10	51,60	0,70	13,60
31.12.2010	34,10	51,60	0,70	13,60

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 8. Government of Singapore Investment Corporation (GIC) – Republika Singapur (Singapur)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1981	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	5,78
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	359,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	85,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	6	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	84
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–0,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	56,5
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	46,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	249,7
Oryginalna nazwa (język angielski)	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	654,8
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,44	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Utworzenie Government of Singapore Investment Corporation (GIC) to inicjatywa G. Keng Swee, wówczas wicepremiera i przewodniczącego Monetary Authority of Singapore (MAS). GIC powstał w okresie gwałtownego wzrostu rezerw walutowych Singapuru w latach 70. XX wieku. Nagromadzenie rezerw spowodował spłot czynników ekonomicznych. Obejmowały one wysoką stopę oszczędności, silny wzrost gospodarczy i powtarzające się nadwyżki budżetowe. Zakładając kontynuację tych uwarunkowań, rząd zrewidował politykę inwestycyjną. Zamiast inwestycji MAS w płynne, ale mało dochodowe aktywa, rząd starał się zainwestować rezerwy w długoterminowe lokaty o wysokiej dochodowości. Początkowo rozważano wykorzystanie zagranicznych zarządzających, ale decyzja o samodzielnej jednostce została podjęta z dwóch powodów. Po pierwsze, lokalny podmiot dawałby rządowi większą elastyczność i kontrolę nad rezerwami walutowymi. Po drugie, miał przyczynić się do rozwoju kompetencji Singapuru w zarządzaniu inwestycyjnym. Rząd przewidywał, że nowo wykreowany podmiot będzie działał raczej jako firma prywatna, a nie organ rządowy. Takie usytuowanie pozwoliłoby temu PFM dynamicznie reagować na tendencje rynkowe bez potrzeby ubiegania się o zgodę parlamentu na poszczególne decyzje.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>GIC otrzymuje roczny wkład ze strony państwa. Nie jest on sztywno ustalony, jego wysokość jest uzależniona od decyzji na szczeblu centralnym. GIC ma ułatwić akumulację oszczędności rządowych, aby sprostać niedoborom energetycznym, deficytom budżetowym, niedoborom fiskalnym, wahaniom cen ropy naftowej, kursów walut, deflacji i powiększeniu się zasobów Singapuru w perspektywie długoterminowej.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>W razie potrzeby GIC korzysta z zewnętrznych menedżerów. Fundusz rozwija relacje z najlepszą grupą globalnych menedżerów inwestycyjnych, aby w znacznym stopniu wykorzystywać lokalny potencjał GIC, a jednocześnie kreować możliwości inwestycyjne, osiągając lepsze stopy zwrotu wobec benchmarków. GIC inwestuje m.in. w fundusze nieruchomości, <i>private equity</i>, obligacyjne, indeksowe i hedgingowe. Oprócz portfeli zarządzanych przez GIC, PFM ten zawiera</p>			

z zewnętrznymi zarządzającymi umowy o zarządzanie w szerokim zakresie klas aktywów, takich jak globalne instrumenty o stałym dochodzie i globalne akcje.							
STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE							
Zarządzanie zewnętrznym portfelem GIC obejmuje czterostopniowy proces: badania strategiczne i pozyskiwanie menedżerów; weryfikacja menedżerów i ich należytej staranności, konstrukcja alokacji portfela, monitorowanie portfela i zarządzanie ryzykiem. Po kryzysie finansowym w Azji wezwano do korzystania z ogromnych rezerw Singapuru, aby zwiększyć krajowy sektor zarządzania funduszami. W lutym 1998 r. GIC zapowiedziała, że w ciągu najbliższych trzech lat zatrudni zewnętrznych menedżerów funduszy i wyasygnuje na to kwotę w wysokości 25 mld USD. W 2001 r. GIC przekazał aktywa w zarządzanie 54 zewnętrznym menedżerom, w tym pięciu firmom zajmującym się funduszami typu <i>boutique</i> , podpisując łącznie 144 umów o zarządzanie. GIC szuka konkretnych pomysłów dotyczących inwestycji, ukierunkowując podpisywane umowy pod kątem obszarów geograficznych lub klas aktywów inwestycyjnych. Co do zasady, GIC inwestuje poza Singapurem.							
6. ALOKACJA AKTYWÓW							
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)							
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inne alternatywne	
31.03.2016	39	45	7	7	2	0	
31.03.2015	37	47	7	7	2	0	
31.03.2014	36	48	7	7	2	0	
31.03.2013	28	46	13	10	0	3	
31.03.2012	28	45	14	10	0	3	
31.03.2011	25	49	13	10	0	3	
31.03.2010	24	51	13	9	0	3	
31.03.2009	32	38	15	12	0	3	
31.03.2008	44	33	10	10	0	3	
Alokacja geograficzna (metodyka SWFI, w %)							
Data	Ameryka Północna	Ameryka Łacińska	Europa	Azja	Afryka	Bliski Wschód	Australia i Pacyfik
31.03.2016	39,00	3,00	23,00	31,00	1,00	0,50	2,50
31.03.2015	40,00	3,00	25,00	30,00	0,00	0,00	2,00
31.03.2014	38,00	4,00	29,00	27,00	0,00	0,00	2,00
31.03.2013	40,00	4,00	25,00	28,00	0,00	0,00	3,00
31.03.2012	38,00	4,00	26,00	29,00	0,00	0,00	3,00
31.03.2011	38,00	4,00	28,00	27,00	0,00	0,00	3,00
31.03.2010	39,00	4,00	30,00	24,00	0,00	0,00	3,00
31.03.2009	41,00	4,00	29,00	24,00	0,00	0,00	2,00
31.03.2008	37,00	3,00	35,00	23,00	0,00	0,00	2,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ							
bd.							
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM							
wysokie							

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017),

(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), (d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, (e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), (f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), (g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), (h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), (i) klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, (j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 9. Qatar Investment Authority (QIA) – Państwo Katar (Katar)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2005	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	2,26
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	320,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,7
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	61
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	–7,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–3,48
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	42,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	38,03
Oryginalna nazwa (język arabski)	رطق زاھج رامثتس ال	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	142,6
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	8,41	System rządów ⁱ	monarchia absolutna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Przed powołaniem w 2005 r. Qatar Investment Authority (QIA), Ministerstwo Finansów Kataru miało niewielki zespół zajmujący się inwestowaniem nadwyżek budżetowych. QIA została założona przez rząd Kataru w celu wzmocnienia gospodarki kraju poprzez dywersyfikację lokat w ramach innowacyjnych klas aktywów, strategii i inwestycji. QIA jest PFM, który inwestuje w kraju i na świecie, aby ograniczyć zależność od niestabilności tendencji cen surowców energetycznych. Przed odkryciem ropy naftowej większość aktywności gospodarczej na obszarze dzisiejszego Kataru to handel, przemysł, rybołówstwo, hodowla perł i gospodarka naturalna, przy czym			

handel był prowadzony przez kupców indyjskich. W 1948 r. Katar rozpoczął eksploatację ropy naftowej, w tym czasie zajmowały się tym zagraniczne przedsiębiorstwa w ramach koncesji. We wczesnych latach XXI w. rząd Kataru rozpoczął tworzenie QIA. W 2003 r. podmiot uruchomiono operacyjnie przed oficjalnym otwarciem w 2005 r. Celem QIA jest strategia, inwestowanie i zarządzanie rezerwami państwowymi oraz innym majątkiem zakwalifikowanymi przez rząd i jego agendy. W czerwcu 2017 r. przetransferowano z inicjatywy ministerstwa finansów do QIA aktywa o wartości 30 mld USD.						
3. MODEL FINANSOWANIA						
Katar jest jednym z największych eksporterów skroplonego gazu ziemnego (ang. <i>liquified natural gas</i> , LNG), co przekłada się na dynamiczne wpływy walut obcych.						
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA						
Od 2015 r. QIA prowadzi zastępca emira Kataru, zaś rada QIA pełni funkcje strategiczne i nadzorcze. Zarząd QIA dba o przestrzeganie polityki inwestycyjnej, monitoring limitów zaangażowania i zgodności z regulacjami. Ponadto dokonuje przeglądu i akceptuje główne kierunki inwestycyjne oraz ocenia stan i wyniki polityki inwestycyjnej, ramy zarządzania ryzykiem, uwarunkowania regulacyjne i kodeks dobrych praktyk. Zarząd QIA ma trzy komitety: inwestycyjny, audytu i ryzyka oraz audytu wewnętrznego grupy. Inwestycje podzielone są na dwie klasy: fundusze inwestycyjne i zarządzane portfele, a także grupy ryzyka, prawną i strategiczną.						
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE						
QIA najczęściej działa inwestycyjnie na czterech rynkach: Europa, USA, Azja i Australia. Inwestuje w różne klasy aktywów, w tym w akcje, udziały, instrumenty o stałym dochodzie, nieruchomości, fundusze hedgingowe, towary giełdowe, projekty specjalne i inwestycje bezpośrednie. Nadrzędnym celem jest osiągnięcie dywersyfikacji dochodów dla państwa Katar w ciągu najbliższych 10–15 lat od daty utworzenia QIA. W ramach realizacji strategii minimalizacji ryzyka uzależnienia od cen energii w Katarze, QIA inwestuje przede wszystkim na rynkach międzynarodowych (głównie USA, Europa i Azja) oraz w samym Katarze (ale poza sektorem energetycznym).						
6. ALOKACJA AKTYWÓW						
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)						
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inne alternatywne
31.12.2016	17,00	57,00	10,50	13,00	1,00	1,50
31.12.2015	18,00	55,00	12,50	12,00	1,00	1,50
31.12.2014	18,00	55,00	12,50	12,00	1,00	1,50
31.12.2013	18,00	55,00	12,50	12,00	1,00	1,50
31.12.2012	22,00	50,00	13,00	12,00	0,50	2,50
31.12.2011	22,00	50,00	13,00	12,00	0,50	2,50
31.12.2010	22,50	50,00	13,00	12,00	0,00	2,50
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ						
bd.						
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM						
wysokie						

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/membersweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii,

^(c) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 10. National Council for Social Security Fund (NSSF) – Chińska Republika Ludowa (Chiny)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2000	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1 373,54
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	295,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	40
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	196,4
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	46,0
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusze	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3 010,0
Oryginalna nazwa	全国社会保障基金理事会	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	7 321,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,10	System rządów ⁱ	socjalistyczna republika ludowa
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	80,5
2. GENEZA I NAZWA			
W sierpniu 2000 r. Komitet Centralny Chińskiej Partii Komunistycznej i Rady Stanu postanowił utworzyć National Council for Social Security Fund (NSSF) zarządzany przez National Council for Social Security Fund (SSF).			
3. MODEL FINANSOWANIA			
PFM ten jest finansowany głównie z aktywów kapitałowych pochodzących z redukcji udziałów państwowych, alokacji środków budżetowych rządu centralnego i innych przychodów z inwestycji. SSF, który zarządza funduszem, jest agencją rządową na szczeblu ministerialnym bezpośrednio w ramach Rady Państwa Chińskiej Republiki Ludowej. Plany na rzecz funduszu zaczęły się od ogłoszenia przez rządową radę państwa zapisów uchwały nr 26 z 1997 r., w ramach której opisano			

ramy koncepcyjne systemu emerytalnego obejmującego wiele filarów, który zastąpi obecny system repartycyjny (ang. <i>pay-as-you-go</i>).		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
NSSF korzysta z zewnętrznych menedżerów funduszy: 58% aktywów zarządzanych jest samodzielnie, a pozostałe 42% przez zewnętrznych menedżerów. Aktywa zarządzane lokalnie obejmują: depozyty bankowe, obligacje, trusty inwestycyjne, papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, akcje i fundusze inwestycyjne. Aktywa zagraniczne to: depozyty bankowe, rachunki bankowe, zbywalne świadectwa depozytowe i inne produkty rynku pieniężnego, obligacje, akcje, fundusze inwestycyjne papierów wartościowych oraz swapy na potrzeby zarządzania ryzykiem, forwardy i inne pochodne instrumenty finansowe.		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
NSSF głównie inwestuje w kraju, na rynkach wschodzących i w Europie. Istnieją plany przeznaczenia dodatkowych 20% aktywów na inwestycje zagraniczne, najprawdopodobniej przez zewnętrznych menedżerów. NSSF zezwala na inwestycje w <i>private equity</i> , podobnie jak w przypadku CIC. NSSF inwestuje w oferty publiczne i spółki technologiczne Hongkongu. Może obejmować bezpośrednie udziały w prywatnych firmach i przeznaczać niewielkie kwoty na akcje w przedsiębiorstwach państwowych.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)		
Klasa aktywów	Udział za 2013 r.	
Stały dochód	48	
Akcje	40	
Infrastruktura itp.	10	
<i>Private equity</i>	2	
Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)		
Rok	Chiny	Zagranica
2015	94,07	5,93
2014	91,50	8,50
2013	92,00	8,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
niskie		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelową – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksową – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto

(uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014); <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 11. Investment Corporation of Dubai (ICD) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) – Emirat Dubaju

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (za 2017 r., mln) ^f	2,82*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	209,50	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L-M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	يبد ديس ايم تجارا ايمت سال دي موكح ل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	2,47	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Investment Corporation of Dubai (ICD) powołano 3.05.2006 r. na mocy dekretu nr 11 z 2006 r. o utworzeniu Investment Corporation of Dubai (ICD). Jest w pełni własnością rządu Dubaju. Podobnie jak w przypadku Abu Zabi, Dubaj opracował plany dywersyfikacji uzależnienia od eksportu ropy poprzez tworzenie PFM. Jednym celów funduszu jest lepsze zarządzanie przedsiębiorstwami państwowymi. Investment Corporation of Dubai jest podzielony na kilka podmiotów celowych.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
ICD jest upoważniony do konsolidacji i zarządzania portfelem spółek inwestycyjnych oraz inwestycji rządu Dubaju i zapewnia strategiczny nadzór nad portfelem. Po rejestracji ICD, majątek państwowy przedsiębiorstw został wniesiony do tego PFM z departamentu inwestycyjnego ministerstwa finansów Dubaju, początkowo grupując udziały m.in. w: Emirates Bank International (obecnie Emirates NBD PJSC), Dubai Aluminium, Emirates National Oil Company Limited (ENOC) LLC, Dubai World Trade Center Corporation, Emirates, dnata, Dubai Islamic Bank PJSC i Emaar Properties PJSC.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
ICD kierowane jest przez zarząd. Corocznie działalność ICD weryfikuje departament audytu finansowego rządu Dubaju (GFAD), kontrolujący każdą spółkę, w której rząd ma 25% lub większy udział (zgodnie z ustawą nr nr 8 z 2010 r. o audycie finansowym).			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>ICD jest strategicznym funduszem dobrobytu strategicznego i zarządza majątkiem państwowym. Odgrywa kluczową rolę w długoterminowej strategii rozwoju Dubaju. ICD jest głównym podmiotem inwestycyjnym emiratu. Od 2013 r. prawie wszystkie inwestycje i aktywa ICD są zlokalizowane w ZEA. Zgromadzenie aktywów ICD w ZEA naraża fundusz na ryzyko koncentracji uwarunkowań ekonomicznych i politycznych ZEA, regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej. ICD zapewnia kapitał strategiczny i finansowanie <i>private equity</i> na rzecz krajowych, szybko rozwijających się przedsiębiorstw. Inwestuje w akcje, instrumenty dłużne lub hybrydowe papiery wartościowe. Dąży do utrzymania równowagi między zasobami generującymi stabilny dochód a aktywami wzrostu. Stale szuka nowych celów inwestycji na arenie międzynarodowej, w ramach swojej strategii inwestycyjnej. Mandat ICD, oparty na nadrzędnym celu wspierania długoterminowego wzrostu gospodarczego w Dubaju, to:</p> <ul style="list-style-type: none"> – konsolidacja i zarządzanie istniejącym portfelem spółek i inwestycji państwowych; – strategiczny nadzór nad portfelem poprzez opracowywanie i wdrażanie najlepszych w swojej klasie zasad ładu korporacyjnego oraz przejrzystą strategię inwestycyjną, która uwzględni możliwości wykorzystania aktywów portfelowych (na przykład poprzez pierwsze oferty publiczne) w celu zwiększenia zwrotów z portfela; – efektywne zarządzanie nadwyżkami kapitałowymi poprzez podejmowanie nowych inwestycji zarówno w skali lokalnej, jak i międzynarodowej, koncentrując się na klasach aktywów i okazjach inwestycyjnych, które zapewniają solidne, długoterminowe stopy zwrotu z uwzględnieniem ponoszonego ryzyka. 			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)			
Data	Stały dochód	<i>Private equity</i>	Nieruchomości
31.12.2016	62,68	35,18	2,14
31.12.2015	60,20	38,56	1,24
31.12.2014	59,80	39,00	1,20
31.12.2013	62,60	36,10	1,30
31.12.2012	59,50	39,10	1,40
31.12.2011	62,20	36,20	1,60
31.12.2010	47,60	28,00	24,40
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
wysokie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS,

wyd. II, Lublin 2008, ⁽ⁱ⁾ stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 12. Temasek Holdings (Temasek) – Republika Singapuru (Singapur)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1974	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	5,78
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	197,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	85,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	84
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–0,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	56,5
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	46,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	249,7
Oryginalna nazwa ^a	juw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	654,8
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,79	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Temasek Holdings jest spółką inwestycyjną należącą do rządu Singapuru. Podlega regulacjom Singapore Companies Act. Aby przyspieszyć rozwój gospodarczy na początku lat sześćdziesiątych XX w., rząd Singapuru rozpoczął dynamiczną industrializację i nakreślił plan wspierania przedsiębiorczości, obejmując udziały w wielu przedsiębiorstwach w branży produkcyjnej, finansów, handlu, transportu, przemysłu stoczniowego i usług. Wiele z pierwszych projektów to wspólne przedsięwzięcia (ang. <i>joint ventures</i>) z inwestorami zagranicznymi, które przyczyniły się do transferu technologii. Niektóre miały znaczenie strategiczne dla rozwoju gospodarki Singapuru, np. Bank Rozwoju Singapuru został utworzony w celu zapewnienia finansowania rozwoju gospodarczego. Singapore Airlines powstały w 1967 r. z rozdzielenia linii lotniczych Malezja-Singapur. Krajowa linia żeglugowa Neptune Orient Lines została utworzona w 1968 r., aby umocnić pozycję strategiczną Singapuru, zaś stocznia Sembawang powstała w tym samym roku, kiedy rząd Singapuru przejął stocznię pozostawioną przez brytyjską armię po opuszczeniu Singapuru. Spółki te stały się firmami powiązаныmi z rządem (ang. <i>government linked companies</i>, GLC). Zarząd tych spółek pierwotnie przypadał singapurskiemu Ministerstwu Finansów. W 1974 r. Ministerstwo Finansów utworzyło Temasek Holdings w celu zintegrowanego zarządzania tymi aktywami i jest jego jedynym udziałowcem. W miarę rozwoju działalności inwestycyjnej Temasek Holdings rozpoczął dywersyfikację swoich udziałów z lokalnego rynku do innych, okolicznych gospodarek. Temasek oznacza „morze-miasto”, co stanowiło oryginalną nazwę obecnego Singapuru.</p>			

3. MODEL FINANSOWANIA

Temasek Holdings rozpoczął działalność jako właściciel państwowych spółek. Początkowy portfel inwestycji Temasek, obejmujący 35 inwestycji o wartości około 354 milionów SGD (dolarów singapurskich), grupował podmioty tak odmienne jak fabryki detergentów i stocznie. Temasek jest aktywnym inwestorem i dąży do koncentrowania udziałów w długim horyzoncie czasowym. Do początku lat 90. XX w. do Temasek wnoszono poszczególne aktywa państwowe. W 1993 r. SingTel dołączył do spółek portfelowych, co wydatnie zwiększyło stan posiadania. W 2002 r. Temasek Holdings zaczął dywersyfikować aktywa poza Singapurem. PFM ten skupił się w większym stopniu na bezpośrednich projektach inwestycyjnych dostępnych w szybko rozwijających się gospodarkach azjatyckich. W 2004 r. Temasek otworzył biura w Bombaju i Pekinie, następnie w Hongkongu, Ho Chi Minh City (Saigon) i Szanghaju. Temasek Holdings w Singapurze jest aktywnym akcjonariuszem i inwestorem w różnych sektorach przemysłu takich, jak:

- bankowość i usługi finansowe,
- nieruchomości,
- inżynieria, technologia, transport i logistyka,
- infrastruktura,
- biologia, edukacja i opieka zdrowotna,
- dobra konsumpcyjne i luksusowe,
- energia i zasoby.

Temasek jest bezpośrednim inwestorem kapitałowym, tylko 10% portfela jest zarządzane zewnętrznymi. W 2004 r. Temasek zatrudniał około 30 menedżerów typu *absolute return* w Azji, USA, Europie i Australii.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

jw.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Strategia Temasek obejmuje cztery obszary inwestycji:

1. Transformacja gospodarcza. Temasek chętnie angażuje się w finansowanie gospodarek wschodzących takich, jak Chiny, Indie, Azja Południowo-Wschodnia i Ameryka Łacińska, w ramach inwestycji w branżach wzrostowych, np. usługi finansowe, infrastruktura i logistyka.
2. Rosnąca klasa średnia. Temasek poszukuje inwestycji w państwach o rosnącej populacji i o średnim dochodzie. Branże będące w kręgu zainteresowań tego PFM to media, telekomunikacja, wysokie technologie, produkty konsumenckie i nieruchomości.
3. Wypracowywanie przewag konkurencyjnych. Ten PFM preferuje projekty inwestycyjne wyposażone w własność intelektualną i inne przewagi konkurencyjne stanowiące barierę wejścia dla konkurencji.
4. Przyszli liderzy. Temasek inwestuje w firmy z silną pozycją na macierzystym rynku, a także spółki mające szansę osiągnąć prymat w swych branżach.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity
31.03.2016	31	30	39
31.03.2015	34	33	33
31.03.2014	36	34	30
31.03.2013	35	38	27
31.03.2012	36	37	27
31.03.2011	39	39	22
31.03.2010	38	41	21
31.03.2009	34	38	28
31.03.2008	31	48	21
31.03.2007	30	52	18
31.03.2006	26	57	17

31.03.2005	18		68	14			
31.03.2004	18		62	20			
Alokacja geograficzna (metodyka SWFI, w %)							
Data	Ameryka Północna	Ameryka Łacińska	Europa	Azja	Afryka	Bliski Wschód	Australia i Pacyfik
31.03.2016	10,00	2,00	8,00	69,00	1,00	1,00	9,00
31.03.2015	9,00	2,00	8,00	70,00	1,00	1,00	9,00
31.03.2014	8,00	2,00	6,00	72,00	1,00	1,00	10,00
31.03.2013	6,00	1,00	6,00	71,00	1,00	1,00	13,00
31.03.2012	5,00	1,00	6,00	72,00	1,00	1,00	14,00
31.03.2011	4,00	1,00	4,00	77,00	1,00	1,00	12,00
31.03.2010	5,00	2,00	5,00	78,00	0,00	0,00	10,00
31.03.2009	5,00	4,00	5,00	74,00	0,00	0,00	12,00
31.03.2008	6,00	3,00	5,00	74,00	0,00	0,00	12,00
31.03.2007	5,00	2,00	4,00	78,00	0,00	0,00	11,00
31.03.2006	5,00	2,00	4,00	78,00	0,00	0,00	11,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ							
Zasady polityki inwestycyjnej tego funduszu ujęte zostały w raporcie <i>Temasek Review 2017</i> , zaś bieżące wyniki inwestycyjne (ujmowane w stosunku rocznym i aktualizowane dla różnych okresów) dostępne są na jego witrynie internetowej. Podstawą kalkulacji tych rezultatów jest tzw. całkowity zwrot dla akcjonariuszy (ang. <i>total shareholder return</i> , TSR), który oparty jest na metodyce CAPM, jednakże „koszt kapitału odniesiony do ryzyka” (ang. <i>risk-adjusted cost of capital</i>) liczony jest przez ten fundusz wewnętrznie dla poszczególnych kategorii lokat, a następnie agregowany dla całego portfela. TSR korygowany jest o dywidendy wypłacone właścicielowi PFM i otrzymane dokapitalizowanie. Temasek Holdings publikował także wskaźniki Sharpe’a i wskaźnik informacji.							
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM							
wysokie							

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 13. Public Investment Fund (PIF) – Królestwo Arabii Saudyjskiej (Arabia Saudyjska)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	28,16
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	183,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,3
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	46
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–13,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–24,91
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	25,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	553,70
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	قودنص تارامثتسالا تماعلا	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	421,1
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER)	0,33	System rządów ⁱ	monarchia dziedziczna
Witryna internetowa ^c	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Od ponad 46 lat Public Investment Fund (PIF) jest wiodącym podmiotem gospodarczym i przyczynia się do rozwoju saudyjskiej gospodarki. Założony w 1971 r. na mocy dekretu królewskiego nr M/24, PIF przez lata finansował wiele kluczowych przedsięwzięć oraz wspierał finansowo projekty o znaczeniu strategicznym dla gospodarki narodowej. W dniu 23 marca 2015 r. Rada Ministrów wydała rozporządzenie nr 270, podporządkowując PIF Radzie ds. Gospodarczych i Rozwoju (ang. Council of Economic and Development Affairs, CEDA). Przewodnictwo Rady objął książę M. Bin Salman Bin Abdulaziz. Rola ekonomiczna PIF rosła w dynamicznym tempie w kontekście szeroko zakrojonych planów rozwoju nakreślonych przez CEDA jako część szerszych wysiłków na rzecz przyspieszenia transformacji gospodarczej i dokonanie cywilizacyjnych reform Arabii Saudyjskiej. Wzrosła ona także dzięki skutecznym działaniom na rzecz rozwoju lokalnej gospodarki, dywersyfikacji portfela międzynarodowych aktywów (poprzez inwestycje w ujęciu rodzajowym i geograficznym) oraz udziałowi w realizacji kluczowej strategii transformacji Arabii Saudyjskiej „Vision 2030”.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>PIF ma być podmiotem samofinansującym i nie otrzymuje bieżących dopłat budżetowych. W 2015 r. PIF zebrał ponad 20,3 mld USD w formie dywidend, z czego prawie wszystkie pochodziły od przedsiębiorstw saudyjskich.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>Do marca 2015 r. PIF funkcjonował jako część saudyjskiego ministerstwa finansów, z uprawnieniami do wykonywania funkcji, do których został powołany. Oczekuje się, że PIF odegra kluczową rolę w wielkiej strategii przemian saudyjskich Vision 2030 i restrukturyzacji Saudi Aramco. Sanabil Investments (podmiot zależny od PIF) opracował strategię zarządzania aktywami we współpracy z międzynarodowymi doradcami, która oparta jest na analizie i selekcji zarządzających.</p>			

Jednak Sanabil Investments ma w tym zakresie niezależność inwestycyjną, nie inwestując bezpośrednio na rynkach kapitałowych. Jej pozycję można więc określić jako „fundusz funduszy”.
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
Od czerwca 2016 r. większość aktywów PIF jest zaangażowana inwestycyjnie w branży petrochemicznej, usług finansowych oraz w sektorach technologii i telekomunikacji. PIF koncentruje się na inwestycjach krajowych. Strategiczny program rozwoju tego PFM zakłada wsparcie dla projektów produkcyjnych o charakterze komercyjnym. PIF jest udziałowcem wielu przedsiębiorstw krajowych ważnych dla interesu publicznego. Zaangażował się w projekty newralgiczne rozwoju infrastruktury i konkurencyjności Arabii Saudyjskiej: rafinerie ropy naftowej, petrochemie, rurociągi i magazyny, transport (w tym projekty morskie), linie lotnicze, strategiczne przedsiębiorstwa sektora prywatnego, sektor energetyczny, odsalarnie wody morskiej i minerały.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelową – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksową – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 14. Mubadala Development Company (Mubadala) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) – Emirat Abu Zabi

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2002	Liczba ludności (za 2015 r., mln) ^f	2,78*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	125,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., w latach) ^e	77,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66

Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	ذلل دابم ذكزش ذئ من ذلل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,47	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

Mubadala Development Company (Mubadala) powstała, aby zrealizować wizję ojca-założyciela ZEA, niezżyjącego szejka Zayeda bin Sultana Al Nahyana. Najważniejszym aspektem tej wizji jest rozwój gospodarki. Twórca Mubadali opowiadał się za ustanowieniem nowoczesnej struktury zarządzania państwem i potrzebą wykorzystania źródeł surowcowych do tworzenia infrastruktury, takiej jak szpitale i uniwersytety. Założona w 1984 r. International Petroleum Investment Company (IPIC) miała wspierać eksploatację bogactw naturalnych Abu Zabi na rzecz rozwoju emiratu. Mubadala Development Company powołana została w 2002 r., aby dalej dywersyfikować gospodarkę. Kolejnym krokiem było przemianowanie tego PFM na Mubadala Investment Company (w 2017 r., choć transformacja wciąż ma miejsce) jako globalnego gracza na rynkach finansowych. Obecnie Mubadala Investment Company działa w ramach zróżnicowanego portfela obejmującego aktywa inwestycyjne ponad 30 krajów na całym świecie. Mubadala posiada również duży odsetek aktywów przeznaczonych na inwestycje finansowe. „Mubadala” jest arabskim słowem oznaczającym „giełdę”, zaś w szerszym rozumieniu „wymianę towarów”.

3. MODEL FINANSOWANIA

Mubadala jest podmiotem częściowo samofinansującym, w odróżnieniu od ADIA, który na bieżąco otrzymuje środki pochodzące z eksploatacji ropy naftowej.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Działalność Mubadala opiera się na czterech globalnych platformach biznesowych, które obejmują zaangażowanie tego PFM w 13 branżach i ponad 30 krajach. Platformy te umożliwiają skalowanie i zarządzanie portfelem w celu zapewnienia wzrostu przy jednoczesnym zachowaniu najwyższych międzynarodowych standardów inwestycji i zarządzania ryzykiem. Ponadto, poprzez Radę Inwestycyjną w Abu Zabi, istnieją większe możliwości wypracowywania konkurencyjnych stóp zwrotu dla rządu Abu Zabi. Platformy te to:

- 1) alternatywne inwestycje i infrastruktura,
- 2) ropa naftowa i produkty petrochemiczne,
- 3) technologia, produkcja i przemysł wydobywczy,
- 4) przemysł lotniczy, odnawialne źródła energii i technologie informacyjne oraz telekomunikacyjne.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Mubadala inwestuje w zdywersyfikowany portfel światowych publicznych i prywatnych papierów wartościowych, realizując zorientowane na wartość podejście inwestycyjne, koncentrując się przede wszystkim na tworzeniu długoterminowej bazy kapitałowej i preferencji wobec ochrony kapitału.

6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data	Stały dochód	Private equity	Nieruchomości	
31.12.2015	13,11	75,30	11,59	
31.12.2014	19,30	69,24	11,46	
31.12.2013	17,12	70,54	12,34	
31.12.2012	9,25	76,85	13,90	
31.12.2011	18,06	74,57	7,37	
31.12.2010	14,40	73,50	12,10	
31.12.2009	23,34	63,20	13,47	
31.12.2008	17,92	67,28	14,80	
31.12.2007	6,82	91,59	1,59	
Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)				
Region	2014	2013	2012	2011
ZEA	17,17	26,10	30,80	32,40
USA	13,68	24,60	20,40	11,60
Singapur	27,56	9,90	9,60	13,50
Katar	6,05	4,70	5,00	5,70
Tajlandia	4,94	1,80	1,40	1,60
Niemcy	2,81	18,00	19,00	22,70
Szwajcaria	3,77	5,20	4,60	5,60
Wielka Brytania	3,22	2,60	2,40	1,60
Bahrajn	1,37	1,60	2,00	1,60
Oman	0,03	2,10	2,30	2,40
Indonezja	1,52	1,60	0,00	0,00
Francja	1,12	0,00	0,00	0,00
Finlandia	1,19	0,20	0,00	0,00
Tajwan	5,79	0,00	0,00	0,00
Pozostałe	9,78	1,60	2,50	1,30
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
średnie				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji

krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAPCD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 15. Abu Dhabi Investment Council (ADIC) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) – Emirat Abu Zabi

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2007	Liczba ludności (za 2015 r., mln) ^f	2,78*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	110,0	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., w latach) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	–3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	rada (spółka państwowa)	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	ي ب ظ و ب أ س ل ج م ر ا م ن ت س ا ل ل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,30	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Abu Dhabi Investment Council (ADIC) została wydzielona z Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Ma znacznie mniejszą skalę niż ADIA i jest często określana jako „ADIA II” w niektórych kręgach analizujących światową działalność PFM. ADIC jest agendą inwestycyjną rządu Abu Zabi i nie ma prywatnych udziałowców. Rozpoczęła działalność w kwietniu 2007 r. i jest odpowiedzialna za inwestowanie części nadwyżek budżetowych poprzez globalnie zdywersyfikowaną strategię inwestycyjną ukierunkowaną na dodatnie stopy zwrotu zwróty kapitału poprzez rozbudowany portfel bardzo różnych klas aktywów i aktywnych stylów zarządzania inwestycjami. ADIC jest również upoważniona do inwestycji w zakresie bezpośredniego zaangażowania w rozbudowę potencjału ekonomicznego Abu Zabi i wspomagania międzynarodowego rozwoju lokalnych firm. Fundusz posiada znaczne udziały w wielu instytucjach finansowych w ZEA.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
zob. załącznik 2			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
zob. załącznik 2			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Celem ADIC jest poszukiwanie konkurencyjnych stóp zwrotu odnoszonych do ryzyka w całej strukturze zarządzanych aktywów. Jednocześnie ADIC dąży do ochrony wartości powierzonych aktywów. Ten PFM wywiera znaczny wpływ na gospodarkę krajową, zwłaszcza w sektorze usług finansowych. ADIC inwestuje również na globalnych rynkach finansowych. Używa bezwzględnych benchmarków dla niektórych klas aktywów. Po globalnym kryzysie finansowym, ADIC opracowała metodykę samodzielnej alokacji aktywów i selekcji zewnętrznych menedżerów inwestycyjnych. Pozbyto się wówczas wszystkich pasywnych menedżerów zewnętrznych, którzy odpowiadali za ok. 60% portfela funduszu. Zastąpiono ich menedżerami, których strategie akcentują silną koncentrację portfelową (ang. <i>high conviction</i>), absolutne stopy zwrotu (ang. <i>absolute returns</i>) oraz aktywizm inwestorski (ang. <i>activist investing</i>). Zwrócono się także ku rynkom wschodzącym. W ramach inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw wprowadzono wyspecjalizowanych menedżerów w ujęciu globalnym, regionalnym, rynków wschodzących, a także ekspertów z poszczególnych krajów. W ramach portfeli instrumentów o stałym dochodzie powiększono zakres inwestycji na rynkach wschodzących, zaangażowanie w kredyty przedsiębiorstw zagrożonych upadłością oraz strategie zrównoważonego rozwoju w regionie azjatyckim.</p>			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja (główne składniki portfela – metodyka PFM)			
Data	Składnik	31.12.2014	31.12.2014
Lp.	Spółka	Wycena rynkowa (mln USD)	Liczba akcji
1	National Bank of Abu Dhabi PJSC	10 436	3 304 307 200
2	Abu Dhabi Commercial Bank PJSC	5 725	3 249 922 738
3	Union National Bank PJSC	2 173	1 375 988 143
4	Infosys Ltd	949	30 319 353
5	General Growth Properties Inc	651	32 423 385
6	Housing Development Finance Corporation Ltd	424	23 532 656
7	Abu Dhabi Aviation	109	133 436 100
8	LIC Housing Finance Ltd	65	9 186 515
9	Al Ain Ahlia Insurance Co PSC	48	2 955 000
10	Divi's Laboratories Ltd	40	1 469 757
11	Emirates Insurance Co PSC	33	15 943 500
12	Almacenes Exito SA	27	1 813 687
13	Ashok Leyland Ltd	24	29 663 007
14	Commercial International Bank Egypt SAE	6	841 046
15	Emaar Properties PJSC	4	2 453 800
16	Arabian Cement Co SAE	4	2 077 420
17	Kuwait Finance and Investment Company KSCC	4	22 890 746
18	Guaranty Trust Bank PLC	4	22 340 000
19	EFG Hermes Holdings SAE	4	1 514 342
20	Zenith Bank PLC	3	22 050 000
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
wysokie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com>

com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf (dostęp: 31.08.2017),
 (6) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): [http://www.iwg-swf.org/member-
 web.htm](http://www.iwg-swf.org/member-

 web.htm) (dostęp: 31.08.2017), (d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały
 przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bar-
 dziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja
 i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strate-
 gii, (e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe
 i złota), (f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: [https://www.cia.gov/library/
 publications/the-world-factbook/](https://www.cia.gov/library/

 publications/the-world-factbook/) (dostęp: 31.08.2017), (g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI):
<http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), (h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitali-
 zacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): [http://data.worldbank.org/
 indicator/CM.MKT.LCAP.CD](http://data.worldbank.org/

 indicator/CM.MKT.LCAP.CD) (dostęp: 31.08.2017), (i) klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół,
 M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS,
 wyd. II, Lublin 2008, (j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto
 (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): [https://data.
 oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm](https://data.

 oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm) (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości
 dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się
 do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika
 redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 16. Korea Investment Corporation (KIC) – Republika Korei (Korea Południowa)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2005	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	50,92
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	108,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	82,4
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	53
Przyjęcie Reguł z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	0,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	98,68
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	35,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	371,1
Oryginalna nazwa (język koreański) ^a	한국투자공사	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	1.305,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,29	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	45,0
2. GENEZA I NAZWA			
Korea Investment Corporation (KIC) jest zarządzaną przez rząd spółką specjalizującą się w inwestycjach zagranicznych. KIC jest znany lokalnie jako Hankuk Tooja Gongsa. Został utworzony jako spółka kapitałowa i wyposażono go w 17 mld USD rezerw walutowych z Banku Korei z dodatkowymi 3 mld USD z tytułu wymiany walutowej funduszu stabilizacji koreańskiego Ministerstwa Finansów i Gospodarki. W czerwcu 2006 r. KIC podpisał umowę o zarządzanie inwestycjami z Bankiem Korei. W październiku 2006 r. zawarł umowę o zarządzaniu inwestycjami z koreańskim Ministerstwem Strategii i Finansów. Następnego miesiąca KIC uruchomił globalny			

<p>program inwestycyjny instrumentów o stałym dochodzie. Latem 2009 r. KIC wprowadził inne kategorie aktywów inwestycyjnych.</p>
<p>3. MODEL FINANSOWANIA</p>
<p>KIC otrzymał wstępne depozyty w wysokości 17 mld USD od Banku Korei i 3 mld USD od koreańskiego Ministerstwa Strategii i Finansów.</p>
<p>4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA</p>
<p>KIC podlega Komitetowi Sterującemu, w skład którego wchodzi dziewięciu członków plus przewodniczący. Komitet Sterujący wypracowuje: średnio- i długoterminowe strategie inwestycyjne, sytuację finansową (wzrost lub spadek kapitału), delegację zarządzania aktywami, powoływanie i odwoływanie urzędników wykonawczych; zatwierdzanie budżetu i rozliczanie rachunków, ocenę wyników zarządzania, kontrolę firmy. Podkomitet ds. inwestycji i podkomitet ds. zarządzania wspierają kwestie związane z polityką inwestycyjną średnio- i długoterminową Komitetu Sterującego. Ponadto podkomisja ds. budżetowania oraz podkomisja ds. oceny i rekompensaty oceniają kwestie związane z funkcjonowaniem KIC i interpretacją wyników inwestycyjnych. W skład Komitetu wchodzi sześciu ekspertów z sektora prywatnego i trzech oficjalnych członków, przedstawicieli instytucji, które powierzyły aktywa przekraczające ustaloną kwotę, a mianowicie ministra strategii i finansów, gubernatora Banku Korei i prezesa KIC. Sześciu członków sektora prywatnego, nominowanych przez Komisję Kandydatów na członków cywilnych i mianowanych przez prezydenta Republiki Korei, odbywa dwuletnie kadencje. Przewodniczący Komitetu Sterującego wybierany jest spośród członków zewnętrznych. KIC powołuje zarząd, który obejmuje dyrektora generalnego i dyrektorów departamentów. Zarząd m.in. rozwiązuje kwestie przekazane Komitetowi Sterującemu; dysponuje środkami nadzwyczajnymi i transferami budżetowymi, rozstrzyga projekty dotyczące przyjęcia, zmiany i uchylecia przepisów wewnętrznych KIC. Dyrektor naczelny KIC jest mianowany przez prezydenta Republiki Korei z rekomendacji ministra strategii i finansów za pośrednictwem Komitetu ds. Rekomendacji Przewodniczących oraz Komitetu Sterującego. Dyrektor generalny reprezentuje KIC i przewodniczy jej działalności, zwołuje posiedzenia zarządu i pełni funkcję przewodniczącego takich posiedzeń. KIC ma niezależną funkcję kontroli wewnętrznej oddzieloną od swojego kierownictwa. Pełnoetatowy biegły rewident jest powoływany przez ministra strategii i finansów po obradach Komitetu Sterującego. Jego rolą jest kontrolowanie działalności gospodarczej i księgowej w KIC. Dyrektorzy operacyjni są powoływani i odwoływani przez dyrektora generalnego po rekomendacji udzielanej przez Komitet Sterujący. Mianowani dyrektorzy pełnią trzyletnią kadencję.</p>
<p>5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE</p>
<p>KIC ogranicza się do inwestowania wyłącznie w aktywa, które podlegają wytycznym określonym w ustawie. Celem KIC jest zwiększenie narodowego bogactwa Korei i przyczynienie się do rozwoju koreańskiego sektora finansowego. KIC inwestuje w akcje, fundusze o stałym dochodzie, fundusze hedgingowe, fundusze <i>private equity</i> oraz nieruchomości i infrastrukturę. Zwrot KIC z całości aktywów w 2016 r. wyniósł 4,35%, z pięcioletnim rocznym zwrotem w wysokości 5,11% i rocznymi zwrotami od momentu powstania 3,34% (dane KIC). Jeśli chodzi o filozofię inwestycyjną, KIC dąży do zwiększenia zysków, jednocześnie minimalizując ryzyko wynikające z poszczególnych rynków i aktywów poprzez dywersyfikację portfela oraz korzystając z elastyczności inwestycyjnej, aby wykorzystała nadarżające się możliwości inwestycyjne. Inwestycje KIC rozpoczęły się od tradycyjnych klas aktywów, w tym akcji i obligacji. Zakres ten poszerzono o obligacje i towary indeksowane inflacją, a także fundusze <i>private equity</i>, nieruchomości, fundusze hedgingowe i inwestycje indywidualne. W ramach dywersyfikacji portfela zwiększono również udział rynków wschodzących od 2010 r. Decyzje związane ze strategiczną alokacją aktywów są przedmiotem obrad Komitetu Sterującego. Umowy o zarządzanie inwestycjami podpisane między KIC a menedżerami określają dostępne klasy aktywów i benchmarki i służą jako podstawa do zarządzania ryzykiem i oceny wyników. KIC realizuje benchmarkowe stopy zwrotu (strategie bety) poprzez dywersyfikację inwestycji w zakresie walut i krajów, zgodnie z wytycznymi dotyczącymi zarządzania inwestycjami. Stara się również generować nadwyżkę zwrotów w stosunku do benchmarków (strategie alfa) poprzez aktywne zarządzanie na odpowiednim poziomie ryzyka. W przypadku tradycyjnych aktywów KIC zarządza ryzykiem, stosując błąd odwzorowania (ang. <i>tracking error</i>) <i>ex ante</i> z aktywnego inwestowania w stosunku do wskaźnika referencyjnego.</p>

Jeżeli waga klasy aktywów odbiega od wyznaczonego zakresu wobec wskaźnika, dokonywane są korekty, tak aby ekspozycja mieściła się w ustalonym zakresie. Portfel jest ponownie zrównoważony we wcześniej ustalonych terminach w celu utrzymania wagi polityki dla każdej klasy aktywów.					
6. ALOKACJA AKTYWÓW (w %)					
bd.					
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Inne alternatywne
31.12.2015	47,10	40,80	3,90	3,30	4,90
31.12.2014	46,90	45,3	3,80	1,80	2,20
31.12.2013	42,20	50,10	3,70	1,50	2,50
31.12.2012	45,60	46,80	3,60	1,50	2,50
31.12.2011	46,30	48,20	1,90	1,50	2,10
31.12.2010	49,80	45,20	1,90	1,70	1,40
31.12.2009	49,80	48,50	0,00	0,00	1,70
31.12.2008	71,10	28,90	0,00	0,00	0,00
31.12.2007	71,20	28,8	0,00	0,00	0,00
31.12.2006	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
bd.					
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM					
niskie					

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 17. Australian Government Future Fund (AGFF) – Związek Australijski (Australia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., w mln) ^f	22,99
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	99,40	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., w latach) ^f	82,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., w skali 0–100) ^g	79
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-2,1
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-33,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	21,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz państwowy	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	54,3
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	1.187,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,83	System rządów ⁱ	monarchia parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	87,5
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Australian Government Future Fund (AGFF) jest niezależnym PFM, w ramach którego rząd australijski deponuje nadwyżkę budżetową. AGFF otrzymał kapitał zakładowy w wysokości 18 mld AUD (dolarów australijskich) w maju 2006 r. Rząd Australii przeniósł pozostałe 28% udziały w spółce telekomunikacyjnej i medialnej Telstra do AGFF w dniu 28.02.2007 r. Przyczyną powołania AGFF była wola pokrycia przyszłych zobowiązań rządu w zakresie wypłat świadczeń emerytalnych pracowników państwowych. Wypłaty z AGFF mogą zostać dokonane tylko wtedy, gdy zobowiązanie do pokrycia wypłat emerytalnych zostanie w pełni zrekomensowane lub od 1 lipca 2020 r., w zależności od tego, która z tych dat będzie wcześniejsza.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Wypłaty AGFF mają rozpocząć się w lipcu 2020 r. W zamierzeniach twórców AGFF środki z tego PFM mają pomóc w pokryciu niespłaconych zobowiązań z tytułu odpraw emerytalnych, przy czym wypłaty nie mogą przekroczyć wartości zobowiązań wymagalnych w danym roku. W związku z tym AGFF skupia się na zwiększaniu oraz ochronie aktywów, objerając zarazem długoterminowy horyzont inwestycyjny. AGFF stara się alokować aktywa w optymalne możliwości inwestycyjne w danym środowisku inwestycyjnym, a nie na konkretną stopę zwrotu. Dlatego nieszablone pomysły inwestycyjne akcentowane są jako wartość AGFF. Fundusz ma przynosić średnioroczny zwrot co najmniej na poziomie wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. Consumer Price Index, CPI) powiększony o 4,5–5,5% rocznie. W 2017 r. cel ten został zmodyfikowany (obniżony). W ocenie wyników inwestycyjnych AGFF nie stosuje benchmarków i koncentruje się na absolutnych stopach zwrotu, co pozwala ma na elastyczność funduszu w konstrukcji portfela inwestycyjnego. W 2014 r. sformułowano politykę płynności AGFF, wyznaczając dopuszczalny</p>			

górną próg dla poziomu nieprzewidzianych inwestycji w portfelu. Uznano, że większa tolerancja na brak płynności, niż u wielu innych inwestorów instytucjonalnych, to przewaga komparatywna, która powinna przekładać się na wyższą stopę zwrotu. Jednak bardzo wysoki poziom nieprzewidywalności portfela może ograniczyć elastyczność funduszu do podejmowania nowych inwestycji, a AGFF spodziewa się, że jego tolerancja na ograniczenia płynności będzie stopniowo redukowana w miarę zbliżania się funduszu do 2020 r., czyli do pierwszej fazy wypłaty świadczeń emerytalnych.

6. ALOKACJA AKTYWÓW (w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inne alternatywne
31.12.2016	31,70	29,10	10,90	6,20	7,90	14,20
31.12.2015	32,40	31,00	10,40	6,50	7,10	12,60
31.12.2014	23,60	39,10	9,50	6,30	7,40	14,10
31.12.2013	21,20	43,20	7,70	5,30	8,00	14,60
31.12.2012	29,40	34,50	6,80	6,60	6,40	16,30
31.12.2011	31,60	31,60	5,30	6,00	5,70	19,80
31.12.2010	33,30	39,60	3,00	5,30	4,10	14,70
31.12.2009	38,20	44,40	2,10	2,70	2,20	10,40
31.12.2008	55,40	36,90	1,60	1,10	1,70	3,30

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-club.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właścicieli dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 18. National Development Fund of Islamic Republic of Iran (NDFI) – Islamska Republika Iranu (Iran)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	82,80
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	91,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	71,4
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-1,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	23,57
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	33,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	135,5
Oryginalna nazwa (język perski)	«عسوت قودنص یلم»	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	89,43
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,67	System rządów ⁱ	republika islamska
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
National Development Fund of Islamic Republic of Iran (NDFI) przeznaczają część wpływów z wydobycia ropy naftowej, gazu ziemnego, kondensatu gazowego i produktów naftowych na inwestycje w poprawę konkurencyjności rodzimej gospodarki, promocję inwestycji zagranicznych i tworzenie bodźców ekonomicznych dla rozwoju gospodarki prywatnej. NDFI ma również misję przekazania pożytków z zasobów i produktów węglowodorowych na rzecz przyszłych pokoleń. Fundusz powstał w 2011 r. na mocy art. 84 piątego pięcioletniego planu rozwoju Iranu. Cele i obowiązki poszczególnych szczebli zostały wyjaśnione w statucie.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Aktualne statut NDFI stwierdza, że co najmniej 20% przychodów pochodzi ze sprzedaży ropy naftowej, gazu ziemnego, kondensatów gazowych i produktów naftowych. Wartość wpływających aktywów ma rosnąć o 3% rocznie, zmiana tego modelu finansowania NDFI wymaga zaś uchwały parlamentarnej.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Na podstawie statutu rząd nie ma absolutnie dostępu do zasobów NDFI. Bilans i sprawozdanie finansowe są publikowane w dzienniku urzędowym i w gazetach.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Celem NDFI jest skierowanie części przychodów pochodzących ze sprzedaży ropy, gazu, kondensatów gazu i produktów naftowych w trwałe bogactwo i inwestycje produkcyjne kraju, a także oszczędzanie na rzecz przyszłych pokoleń. W 2012 r. Narodowy Fundusz Rozwoju Iranu zawierał umowy z różnymi instytucjami finansowymi, w tym: z Bankiem Przemysłu i Górnictwa, z Sepah Bank oraz z Bankiem Rozwoju Eksportu, aby przeznaczyć 9 mld USD na inwestycje związane z przemysłem, kopalniami, energią, spółdzielczością i rolnictwem. Ponadto rząd Iranu przeznaczył 14 mld USD z NDFI na projekty naftowe w kraju. NDFI rozszerza również kredyty na zagranicznych inwestorów. Do 70% projektu może być finansowane przez NDFI, a tylko 30%			

pozostałych środków jest finansowanych przez inwestorów. Mechanizm ten otwiera drogę m.in. do transferu technologii, umiejętności menedżerskich, funduszy. Statut NDFI ustala minimalną stopę zwrotu inwestycji (nie mniej niż zwrot z depozytów banku centralnego). IPS określa minimalną stopę zwrotu w wysokości 4% przy niskim ryzyku, zgodną z innymi, bardziej konserwatywnymi, suwerennymi funduszami majątkowymi. Strategia zarządzania portfelem, tolerancja na ryzyko i strategię inwestycyjne są określone i zawarte w oświadczeniu o polityce inwestycyjnej. IPS określa politykę inwestycyjną, która zawiera definicję i granice narażenia na ryzyko. Wykorzystanie instrumentów pochodnych jest zabronione. Obecnie zewnętrzni zarządzający aktywami podejmują wszelkie inwestycje transgraniczne. Wykorzystanie wewnętrznych i zewnętrznych menedżerów inwestycyjnych oraz zakres ich działalności i uprawnień zostały określone w IPS. IPS określa politykę inwestycyjną NDFI i zostanie publicznie ujawniona po zatwierdzeniu przez Radę Powierniczą.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

bd.

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 19. National Welfare/Wealth Fund (NWF) – Federacja Rosyjska (Rosja)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	142,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	72,20	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	29

Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^g	-3,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	22,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	24,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	365,5
Oryginalna nazwa (język rosyjski) ^a	Фонд национального благосостояния	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	635,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,20	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	86,4
2. GENEZA I NAZWA			
Zasadniczą przesłanką utworzenia National Welfare Fund (NWF) było zapewnienie przyszłych świadczeń emerytalnych dla obywateli Rosji. Kolejnym celem – poprawa równowagi budżetowej. NWF zarządzany jest przez rosyjskie Ministerstwo Finansów i ma możliwość zaciągania zobowiązań. W perspektywie krótko- i średniokresowej NWF służyć ma jako mechanizm absorpcji nadmiernej płynności, ograniczania presji inflacyjnych i izolowania gospodarki rosyjskiej od niestabilności dochodów z eksportu ropy naftowej i gazu ziemnego. W 2004 r. rosyjska ustawa federalna nr 1884 utworzyła fundusz stabilizacji naftowej, aby gromadzić dochody z produkcji naftowej i eksportu. W lutym 2008 r. fundusz został podzielony na dwa: jeden zarządzający rezerwami rządowymi, a drugi został oficjalnym suwerennym funduszem majątkowym – Narodowym Funduszem Opieki Społecznej.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Rosyjskie Ministerstwo Finansów zarządza funduszami. Fundusze są gromadzone w Banku Centralnym Rosji.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
NWF może inwestować w aktywa rodzimej gospodarki. Fundusz został wykorzystany m.in. do wsparcia gospodarki rosyjskiej borykającej się z następstwami międzynarodowych sankcji nałożonych po rosyjskiej interwencji wojskowej na Ukrainie. NWF był także wykorzystywany jako alternatywne narzędzie zapewniające płynność finansową dla ważnych projektów i firm. Rosyjski premier D. Miedwiediew zatwierdził wniosek producenta gazowego Novatek o rządową pomoc finansową (150 mld RUB) w rozwoju eksploatacji i dystrybucji jamalskiego gazu płynnego (ang. liquid nitrogen gas, LNG). NWF ma mandat inwestycji w bardziej ryzykowne klasy aktywów, takie jak obligacje korporacyjne i akcje. Fundusz może inwestować w depozyty w walutach obcych. Maksymalne udziały waluty w portfelu inwestycyjnym to: 40% – RUB 100% – waluty obce.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Docelowa alokacja aktywów w podziale rodzajowym (metodyka PFM, w %)			
Klasa aktywów (przedział)			2014
Papiery wartościowe skarbu państwa			0–100
Papiery dłużne banku centralnego i agencji rządowych			0–30
Instrumenty dłużne międzynarodowych organizacji finansowych			0–15
Depozyty w zagranicznych bankach, instytucjach i Wnieszekonombanku			0–40

Depozyty w Banku Rosji		0–100		
Instrumenty długu korporacyjnego		0–30		
Akcje i tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych		0–50		
Docelowa alokacja aktywów w podziale na waluty (metodyka PFM, w %)				
Data	USD	EUR	GBP	RUB
31.07.2015	41,56	29,07	5,33	24,04
30.06.2015	41,44	28,99	5,31	24,26
Faktyczna alokacja aktywów (metodyka PFM, w %)				
Klasa aktywów				2014
Papiery skarbu państwa (poza Rosją)				90
Depozyty bankowe (w tym Wnieszekonombank)				10
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
bd.				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 20. Libyan Investment Authority (LIA) – Państwo Libia (Libia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	6,54
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	66,0	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	76,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	14

Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) /deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-20,1
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-13,49
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^f	-17,90
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	56,15
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	مستثمرات النفط الليبية للإستثمار	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,18	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

Libyan Investment Authority (LIA) została ustanowiona na mocy ustawy z sierpnia 2006 r., kiedy to skonsolidowano aktywa walutowe trzech innych podmiotów. Dodatkowo wszelkie nadwyżki ze sprzedaży ropy naftowej są odtąd przenoszone do LIA. Fundusz korzysta z wielu menedżerów zewnętrznych i ma zezwolenie na inwestowanie lokalne. Przez dziesięciolecia libijskie dochody z ropy naftowej trafiały do poszczególnych instytucji finansowych. Wysokie ceny ropy naftowej w ostatnich latach skłoniły rząd Libii do inwestowania w aktywa finansowe o wyższej stopie zwrotu. W 1981 r. rząd libijski utworzył poprzedniczkę LIA Libyan Foreign Investment Company (LAFICO) w celu zainwestowania rezerw walutowych poza macierzystą gospodarkę. LIA rozpoczęła działalność w czerwcu 2007 r. w celu zarządzania aktywami finansowymi przyznanymi przez rząd libijski sformułowano strategię poszukiwania wysokich stóp zwrotu i dobrze zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego, służących stworzenia trwałego źródła dochodów i redukcji uzależnienia Libii od ropy naftowej. LIA zyskał nową strategię po upadku reżimu Kadafiego. Początkowo po zmianach politycznych były pomysły tworzenia lokalnych funduszy w ramach LIA na potrzeby aktywizacji rodzimej gospodarki. W listopadzie 2014 r. Rada dyrektorów LIA zatwierdziła przeniesienie biura generalnego i operacji inwestycyjnych do tymczasowej siedziby na Malcie. Jest to część trójetapeowego modelu działania, skupionego na oddziałach w Libii, na Malcie i w Londynie, aby zagwarantować ciągłość funkcjonowania podczas wszelkich niepokojów politycznych.

3. MODEL FINANSOWANIA

Celem LIA jest umacnianie stabilności gospodarczej rodzimej gospodarki oraz ochrona i pomnażanie bogactwa narodu libijskiego w horyzoncie wielopokoleniowym. Wzorcem dobrych praktyk w zarządzaniu jest dla LIA norweski GPF. Rada dyrektorów LIA, w tym jej przewodniczący, sprawuje nadzór nad tak realizowaną strategią działania. Gremium to ma obowiązek dążyć do zarządzania swoimi spółkami zależnymi i zabezpieczyć zarządzanie grupą kapitałową oraz posiadane rachunki bankowe przed próbami nadużycia finansowego. LIA jest osadzona w niedawno utworzonych demokratycznych strukturach Libii, a wielu przywódców rządu Libii jest reprezentowanych w radzie nadzorczej LIA.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Deloitte dokonał wyceny aktywów LIA na dzień 31.12.2012 r., które wyniosły 67 mld USD. Większość aktywów pozostaje zamrożona w wyniku sankcji nałożonych przez Radę Bezpieczeństwa ONZ. Portfel LIA obejmuje inwestycje pośrednie i bezpośrednie, około 40% aktywów wykorzystywanych jest poprzez pośrednie inwestycje w spółki, fundusze inwestycyjne i portfele należące do spółek celowych. Pięć owych spółek zależnych składa sprawozdania radzie nadzorczej LIA na miesięcznych posiedzeniach zarządu. Mimo że spotkania formalne mogą odbywać się co miesiąc, spółki zależne stale zdają sprawozdanie ze swej działalności zespołowi ds. operacji LIA oraz zarządowi LIA. Pozostałe 60% aktywów jest bezpośrednio zarządzanych przez zespół inwestycyjny LIA i są one inwestowane w trzy główne kategorie:

<ol style="list-style-type: none"> portfel akcji, który jest zarządzany wewnętrznie i składa się z akcji w spółkach o ustabilizowanych fundamentach inwestycyjnych (ang. <i>blue chips</i>) na wiodących rynkach międzynarodowych, portfel instrumentów o stałym dochodzie zarządzany wewnętrznie, złożony z obligacji rządowych i korporacyjnych, a także instrumentów rynku pieniężnego, portfel inwestycji alternatywnych w zakresie nieruchomości i form zbiorowego inwestowania zarządzanych zewnętrznie. 				
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE				
Od roku 2014 LIA zaangażowane było w 550 przedsiębiorstw, które wchodzą w skład pięciu spółek zależnych tworzących grupę:				
<ol style="list-style-type: none"> Libyan Foreign Investment Company (LAFICO), The Libya Africa Investment Portfolio (LAP), The Long Term Portfolio (LTP), The OilInvest Group (OilInvest), Libyan Local Investment & Development Fund (LLIDF). 				
6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Inne alternatywne
30.09.2010	37,40	11,20	45,20	6,20
30.06.2010	44,30	9,80	39,20	6,70
31.03.2010	44,90	10,80	37,50	6,80
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
bd.				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 21. Kazakhstan National Fund (KNF) – Republika Kazachstanu (Kazachstan)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2000	Liczba ludności (2016 r., w mln) ^f	18,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	64,70	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., w latach) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L-M (2017 r., 1–10) ^b	2	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., w skali 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-3,00
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa, gaz, metale)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-8,16
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto ^f	25,9
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	30,1
Oryginalna nazwa (język kazachski) ^a	Қазақстан Республикасының Ұлттық қорының	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	23,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	2,15	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Narodowy Fundusz Republiki Kazachstanu został utworzony w sierpniu 2000 r. jako fundusz stabilizacji, który ma niwelować wahania cen ropy, gazu i metali. KNF ma także wspomagać rozwój społeczeństwa i gospodarczy państwa. Bank rozwija strategię inwestycyjne i wybiera zewnętrznych menedżerów do części zarządzania aktywami. KNF ma cele rozwojowe i stabilizacyjne – wpływy są dokonywane do dwóch odrębnych portfeli, zaś obecnie aspiracje rozwojowe funduszu zdają się dominować.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Z technicznego punktu widzenia KNF jest kontem rządowym utrzymywanym w Narodowym Banku Republiki Kazachstanu. Dochody z ropy naftowej i górnictwa najpierw trafiają do kazachskiemu Ministerstwa Finansów, a następnie są wpłacane do funduszu przy użyciu ścisłej formuły. Pierwotna wypłata funduszu pochodziła ze sprzedaży udziału rządu Kazachstanu w konsorcjum Tengizchevroil i realizacji związanej z tym premii w wycenie. W 2001 r. wpływy państwowe z tytułu eksploatacji ropy naftowej i górnictwa wyniosły 1,1 mld USD, z czego 576 mln USD wpłynęło do KNF.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>W 2015 r. aktywa utrzymywane w portfelu stabilizacji w ramach zarządzania wewnętrznego zostały zainwestowane w instrumenty rynku pieniężnego i papiery wartościowe o stałym dochodzie, głównie w USA. Portfel Tenge, w skład którego wchodzi obligacje PFM Samruk-Kazyna, Krajowa Spółka Zarządzania „KazAgro” oraz Krajowa Spółka Zarządzania „Baiterek” wyceniany był na 2,3 mld USD. Aktywa w portfelu oszczędnościowym obligacji globalnych zarządzane są zarówno przez bank centralny, jak i zewnętrznych menedżerów. W 2015 r. aktywa w portfelu tego rodzaju stanowiły 72,3%, pozostałe 27,7% zostały przekazane zewnętrznym menedżerom. Około 75% aktywów znajduje się w portfelu oszczędności, a 25% trafia do portfela stabilizacji. Portfel stabilizacji nie posiada aktywów kapitałowych i zdominowany jest przez krótkoterminowe aktywa płynne. Inwestycje kapitałowe KNF są zarządzane zewnętrznymi. Akcje giełdowe odnoszone są do benchmarku MSCI World Index.</p>			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
KNF ma dwa główne cele. Został utworzony jako fundusz stabilizacji, aby wyeliminować skutki niestabilnych cen ropy naftowej. Jest on również funduszem oszczędnościowym generującym przysze wpływy. Ministerstwo Finansów Kazachstanu wyznacza benchmark funduszu.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe
31.12.2014	85,00	15,00
31.12.2013	85,00	15,00
31.12.2012	85,00	15,00
31.12.2011	85,00	15,00
31.12.2010	85,00	15,00
31.12.2009	85,00	15,00
31.12.2008	85,00	15,00
31.12.2007	81,25	18,75
31.12.2006	70,00	30,00
31.12.2005	70,00	30,00
31.12.2004	70,00	30,00
31.12.2003	70,00	30,00
31.12.2002	70,00	30,00
31.12.2001	70,00	30,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
bd.		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 22. Samruk-Kazyna JSC (SK) – Republika Kazachstanu (Kazachstan)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (2016 r., w mln) ^f	18,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	60,90	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., w latach) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., w skali 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,00
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–8,16
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto ^f	25,9
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka akcyjna	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	30,1
Oryginalna nazwa (język kazachski) ^a	Самұрық-Қазына	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	23,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e		System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Samruk-Kazyna JSC (SK) założono na podstawie dekretu prezydenta Kazachstanu 13.10.2008 r. Głównym celem SK jest zarządzanie państwowymi instytucjami rozwojowymi, przedsiębiorstwami państwowymi i innymi powiązаныmi podmiotami. SK działa w formie spółki akcyjnej. Powstała ona w wyniku połączenia dwóch przedsiębiorstw państwowych: spółki zarządzania zasobami państwowymi SAMRUK i Funduszu Zrównoważonego Rozwoju KAZYNA.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
SK działa jako strategiczny projekt rozwoju gospodarki kazachskiej. Pod koniec 2014 r. struktura SK składała się z przedsiębiorstw pochodzących z kluczowych branż gospodarki Kazachstanu, w tym ropy naftowej i gazu ziemnego, innych nośników energetycznych, transportu, telekomunikacji. Grupa Samruk-Kazyna obejmuje około 599 przedsiębiorstw, a także centrum korporacyjne Samruk-Kazyna JSC, 24 spółki zależne Corporate Center Samruk-Kazyna JSC, 347 spółek zależnych, 221 jednostek stowarzyszonych i współkontrolowanych, a także dodatkowe projekty inwestycyjne Grupy Kapitałowej. Działalność SK ma na celu podniesienie wartości aktywów w powiązaniu z przewagą konkurencyjną i trwałością podstaw rozwoju gospodarki narodowej. W marcu 2009 r. utworzono SK Fundusz Nieruchomości (SKREF) inwestujący w projekty nieruchomościowe i mieszkalnictwo. SK jest byłym akcjonariuszem JSC NC KazMunayGas i reprezentuje interesy rządu Kazachstanu w przemyśle naftowo-gazowniczym. Większość złóż ropy znajduje się w takich miejscach, jak Atyrau, Mangystau, zachodni Kazachstan, Aktobe i Kyzylorda. W kwietniu 2009 r. KazMunayGas wyemitował euroobligacje o wartości 1,5 mld USD, które spłacono w pierwszej połowie 2015 r.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Głównym celem Samruk-Kazyny jest synergiczne zarządzanie portfelem aktywów (znajdujących się pod kontrolą Grupy SK), zwiększenie ich długoterminowej wartości i konkurencyjności kierowanych przedsiębiorstw na rynkach światowych.			

6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 23. Alaska Permanent Fund Corporation (APFC) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Alaska

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1976	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	0,74*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	54,80	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	78,3*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	ju.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0

Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,47	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8

2. GENEZA I NAZWA

W 1976 r. wyborcy Alaski, w proporcji 2: 1, zatwierdzili poprawkę do konstytucji, która upoważniła ustawodawcę do utworzenia PFM. Alaska Permanent Fund Corporation (APFC) zarządzany jest przez spółkę celową założoną w 1976 roku. Przypadło to krótko po tym, jak ropa naftowa z północnych wybrzeży Alaski zaczęła być eksploatowana i transportowana systemem rurociągów Trans-Alaska. APFC zarządza aktywami zarówno funduszu podstawowego, jak powiązanych inwestycji państwowych, jednakże wypłaty są w gestii legislatora. APFC ma hołdować zasadzie ostrożnego inwestora, a nie – jak proponowali niektórzy mieszkańcy Alaski – jako bank rozwoju projektów państwowych. APFC rozpoczął alokację w 1977 r. z początkowym zaangażowaniem inwestycyjnym na poziomie 734 000 USD. Wzrost sumy aktywów, prócz skutecznego zarządzania i dopływu środków, wynikał z prowadzonego z sukcesem zarządzania projektami państwowymi. Co roku zyski wypracowywane przez APFC pokrywają wydatki na pokrycie inflacji, wydatki operacyjne oraz roczne dywidendy.

3. MODEL FINANSOWANIA

APFC utworzono w ramach poprawki do konstytucji stanu Alaski jako dochody na poziomie co najmniej 25% wpływów z eksploatacji niektórych minerałów, takich jak ropa naftowa i gaz ziemny lub opłat licencyjnych. Wpływy nie obejmują podatków od nieruchomości aktywów kompanii naftowych ani podatku dochodowego od korporacji paliwowych. APFC stara się zapewnić międzypokoleniowy transfer majątku narodowego i realizować zasadę zrównoważonego rozwoju. Wielu mieszkańców Alaski wyrażało wolę uwolnienia APFC od wpływów politycznych, co gwarantować ma optymalne zarządzanie tym PFM.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

W 2015 r. gubernator Alaski, B. Walker formułował nową strategię działalności tego PFM. Część planu obejmuje przenoszenie dodatkowych środków krajowych na rzecz funduszu podstawowego, wpływ dodatkowych przychodów z ropy i gazu oraz wypłatę dywidendy z tytułu rozwoju zasobów naftowo-gazowych. Działalnie to ma ograniczyć zmienność w zarządzaniu budżetowym poprzez: deponowanie niestabilnych dochodów z zasobów w ramach funduszu podstawowego, stabilne i trwałe podejmowanie środków z rachunku rezerwy premiiowej i wypłacanie darowizn mieszkańcom Alaski z tytułu opłat licencyjnych. APFC w szerokim zakresie korzysta z zewnętrznych menedżerów w niemal wszystkich klasach aktywów poza instrumentami o stałym dochodzie i rynku pieniężnego. W kwalifikacji zewnętrznych menedżerów APFC skupia się na aspektach organizacji, jakości zespołów, spójności procesów i wynikach inwestycyjnych.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

APFC wdrożył strategię stosowania ilościowych czynników inwestycyjnych (ang. *factors*), również zaangażował się w zarządzanie parytetem ryzyka. Rada APFC dokonuje przeglądu, akceptacji i monitorowania alokacji aktywów, które mają przynosić pięcioprocentową rzeczywistą stopę zwrotu (zgodnie z zasadą ostrożnego inwestora). Wiąże się to obowiązkiem podejmowania aktywnego zarządzania aktywami tego PFM, poszukiwania optymalnych okazji inwestycyjnych, ochrony kapitału, a także abstrahowania od inwestycji spekulacyjnych. Aby redukować ponoszone ryzyko, APFC wykorzystuje mechanizm dywersyfikacji aktywów i stylów zarządzania.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inwestycje alternatywne
30.06.2016	22,27	41,07	9,80	13,16	3,22	10,48
30.06.2015	20,57	40,83	9,57	12,36	2,88	13,79
30.06.2014	27,28	39,71	5,86	11,25	2,57	13,33

30.06.2013	20,74	45,90	6,13	10,65	1,87	14,71
30.06.2012	22,00	36,00	12,00	0,00	4,00	26,00
30.06.2011	28,00	36,00	14,0	0,00	3,00	19,00
30.06.2010	25,00	46,00	12,00	0,00	3,00	14,00
30.06.2009	22,00	53,00	11,00	0,00	3,00	11,00
30.06.2008	25,00	49,00	10,00	0,00	3,00	13,00
30.06.2007	28,00	51,00	10,00	0,00	1,00	10,00
30.06.2006	29,00	53,00	10,00	0,00	0,00	8,00
30.06.2005	32,00	55,00	10,00	0,00	0,00	3,00
30.06.2004	35,10	57,10	7,80	0,00	0,00	0,00

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

Dokument, w którym wyłożone są zasady polityki inwestycyjnej tego PFM, zatytułowany został *Alaska Permanent Fund Corporation Investment Policy* (korzystano z wyd. z 6.12.2016). Zasady te stanowią zbiór zaleceń dla organów tego PFM na temat wszechstronnych aspektów prowadzenia działalności inwestycyjnej. Zawarto w nich wymóg kalkulacji (przez wynajętą firmę konsultingową) wskaźników: Sharpe'a, informacji i Sortino, a także użycia ilościowych czynników inwestycyjnych, tj. metodyki zbieżnej z inteligentną betą. W praktyce PFM ten publikuje – prócz raportów rocznych i miesięcznych, w których zakres analizy portfelowej jest niski – obszerne sprawozdanie *Quarterly Meeting of the Board of Trustees*. Raport ten zawiera obliczenia wymienionych trzech wskaźników tradycyjnych metod pomiaru efektywności portfelowej, a także nawiązania do obserwacji wymienionych czynników. Fundusz współpracuje z State Street Global Advisors (SSGA) w tworzeniu pasywnych inwestycji, których metodyczną podstawą jest inteligentna beta.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 24. Brunei Investment Agency (BIA) – Państwo Brunei Darussalam (Brunei)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1983	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,44
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	40,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	77,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	58
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-15,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	1,06
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2015 r., %) ^f	44,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	agencja rządowa	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3,62
Oryginalna nazwa (język angielski)	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	11,05	System rządów ⁱ	monarchia absolutna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Brunei Investment Agency (BIA) jest podmiotem zajmującym się zarządzaniem PFM Brunei. Gestorem tego PFM jest brunejskie Ministerstwo Finansów. Gospodarka Brunei jest silnie uzależniona od eksportu ropy naftowej i gazu ziemnego oraz globalnych cen tych surowców. Pierwszych odkryć złóż dokonano w 1929 r. Po II wojnie światowej nadwyżkami ropy naftowej Brunei zarządzały brytyjskie korporacje. Zmiany nastąpiły po odzyskaniu przez Brunei niepodległości od Wielkiej Brytanii (1.01.1984 r.). Wcześniej, w 1983 r. wycofano 10 mld USD z konta inwestycyjnego w British Crown Agents i przeniesiono je do nowo powołanej BIA, która przejęła mandat nad aktywami ze strony Wielkiej Brytanii. BIA korzystało z usług Morgan Guaranty Trust, Citibank, Nomura i Daiwa w celu zarządzania aktywami. Do 1991 r. BIA obsługiwała 40% rezerw walutowych Brunei. Zaangażowanie BIA w Amedeo Development Corporation, która inwestowała w dużą liczbę projektów nieruchomościowych (w tym hoteli), zakończyła się fiaskiem. Korporacja została postawiona w stan upadłości w 1998 r. po wydaniu 5 mld USD na projekty, zaciągnięciu 1 mld USD długów wobec około 300 wierzycieli, a BIA poniosło ogromne straty finansowe.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Wpływy z eksploatacji ropy naftowej w Brunei dzielone są na trzy części. Jedna trzecia trafia do operatora wydobycia tego surowca (Shell), jedna trzecia do BIA, zaś pozostała część do królewskiej rodziny sułtanatu.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>BIA składa się z kilku działów, w tym departamentu zarządzania aktywami sektora publicznego w różnych portfelach na całym świecie. Zarządzane aktywa stanowią akcje zwykłe, przychody stałe, środki pieniężne i nieruchomości. Organizacja zarządzania ma charakter regionalny. Regiony to Ameryka Północna (USA i Kanada), Europa Zachodnia (Wielka Brytania i Europa kontynentalna) i Zachodni Pacyfik (Japonia, Australia, Hongkong, Singapur i Nowa Zelandia). Zatrudniając ponad 200 pracowników, BIA szeroko odwołuje się do zewnętrznych usługodawców. Fundusz posiada oddziały w Londynie, Paryżu i Singapurze.</p>			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
BIA inwestuje w instrumenty o stałym dochodzie, waluty, akcje giełdowe, ETF, towary giełdowe, fundusze hedgingowe i nieruchomości. BIA jest generalnie bardziej konserwatywna niż pozostałe azjatyckie PFM. Preferuje zaangażowanie inwestycyjne w bardziej rozwiniętych gospodarkach.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd. (zgodnie z tajemnicą państwową występuje prawny zakaz ujawniania struktury portfela inwestycyjnego BIA)
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelową – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksową – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszana – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM / (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 25. Texas Permanent School Fund (PSF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Teksas

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1854	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	27,86*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	37,70	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,5*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (zdywersyfikowane i prawa do gruntów)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2

Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^f	17,6		
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6		
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0		
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,32	System rządów ⁱ	republika prezydencka		
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8		
2. GENEZA I NAZWA					
<p>Utworzony w 1854 r. Texas Permanent School Fund (PSF) był początkowo finansowany z dotacji w wysokości 2 mln USD. Środki te miały służyć wsparciu szkół publicznych w Teksasie z założeniem międzypokoleniowego charakteru tego wsparcia. Podstawą prawną pozyskania tych środków było odszkodowanie ze strony rządu USA w zamian za rezygnację z roszczeń do gruntów, zgłaszanych przez byłą Republikę Teksasu. Na podstawie konstytucji z 1876 r. niektóre grunty i wszystkie wpływy z tytułu ich sprzedaży powinny wpływać do PSF. Kolejne akty prawne przyznały PSF więcej gruntów i praw do nich. W 1953 r. Kongres USA przegłosował ustawę o żegludze przybrzeżnej w obrębie granic państwowych. Doprowadziło to do sporu w zakresie praw nabytych przez poszczególne stany przed przystąpieniem do USA. Sąd Najwyższy USA 31.05.1960 r. potwierdził historyczną trójkątową granicę w Teksasie (1035 mil). Teksas udowodnił tym samym swoje prawa własności do ziemi w Zatoce Meksykańskiej, powołując się na historyczne prawa i traktaty z 1836 roku. Wszystkie tereny leżące w tych granicach przypadły PSF. Obecnie Fundusz posiada około 13 mln akrów ziemi.</p>					
3. MODEL FINANSOWANIA					
Kluczowym źródłem finansowania funduszu są wpływy z eksploatacji ropy naftowej, gazu ziemnego, minerałów oraz dzierżawy z gruntów.					
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA					
PSF korzysta z wewnętrznych i zewnętrznych zarządzających.					
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE					
Konstytucja stanu Teksas zawiera definicję PFM jako trwałego i wieczystego, w którym dochody pochodzące ze stałego funduszu zostaną wykorzystane w celu uzupełnienia wpływów podatkowych przeznaczonych na finansowanie edukacji publicznej. Fundusz inwestuje w akcje, obligacje oraz aktywa alternatywne.					
6. ALOKACJA AKTYWÓW					
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)					
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	<i>Private equity</i>	Nieruchomości	Inwestycje alternatywne
31.12.2015	20,84	44,96	5,11	6,30	22,79
31.12.2014	21,99	48,03	3,48	4,14	22,36
31.12.2013	18,45	53,21	2,67	3,16	22,51
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
bd.					
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM					
niskie					

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com>

com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf (dostęp: 31.08.2017),
 (6) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), (d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, (e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), (f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), (g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), (h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), (i) klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, (j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 26. Khazanah Nasional (Khazanah) – Malezja (Malezja)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1993	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	30,95
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	34,90	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	49
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,4
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	6,07
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	27,4
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka publiczna	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	97,38
Oryginalna nazwa (język malajski) ^a	Khazanah Nasional Berhad	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	383,00
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,36	System rządów ⁱ	monarchia konstytucyjna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ¹⁰	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Khazanah Nasional (Berhad), Khazanah, jest holdingiem inwestycyjnym rządu Malezji zajmującym się zarządzaniem aktywami rządu i podejmowaniem strategicznych inwestycji państwowych. Ponadto Khazanah to malezyjska agencja państwowa odpowiedzialna za strategiczne inwestycje międzynarodowe. Czołowe branże, w których działa ten PFM to m.in. energetyka, telekomunikacja, bankowość, przemysł motoryzacyjny, porty lotnicze, infrastruktura,			

nieruchomości, media, półprzewodniki, produkcja stali, elektronika, zdywersyfikowane konglomeraty, technologia badawcza i kapitał podwyższonego ryzyka. Khazanah wykorzystuje instrumenty samofinansowania w celu zwiększenia bazy kapitałowej. Wyemitował obligacje islamskie, które dały mu większą elastyczność finansową.		
3. MODEL FINANSOWANIA		
Bd.		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
Istnienie Khazanah zostało ujęte w ustawie o spółkach z 1965 r. Khazanah jest kluczową agencją państwową, która ma za zadanie powiększenie wartości dla akcjonariuszy, wzrost efektywności i zwiększenie zarządzania przedsiębiorstwem w firmach kontrolowanych przez rząd, zwanych powszechnie firmami powiązаныmi z rządem (ang. <i>government linked company</i>). Khazanah chętnie nabywa duże pakiety w przedsiębiorstwach, koncentruje się na liderów poszczególnych branż. Niektóre z kluczowych spółek obejmują: Telekom Malaysia Berhad, Tenaga Nasional Berhad, Grupa CIMB, Proton Holdings Berhad, Express Berhad Express, Malaysia Airlines System Berhad, Malezja Berhad Airport, UEM World Berhad, UEM Builders Berhad, PT Bank Lippo i Time dotCom Berhad.		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
Khazanah nabywa akcje przedsiębiorstw publicznych i niepublicznych. Od 2006 r. zwiększa udział nieruchomości w portfelu inwestycyjnym. Rząd malezyjski pracuje nad utworzeniem specjalnej strefy ekonomicznej Iskandar Malezja. Khazanah wspomaga ten proces, inwestując w powiązaną spółkę celową Iskandar Investment. Kluczowe cele tego PFM jako strategicznego podmiotu inwestycyjnego obejmują: powiększanie wartości obiektów inwestycji, poprawę konkurencyjności rodzimej gospodarki, zwiększenie wydajności pracy. W 2013 r. Khazanah utworzył Instytut Badawczy Khazanah. W grudniu 2013 r. PFM założył Yayasan Hasanah, której zadaniem jest konsolidacja i poszerzanie działalności w obszarze odpowiedzialności korporacyjnej, w tym edukacji, rozwoju społecznego, ochrony środowiska, sztuki i dziedzictwa narodowego oraz gospodarki opartej na wiedzy. W regionie Azji Khazanah dokonał w 2014 r. pierwszej inwestycji na Filipinach, stając się kapitałodawcą dewelopera 8990 Holdings Inc., który daje temu PFM szansę na udział we wzroście gospodarczym. Xeraya Capital to podmiot ukierunkowany na inwestycje w obrębie nauk przyrodniczych, jest współzarządzającym Malaysian Life Sciences Capital Fund (MLSCF), specjalizującym się we wczesnych etapach inwestycji w biotechnologii rolnictwa i biotechnologii przemysłowej. Xeraya Capital zarządza także Malaysian Life Sciences Capital Fund II. Oba fundusze są współzarządzane przez Spruce Capital Partners LLC w San Francisco.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Private equity
31.12.2015	7,22	92,78
31.12.2014	6,69	93,31
31.12.2013	6,75	93,25
31.12.2012	12,10	87,90
31.12.2011	13,50	86,50
31.12.2010	5,69	94,31
31.12.2009	8,38	91,62
31.12.2008	14,76	85,24
31.12.2007	7,68	92,32
31.12.2006	16,86	83,14
31.12.2005	13,41	86,59
31.12.2004	13,38	86,62
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ssweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 27. Emirates Investment Authority (EIA) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (Rząd Federalny)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2007	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	5,93
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	34,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., w latach) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	3	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2014 r., %) ^f	–3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	تارامال زاهاج رامثتس إلل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,40	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA
PFM powołano w celu zarządzania rezerwami walutowymi Zjednoczonych Emiratów Arabskich na szczeblu federalnym. Emirates Investment Authority (EIA) jest jedynym podmiotem odpowiedzialnym za przyszłe zarządzanie prawami federalnymi w ponad 30 korporacjach w całym regionie Zatoki Perskiej, w tym Etisalat, Du, Gulf International Bank i Gulf Investment Corporation. Ustanowiony w listopadzie 2007 r. dekretem emira EIA jest pierwszym federalnym PFM służącym siedmiu emiratom ZEA (Abu Zabi, Adżman, Dubaj, Fudżajra, Ras al-Chajma, Szardża i Umm al-Kajwajn). EIA oficjalnie rozpoczęła działalność w maju 2008 roku.
3. MODEL FINANSOWANIA
bd.
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
bd.
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
Zasadniczym zadaniem EIA jest zarządzanie majątkiem ZEA przez inwestowanie w zdywersyfikowany portfel aktywów w kluczowych branżach gospodarki w celu zapewnienia trwałych pożytków dla ZEA. EIA uczestniczy w wielu regionalnych pierwszych ofertach publicznych (ang. <i>initial public offerings</i> , IPOs), jest także aktywnym inwestorem na rynku przedsiębiorstw niepublicznych. Prócz zatrudniania menedżerów wewnętrznych EIA korzysta także z zewnętrznych zarządzających. EIA jest głównym właścicielem wielu firm. Fundusz posiada wewnętrzny zespół w dziale inwestycji strategicznych. Część strategii EIA w zakresie rozwoju obejmuje inwestycje kapitałowe w projekty infrastrukturalne w ZEA. Projekty będące przedmiotem szczególnego zainteresowania tego PFM to telekomunikacja, logistyka i transport. Zgodnie z zapisami statutowymi EIA może inwestować w ropę naftową, minerały i instrumenty finansowe powiązane z gazem ziemnym. Ponadto EIA może inwestować w metale szlachetne.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
średnie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynarodowego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 28. State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ) – Republika Azerbejdżanu (Azerbejdżan)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1999	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	9,87
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	33,10	Oczekiwana dalsza długość życia (2015 r., lata) ^f	72,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	30
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-3,3
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-1,42
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	głównie portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	30,5
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	7,45
Oryginalna nazwa (język azerski) ^a	Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	4,44	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ¹	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Azerbejdżan eksploatuje złoża ropy naftowej od końca XIX w. W połowie lat 60. XX w. produkcja ropy zmniejszyła się, gdy ZSRR zaczął wydobywać ten surowiec w innych częściach swego imperium. W 1994 r. rząd Azerbejdżanu podpisał umowę w wysokości 10 mld USD na rozwój pól naftowych Azeri-Chirag-Gunashli (ACG). Eksploatacja ropy na tych obszarach rozpoczęła się w 1997 r. Do 2001 r. przychody z tytułu jej wydobycia stanowiły 30% dochodów budżetowych. Przed powołaniem State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ) jako podmiotu prawnego był to specjalny rachunek w centralnym banku kraju. Ulokowany w porcie Baku, SOFAZ powstał 29.12.1999 r. zgodnie z dekretem H. Alijewa, ówczesnego prezydenta Azerbejdżanu.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
jw.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>Komitet inwestycyjny SOFAZ dokonuje przeglądu zmian sytuacji na rynkach finansowych i przedstawia rekomendacje dotyczące możliwości inwestycyjnych. Zarząd składa się z dyrektora wykonawczego i szefów różnych departamentów SOFAZ. Doradcy (lokalni i zagraniczni) mogą być zaproszeni do udziału w posiedzeniach zarządu. Z początku SOFAZ miał tylko sześciu pełnoetatowych pracowników. Do 2003 r. liczba zatrudnionych osób wzrosła do 19. Aktywa SOFAZ zarządzane są zgodnie z polityką inwestycyjną tego PFM, zatwierdzaną corocznie przez prezydenta Republiki Azerbejdżanu. SOFAZ inwestuje bezpośrednio w złoto, które odpowiada warunkom obrotu na rynku londyńskim. SOFAZ może również inwestować w akcje wchodzące w skład głównych międzynarodowych indeksów giełdowych i w nieruchomości instytucjonalne.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Główną misją SOFAZ jest zarządzanie rezerwami walutowymi i aktywami pochodzącymi z poszukiwań i pozyskiwania ropy naftowej i gazu ziemnego. Regulacje ustawowe dotyczące SOFAZ sygnowane zostały przez prezydenta Azerbejdżanu H. Alijewa dokładnie rok po utworzeniu</p>			

funduszu. Jego celem jest solidaryzm międzypokoleniowy, przy jednoczesnej poprawie obecnego dobrobytu gospodarczego mieszkańców. SOFAZ jest zorientowany na inwestycje o stałym dochodzie. Może być sklasyfikowany jako fundusz oszczędnościowy dla przyszłych pokoleń, który dywersyfikuje aktywa portfela z nieodnawialnych zasobów i zarządza skutkami tzw. choroby holenderskiej. W 2016 r. SOFAZ inwestował przede wszystkim w waluty obce i papiery wartościowe o ratingu inwestycyjnym, takie jak obligacje agencji rządowych, obligacje korporacyjne i papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką.				
6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Nieruchomości	Inwestycje alternatywne
31.12.2015	82,10	10,20	4,60	3,10
31.12.2014	87,50	6,50	2,90	3,10
31.12.2013	89,30	3,60	3,00	4,10
31.12.2012	94,36	2,00	1,29	2,35
31.12.2011	99,89	0,11	0,00	0,00
31.12.2010	99,89	0,11	0,00	0,00
31.12.2009	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2008	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2007	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2006	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2005	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2004	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2003	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2002	100,00	0,00	0,00	0,00
31.12.2001	100,00	0,00	0,00	0,00
Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)				
Data	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	
Europa	55,97	51,74	43,93	
Ameryka Północna	19,19	24,05	21,58	
Azja i Pacyfik	10,39	13,54	0,00	
Organizacje międzynarodowe	7,72	6,01	3,33	
Ameryka Południowa	5,20	3,42	0,26	
Bliski Wschód	1,52	1,23	0,76	
Afryka	0,01	0,01	0,01	
Azja	0,00	0,00	26,58	
Australia i Oceania	0,00	0,00	3,55	
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
niskie				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017),

^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 29. New Zealand Superannuation Fund (NZSF) – Nowa Zelandia

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2003	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	4,47
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	22,70	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	81,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	90
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	0,3
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–4,96
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	18,55
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	74,35
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,22	System rządów ⁱ	monarchia parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	43,0
2. GENEZA I NAZWA			
New Zealand Superannuation Fund (NZSF) utworzono 11.10.2001 r. na podstawie New Zealand Superannuation and Retirement Act 2001. NZSF ma przyczynić się do utrzymania przyszłej zdolności finansów publicznych do pokrycia wypłat emerytur powszechnych (ang. <i>superannuations</i>) dla Nowozelandczyków. Podobnie jak w wielu krajach świata, Nowa Zelandia odnotowuje niekorzystne tendencje demograficzne, liczba osób w wieku emerytalnym ma szybko rosnąć do 2050 r. Niska jest także bieżąca stopa zastąpienia (pierwsza emerytura/ostatnie wynagrodzenie). Zgodnie z prawem, rząd Nowej Zelandii zobowiązany jest do wypłat emerytur			

wszystkim obywatelom w wieku 65 lat lub starszym za pośrednictwem systemu zwanego New Zealand Superannuation.						
3. MODEL FINANSOWANIA						
W ciągu najbliższych 20 lat Nowa Zelandia planuje przeznaczyć około 2 mld USD rocznie na NZSF. PFM finansowany jest ze środków budżetowych.						
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA						
W 2003 r. NZSF dokonano pierwszego outsourcingu zarządzania aktywów (umowa z zewnętrznym zarządzającym). NZSF akcentuje wewnętrzne zarządzanie aktywami, w przeciwieństwie do swojego australijskiego odpowiednika. W 2013 r. NZSF powołał zespół inwestycji w akcje w Nowej Zelandii. W 2014 r. około 70% NZSF było inwestowane biernie, zgodnie z portfelem referencyjnym. W 2009 r. NZSF dokonał pierwszych inwestycji w polisy ubezpieczeń na życie (ang. <i>life settlements</i>).						
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE						
Mandat funduszu polega na inwestowaniu w rozsądny, komercyjny sposób, zgodny z kodeksem najlepszych praktyk, maksymalizując stopę zwrotu bez ponoszenia nadmiernego ryzyka i unikając uszczerbku dla międzynarodowej reputacji Nowej Zelandii. Przekłada się to na trzyetapowy proces inwestycyjny, który nadzorcy NZF uznają za zgodny z mandatem i celem NZSF. Obejmuje określenie planu optymalnego składu wag poszczególnych aktywów, którą nadzorcy nazywają „portfelem referencyjnym”, określenie równoważnego portfela tanich pasywnych ekspozycji rynkowych dla Funduszu; a następnie dodanie wartości do pasywnego portfolio poprzez aktywne zarządzanie. Aktywne zarządzanie obejmuje inwestowanie w niepubliczne instrumenty finansowe, strategiczne doważenie składników i wybór rynków publicznych. Zarządzający aktywne odchodzą od pasywnego portfela inwestycji poprzez podejmowanie decyzji zgodnie z założoną, odpowiedzialną polityką inwestycyjną. W 2009 r. NZSF przyjął strategię odniesienia do portfela referencyjnego (benchmarku). W 2015 r. NZSF uprościł ten benchmark. Faktyczne inwestycje i alokacje portfelowe są dokonywane przez poszczególne zespoły odpowiedzialne za klasy aktywów. W 2012 r. NZSF utworzył alians z Alberta Investment Management Corporation (AIMCo) i Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), aby wspólnie inwestować w interesujące projekty na całym świecie. Członkowie aliansu dzielą się pomysłami i zespołowo prowadzą analizy transakcyjne (ang. <i>due diligence</i>) w celu optymalizacji szans inwestycyjnych w skali światowej.						
6. ALOKACJA AKTYWÓW						
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)						
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inne alternatywne
30.06.2016	12,00	70,00	5,00	8,00	3,00	2,00
30.06.2015	12,00	65,00	4,00	12,00	5,00	2,00
30.06.2014	12,00	67,00	3,00	12,00	4,00	2,00
30.06.2013	9,00	66,00	3,00	13,00	6,00	3,00
30.06.2012	7,50	64,60	1,80	13,90	9,00	3,20
30.06.2011	8,50	65,80	1,20	12,30	9,50	2,70
30.06.2010	16,00	51,40	1,30	17,00	7,40	6,90
30.06.2009	16,20	51,40	0,20	10,90	5,50	15,80
30.06.2008	19,40	52,90	0,20	16,00	5,50	6,00
30.06.2007	17,30	59,90	0,20	9,60	3,80	9,20
30.06.2006	20,10	60,00	0,20	10,80	3,80	5,10
30.06.2005	32,10	64,50	0,00	2,90	0,50	0,00
30.06.2004	26,20	73,80	0,00	0,00	0,00	0,00

Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)					
Region	2009	2012	2013	2014	2015
Nowa Zelandia	21,30	22,90	14,20	13,80	13,50
Australia	5,20	8,40	1,70	2,50	2,70
Afryka	0,30	0,60	0,70	0,70	1,10
Europa	16,20	22,70	24,50	24,50	20,90
Azja (bez Japonii)	3,20	5,40	5,70	6,00	9,30
Japonia	4,30	3,00	5,80	6,50	6,20
Ameryka Północna	48,40	35,50	46,00	44,60	44,30
Ameryka Południowa	1,10	1,50	1,40	1,40	2,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
<p>Fundusz ten, w zaprezentowanej metodyce dobrych praktyk zarządzania portfelowego, akcentuje ocenę wyników w porównaniu globalnym. Wyniki te odnoszone są do pasywnego portfela referencyjnego, aby unocznąć wartość dodaną w wyniku aktywnego inwestowania. Portfel referencyjny, ustalony przez Radę Kustoszy (ang. Guardian Board) tej instytucji, odzwierciedla realizację celów funduszu w długim okresie i zawiera 80% udziałów „wzrostowych” (akcji rynków rozwiniętych, wschodzących oraz krajowych), a także 20% komponent instrumentów o stałym dochodzie. Fundusz ten, dzięki transakcjom zabezpieczającym (ang. <i>hedging</i>), aktywnie ogranicza ryzyko walutowe. Mimo tak skonstruowanej alokacji podmiot ten nie odzguje się od inwestycji w aktywa alternatywne i inwestowania kontrariańskiego (ang. <i>contrarian investing</i>) – wbrew tendencjom rynkowym i przy wykorzystaniu nieefektywności w wycenie aktywów (ang. <i>strategic tilting</i>). Dodatkowo fundusz ten podkreśla alokację aktywów opartą na miernikach efektywności portfelowej, nie zaś sztywnym doborze aktywów do portfela według ich klas i zaznacza, że portfel referencyjny – jako narzędzie wdrażania strategii – może ulec zmianie. Poza tak skonstruowanym odniesieniem do ryzyka omawiany podmiot nie publikuje informacji na temat tradycyjnych mierników analizy portfelowej, choć w ostatnim raporcie rocznym wyraża pragnienie poprawy poziomu wskaźnika Sharpe’a. Podobne cele dotyczą maksymalizacji alfy Jensena – co zawarte jest w poglądowych materiałach, stanowiących syntezę strategii inwestycyjnej tego PFM.</p>					
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM					
średnie					

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategii inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategii portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowi a bardziej aktywne zarządzanie, strategii indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategii mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 30. New Mexico State Investment Council (SIC) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Nowy Meksyk

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1958	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	2,08*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	20,20	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	78,4*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) /deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	już.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,17	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	44,8
2. GENEZA I NAZWA			
Genezą powołania New Mexico State Investment Council (SIC) była wola stabilnego zasilania budżetu operacyjnego państwa i zapewnienie zasobów poszczególnym beneficjentom SIC. Celami inwestycyjnymi funduszu jest zachowanie stałych środków na rzecz przyszłych pokoleń i zapewnienie przyszłych korzyści poprzez pomnażanie aktywów w tempie co najmniej równym inflacji.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Kapitał podstawowy w stanie Nowy Meksyk (dotacje na pokrycie gruntów i fundusze na pokrycie długów) są źródłem dochodów naftowych i gazowych jako początkowych i bieżących źródeł finansowania.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Celem SIC jest zarządzanie aktywami stanu na rzecz mieszkańców stanu Nowy Meksyk w celu maksymalizacji wypłat do budżetu operacyjnego stanu, przy zachowaniu realnej wartości aktywów dla przyszłych pokoleń mieszkańców stanu. Zarządzanie inwestycyjne opisać można następująco:			
<ul style="list-style-type: none"> – ponad 100 zewnętrznych menedżerów/partnerów inwestycyjnych; – pięciu stałych doradców inwestycyjnych/konsultantów; – rekomendacje inwestycyjne udzielane przez komitety ds. inwestycji i Radę SIC; – polityka inwestycyjna oraz strategiczna alokacja aktywów ustalana przez Radę SIC. 			
Miary wyników stóp zwrotu oraz analizy portfelowej przedstawiają się następująco:			
<ul style="list-style-type: none"> – pięcioletni ranking wyników w skali rocznej porównany do benchmarku autorstwa Wilshire Trust Universe Comparison Service (TUCS) ma być wyższy niż 49 procenty; 			

– pięcioletnie zwroty z inwestycji ujęte w skali rocznej mają przekraczać wewnętrzne poziomy odniesienia kalkulowane w punktach bazowych, gdzie wynik pomiaru ma być wyższy niż 25 punktów bazowych (1 punkt bazowy = 1/100 jednego procenta).

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Inne alternatywne	Suma
30.06.2016	24,40	43,70	9,11	8,65	14,14	100,00
31.12. 2015	23,00	46,48	8,82	7,92	13,78	100,00
30.06.2015	23,20	48,10	8,45	6,76	13,43	100,00
31.12.2014	24,52	49,77	8,25	6,63	10,83	100,00
30.06.2014	24,06	50,08	8,62	6,44	10,80	100,00
31.12.2013	23,85	50,42	9,31	6,40	10,02	100,00

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

Fundusz stosuje wszechstronną i zaawansowaną metodykę oceny wyników inwestycyjnych – jego standardy monitorowania i publikacji narzędzi analizy portfelowej są niezrównane w całej światowej populacji PFM (z wyjątkiem norweskiego PFM). Poza wskaźnikiem Sortino, który i tak możliwy jest do kalkulacji na podstawie zgromadzonych i przedstawianych przez ten fundusz informacji, i który charakteryzuje się dyskusyjną użytecznością dla PFM, fundusz raportuje wszelkie powszechnie stosowane mierniki efektywności portfelowej – włącznie z inteligentną betą. Raporty wyróżniają się regularnością oraz bogactwem informacji odnoszących się do poszczególnych klas aktywów i lokat. Jakości zbieranych i upowszechnianych informacji służy powierzenie monitorowania analizy portfelowej RVK (poprzednio jako R.V. Kuhns & Associates, Inc.), która jest jedną z wiodących w świecie spółek konsultingowych zaangażowanych w tego rodzaju usługi wobec inwestorów instytucjonalnych. Informacje na temat mierników zarządzania portfelowego zawarte są w raportach *New Mexico State Investment Council – Performance Review*, którego ostatnia, opublikowana edycja pochodzi z 31.03.2016 r.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/membersweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 31. Oman State General Reserve Fund (SGRF) – Sułtanat Omanu (Oman)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1980	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	18,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	45
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2014 r., %) ^f	-18,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-9,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	9,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	14,54
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	قودنص ي طاي ت ح ال دل ودل ل م اع ل	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	41,12
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,24	System rządów ⁱ	monarchia absolutna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Powołany w 1980 r. dekretem królewskim Oman State General Reserve Fund (SGRF) ma zarządzać rezerwami walutowymi Omanu. SGRF jest największym PFM tego kraju. Oman zaczął eksportować ropę w 1967 r. Rozwój gospodarczy kraju w wyniku jej sprzedaży nastąpił, kiedy sułtan Omanu Kabus ibn Sa'id przejął władzę w 1970 r. SGRF został początkowo ustanowiony w celu zapewnienia międzypokoleniowego transferu majątku narodowego, ale w praktyce był wykorzystywany głównie jako mechanizm stabilizacji dochodów z eksportu ropy naftowej. W 1982 r. 92% dochodów eksportu Omanu pochodziło z ropy naftowej, tj. około 4,08 mld USD. Do 1986 r. udział wpływów do funduszu z eksportu ropy naftowej spadł z 15% do 5% przychodów. Do 1989 r. wszelkie dochody wynikające z ceny ropy wyższej niż 15 USD za baryłkę przypadły SGRF. W latach 1989–1991 rosnącym wpływom do dochodu sułtanatu z ropy naftowej towarzyszyły jeszcze bardziej dynamicznie wzrastające wydatki budżetowe. W latach 90. XX w. istniały inne małe fundusze rezerwowe utworzone w celu wsparcia działalności SGRF, zaś od lipca 2013 r. SGRF jest głównym organem Omanu, inwestującym w zdywersyfikowany portfel aktywów zagranicznych znajdujących się na macierzystym rynku.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Cele inwestycyjne SGRF są następujące:</p> <ul style="list-style-type: none"> – realizacja długoterminowych stóp zwrotu dla gospodarki narodowej, – makroekonomiczne funkcje stabilizacyjne, – płynność finansowa na potrzeby budżetowe. 			

SGRF ma dwa różne portfele o różnych horyzontach czasowych. Portfel dochodów wynosi około 25% i inwestuje w instrumenty rynku pieniężnego i instrumenty finansowe o stałym dochodzie. Dłużne papiery wartościowe mają maksymalny termin zapadalności 3 lata i minimalny rating kredytowy AA. Portfel działa jako fundusz stabilizacji i ma za zadanie sprostać wszelkim niedoborom budżetowym. Fundusz rozwoju lub fundusz przyszłych generacji obejmuje około 75% aktywów inwestujących w instrumenty o stałym dochodzie (długi horyzont), akcje (z MSCI jako globalny benchmark), <i>private equity</i> , fundusze hedgingowe, nieruchomości (klasyczne fundusze nieruchomości, inwestycje bezpośrednie i REIT) oraz fundusze walutowe.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)			
Region	Udział za 2015	Udział za 2014	Udział za 2013
Rozwinięte państwa Ameryki	30	30	57
Rozwinięte państwa Europy	28	28	17
Globalny portfel	13	13	7
Azja-Pacyfik	9	9	7
Europa (rynki wschodzące)	6	6	4
Azja (rynki wschodzące)	7	7	4
Bliski Wschód i Afryka (rynki wschodzące)	5	5	3
Ameryka (rynki wschodzące)	2	2	1
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
niskie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-seeb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

**Załącznik 32. Permanent University Fund (PUF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA)
– stan Teksas**

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1876	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	27,86*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	17,30	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	78,5*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (głównie ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,15	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8
2. GENEZA I NAZWA			
Permanent University Fund (PUF) został ustanowiony konstytucją stanu Teksas z 1876 r. Aktywa PUF pochodzą ze sprzedaży ropy naftowej, gazu ziemnego, siarki i zasobów wodnych, a także zysków z inwestycji kapitałowych.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Konstytucja z 1876 r. przyznała PUF dotacje gruntowe, zapisane wcześniej Uniwersytetowi Tekszańskiemu. Od 2015 r. PUF dysponuje 2,1 mln hektarów zlokalizowanych w 24 okręgach, głównie w zachodnim Teksasie.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Zarządzającym PUF jest UTIMCO (w obu subfunduszach składających się na PUF).			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
PUF zaangażowany jest w różne klasy aktywów, w tym: w akcje, obligacje, <i>private equity</i> , nieruchomości i towary giełdowe. UTIMCO, podmiot zarządzający aktywami PUF, posiada unikalną klasyfikację aktywów. Inwestuje we wszystkie klasy aktywów, rodzaje struktur kapitałowych, style inwestycyjne i regiony świata. Jedną z metod dywersyfikacji dotyczy różnych stylów inwestycyjnych, przejawiających się w ekspozycji na poszukiwanie aktywów inwestycyjnych mniej skorelowanych z istniejącym portfelem, w tym różne rodzaje aktywów alternatywnych. UTIMCO posiada zróżnicowany portfel około 40 menedżerów funduszy hedgingowych, wykorzystujących różne strategie inwestycyjne, w tym długie/krótkie, podyktowane okolicznościami, oportunistyczne, kredytowe i zagrożone upadłością papiery wartościowe oraz globalne podejście makroekonomiczne. Dążenie do ograniczenia korelacji z istniejącym portfelem stwarza potencjał wzrostu właściwego inwestycjom w akcje z ryzykiem zmienności podobnego do obligacji. Zarządzający UTIMCO stosują ograniczony poziom dźwigni finansowej, zapewniając znaczną przejrzystość dokonywanych lokat, aktywnie zarządzają ryzykiem i generalnie inwestują			

w aktywa inwestycyjne poparte wszechstronną analizą inwestycyjną (ang. *due diligence*). Prócz różnorodnych stylów funduszy hedgingowych, UTIMCO inwestuje w złoto jako strategię. Stan Teksas przyjął ustawę o utworzeniu Texas Bullion Depository, który magazynowałby złoto i inne metale szlachetne na rzecz instytucji finansowych, jednostek samorządu terytorialnego, przedsiębiorstw i organizacji rządowych. W 2017 r. UTIMCO przechowywał rezerwy złota w formie fizycznej w banku HSBC w Nowym Jorku w USA (na sumę około 650 milionów USD, przy kosztach przechowywania 650 000 USD rocznie, przy czym część będąca w posiadaniu PUF szacowana była na około 393 mln USD tych aktywów).

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Inne alternatywne
30.06.2016	17,46	58,22	0,00	8,49	15,83
31.12. 2015	15,90	62,90	0,00	8,10	13,10
30.06.2015	17,40	62,00	0,00	6,80	13,80
31.12.2014	18,30	61,80	0,00	6,80	13,10
30.06.2014	17,70	60,90	0,00	6,70	14,70
31.12.2013	20,00	59,80	0,00	6,30	13,90
30.06.2013	23,20	58,40	0,00	6,10	12,30
31.12.2012	23,70	55,60	0,00	5,90	14,80
30.06.2012	26,30	55,20	0,00	5,10	13,40
31.12.2011	25,30	56,20	0,00	4,70	13,80
30.06.2011	22,90	58,60	0,00	4,80	13,70
31.12.2010	25,20	57,70	0,00	4,40	12,70
30.06.2010	31,90	53,70	0,00	4,20	10,20
31.12.2009	29,10	57,40	0,00	4,40	9,10
30.06.2009	30,20	57,70	0,00	5,60	6,50
31.12.2008	25,00	65,70	0,00	5,50	3,80
30.06.2008	20,40	68,30	0,00	5,60	5,70
30.06.2006	26,72	40,64	9,50	0,00	23,14

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategii inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategii portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategii indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategii mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/>

indicator/CM.MKT.LCAP.CD (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 33. Petroleum Fund of Timor-Leste (PFTL) – Demokratyczna Republika Timoru Wschodniego (Timor Wschodni)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2005	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	1,26
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	16,60	Oczekiwana dalsza długość życia (2015 r., lata) ^f	68,1
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	8	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	35
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-100,00
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-117,00
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	bd.
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	0,28
Oryginalna nazwa (język portugalski) ^a	Fundo Petrolífero de Timor-Leste	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	59,29	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Rząd Timoru Wschodniego powołał w sierpniu 2005 r. Petroleum Fund of Timor-Leste (PFTL). Organem zarządzającym wobec PFTL jest minister planowania i finansów. Projekt wydobywcy Bayu-Undan, zlokalizowany na Morzu Timorskim, stwarza 25-letnie perspektywy eksploatacji złóż ropy naftowej i gazu ziemnego, które odkryto tam w 1995 r. PFTL utworzono w celu spełnienia konstytucjonalnego wymogu nakazującego założenie obowiązkowych rezerw z tytułu eksploatacji zasobów naturalnych.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Jako narzędzie zarządzania fiskalnego PFTL jest zintegrowany z budżetem państwa. Wypłaty z PFTL podlegają tzw. szacunkowemu zrównoważonemu zyskowi (ang. <i>Estimated Sustainable Income</i> , ESI). Ma to być kwota, która może być przenoszona z PFTL bez wpływów z eksploatacji ropy naftowej zapewniającej stabilne zarządzanie aktywami PFTL.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
PFTL ma przynosić co najmniej 3% roczny realny zwrot aktywów. Centralny bank Timor-Leste, jako menedżer operacyjny Funduszu, łączy funkcje zarządzania wewnętrznego i zewnętrznego. Aktywa funduszu nie mogą być inwestowane w jakiegokolwiek aktywa krajowe. Początkowo odnośna ustawa wymagała inwestowania co najmniej 90% portfela w instrumenty dłużne i depozyty denominowane w USD. Polityka inwestycyjna PFTL dopuszcza obecnie zakup akcji spółek i innych niż dłużne klasy aktywów, gdy ma miejsce wzrost wartości portfela inwestycyjnego. Do 2010 r. PFTL dokonał alokacji w akcje spółek publicznych. Do połowy 2016 r. jego zaangażowanie w tę klasę aktywów wyniosło blisko 40,00%.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe
30.06.2016	61,62	38,38
31.12.2015	60,17	39,83
30.06.2015	60,31	39,70
31.12.2014	59,94	40,06
30.06.2014	60,19	39,81
31.12.2013	62,50	37,50
30.06.2013	69,92	30,08
31.12.2012	73,97	26,03
30.06.2012	79,03	20,97
31.12.2011	96,02	3,98
30.06.2011	95,88	4,12
31.12.2010	95,90	4,10
30.06.2010	100,00	0,00
31.12.2009	100,00	0,00
31.12.2008	100,00	0,00
31.12.2007	100,00	0,00
31.12.2006	100,00	0,00
31.12.2005	100,00	0,00
Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)		
Region	Udział (2013)	
USA	52	
Europa	23	
Azja (rynkı rozwinięte)	12	
Pozostałe	13	
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
bd.		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swfi.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały

przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfela i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 34. Russia Reserve Fund (RF) – Federacja Rosyjska (Rosja)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	142,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	16,20	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	22,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	24,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	365,5
Oryginalna nazwa (język rosyjski) ^a	Резервный фонд	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	635,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,04	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	86,4
2. GENEZA I NAZWA			
Reserve Fund (RF) powołano w celu zapewnienia finansowania wydatków budżetu federalnego i utrzymywania równowagi budżetowej w przypadku spadku dochodów ze sprzedaży ropy naftowej i gazu ziemnego. Aktywa RF ograniczone są do 10% prognozowanego PKB Federacji Rosyjskiej na dany rok finansowy. W lutym 2008 r. Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF) został podzielony na dwa fundusze: jeden zarządzający oficjalnymi rezerwami walutowymi (RF) o niskim ryzyku inwestycyjnym, a drugi – National Welfare Fund (NWF) obciążony został inwestycjami o wyższym poziomie ryzyka. Oryginalny SFRF początkowo mógł być inwestowany jedynie w obligacje zagraniczne, zaś jego powołanie miało miejsce 1.01.2004 r.			

3. MODEL FINANSOWANIA				
RF jest częścią aktywów budżetu federalnego Federacji Rosyjskiej. Maksymalne aktywa ograniczone są do 10% prognozowanego PKB Federacji Rosyjskiej na dany rok finansowy. RF zastąpił SFRF, jednakże w przeciwieństwie do swego poprzednika akumuluje nie tylko wpływy z eksploatacji i eksportu ropy naftowej, ale także dochody z produkcji i eksportu gazu ziemnego i produktów naftowych.				
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA				
RF przyczynia się do stabilności rozwoju gospodarczego Federacji Rosyjskiej poprzez zmniejszenie presji inflacyjnej i izolacji gospodarki narodowej z powodu niestabilności dochodów generowanych przez eksport nieodnawialnych zasobów naturalnych.				
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE				
RF inwestuje w instrumenty o stałym dochodzie. Fundusz posiada maksymalną, nominalną kwotę, jaką może zainwestować w nabyte dłużne papiery wartościowe. RF uwarunkowany jest limitem 25% nominalnej wartości emisji w dług publiczny. W przypadku dłużnych papierów wartościowych agencji rządowych, banków centralnych i międzynarodowych organizacji finansowych maksymalna kwota nie przekracza 10% wartości nominalnej emisji. Począwszy od 2016 r. podział struktury walutowej aktywów będących w posiadaniu funduszu to: 45% – USD, 45% – EUR, 10% – GBP.				
6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data		Stały dochód		
31.12.2016		100,00		
31.12.2015		100,00		
31.12.2014		100,00		
31.12.2013		100,00		
31.12.2012		100,00		
31.12.2011		100,00		
31.12.2010		100,00		
31.12.2009		100,00		
31.12.2008		100,00		
Alokacja walutowa (metodyka PFM, w %)				
Waluta	USD	EUR	GBP	RUB
31.07.2015	48,50	36,80	6,83	7,87
30.06.2015	48,87	37,08	6,88	7,17
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
bd.				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/>

publications/the-world-factbook/ (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 35. Social and Economic Stabilization Fund (ESSF) – Republika Chile (Chile)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2007	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	17,65
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	14,70	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (miedź)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–3,57
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,4
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	36,79
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fondo de Estabilización Económica y Social	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	190,4
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,40	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto, %) ^j	37,7
2. GENEZA I NAZWA			
Economic and Social Stabilization Fund (ESSF) utworzono 6.03.2007 r., początkowe jego aktywa wyniosły 2,58 mld USD. ESSF zastąpił Copper Stabilization Fund (CSFO), który powstał w 1985 r. w celu ustabilizowania kursu walutowego i dochodów budżetowych na skutek zmian wpływów z eksportu miedzi. Model finansowania i wydatków ESSF został powiązany z szacowaną, długoterminową ceną tego surowca.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
W 2006 r. rząd Chile uchwalił ustawę o odpowiedzialności podatkowej, która polegała na utworzeniu dwóch nowych PFM. Pierwszy z nich to Pension Reserve Fund (PRF), który zasadniczo jest funduszem oszczędnościowym (przez co najmniej 10 lat nie może wypłacać środków). Fundusz ten otrzymuje od 0,2% do 0,5% PKB, w zależności od wielkości całkowitej, rocznej nadwyżki budżetowej i w 2006 r. został zasilony jednorazowym dokapitalizowaniem w wysokości 600 mln USD w celu podjęcia działalności. W 2007 r. rząd chilijski utworzył drugi fundusz Economic			

and Social Stabilization Fund (ESSF). Fundusz ten zastąpił oryginalny Copper Stabilization Fund (CSF). Otrzymuje on nadwyżki budżetowe przekraczające 1% PKB i powstał w wyniku jednorazowej wypłaty w wysokości około 5 mld USD (przy zamknięciu oryginalnego CSF).		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
Funkcjonowanie tego PFM ulega ewolucji, co ma związek z poszerzeniem wykorzystania zewnętrznych zarządzających. Fundusz inwestuje przede wszystkim w denominowane w walutach obcych instrumenty o stałym dochodzie przedsiębiorstw i instytucji międzynarodowych. Obecnie Morgan Chase Bank N.A. jest bankiem-depozytariuszem tego PFM. Zdecydowana większość Funduszu Stabilizacji Gospodarczej i Społecznej zarządzana jest przez Centralny Bank Chile, który jako Agent Fiskalny odpowiada za zarządzanie portfelem wierzytelności (92,5% aktywów ogółem). Ponadto istnieje dwóch zewnętrznych menedżerów – BlackRock i Bank New York Mellon, oddelegowanych do zarządzania portfelem kapitałowym.		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
Zasadniczym zadaniem polityki inwestycyjnej ESSF jest maksymalizacja aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat, co ma służyć obniżeniu cykliczności dochodów budżetowych przy jednoczesnym utrzymaniu niskiego poziomu ponoszonego ryzyka. ESSF wyznaczono cele stabilizacji makroekonomicznej poprzez gromadzenie i akumulację rezerw dewizowych, gdy cena miedzi jest wysoka, co zapewnia dochody budżetowe. Gdy cena miedzi jest niska, niwelowana jest zmienność makroekonomiczna. Profil ryzyka ESSF jest funkcją tak pojmowanej strategii; perspektywa krótkoterminowa inwestycji związana jest z potrzebą zapewniania płynności ESSF w związku z przewidywanymi wypłatami. Strategia inwestycyjna obejmuje dywersyfikację aktywów w postaci alokacji 15% portfela aktywów o zmiennym dochodzie, 20% aktywów o stałym dochodzie, a także stopniowe dostosowywanie struktury portfela (ang. rebalancing), zwłaszcza w kontekście płynnych klas aktywów.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe
30.06.2016	92,70	7,30
31.12.2015	92,90	7,10
31.12.2014	92,23	7,77
31.12.2013	91,91	8,09
31.12.2012	100,00	0,00
31.12.2011	100,00	0,00
31.12.2010	100,00	0,00
31.12.2009	100,00	0,00
31.12.2008	100,00	0,00
31.12.2007	100,00	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
średnie		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja

i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(c) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 36. Alberta Heritage Savings Trust Fund (AHSTF) – Kanada (prowincja Alberta)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1976	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	4,25*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	13,40	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	81,7
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	82
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-2,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-51,08
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	19,4
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz (zarządzany zewnątrz)	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	82,5
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	1 593,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,16	System rządów ⁱ	monarchia parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	47,9
2. GENEZA I NAZWA			
Alberta Heritage Savings Trust Fund (AHSTF) został powołany w 1976 r. na podstawie Alberta Heritage Savings Trust Fund Act. Początkowo PFM ten otrzymał 30% z nieodnawialnych zasobów naturalnych prowincji Alberty, pochodzących z bogatych złóż ropy naftowej. Na początku lat 80. XX w. AHSTF kredytował inne prowincje Kanady. Później jego aktywa przeznaczone były na inwestycje w lokalną infrastrukturę techniczną. Po 1987 r. do funduszu nie wpływały już nowe środki pochodzące z opłat licencyjnych. AHSTF został pierwotnie przeznaczony na cele rozwoju gospodarczego, jednakże obecnie jest postrzegany jako długoterminowy fundusz oszczędnościowo-inwestycyjny.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
jw.			

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA								
Alberta Heritage Fund zarządza Alberta Investment Management Corporation (AIMCo). AIMCo, utworzony w 2008 r. to podmiot zarządzający aktywami 32 instytucji publicznych tej prowincji. Na 31.12.2017 r. zarządzał sumarycznymi aktywami 95,7 USD tych instytucji. AIMCo selektywnie podchodzi do wyboru zewnętrznych menedżerów funduszy. Zewnętrznie zarządzane inwestycje obejmują niektóre strategie funduszy hedgingowych i są stosowane w obszarach, w których zarządzanie wewnętrzne nie stwarza przewagi konkurencyjnej czy kosztowej.								
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE								
Zgodnie z ustawą dotyczącą utworzenia AHSTF misją tego PFM jest zapewnienie odpowiedzialnego zarządzania majątkiem pochodzącym z nieodnawialnych zasobów naturalnych prowincji Alberta, przy zapewnieniu maksymalnych korzyści finansowych z tych zasobów na rzecz obecnego i przyszłych pokoleń mieszkańców prowincji. Szczegółowe cele działalności tego PFM, prócz mobilizowania oszczędności w perspektywie międzypokoleniowej, obejmują: umacnianie i dywersyfikację lokalnej gospodarki, poprawę jakości życia mieszkańców prowincji, a także odkładanie środków „na czarną godzinę” (tzw. ang. <i>rainy day fund</i>).								
6. ALOKACJA AKTYWÓW								
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, %)								
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Nieruchomości	Infrastruktura	Inne alternatywy		
01.03.2016	18,70	38,90	7,90	23,40	7,60	3,50		
01.03.2015	17,30	44,20	7,20	20,10	7,30	3,90		
01.03.2014	18,80	47,20	7,10	18,40	6,30	2,20		
01.03.2013	22,00	46,90	6,40	17,10	6,00	1,60		
01.03.2012	23,60	46,50	6,40	15,40	6,30	1,80		
01.03.2011	26,80	44,50	5,50	12,90	3,80	6,50		
01.03.2010	26,10	48,50	4,70	11,20	3,50	6,00		
01.03.2009	28,50	43,30	4,50	13,80	3,50	6,40		
01.03.2008	33,80	46,10	3,60	10,80	0,00	5,70		
01.03.2007	32,70	48,30	2,40	10,70	0,00	5,90		
01.03.2006	33,90	50,60	1,70	9,60	0,00	4,20		
01.03.2005	33,20	50,80	1,30	9,70	0,00	5,00		
Alokacja walutowa (metodyka PFM, %)								
Data	CAD	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	AUD	Inne
31.03.2016	69,70	15,70	3,50	1,80	2,30	0,00	0,00	7,00
31.03.2015	57,80	22,60	4,50	2,80	2,60	0,00	0,00	9,70
31.03.2014	55,90	23,60	5,00	3,40	2,60	1,30	1,10	7,10
31.03.2013	56,90	22,70	4,20	3,20	3,10	1,30	1,20	7,40
31.03.2012	58,20	22,40	5,00	3,20	3,10	1,80	1,10	5,20
31.03.2011	61,70	19,90	5,40	3,20	3,10	1,00	2,20	3,50
31.03.2010	63,40	19,40	6,60	3,10	2,10	1,20	0,80	3,40
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ								
bd.								
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM								
średnie								

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Prequin: <https://www.prequin.com>

com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf (dostęp: 31.08.2017),
 (c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), (d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, (e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), (f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), (g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), (h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), (i) klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, (j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 37. Russian Direct Investment Fund (RDIF) – Federacja Rosyjska (Rosja)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	142,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	13,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	7	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-3,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	22,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	24,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	365,5
Oryginalna nazwa (język rosyjski) ¹	Российский фонд прямых инвестиций	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	635,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,04	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	86,4
2. GENEZA I NAZWA			
Russian Direct Investment Fund (RDIF) jest rosyjskim PFM z docelowym kapitałem w wysokości 13 mld USD. Współpracując z czołowymi inwestorami na świecie, RDIF podejmuje bezpośrednie inwestycje w wiodące, perspektywiczne przedsiębiorstwa Rosji. RDIF powstał w 2011 r. pod kierownictwem prezydenta i prezesa Rady Ministrów Rosji w celu współinwestowania wraz z największymi inwestorami światowymi, działając jako „katalizator” bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Rosji. RDIF zainwestował dotąd 1 bln RUB, z czego 100 mld RUB to środki własne,			

a 900 mld RUB pochodziło od współinwestorów, partnerów i banków. RDIF przyciągnął do Rosji ponad 30 mld USD kapitału zagranicznego poprzez długoterminowe partnerstwa strategiczne.
3. MODEL FINANSOWANIA
Model finansowania oparty jest na współinwestowaniu, przy czym inwestycje własne mają służyć przyciąganiu zewnętrznych inwestorów.
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
Trzy poziomy zarządzenia RDIF:
1. Strategiczny <ul style="list-style-type: none"> – rada nadzorcza, – strategia inwestycyjna, – zasady i procedury, – zatwierdzenie dużych transakcji, – zatwierdzanie transakcji, na które komitet inwestycyjny zażądał specjalnego zezwolenia. – Inwestycyjny: <ul style="list-style-type: none"> – komitet inwestycyjny, – zatwierdzenie transakcji inwestycyjnych.
2. Operacyjny <ul style="list-style-type: none"> – dyrektor generalny i zarząd, – zespół operacyjny posiadający znaczne doświadczenie inwestycyjne, – bieżące wytyczne co do inicjowania inwestycji, analiz, strukturyzacji i wdrożenia, – zatrudnianie i zarządzanie zespołem inwestycyjnym, – przygotowanie rekomendacji dla rady nadzorczej i komitetu inwestycyjnego.
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
W ramach podejmowanej działalności transakcyjnej RDIF wyznaje zasadę współinwestowania (ang. <i>co-investment</i>) wraz z międzynarodowymi inwestorami instytucjonalnymi. RDIF ma kilka celów, które obejmują: <ul style="list-style-type: none"> – maksymalizację stopy zwrotu z inwestycji, – udział w modernizacji gospodarczej Federacji Rosyjskiej, – wspomaganie zagranicznych inwestycji w gospodarkę rosyjską, – transfer technologii i innowacji. Wśród kluczowych cech podejmowanych inwestycji portfelowych RDIF akcentuje: <ul style="list-style-type: none"> – promowanie liderów poszczególnych branż, – nacisk na przedsiębiorstwa z przewagą konkurencyjną, – rozwój wysokiej jakości infrastruktury, – produkcję antyimportową, – zwiększanie efektywności rosyjskich producentów.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
RDIF to <i>de facto</i> fundusz <i>private equity</i> . Portfel dokonanych inwestycji obejmuje 37 przedsiębiorstw rosyjskich uznawanych za nowoczesne (są to zarówno podmioty rdzennie rosyjskie, jak i przedstawicielstwa zagranicznych spółek).
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
wysokie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja

i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(c) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 38. Bahrain Mumtalakat Holding Company (BMHC) – Królestwo Bahrajnu (Bahrajn)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1,38
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	10,60	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	78,9
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	43
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–13,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ⁶	–1,49
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,00
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3,26
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	مؤسسة البحرين للاستثمار مؤسسة البحرين للاستثمار	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	19,25
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	3,25	System rządów ⁱ	monarchia konstytucyjna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Bahrain Mumtalakat Holding Company (BMHC) został założony w czerwcu 2006 r. dekretem królewskim jako niezależna spółka holdingowa pod egidą rządu, której zadaniem jest zarządzanie strategicznymi aktywami Bahrajnu niezwiązanymi z ropą naftową i gazem ziemnym. Począwszy od 2013 r. BMHC ma udziały w 38 przedsiębiorstwach. Rozwój gospodarczy w Bahrajnie uległ przyspieszeniu w połowie lat 30. XX wieku wraz z odkryciem złoża ropy naftowej, budową dużej rafinerii i ustanowieniem brytyjskiej bazy marynarki wojennej. Okrycia ropy naftowej dokonano po raz pierwszy w 1932 r., zaś eksploatacja tego surowca rozpoczęła się w 1934 r. W owym czasie rafineria była własnością amerykańskiej firmy Bahrain Petroleum Company (50% należącej do			

Standard Oil Company of California i 50% Texaco, Inc.), osiągnęła przerób 245 000 baryłek dziennie w 1969 r., utrzymuje się wśród największych rafinerii na Bliskim Wschodzie. BMHC wykazuje podobieństwa do konstrukcji Temasek Holdings. Mumtalakat planuje stopniową dywersyfikację od przedsiębiorstw stricte państwowych. W języku arabskim słowo „mumtalakat” oznacza „aktywa”, „własność”, „nieruchomość” lub „majątek”.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Strategia inwestycyjna BMHC obejmuje dwa obszary strategiczne. Pierwszym z nich jest zwiększenie wartości przedsiębiorstw portfelowych. Drugi to rozwój <i>joint ventures</i> i możliwości ekspansji zagranicznej przedsiębiorstw. BMHC chce znacząco zwiększyć inwestycje międzynarodowe, aby osiągnąć dywersyfikację lokat inwestycyjnych. Obecnie ich portfel jest w dużym stopniu skoncentrowany na gospodarce narodowej Bahrajnu, w wielu branżach – od nieruchomości do telekomunikacji. BMHC składa się głównie z przedsiębiorstw państwowych, takich jak Gulf Air, Bahrajn Nieruchomości (Edamah) i General Poultry Company. Ten PFM dokonuje stopniowej przebudowy portfela inwestycyjnego. Pod koniec 2013 r. posiadał on udziały w 38 przedsiębiorstwach niepaństwowych.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (w %)			
Data	Stały dochód	Private equity	Nieruchomości
31.12.2015	9,12	82,20	8,68
31.12.2014	8,36	86,31	5,33
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
średnie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 39. Chile Pension Reserve Fund (PRF) – Republika Chile (Chile)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	17,65
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	9,4	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-2,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (miedź)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-3,57
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,4
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	36,79
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fondo de Reserva de Pensiones	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	190,4
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,26	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto, %) ^j	37,7
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Chile Pension Reserve Fund (PRF) został utworzony 28.12.2006 r. z kapitałem początkowym 604,5 mln USD. Pierwowzór – Copper Stabilization Fund – powstał w 1985 r. W 2006 r. przyjęto ustawę o odpowiedzialności podatkowej, która polegała na utworzeniu dwóch nowych PFM. Pierwszy z nich to Pension Reserve Fund (PRF), który zasadniczo jest funduszem oszczędnościowym (jego aktywa nie mogą podlegać wypłatom przez okres co najmniej 10 lat). Został on utworzony w odpowiedzi na trendy demograficzne w Chile, charakteryzujące się wzrostem oczekiwanej długości życia i starzeniem się społeczeństwa, stanowiące wyzwanie dla polityki gospodarczej w zakresie rosnących przewidywanych wydatków na świadczenia społeczne i konieczności zagwarantowania poziomu życia tym, którzy nie byli w stanie zaoszczędzić na emeryturę (solidaryzm społeczny).</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Fundusz ten otrzymuje od 0,2% do 0,5% PKB w zależności od wielkości całkowitej nadwyżki budżetowej Chile w danym roku i początkowo otrzymał w 2006 r. jednorazową kwotę w wysokości 600 mln USD na rozpoczęcie działalności.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Celem PRF jest zaspokojenie oczekiwanego niedoboru emerytalnego w sektorze publicznym. Jako fundusz typu oszczędnościowego PRF ma perspektywę – generalnie – długofalową orientację inwestycyjną i odpowiedzialny jest za międzypokoleniowy transfer bogactwa narodowego dla zapewnienia równowagi makroekonomicznej. Przekłada się to na wyższą tolerancję w stosunku do ponoszonego ryzyka inwestycyjnego i możliwość szerszej dywersyfikacji w zakresie klas aktywów. Komitet inwestycyjny tego PFM ustalił konkretny cel polegający na maksymalizacji oczekiwanego zwrotu z zastrzeżeniem tolerancji na ryzyko zdefiniowanej jako 95% prawdopodobieństwo tego, że w danym roku nie poniesie straty przekraczającej 10% jego wartości w USD. Biorąc pod uwagę</p>			

wielkość i harmonogram zobowiązań, które ma sfinansować, PRF ma średnio- i długoterminowy portfel inwestycyjny. PRF w ograniczonym zakresie odwołuje się do inwestycji w ETF, tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i kontrakty futures. PRF ma zakaz stosowania dźwigni finansowej. Morgan Chase Bank N.A. jest bankiem-depozytariuszem tego PFM.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Public Equities
30.06.2016	85,40	14,60
31.12.2015	85,70	14,30
31.12.2014	84,75	15,25
31.12.2013	83,41	16,59
31.12.2012	83,84	16,16
31.12.2011	100,00	0,00
31.12.2010	100,00	0,00
31.12.2009	100,00	0,00
31.12.2008	100,00	0,00
31.12.2007	100,00	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
średnie		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynarodowego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 40. Ireland Strategic Investment Fund (ISIF) – Irlandia (Irlandia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2001	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	4,95
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	8,50	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	80,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	73
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–0,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	13,88
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	31,9
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	2,20
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	128,00
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	3,86	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	42,2
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Ireland Strategic Investment Fund (ISIF) został formalnie powołany w dniu 21.12.2014 r. z ustawowym nakazem inwestowania na zasadach komercyjnych, w sposób promujący działalność gospodarczą i zatrudnienie w Irlandii. ISIF zarządza 8,50 mld USD w portfelu „dyskrecjonalnym” byłego National Pensions Reserve Fund (NPRF) w ramach inwestycji zgodnie z celami wyznaczonymi ISIF, zaś 13,6 mld EUR w „ukierunkowanym portfelu NPRF” ma pozostawać w gestii ministerstwa finansów. ISIF, poza celami ściśle komercyjnymi, wyznaje filozofię inwestycyjną tzw. podwójnego zysku (ang. <i>double bottom line</i>), zgodnie z art. 39 ust. 1 ustawy z 2014 r., tj. wspieranie działalności gospodarczej i zatrudnienia w Irlandii. Sukces ISIF ma być mierzony zarówno wynikami inwestycyjnymi, jak i celami społeczno-ekonomicznymi. Wyniki inwestycyjne mają pokryć średni koszt obsługi długu publicznego.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Aktywa Narodowego Funduszu Rezerwy Emerytalnej (NPRF) wniesiono do ISIF wraz z powołaniem ISIF (z wyjątkiem aktywów podlegających prawu zagranicznemu, które pozostają własnością NPRF do czasu ich przeniesienia).</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>National Treasury Management Agency (NTMA) jest ciałem, które kontroluje i zarządza ISIF. NTMA czyni to poprzez następujące wyspecjalizowane komórki: Investment Committee, Audit and Risk Committee, Remuneration Committee oraz State Claims Agency Strategy Committee.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Mandat ISIF zapisano w art. 39 ust. 1 ustawy z 2014 r. (o inwestycjach na zasadach komercyjnych w sposób wspierający działalność gospodarczą i zatrudnienie państwa). Sukces ISIF ma podlegać ocenie przez pryzmat zarówno osiąganych stóp zwrotu, jak i rezultatów społeczno-ekonomicznych. Wyniki inwestycyjne powinny przekroczyć średni koszt obsługi długu publicznego. ISIF zleca niektóre inwestycje <i>private equity</i> podmiotom zewnętrznym. Inwestuje w kredyty i finansowanie typu <i>mezzanine</i> w Irlandii. Aktywa ISIF zasilać mają kapitał własny</p>			

projektów. ISIF pragnie wspierać firmy mogące stać się liderami gospodarki. Część ISIF Venture Capital inwestuje w przedsiębiorczość i projekty naukowe w Irlandii. Komórka ISIF Private Equity jest inwestorem podstawowym i mniejszościowym w wielu subfunduszach, przedsiębiorstwach lub firmach, w celu pozyskania współfinansowania (współinwestorów) do wartościowych projektów. Fundusz inwestuje na zasadach komercyjnych, a także z zamiarem wsparcia działalności gospodarczej i zatrudnienia w Irlandii. Portfel nieruchomości ISIF wspierać ma rozwój mieszkalnictwa dla studentów i osób starszych. ISIF Timberland inwestuje w leśnictwo, najczęściej za pośrednictwem innych funduszy. ISIF Infrastructure finansuje projekty infrastrukturalne w wielu dziedzinach, w tym w sektorze wodnym, transportowym, PPP, szerokopasmowego internetu, zarządzania odpadami, ochronę środowiska, w centra danych i jednorazowe projekty infrastrukturalne.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)

Klasy aktywów na 30.10.2014 r.		Udział
Zarządzanie własne		65,00
Delegowanie zarządzania – instrumenty o stałym dochodzie		19,20
Delegowanie zarządzania – aktywa alternatywne		7,30
Delegowanie zarządzania – akcje		8,40
Opcje sprzedaży na akcje		0,10

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

jw.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 41. Peru Fiscal Stabilization Fund (FEF) – Republika Peru (Peru)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1999	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	30,74
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	7,90	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	73,7
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	35
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^d	-3,1
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-5,46
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,9
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	60,41
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fondo de Estabilización Fiscal	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	56,56
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,13	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) powołano 27.12.1999 r. na mocy ustawy <i>Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal</i> . FEF zasilany jest z kilku źródeł, w tym pośrednio z dochodów z wydobycia surowców.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
FEF finansowane są dzięki nadwyżkom z peruwiańskiego Skarbu Państwa, 10% opłat koncesyjnych i 10% dochodów z prywatyzacji. Zasilanie FEF podlega pułapowi wpływów 4% PKB, wszelkie nadwyżki z funduszu oszczędnościowego asygnowane są na spłatę zadłużenia Skarbu Państwa.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
FEF stanowi strukturalnie element dołączony do Ministerstwa Gospodarki i Finansów i kierowany jest przez zarząd składający się z trzech członków. Radzie Nadzorczej FEF przewodniczy minister gospodarki i finansów, a w jej skład wchodzi prezes Banco Central de Reserva del Perú BCR (BCRP) i przedstawiciel powołany przez prezesa Rady Ministrów.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
FEF jest PFM typu stabilizacyjnego. Ma on dostarczać rezerw finansowych w obliczu niekorzystnych cykli gospodarczych. Jego aktywa mogą być wypłacone na przykład w latach, w których spadają dochody podatkowe, ale zobowiązania państwa pozostają niezmiennie, a także w przypadku katastrof naturalnych (trzęsienia ziemi, tsunami itp.). Jego środki mogą zostać podjęte także w przypadku globalnego kryzysu ekonomicznego, który może znacząco wpłynąć na gospodarkę narodową. Aktywa funduszu są zdeponowane w banku centralnym i zarządzane według kryteriów podobnych do rezerw walutowych Peru. Rząd Peru może wykupić do 40% aktywów funduszu. Jednak te środki muszą być wykorzystane na cele programów rozwoju społecznego.			

6. ALOKACJA AKTYWÓW	
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)	
Data	Stały dochód
31.12.2016	100
31.12.2015	100
31.12.2014	100
31.12.2013	100
31.12.2012	100
31.12.2011	100
31.12.2010	100
31.12.2009	100
31.12.2008	100
31.12.2007	100
31.12.2006	100
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ	
bd.	
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM	
bd.	

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 42. Revenue Regulation Fund (FRR) – Algierska Republika Ludowo-Demokratyczna (Algeria)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2000	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	40,26
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	7,60	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	76,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	34
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–13,3
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–26,31
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	32,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	113,4
Oryginalna nazwa (język francuski) ^a	Fonds de régulation des recettes	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,07	System rządów ⁱ	republika parlamentarno-gabinetowa
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Fundusz stabilizacyjny został utworzony w 2000 r., aby uchronić gospodarkę algierską przed wahaniami cen surowców naftowych i gazowych. Oficjalna, frankofońska nazwa tego podmiotu to Fonds de régulation des recettes (FRR), aczkolwiek stosowana jest także nazwa anglojęzyczna – Revenue Regulation Fund. Aktywa tego PFM pochodzą z eksportu węgłowodórów (ropy naftowej i gazu ziemnego). Najbardziej znaczącym finansowo eksportem Algierii są ropa naftowa i gaz ziemny. Węgłowodory dostarczają Algierii prawie dwóch trzecich dochodu państwa i ponad jednej trzeciej PKB.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
FRR finansowane są przez różnicę między ceną ropy sprzedawanej na rynku a ceną referencyjną (37 USD za baryłkę). Nie istnieje limit wydatkowy (lub gwarancja utrzymania pewnego poziomu aktywów) tego PFM.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
FRR wyznaje konserwatywną politykę inwestycyjną. Ochrona kapitału stanowi wiodący priorytet w konstrukcji portfela inwestycyjnego. Powodem konserwatyzmu inwestycyjnego jest wysokie bezrobocie (szczególnie wśród młodzieży), zaś rząd jest bardzo zależny od przewidywalnego poziomu wydatków publicznych.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 43. Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Wyoming

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1974	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,59*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	7,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,3*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (minerały)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,06	System rządów ⁱ	republika prezydencka

Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	44,8
2. GENEZA I NAZWA			
W listopadzie 1974 r. wyborcy przegłosowali poprawkę do konstytucji stanu Wyoming, w ramach której zniesiono podatek od dochodów z minerałów. Środki te odtąd są lokowane w Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWWMTF).			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Ustawodawca zapisał w regulacjach stopę podatku akcyzowego z tytułu odstąpienia od wydobywania kopalin na poziomie 1,5% od wartości wyodrębnionego produktu brutto. Minerami objętymi tym podatkiem akcyzowym są: węgiel, ropa naftowa, gaz ziemny, łupki i inne minerały, które mogą zostać wskazane przez ustawodawcę. Podatek taki pobierany jest prócz innych podatków akcyzowych, ciężarów podatkowych i podatków od obrotu. W założeniach funkcjonowania PWWMTF zapisano zasadę nieuszczuplenia wyjściowej sumy aktywów.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Funduszem zarządza Wyoming State Loan i Investment Board, który kieruje innymi funduszami stanu Wyoming.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Aktywa tego PFM są inwestowane według regulacji przyjętych przez suwerena, dochody z inwestycji zostają zdeponowane corocznie w funduszu podstawowym. Ustawodawca może także określać reguły i warunki, w ramach których środki PFM mogą stanowić przedmiot polityki kredytowej na szczeblu centralnym. Podstawowymi celami inwestycyjnymi są: wzrost wartości kapitału, maksymalizacja całkowitej stopy zwrotu (ang. <i>total return</i>) i ochrona przed inflacją. PWWMTF jest zdywersyfikowany wśród wielu klas aktywów, obejmujących akcje krajowe, akcje międzynarodowe, nieruchomości, <i>private equity</i> i instrumenty o stałym dochodzie. Fundusz podstawowy wykorzystuje zewnętrznych menedżerów. Koncentracja aktywów jest ograniczona statutowo do nie więcej niż 55% akcji. W sierpniu 2014 r. rada Funduszu podjęła decyzję o rekonfiguracji swojej strategii inwestycyjnej, zakończono współpracę z towarzystwem funduszy inwestycyjnych GAMCO Investors. Fundusz zaangażował zarazem Epoch Investment Partners, Lazard Asset Management i RBC Global Asset Management, wzmocnił również mandat Global State Street, który sprawuje pieczę nad 70% krajowego portfela akcji, inwestycji pasywnych, walorów amerykańskich, lokat o niskiej zmienności i indeksowanych fundamentalnie akcji.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)			
Rodzaj lokaty	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016
Akcje amerykańskie	0,00	20,30	15,10
Akcje globalne	0,00	3,50	3,10
Duże spółki	15,00	0,00	0,00
Małe spółki	3,00	2,90	1,30
Akcje międzynarodowe	13,00	15,70	11,50
Private Equity	4,00	4,50	4,00
Nieruchomości	7,50	5,40	7,50
Absolutny zwrot	7,50	4,10	7,50
Obligacje zamienne	2,00	2,30	2,00
Stały dochód	45,00	38,40	45,00
Środki pieniężne	3,00	2,90	3,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
Permanent Wyoming Trust Fund to kolejny z amerykańskich PFM, który widnieje pośród podmiotów publikujących swoje mierniki analizy portfelowej. Choć fundusz samodzielnie nie przedstawia odniesionych do ryzyka wyników inwestycyjnych, zlecił on RVK kalkulację			

i monitorowanie swoich wyników inwestycyjnych odnoszonych do ryzyka, tak więc (poza wskaźnikiem Sortino) dostępne są dlań wszystkie powszechnie stosowane mierniki analizy portfelowej. Zauważyć przy tym należy, że ten PFM nie wykazuje zaangażowania w wypracowywanie i monitorowanie alternatywnych form oceny skuteczności zarządzania portfelem inwestycyjnym (np. inteligentna beta).

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 44. Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico (FEIP) – Meksykańskie Stany Zjednoczone (Meksyk)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2000	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	123,17
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	6,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,9
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	30
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-27,86
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	176,4

Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros	Kapitalizacja giełdowa (2014 r., mld USD) ^{f, h}	402,3
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,03	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	28,4
2. GENEZA I NAZWA			
Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP), znany w wersji anglojęzycznej jako Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico, powołano na podstawie noweli ustawy o odpowiedzialności fiskalnej przyjętej przez meksykański Kongres w 2014 r. PFM założono w celu zarządzania wpływami z eksploatacji ropy naftowej. Finanse publiczne Meksyku są bowiem silnie zależne od dochodów z branży naftowej. W 2000 r. zdecydowano więc odwołać się do PFM jako sposobu zniwelowania wpływu na finanse publiczne i gospodarkę narodową ewentualnych spadków wpływów z ropy naftowej. Fundusz otrzymuje wpływy ze specjalnego podatku nałożonego na dochody z ropy naftowej.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
PEMEX (holding konsolidujący państwowe aktywa w branży naftowej) dokonuje transferów do PFM wszystkich dochodów publicznych z branży naftowej – łącznie z dywidendami, opłatami licencyjnym itp. (z wyjątkiem podatku dochodowego od osób prawnych, które są wypłacane bezpośrednio rządowi centralnemu). FEIP przekazuje rządowi centralnemu co roku 4,7% PKB. Nadwyżki zasilają aktywa PFM, dopóki saldo nie osiągnie 3% PKB.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Celem FEIP jest stworzenie mechanizmu automatycznej stabilizacji w ramach długofalowej równowagi budżetowej meksykańskiej gospodarki. Jeśli przychody z tytułu podatku od ropy naftowej i pochodnych są niższe od kwoty pierwotnie przewidzianej w budżecie zatwierdzonym na dany rok finansowy – np. w wyniku zmienności makroekonomicznej, wahań ceny tego surowca lub zmian kursu walutowego – aktywa FEIP mogą być wykorzystane w celu wyrównywania krótkoterminowych niedoborów, a tym samym utrzymania wydatków na wcześniej ustalonym poziomie. FEIP jest więc narzędziem pomagającym zapewnić coroczne zobowiązania budżetowe zgodnie z planem. Dywersyfikacja portfela FEIP nie była rozważana przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007–2009 z uwagi na charakter funduszu (stabilizacja budżetowa, a nie fundusz typu oszczędnościowego). Fundusz inwestuje w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego (wraz z rezerwami walutowymi Banco de México).			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Aktywa funduszu są inwestowane w Banco de México na tych samych zasadach, co inne konta zewnętrzne, takie jak PEMEX i Meksykański Rząd Federalny. Całość (100%) aktywów inwestowana jest w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego. Następujące zasady odnoszą się do alokacji aktywów funduszu: składki rządu federalnego – finansowanie ogólne, część nadwyżek dochodów z ropy naftowej – wypełnianie luki fiskalnej, zysk lub strata z tytułu instrumentów zabezpieczających – <i>hedging</i> , zwroty z inwestycji – koszty administracyjne.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017),

^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com>

com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf (dostęp: 31.08.2017),
 (6) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), (d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, (e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), (f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), (g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), (h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), (i) klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, (j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 45. Oman Investment Fund (OIF) – Sułtanat Omanu (Oman)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	6,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	45
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt budżetu (-) / PKB (2016 r., %) ^f	-18,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-9,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	9,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	14,54
Oryginalny język ^a	bd.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	41,12
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,41	System rządów ⁱ	monarchia absolutna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Oman Investment Fund (OIF) został utworzony w 2006 r. na bazie funduszu Oman Oil Fund (powołanego w 1993 r. roku w celu finansowania przemysłu naftowego Omanu), zgodnie z królewskim dekretem sułtana Omanu. OIF inwestuje w aktywa średnio- i długoterminowe, zarówno globalnie, jak i na rynku krajowym. Jest inwestorem długoterminowym, przy czym preferuje dynamicznie rosnące rynki wschodzące, takie jak państwa Bliskiego Wschodu i Indie. Celem jest osiągnięcie jak najlepszych stóp zwrotu przy zakładanym poziomie ryzyka.			

3. MODEL FINANSOWANIA		
bd.		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
bd.		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
OIF koncentruje się na średnio- i długoterminowych inwestycjach <i>private equity</i> w celu dywersyfikacji majątku aktywów sułtanatu i tworzenia puli stabilnych przepływów pieniężnych. Szczegółowym celem strategicznym jest wspomaganie ekspansji gospodarki Omanu w rejonie Zatoki Perskiej.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)		
Typ inwestycji		2013
Fundusz stabilizacyjny		20
Fundusz infrastrukturalny		40
Fundusz Przyszłych Pokoleń		40
Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)		
Rynki	2013	2012
Oman	70	50
Rynki wzrostowe	30	50
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
bd.		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 46. Pula Fund (PF) – Republika Botswany (Botswana)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1994	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	2,21
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	5,7	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	54,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	6	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	60
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-0,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (diamenty i minerały)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	2,20
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	35,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	7,68
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2012 r., mld USD) ^{f,h}	4,59
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,74	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Botswana jest państwem afrykańskim zasobnym w pokłady minerałów (m.in. diamentów). W 1971 r. rozpoczęto wydobywanie diamentów w kopalni Orapa. We wczesnych latach 70. XX w. wydobywanie tych minerałów wynosiło średnio 2,5 miliona karatów rocznie. Do 1983 r., wraz z rozbudową kopalni Orapa, otwarciem kopalni Letlhakane i Jwaneng, produkcja wyniosła 11 milionów karatów rocznie. W 1982 r. rezerwy walutowe Botswany osiągnęły 293 mln USD. W 1990 r. wzrosły do 3,3 mld USD. Diamenty stanowiły 75% eksportu Botswany w latach osiemdziesiątych ubiegłego wieku. Pula Fund (PF), wyposażony w portfel inwestycyjny o długoterminowym horyzoncie, został utworzony w 1994 r. na mocy ustawy o Banku Botswany, stanowiąc element strategii zarządzania rezerwami walutowymi. Celem powołania PF jest zachowanie części pożytków z eksportu surowców naturalnych Botswany na rzecz przyszłych pokoleń. PF zaczęto tworzyć w 1993 r., jednakże ramy prawne funkcjonowania tego PFM przyjęto w 1996 r., kiedy to dokonano noweli ustawy o Banku Botswany. PF zarządzany jest zgodnie z § 35 ustawy o ustanowieniu i zarządzaniu długoterminowymi funduszami inwestycyjnymi. Dzięki wydzieleniu portfela inwestycyjnego możliwe było zapewnienie zasilania bardziej adekwatnych, długoterminowych projektów inwestycyjnych w ramach skonkretyzowanej polityki inwestycyjnej. Rezerwy walutowe wykraczające poza średniookresowy cel są przenoszone do PF i inwestowane zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną. „Pula” to nazwa krajowej waluty Botswany. Słowo to oznacza „deszcz” i pojmowane jest jako błogosławieństwo, życzenie pomyślności i wyraz nadziei na przyszłość.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Rząd Botswany nie może wycofać więcej środków niż pierwotny wkład wniesiony do PF, który zdeponowano na specjalnym – państwowym koncie inwestycyjnym w celu finansowania budżetu uchwalonego przez parlament Botswany. PF nie może być wykorzystany w żadnej operacji quasi-fiskalnej lub pozabudżetowej – np. w celu sfinansowania inwestycji lub zakupu towarów lub usług poza sformalizowanymi ramami budżetu państwa. Jeśli zajdzie taka potrzeba, w celu umożliwienia rządowi realizacji strategicznych celów w zakresie rozwoju państwa, PF może zostać</p>			

uszczuplony, gdy utworzone zostanie specjalne rządowe konto inwestycyjne. Uwarunkowane jest to potrzebami krajowych inwestycji produkcyjnych.		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
<p>Bank Botswany jest podmiotem odpowiedzialnym za działania w zakresie zarządzania państwowymi rezerwami walutowymi. PF składa się z dwóch subkont: rządowego rachunku inwestycyjnego i konta rezerw walutowych, należącego do Banku Botswany. Rada Banku Botswany tworzy ramy instytucjonalne i delegację wobec gubernatora Banku Botswany i departamentu rynków finansowych tej instytucji. Zarządzanie PF powierza się Bankowi Botswany w celu zapewnienia zgodności z regulacjami. Bank Botswany ocenia poziom bazowych rezerw walutowych (zainwestowanych w portfel płynności) w celu osiągnięcia zasadniczych celów polityki pieniężnej. Aktywa przewyższające poziom służący realizacji tych celów są inwestowane w długoterminowe aktywa (w porozumieniu z Ministerstwem Finansów i Rozwoju, MFDP). Rząd ma swego przedstawiciela w zarządzie Banku Botswany. Zarządzanie Funduszem Pula oparte jest na regularnej, wzajemnej weryfikacji i dialogu między Bankiem Botswany a MFDP (z uwagi na tożsamą strukturę własności długoterminowych aktywów zainwestowanych w PF). Rząd Botswany inwestuje bezpośrednio w PF, a jego aktywa są ujmowane w Rządowym Rachunku Inwestycyjnym, które reprezentuje własność. Uregulowania prawne dotyczące tych działań są szczegółowo opisane w ustawie. Choć ustawa o Banku Botswany nie precyzuje bezpośrednio celu PF, domniemywa się, że głównym celem Funduszu jest inwestowanie przychodów z nieodnawialnych zasobów (minerałów) na rzecz przyszłych pokoleń.</p>		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
<p>PF inwestuje wyłącznie w aktywa denominowane w walutach obcych. Inwestycje portfelowe obejmują zarówno papiery udziałowe, jak instrumenty o stałym dochodzie, w krajach uprzemysłowionych oraz rozwiniętych. Zasadniczą przesłanką dokonywanych inwestycji jest utrzymanie siły nabywczej zgromadzonych rezerw walutowych i maksymalizacja stóp zwrotu przy możliwym do zaakceptowania ryzyku. Od 2016 r. dla PF przyjęto alokację aktywów w postaci 65% globalnych papierów wartościowych o stałym dochodzie i 35% globalnych papierów wartościowych o charakterze udziałowym. Aktywa zarządzane są zarówno wewnątrz, jak i w ramach delegacji zewnętrznym menedżerem. W obu tych segmentach sformułowano szczegółowe wytyczne i precyzyjne punkty odniesienia do pomiaru i interpretacji wyników inwestycyjnych. Globalny bank-depozytariusz świadczy usługi powiernicze i monitoruje wyniki funduszy wewnętrznie i zewnętrznie zarządzanych. Specjalny konsultant portfela zewnętrznego wspiera również proces alokacji aktywów, funkcje zarządzania portfelowego i monitorowanie zgodności z polityką inwestycyjną. Zarząd otrzymuje raport z zarządzania rezerwami, zawierający m.in. dane dotyczące osiągniętych przez PF wyników. Funkcję głównego depozytariusza PF pełni Northern Trust. Strategię inwestycyjną PF uznać można za konserwatywną. PF unika inwestycji na rynkach wschodzących, w <i>private equity</i> i innych alternatywnych kategorii aktywów.</p>		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)		
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe
31.12.2015	53,82	46,18
31.12.2014	56,51	43,49
31.12.2013	56,60	43,40
31.12.2012	62,83	37,17
31.12.2011	78,35	21,65
31.12.2010	76,95	23,05
31.12.2009	78,08	21,92
31.12.2008	83,92	16,08
31.12.2007	71,93	28,07
31.12.2006	71,44	28,56
31.12.2005	67,78	32,22

31.12.2004	57,80	42,20
31.12.2003	56,57	43,43
31.12.2002	67,36	32,64
31.12.2001	60,23	39,77
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
bd.		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 47. Heritage and Stabilization Fund (HSF) – Republika Trynidadu i Tobago (Trynidad i Tobago)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2000	Liczba ludności (za 2015 r., mln) ^f	1,22
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	5,50	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	72,9
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	8	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	35
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu / PKB (2016 r., %) ^f	–9,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–1,16
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	4,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	9,39

Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	ju.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	0,18
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,59	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Heritage and Stabilization Fund (HSF) został utworzony w marcu 2007 r., jego poprzednik funkcjonował jako Interim Revenue Stabilization Fund (IRSF) i został założony w 2000 r. Środki IRSF zostały wniesione do HSF.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Fundusz jest zasilany wpływami z eksportu ropy naftowej i służy stabilizowaniu niedoborów budżetowych. HSF jest wyodrębniony z ogólnych rezerw walutowych Trynidadu i Tobago. Jego celem jest generowanie oszczędności i dochodów z inwestycji dla przyszłych pokoleń (solidaryzm międzypokoleniowy).			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Funduszem kieruje prezes i pięciu członków zarządu. W skład zarządu wchodzi również przewodniczący Banku Centralnego i Ministerstwa Finansów. Zarząd decyduje o celach inwestycyjnych i zatwierdza, w jaki sposób środki mają być inwestowane przez bank centralny. Rada składa ministrowi finansów kwartalne i roczne sprawozdania finansowe dotyczące funkcjonowania HSF. Za zarządzanie tym PFM odpowiada Centralny Bank Trynidadu i Tobago. Minister finansów doradza prezydentowi w sprawie powołania zarządu i jest odpowiedzialny za zatwierdzanie wpłat i wypłat z funduszu na zasadach ustawowych. Parlament Trynidadu i Tobago uchwalił odnośne regulacje i nadal ma zwierzchni nadzór nad funduszem – sformalizowany w ramach przeglądu raportów rocznych i zaudytowanego sprawozdania finansowego, nie później niż cztery miesiące po zakończeniu roku obrotowego. Tego rodzaju raportowanie daje społeczeństwu Trynidadu i Tobago możliwość oceny wyników funduszu, a tym samym tworzy warunki przejrzystości i odpowiedzialności tego PFM oraz efektywnego zarządzania tym podmiotem.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Cele funduszu obejmują: – ograniczenie wpływu cen i utrzymywanie zdolności wydatków publicznych w okresach spadku dochodów budżetowych – niezależnie od tego czy spowodowanych spadkiem cen ropy naftowej, czy też gazu ziemnego; – tworzenie alternatywnego strumienia dochodów w celu wsparcia zdolności wydatków publicznych w wyniku spadku dochodów spowodowanego wyczerpywaniem się złóż ropy naftowej; – budowanie finansowego dziedzictwa dla przyszłych pokoleń Trynidadu i Tobago, dzięki akumulowanym oszczędnościom i dochodom z inwestycji.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)			
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	
30.06.2016	65,07	34,93	
01.03.2016	66,73	33,27	
31.12.2015	65,83	34,17	
30.09.2015	67,17	32,83	
30.06.2015	58,29	41,71	
01.03.2015	58,83	41,17	
31.12.2014	59,33	40,67	
30.09.2014	60,01	39,99	

30.06.2014	56,05	43,95
01.03.2014	56,50	43,50
31.12.2013	56,57	43,43
30.09.2013	58,79	41,21
30.06.2013	60,42	39,58
01.03.2013	61,30	38,70
31.12.2012	63,24	36,76
30.09.2012	63,99	36,01
30.06.2012	64,45	35,55
01.03.2012	62,54	37,46
31.12.2011	65,33	34,67
30.09.2011	69,37	30,63
30.06.2011	63,74	36,26
30.09.2010	71,53	28,47
30.06.2010	75,32	24,68
01.03.2010	74,67	25,33
31.12.2009	77,80	22,20
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
bd.		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 48. China-Africa Development Fund (CADFund, CAD) – Chińska Republika Ludowa (Chiny)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2007	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1 373,54
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	5,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	5	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	40
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	196,4
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	46,0
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3 010,0
Oryginalna nazwa (język chiński) ^a	中非发展基金	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	7 321,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,00	System rządów ⁱ	socjalistyczna republika ludowa
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	80,5
2. GENEZA I NAZWA			
<p>China-Africa Development Fund (CAD) został powołany 26.06.2007 r. przez China Development Bank (CDB), największy bank państwowy w Chinach, jako podmiot inwestycyjny działający w Afryce. CDB jest wyłącznym akcjonariuszem CAD. Mimo to CAD pretenduje do odrębnej działalności i komercyjnych przesłanek funkcjonowania. CDB został założony w marcu 1994 r. pod bezpośrednią jurysdykcją chińskiej Rady Państwa i jego zobowiązania są w pełni gwarantowane przez rząd centralny Chińskiej Republiki Ludowej. CDB jednym z największych emitentów obligacji w Chinach.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Finansowanie podzielono na trzy etapy, zakładając docelową sumę aktywów w wysokości 10 mld USD, przy czym pierwsza faza finansowana (5 mld USD) pochodzi ze strony CDB.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>CAD będzie mógł inwestować w akcje, obligacje zamienne i inne kategorie inwestycji quasi-kapitałowych w Afryce. Może też zainwestować w jednostki uczestnictwa i certyfikaty funduszy inwestycyjnych.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>CAD angażuje się w tworzenie korzystnego klimatu inwestycyjnego i szans chińskich inwestycji w Afryce, zapewnia wsparcie logistyczne, poszerza możliwości angażowania się chińskich przedsiębiorstw na tym kontynencie, zasila je kapitałowo.</p>			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ssweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 49. Fundo Soberano de Angola (FSDEA) – Republika Angoli (Angola)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^a	2012	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	20,17
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^a	4,60	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	56,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^a	8	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	18
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG, 2017 r.) ^b	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-6,8
Pochodzenie aktywów ^a	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-4,17
Strategia inwestycyjna ^a	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	4,3
Forma organizacyjna ^a	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	20,43
Oryginalna nazwa (język portugalski) ^a	Fundo Soberano de Angola	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,22	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA			
<p>Fundo Soberano de Angola (FSDEA) został założony 17.10.2012 r. z początkowym kapitałem 5 mld USD i jest PFM w całości należącym do Republiki Angoli. FSDEA został utworzony zgodnie z międzynarodowymi standardami zarządzania podmiotami inwestycyjnymi, stopniowo dywersyfikuje portfel inwestycyjny w wielu gałęziach przemysłu i klasach aktywów, zgodnie z polityką inwestycyjną i wytycznymi mocodawców. Poprzez inwestycje, które generują długoterminowe i społecznie użyteczne nadwyżki, FSDEA ma nadzieję odegrać zasadniczą rolę w promowaniu rozwoju społeczno-gospodarczego Angoli i generowaniu bogactwa obywateli. FSDEA został ustanowiony dekretem prezydenckim, zaś jego celem jest zachowanie i zwiększenie wartości głównych aktywów finansowych. Ramy instytucjonalne, w których działa FSDEA, zostały zapisane w dekrete prezydenckim nr 89/13, opublikowanym 13.06.2013 r.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Produkcja ropy naftowej w Angoli wzrasta, osiągając 1,72 mln baryłek dziennie w 2016 r. Ale chociaż prognozy terminowe dotyczące wydobycia są pozytywne, to w dłuższej perspektywie produkcja ropy spadnie, ponieważ istniejące pokłady, szczególnie w kotlinie Kabindy, stopniowo wyczerpują się. Będzie to miało skutki dla finansów publicznych; węglowodory dominują w gospodarce Angoli, odpowiadając za ponad 60% PKB, 97% eksportu i około 80% dochodów budżetowych. Efektywne zarządzanie FSDEA ma zapewnić Angoli długoterminową stabilność makroekonomiczną i istotny dochód w przyszłości, przeciwdziałając zarazem oczekiwanemu zmniejszeniu wpływów z pozyskiwania ropy naftowej. Aktywa Funduszu Naftowego na rzecz Infrastruktury (Fundo Petrolifero de Angola) zostały przetransferowane na subkonto jednolitego rachunku w Banco Nacional de Angola (bank centralny Angoli). Aktywa te zostały przeznaczone na inwestycje krajowe. Początkowo 5 mld USD zostało przeniesione z konta Funduszu Naftowego do Funduszu Infrastrukturalnego w Banco Nacional de Angola na FSDEA. W drugiej połowie 2013 r. nastąpiło stopniowe przesunięcie środków z Funduszu Naftowego na rzecz FSDEA.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>FSDEA zarządza samodzielny komitet wykonawczy. Struktura organizacyjna FSDEA zapewnia mechanizmy kontroli – m.in. powołano niezależnych audytorów. To podejście ma zagwarantować przestrzeganie uregulowań ustawowych i wykonawczych, mających zastosowanie do działalności tego PFM. Rada dyrektorów określa strategię inwestycyjną i nadzoruje bieżące funkcjonowanie FSDEA. Interesy rządu Angoli, jedyne akcjonariusza, reprezentuje ministerialny komitet doradczy (składający się z ministrów finansów, planowania i rozwoju terytorialnego oraz gospodarki i gubernatora Narodowego Banku Angoli), który analizuje strategię inwestycyjną i formułuje opinie dla prezydenta Angoli.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Zgodnie z polityką inwestycyjną przyjętą przez suverena, FSDEA lokuje więcej niż jedną trzecią portfela inwestycyjnego w papierach wartościowych takich, jak: instrumenty rynku nieruchomości, obligacje skarbowe, obligacje wysokiego dochodu, akcje notowane na giełdzie, instrumenty pochodne, strategie funduszy hedgingowych i walutowe, starając się nie umniejszyć wyjściowej sumy środków. Pozostałe dwie trzecie portfela inwestycyjnego przeznaczone jest na działalność <i>private equity</i> na rynkach wschodzących i podobnych w celu tworzenia wysokiej długoterminowej stopy zwrotu. Obecnie portfel inwestycyjny FSDEA jest szeroko zdywersyfikowany pod względem klas aktywów, branż i położenia geograficznego celów inwestycji. W strategii akcentowane jest, że aktywność FSDEA w projektach <i>private equity</i> w infrastrukturze, rolnictwie, leśnictwie, górnictwie i służbie zdrowia w Afryce Subsaharyjskiej stanowi wsparcie rozwoju społeczno-gospodarczego tego regionu.</p>			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)			
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity
31.12.2014	62	5	33
31.12.2013	100	0	0

Alokacja geograficzna (metodyka PFM, w %)	
Region geograficzny	Alokacja za 2014
Europa	30
USA	30
Angola	40
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ	
bd.	
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM	
średnie	

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynarodowego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 50. North Dakota's Legacy Fund (NDLF) – Stany Zjednoczone Ameryki (stan Dakota Północna)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,76*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	4,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	79,5*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	8	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6

Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	juw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,04	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	44,8

2. GENEZA I NAZWA

Decyzja o utworzeniu **North Dakota's Legacy Fund (NDLF)** znalazła się w poprawce konstytucyjnej. NDLF ma zostać wyposażony we wpływy na poziomie 30% podatków z eksploatacji ropy naftowej i gazu ziemnego. Zostanie on następnie przeniesiony do specjalnego funduszu pod egidą Skarbu Stanu.

3. MODEL FINANSOWANIA

NDLF jest zasilany z dochodów z tytułu podatków od ropy naftowej. Zyski i nadwyżki finansowe NDLF nie mogły być wydatkowane do 30.06.2017 r., zaś uszczuplenie wyjściowej sumy aktywów po tej dacie wymaga głosów co najmniej dwóch trzecich członków Zgromadzenia Ustawodawczego. W okresie dwuletnim zgoda może zostać wydana w odniesieniu do maksimum 15% kapitału zakładowego funduszu.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Podstawowy kapitał NDLF inwestowany jest przez Urząd Emerytalny i Inwestycyjny (ang. Retirement and Investment Office, RIO) pod kierownictwem Państwowej Rady Inwestycyjnej (ang. State Investment Board, SIB). Zgodnie z rozporządzeniem NDCC 21-10-02.1, NDLF zarządzany jest przez Radę Doradczą ds. Legislacji i Stabilizacji Budżetu. Zarząd NDLF jest odpowiedzialny za ustalanie zasad dotyczących celów inwestycyjnych i alokacji aktywów funduszu.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

NDLF inwestuje konserwatywnie. Odwołuje się on do zewnętrznych menedżerów funduszy w celu zarządzania aktywami. Niektóre aktywa są zarządzane w postaci lokat w certyfikaty depozytowe (CD) Banku Północnej Dakoty. NDLF rozpoczął działalność na podstawie 100% alokacji w instrumenty krótkoterminowe. W kwietniu 2013 r. zatwierdzono nowy plan alokacji aktywów strategicznych. Do sierpnia 2013 r. główny strateg inwestycyjny tego funduszu rozpoczął 18-miesięczny plan przejścia na nową politykę alokacji aktywów. Zamierzeniem organów założycielskich NDLF było osiągnięcie aktywów w wysokości 6 mld USD w 2017 r. Począwszy od 2013 r. tolerancja wobec ryzyka w kontekście realizacji misji tego PFM pozostaje bardzo niska. Brak jest angażowania się w klasy aktywów, których charakter mógłby zagrozić zdolności NDLF do utrzymania wartości głównej aktywów w czasie. Zarząd NDLF uznaje, że zmiana strategii inwestycyjnych wymaga ewolucji wraz ze zmianą warunków gospodarczych. Cele inwestycyjne zarządu z 2013 r. zostały wyrażone w formie projekcji stóp zwrotu i oczekiwań co do ryzyka w odniesieniu do benchmarków. Benchmarki tego PFM oparte są na średnich ważonych dla poszczególnych klas aktywów. Stopa zwrotu, pomniejszona o opłaty i wypłaty, powinna odpowiadać co najmniej stawianym celom w minimalnym okresie oceny wynoszącym pięć lat. Ryzyko inwestycyjne, mierzone jest odchyleniem standardowym zysków netto, nie powinno przekraczać 115% wskaźnika porównawczego w minimalnym okresie oceny (pięcioletnim). Skorygowane o ryzyko działania funduszu, pomniejszone o opłaty i wydatki, powinny co najmniej odpowiadać skuteczności kryterium polityki w minimalnym okresie oceny wynoszącym pięć lat.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)

Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Nieruchomości	Infrastruktura
01.03.2017	40,82	50,88	5,85	2,44
31.12.2016	40,71	50,87	6,00	2,42

30.09.2016	41,93	49,79	6,06	2,22
30.06.2016	42,94	48,31	6,42	2,33
01.03.2016	41,99	49,81	5,64	2,56
31.12.2015	42,46	49,13	5,59	2,82
30.09.2015	44,41	47,30	5,56	2,73
30.06.2015	42,69	49,63	5,26	2,42
01.03.2015	42,11	50,46	4,98	2,45
31.01.2015	45,00	50,00	5,00	0,00
31.12.2014	47,30	47,71	4,99	0,00
30.11.2014	49,12	45,86	5,02	0,00
31.10.2014	51,03	43,97	5,00	0,00
30.09.2014	52,95	42,05	5,00	0,00
30.08.2014	54,82	40,18	5,00	0,00
31.07.2014	56,32	38,68	5,00	0,00
30.06.2014	57,50	37,50	5,00	0,00
31.05.2014	58,39	36,62	4,99	0,00
30.04.2014	58,76	35,95	5,29	0,00
01.03.2014	66,27	30,34	3,39	0,00
28.02.2014	69,52	27,13	3,35	0,00
31.01.2014	73,45	23,02	3,53	0,00
31.12.2013	83,33	16,06	0,61	0,00
30.11.2013	82,84	16,52	0,64	0,00
31.10.2013	82,35	16,99	0,66	0,00
30.09.2013	89,40	9,90	0,70	0,00
30.08.2013	89,28	9,99	0,73	0,00
31.07.2013	100,00	0,00	0,00	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
bd.				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sw.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto

(uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 51. Colombia Savings and Stabilization Fund (FAE) – Republika Kolumbii (Kolumbia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	47,22*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	3,50	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,7*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	37
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–3,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i kopaliny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	12,54
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	21,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	46,7
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fideicomiso Fondo de Ahorro y Estabilización	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	85,96
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,07	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Fundusz Oszczędności i Stabilizacji Kolumbii, znany również jako Fideicomiso Fondo de Ahorro y Estabilización (Fideicomiso lub FAE), jest jedynym kolumbijskim PFM. FAE powstał w 2011 r. na podstawie ustawy legislacyjnej nr 05 z lipca 2011 r. (Acto Legislativo 05 de 2011) związanej z Ogólnym Systemem Opłat Licencyjnych (ang. General Royalty System, GRS). Celem GRS jest podział wpływów uzyskiwanych dzięki wykorzystaniu nieodnawialnych zasobów naturalnych Kolumbii, w tym ropy naftowej i węgla, do finansowania projektów społecznych, gospodarczych i ekologicznych; gromadzenie oszczędności na zobowiązania emerytalne; inwestycje w edukację, naukę, technologię i innowacje; tworzenie oszczędności dla kapitału międzypokoleniowego; a także zwiększenie ogólnej konkurencyjności gospodarki w celu poprawy warunków bytowych mieszkańców Kolumbii. Wszystkie fundusze GRS należą do kolumbijskich departamentów, gmin i okręgów, zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem kolumbijskim (nazywane są beneficjentami).			

3. MODEL FINANSOWANIA
Aż 30% rocznych opłat licencyjnych z ropy naftowej i górnictwa w Kolumbii trafia do różnego rodzaju funduszy stabilizacyjnych i oszczędnościowych. Zgodnie z ustawą legislacyjną nr 05 z lipca 2011 r. podział opłat licencyjnych na te cele jest wyrażony procentowo. Do 30% przewidywanych opłat licencyjnych FAE może zostać wypłacone beneficjentom w roku podatkowym, w którym dochody z tytułu opłat licencyjnych są istotnie niższe od dochodów z tytułu budżetu, przy czym maksymalna roczna wypłata wynosi 10% salda funduszu na ostatni dzień poprzedniego roku.
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
Bank Centralny Kolumbii pełni rolę administratora FAE. FAE jako główny organ zarządczy posiada komitet inwestycyjny. Członkowie komitetu to: minister finansów i kredytów, minister górnictwa i energetyki oraz dyrektor generalny krajowego departamentu planowania. Gubernator Banco de la República i audytor Fideicmisio FAE uczestniczą w posiedzeniach komitetu inwestycyjnego, ale bez prawa głosu. Banco de la República przedkłada co miesiąc Generalnej Dyrekcji ds. Kredytu Publicznego i Skarbu Państwa informacje Ministerstwa Finansów i Kredytów Publicznych o wartości FAE denominowanej w dolarze amerykańskim. Umowa na administrację FAE zostanie zawarta w imieniu Kolumbii przez prawnego przedstawiciela FAE, tj. Banco de la República oraz ministra finansów i kredytów Kolumbii.
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
FAE korzysta z zewnętrznych menedżerów funduszy.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 52. Alabama Trust Fund (ATF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Alabama

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1985	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	4,86*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	2,70	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,4*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^{2b}	9	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz powierniczy	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,02	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8
2. GENEZA I NAZWA			
<p>W 1978 r., w niewielkiej odległości od Mobile Bay, odkryto złoża gazu ziemnego. W 1982 r. mieszkańcy Alabamy zdecydowali o powołaniu Alabama Heritage Trust Fund (AHTF). Fundusz został sfinansowany z eksploatacji przybrzeżnych złóż gazu ziemnego. W 1985 r. w referendum zdecydowano się utworzyć Alabama Trust Fund (ATF). Fundusz jest podmiotem inwestycyjnym obsługującym wpływy finansowe z tytułu dostaw ropy naftowej i gazu pozyskiwanych z działalności wiertniczej na wodach przybrzeżnych stanu Alabama. Początkowa suma aktywów ATF wynosiła 334 mln USD.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>ATF jest finansowany z opłat licencyjnych otrzymywanych każdego miesiąca od firm naftowych i gazowych. Około 65% tych opłat zasila co roku ATF. Płatności z tytułu opłat licencyjnych na wydobywanie gazu ziemnego zmniejszają się i oczekuje się ich ustania około 2032 r.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>Fundusz Powierniczy Alabama formalnie zarządzany jest przez skarb stanu Alabama. Aktywa ATF są zarządzane zewnętrznie przez menedżerów wyselekcjonowanych przez zarząd ATF. Rada ATF liczy dziewięciu członków: trzech z urzędu i sześciu członków mianowanych. Bieżąca działalność ATF kierowana jest przez zarząd.</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>ATF inwestuje w instrumenty o stałym dochodzie, akcje i nieruchomości przedsiębiorstw. Strategia i cele inwestycyjne ATF obejmują m.in.:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zapewnienie dodatnich rocznych stóp zwrotu, co umożliwi wzrost wartości aktywów; – konserwatyzm inwestycyjny w celu ochrony wartości kapitału i utrzymania odpowiedniej płynności lokat; – długoterminowy horyzont inwestycyjny. 			

W 2016 r. Fundusz rozważał wykorzystanie funduszy hedgingowych i <i>private equity</i> pod egidą Callan Associates.				
6. ALOKACJA AKTYWÓW				
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)				
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Nieruchomości	Suma
31.12.2016	34,30	57,70	8,00	100,00
31.12.2015	34,40	56,70	8,90	100,00
31.12.2014	36,60	59,50	3,90	100,00
31.12.2013	35,50	60,70	3,80	100,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ				
bd.				
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM				
bd.				

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 53. National Investment Corporation of National Bank of Kazakhstan (NICNBK) – Republika Kazachstanu (Kazachstan)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	18,36
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	2,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	70,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	29
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu / PKB (2016 r., %) ^f	-3,0

Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-8,16
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^f	25,9
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka akcyjna	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	30,1
Oryginalna nazwa (język kazachski) ^a	Қазақстан Ұлттық Банкінің Ұлттық инвестициялық корпорациясы	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	0,74
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,07	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

National Investment Corporation of National Bank of Kazakhstan (NICNBK) jest instytucją finansową specjalizującą się w zarządzaniu wydzieloną częścią rezerw walutowych Narodowego Banku Republiki Kazachstanu i Narodowego Funduszu Republiki Kazachstanu oraz innych aktywów określonych regulacjami Republiki Kazachstanu. NICNBK została utworzona 25.05.2012 r. z inicjatywy prezesa Narodowego Banku Kazachstanu i (na podstawie rozporządzenia prezydenta Republiki Kazachstanu) uchwałą zarządu powołana przez Narodowy Bank Republiki Kazachstanu w celu zastąpienia Narodowej Agencji Inwestycyjnej Narodowego Banku Kazachstanu. W październiku 2012 r. NICNBK oficjalnie zainaugurowała działalność.

3. MODEL FINANSOWANIA

iw.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Jedynym udziałowcem Narodowej Korporacji Inwestycyjnej jest Narodowy Bank Republiki Kazachstanu (NBRK). Większość środków pochodzi z NBRK.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Misją NICNBK jest przyczynianie się do dobrobytu przyszłych pokoleń poprzez ochronę i powiększenie rentowności rezerw walutowych Kazachstanu. NICNBK koncentruje się na inwestycjach „agresywnych” (o wysokim poziomie ryzyka) – m.in. na aktywach alternatywnych. Fundusz inwestuje także w instrumenty o stałym dochodzie, m.in. instrumenty rynku pieniężnego oraz obligacje. W ujęciu geograficznym inwestowanie w tradycyjne klasy aktywów ma dotyczyć gospodarek wysokorozwiniętych. NICNBK korzysta z zewnętrznych menedżerów. NICNBK inwestuje w klasyczne stadia *private equity* (*venture capital*, wykupy menedżerskie) i inwestycje typu *mezzanine*. Akceptuje współpracę z funduszami *private equity* legitymującymi się dziesięcioletnim doświadczeniem i 5 mld USD zarządzanych aktywów. Fundusz jest zainteresowany nieruchomościami, które mogą przynieść zyski kapitałowe lub aprecjację dochodów w postaci czynszów. NICNBK może inwestować w wiele kategorii inwestycji infrastrukturalnych. Segmenty tej kategorii obejmują: transport, komunikację, kanalizację, gospodarkę wodną, instalacje i systemy elektryczne. Preferowane regiony geograficzne obejmują: Amerykę Północną, Europę, region Azji i Pacyfiku oraz rynki wschodzące. NICNBK może zainwestować w liczne strategie hedgingowe, takie jak *global macro*, podyktowane okolicznościami, długie/krótkie akcje, kontrakty terminowe, aktywa o stałym dochodzie i wielu stylów. Nie angażuje się w aktywne zarządzanie w spółkach publicznych.

6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)			
Data	Środki pieniężne i instrumenty o stałym dochodzie	Aktywa niegieldowe	Pozostałe
31.12.2015	7,22	92,77	0,01
31.12.2014	99,91	0,08	0,01
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 54. Utah School & Institutional Trust Funds Office (SITFO) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – Stan Utah

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1896	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,05*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	2,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	80,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	mieszane (opłaty od gruntów i minerałów)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2

Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	ju.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,02	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8

2. GENEZA I NAZWA

Utah School & Institutional Trust Funds Office (SITFO) zarządza funduszami publicznymi stanu Utah. Utah stało się częścią USA w 1896 r. W tym czasie Kongres USA przyznał wieczyste użytkowanie około 6 mln hektarów ziemi na rzecz finansowania edukacji publicznej. Powstał więc Utah School & Institutional Trust Funds Office, aby zoptymalizować zarządzanie tym majątkiem. W ramach inicjatywy legislacyjnej stanu, gubernator Utah podpisał tzw. protokół HB 168, tworząc SITFO.

3. MODEL FINANSOWANIA

Zasilanie SITFO regulowane jest w ramach ustawy o rozwoju stanu Utah przewidującej finansowanie szkół publicznych i innych instytucji z terenów przyznanych przez rząd federalny w 1896 r. Przychody ze sprzedaży gruntów są deponowane w różnych funduszach powierniczych.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Trusty mają podobną alokację aktywów, ponieważ cele dotyczące zwrotu i ryzyka są tożsame. Występują znaczne korzyści skali dla mniejszych trustów inwestowanych w ramach SITFO, który stanowi 95% połączonych aktywów. Oprócz SITFO istnieje 10 mniejszych instytucjonalnych funduszy powierniczych:

- Miners Hospital
- Institute for the Blind
- Reservoirs Fund
- Normal School
- University of Utah
- School of Mines
- Utah State University
- Utah State Hospital
- Deaf School Fund
- State Industrial School

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Celem SITFO jest inwestowanie dochodów funduszu w szkoły i instytucje publiczne, grunty w sposób, który wspiera politykę dystrybucji dochodów w horyzoncie bezterminowym, zapewniając równość międzypokoleniową między obecnymi i przyszłymi beneficjentami. Trusty zarządzane są na rzecz ich odpowiednich beneficjentów. SITFO nie koncentruje się na określonym poziomie oczekiwanego ryzyka. Zakłada jednak, że zmienność będzie mniejsza lub w przybliżeniu równa portfelowi obejmującemu szerokie indeksy akcji i obligacji, które odzwierciedlają strategiczną alokację aktywów. Ogólnie rzecz ujmując, zarządzanie ryzykiem inwestycyjnym ze strony SITFO ma na celu minimalizację zmienności, tak aby nie była większa, niż jest to konieczne do osiągnięcia długoterminowego celu inwestycyjnego. Długoterminowym celem inwestycyjnym SITFO jest pokonanie inflacji (ang. *consumer price index*, CPI) + 5%. Podstawowym celem oczekiwanej dochodowości jest utrzymanie siły nabywczej przy zapewnieniu obecnej kwoty dystrybucji środków (wynoszącej maksymalnie 4%). Stopa wzrostu portfela, która przekracza maksymalną kwotę dystrybucji równą 4% oraz inflację, jest celem pomocniczym i jest uwzględniona w benchmarku: CPI + 5%.

6. ALOKACJA AKTYWÓW					
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI, w %)					
Data	Akcje krajowe	Akcje międzynarodowe	Stały dochód	Nieruchomości	Środki pieniężne
01.03.2016	43,30	17,10	21,60	13,40	4,60
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
bd.					
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM					
niskie					

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 55. Idaho Endowment Fund Investment Board (EFIB) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Idaho

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1969	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	1,68
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	2,00	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	79,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	mieszane (opłaty od gruntów i minerałów)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-481,2

Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	juw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,02	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8

2. GENEZA I NAZWA

Idaho Endowment Fund Investment Board (EFIB) powołano w 1969 r. do zarządzania majątkiem stanu Idaho. Gdy Idaho dołączyło do USA, amerykański Kongres nadał stanowi dobra ziemskie w celu finansowania edukacji i innych potrzeb społecznych. EFIB, prócz rozporządzania tymi dobrami na terenie stanu Idaho, zarządza także aktywami finansowymi State Insurance Fund, Fundacją Uzdatniania Wody Bunker Hill z ramienia Departamentu Jakości Środowiska, dwoma funduszami na utrzymanie niektórych gruntów nabytych dla ochrony naturalnego habitatu w ramach działalności Departamentu Rybołówstwa i Łowiectwa USA, a także dla Departamentu Parków i Rekreacji, Ritter Island Endowment Fund oraz Trail of the Coeur d'Alenes Endowment Fund. Prowadzi również program poprawy jakości kredytowej (ang. *credit enhancement*) obligacji emitowanych przez szkoły publiczne. Zarządzanie wszystkimi tymi aktywami, z wyjątkiem gestii nad Funduszem Ubezpieczeń Zewnętrznych, podlega zapisom ustawy o Idaho (par. 5, ust. 68).

3. MODEL FINANSOWANIA

Kiedy utworzono EFIB, aktywa w funduszach subwencyjnych przeznaczone na finansowanie gruntów wynosiły około 77 mln USD.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

EFIB początkowo zatrudniał czterech menedżerów inwestycji dla zarządzania 40 mln USD wartości środków trwałych. Pozostałym saldem zarządzał Departament Finansów. W lipcu 1971 r. EFIB zatrudnił profesjonalnego menedżera operacyjnego i utworzył dwie komórki inwestycyjne. Departament Ziemi zarządza zasobami nieruchomościowymi, a Zarząd Inwestycyjny Funduszu Wywoławczego – funduszem dochodowym. Rada Inwestycyjna składa się z dziewięciu członków mianowanych przez gubernatora stanu i podlegających zatwierdzeniu przez Senat na okres czterech lat. Członkami Zarządu Inwestycyjnego są: mieszkaniec stanu posiadający co najmniej dziesięć lat doświadczenia w dziedzinie administracji publicznej, jeden z członków senatu Idaho, jeden z członków Izby Reprezentantów w Idaho oraz sześciu członków ogółu obywateli stanu, którzy mają wiedzę i doświadczenie w sprawach finansowych oraz zarządzania nieruchomościami inwestycyjnymi. Dyrektor inwestycji jest odpowiedzialny za kierowanie i monitorowanie zarządzania aktywami inwestycyjnymi. W związku z tym jest upoważniony do delegowania pewnych obowiązków ekspertom z różnych dziedzin.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Misją EFIB jest zapewnienie standardów zarządzania inwestycjami na rzecz wszystkich interesariuszy – przy założeniu zgodności z regulacjami statutowymi i ustawowymi.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, %)

Kategoria lokat	30.06.2011	30.06.2012	30.06.2013	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016
Akcje krajowe	46,50	47,70	48,60	47,10	46,30	45,60
Akcje międzynarodowe	16,30	13,50	14,10	15,40	14,60	14,20
Akcje globalne	9,50	9,20	9,10	9,40	8,50	8,40
Krajowe instrumenty o stałym dochodzie	27,40	28,70	27,40	27,00	29,30	29,00

Nieruchomości	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00
Instrumenty pochodne o charakterze udziałowym	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30
Środki pieniężne	0,30	0,90	0,80	1,10	1,30	0,50
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ						
bd.						
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM						
bd.						

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 56. Bayelsa Development and Investment Corporation (BDIC) – Federalna Republika Nigerii (Nigeria)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1,70*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,50	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	53,4
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	28
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt budżetu (-) / PKB (2016 r., %) ^f	-2,4
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	2,62
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	rozwoju strategicznego	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	13,1
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	23,47

Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	kw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	53,07
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,06	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Bayelsa jest stanem położonym w południowo-środkowym rejonie Nigerii, między Delta State a Rivers State, i ma rozwinięty przemysł naftowy. Stan Bayelsa powstał 1.10.1996 r. ze stanu Rivers. Nazwa Bayelsa to złożenie nazw trzech byłych prowincji samorządu terytorialnego: Brass, Yenagoo i Sagbama. Stan ten posiada jedno z największych złóż ropy naftowej i gazu ziemnego w Nigerii. Strategiczny program pod egidą „Bayelsa Development and Investment Corporation” (BDIC) przyjęto w sierpniu 2012 r.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Organy BDIC złożone są z rady powierniczej i rady doradczej. Formalnie PFM pozostaje w gestii rządu stanu Bayelsa przy stałych funkcjach właścicielskich ze strony Bayelsa State Ministry of Finance. BDIC posiada zarząd, zatrudniany na podstawie kryteriów doświadczenia i kadencyjności, uzależnionej od wymiaru sprawowanej funkcji (pełny etat lub jego część).			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Głównym celem strategicznego rozwoju funduszu majątkowego BDIC jest ochrona i rozwój bogactwa narodowego Bayelsa przez dywersyfikację inwestycyjną. Część inwestycji ma służyć jako katalizator rozwoju społeczno-gospodarczego stanu. BDIC wykazywał początkową sumę aktywów wynoszącą 300 mld NGN (1,5 mld USD). Fundusz koncentruje się na wypełnianiu swego mandatu, który sprowadza się do strategicznego pomnażania majątku narodowego. Podobnie jak wiele subsaharyjskich PFM, BDIC ma za zadanie stworzyć możliwości wspólnych inwestycji (ang. co-investment). Jest również odpowiedzialny za zarządzanie aktywami państwowymi, inwestowanie w komercyjne, rolnicze i przemysłowe projekty kapitałowe. BDIC ma kilka przedstawicielstw za granicą, których celem jest akwizycja projektów inwestycyjnych, m.in. w Atlancie (USA), Londynie (Wielka Brytania) i Johannesburgu (RPA).			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/>

indicator/CM.MKT.LCAP.CD (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Umii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 57. Nigeria Sovereign Investment Authority (NSIA) – Republika Federalna Nigerii (Nigeria)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	181,05
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,4	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	53,4
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	28
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,4
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	2,62
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	fundusz funduszy	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	13,1
Forma organizacyjna ^{a,b}	organ nadzorczy nad funduszami	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	23,47
Oryginalny język (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	53,07
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,06	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Pierwotny, nigeryjski Excess Crude Account (ECA) został zastąpiony trzema odrębnymi PFM. Podmioty mają zarządzać nadwyżkami nigeryjskich rezerw walutowych pochodzącymi z eksportu ropy naftowej. Środki finansowe wcześniej alokowane w ramach ECA (powołanego w 2004 r.) służyć miały szeroko pojętej stabilizacji budżetowej. Uzasadnieniem dla tego rozwiązania była chęć obniżenia wahań sald budżetowych, redukcja deficytu, będącego efektem zmienności cen ropy naftowej, a także finansowanie krajowych inwestycji infrastrukturalnych. ECA podlegał doraźnym presjom na wypłaty. Pod koniec 2011 r., po tym jak rząd nigeryjski wszczął procykliczną, ekspansywną politykę fiskalną z tego źródła, saldo ECA spadło niemal do zera. 11.05.2011 r. nigeryjski Senat zatwierdził ustawę o nadzorze nad NSIA, która ma na celu powołanie PFM w celu zarządzania nadwyżkami zysków z krajowej sprzedaży ropy naftowej. 27.05.2011 r. prezydent G. Jonathan podpisał ustawę o nadzorze, finalizując tym samym powołanie NSIA. Fundusz rozpoczął działalność w październiku 2012 r. NSIA jest instytucją ustanowioną na szczeblu federalnym. Powstała ona w celu zarządzania wpływami budżetowymi przekraczającymi bieżące potrzeby wydatkowe, zaś długofalowym celem jest zapewnienie mechanizmu finansowego na czas wyczerpania zasobów naturalnych Nigerii.</p>			

3. MODEL FINANSOWANIA					
jw.					
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA					
<p>NSIA podlega zarządowi. Ponadto rada prezesów NSIA sprawuje ogólne funkcje doradcze i dba o niezależność samego zarządu. Rada prezesów odbywa coroczne spotkanie po publikacji rocznego raportu NSIA. Zarząd jest odpowiedzialny za nadzorowanie i zatwierdzanie opracowania planu strategicznego w celu osiągnięcia długoterminowych celów NSIA. Zarząd składa się z dziewięciu członków, monitoruje i nadzoruje wyniki finansowe NSIA poprzez:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. przegląd wyników inwestycyjnych każdego z subfunduszy; 2. przegląd i zatwierdzenie budżetów operacyjnych i kapitałowych NSIA oraz inwestycji, a także przegląd i zatwierdzenie kwartalnych i rocznych sprawozdań finansowych; 3. identyfikację podstawowych czynników ryzyka inwestycyjnego oraz zapewnienia, że struktury operacyjne są w stanie sprostać tym czynnikom; 4. monitorowanie wyników NSIA w odniesieniu do uzgodnionych celów oraz zatwierdzanie i ratyfikację polityki NSIA. 					
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE					
<p>Strategia NSIA</p> <p>NSIA rozpoczęła działalność w październiku 2012 r., pierwotnie przydzielono jej kwotę 1 mld USD w ramach kapitału założycielskiego. Zgodnie z ustawą o NSIA, inwestycje tego PFM są realizowane za pośrednictwem trzech odrębnych funduszy:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Future Generations Fund (FGF), którego zadaniem jest zachowanie i zwiększenie wartości przekazanych mu aktywów – dzięki inwestycjom w zdywersyfikowany portfel lokat, aby zapewnić przyszłym pokoleniom Nigeryjczyków oszczędności na okres, w którym rezerwy węglowodorów zostaną wyczerpane. – The Nigeria Infrastructure Fund (NIF) zamierza zainwestować w rodzime projekty infrastrukturalne, które sprostają wymaganiom stopom zwrotu i przyczynią się do rozwoju niezbędnej infrastruktury w celu pobudzenia wzrostu i dywersyfikacji gospodarki nigeryjskiej, przyciągnięcia inwestycji zagranicznych i tworzenia miejsc pracy. Potencjalne obszary inwestycji obejmują m.in. opiekę zdrowotną, transport, energetykę, gospodarkę wodną i rolnictwo. NSIA może zainwestować maksymalnie 10% funduszy w NIF, w ramach projektów dotyczących infrastruktury społecznej wspierającej rozwój gospodarczy w słabiej rozwiniętych branżach lub regionach Nigerii. – The Stabilisation Fund (SF) ma służyć jako zabezpieczenie przed krótkoterminową niestabilnością makroekonomiczną. Aktywa SF mają być więc inwestowane zachowawczo, zapewniając równowagę między generowaniem niewielkiego zysku a utrzymaniem kapitału w ujęciu nominalnym. Biorąc pod uwagę nieprzewidywalny i krótkoterminowy charakter potencjalnych zobowiązań Funduszu, wymagana jest również płynność natychmiastowa. Wycofanie środków z SF odbywa się za zgodą ministra finansów, po spełnieniu kryteriów określonych w ustawie o NSIA. 					
6. ALOKACJA AKTYWÓW					
Alokacja między subfunduszami (metodyka PFM, w %)					
Data	Future Generations Fund	Nigerian Infrastructure Fund	Stabilisation Fund		
31.12.2015	40	40	20		
31.12.2014	40	40	20		
31.12.2013	40	40	20		
Alokacja rodzajowa (zbiorcza – metodyka SWFI, w %)					
Data	Stały dochód	Akcje giełdowe	Private equity	Infrastruktura	Inne alternatywne
31.12.2015	20,04	10,44	5,40	40,00	24,12
31.12.2014	22,00	10,00	10,00	40,00	18,00
31.12.2013	22,00	10,00	10,00	40,00	18,00

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 58. Louisiana Education Quality Trust Fund (LEQTF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Louisiana

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1986	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	4,68*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,7*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^d	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,01	System rządów ⁱ	republika prezydencka

Witryna internetowa ^a	nie	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	44,8				
2. GENEZA I NAZWA							
Louisiana Education Quality Trust Fund (LEQTF) rozpoczął działalność w 1986 r., gdy stan Luizjana otrzymał 541 mln USD ugody od rządu federalnego USA w sprawie podziału dochodów z ropy naftowej i gazu. Formalną podstawą powołania LEQTF było ustawodawstwo stanowe Luizjany, m.in. poprawka do stanowej konstytucji. Dochody z inwestycji uzyskane przez fundusz przeznaczane są wyłącznie na polepszenie jakości projektów edukacyjnych Luizjany.							
3. MODEL FINANSOWANIA							
LEQTF otrzymuje środki w ramach Federal Outer Continental Shelf Lands Act i gromadzi je w tzw. Stałym Funduszu (ang. <i>Permanent Fund</i>). Z Funduszu Stałego utworzono oddzielny Fundusz Wsparcia (ang. <i>Support Fund</i>) w celu akumulacji 75% dochodów z dochodów z lokat i dochód z tytułu praw autorskich oraz 25% zysków z wyników finansowych netto. Dochody z tytułu opłat licencyjnych za rok obrotowy 2011 wyniosły 21,7 mln USD (produkcja gazu ziemnego na zewnętrznym szelfie kontynentalnym w Zatoce Meksykańskiej), z zastrzeżeniem porozumienia z rządem federalnym USA. Ta część dochodów funduszu jest bezpośrednią funkcją cen gazu ziemnego i odzwierciedla zmienność czynników wytwórczych, przetwórczych i popytowych. Gdy wartość rynkowa Stałego Funduszu osiągnie wartość 2 mld USD, wszystkie dochody z lokat zostaną przyznane Funduszowi Wsparcia, a cykliczne dochody z tytułu opłat licencyjnych zostaną ponownie skierowane do Funduszu Generalnego Luizjany.							
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA							
Aktywa LEQTF są zarządzane przez skarbnika stanu Luizjany.							
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE							
Dochody z inwestycji uzyskane przez fundusz przeznaczane są wyłącznie na polepszenie jakości projektów edukacyjnych.							
6. ALOKACJA AKTYWÓW							
Alokacja rodzajowa (metodyka SWFI) – (w%)							
Kategoria lokat	30.06.2008	30.06.2009	30.06.2010	30.06.2011	30.06.2012	30.06.2013	30.06.2014
Stały dochód	74,00	74,00	79,30	76,10	75,70	66,90	63,30
Akcje giełdowe	26,00	26,00	20,50	23,70	23,80	32,60	36,10
Inwestycje alternatywne	0,00	0,00	0,20	0,20	0,50	0,50	0,60
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ							
bd.							
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM							
bd.							

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji

krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAPCD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 59. Fondo de Ahorro de Panamá (FAP) – Republika Panamy (Panama)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	3,71
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,20	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	78,6
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	38
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) /deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–1,3
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–2,94
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	41,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	3,88
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	12,54
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,31	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Według ustawy z 5.06.2012 r., Fondo de Ahorro de Panamá (FAP) ma być finansowany z wpływów z eksploatacji Kanału Panamskiego. FAP pełni rolę funduszu oszczędnościowego, jak i stabilizacyjnego.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Pierwsza runda finansowania FAP to 300 mln USD. Wcześniejsze fundusze pochodziły z podmiotu o nazwie Fondo Fiduciario para el Desarrollo (ang. Fiduciary Fund for Development, FFD). FAP zastąpił FFD 5.06.2012 r. Uzyskał większe dochody po tym, jak w połowie 2015 r. rozbudowa Kanału Panamskiego (której koszt szacowany na 5,25 mld USD) dobiegła końca.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
FAP kierowany jest przez zarząd, zaś jego głównym zadaniem jest określanie polityki inwestycyjnej aktywów pozostających w gestii funduszu. Od strony formalnej – organem nadrzędnym jest panamskie Ministerstwo Gospodarki i Finansów. FAP ma sześciu dyrektorów wykonawczych. Nowi członkowie są mianowani przez Departament Panamy i ratyfikowani przez Krajowe Zgromadzenie Narodowe na siedmioletnią kadencję.			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Celem FAP jest ustanowienie długoterminowych mechanizmów oszczędnościowych na rzecz przyszłych pokoleń Panamy poprzez wdrażanie konserwatywnych strategii inwestycyjnych mających na celu zapobieganie klęskom żywiołowym i spowolnieniom gospodarczym. Cele te sprowadzają się więc do mobilizowania długoterminowych oszczędności państwowych i stabilizacji w stanach klęsk naturalnych ogłoszonych przez Radę Ministrów.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM) – (w %)			
Data	31.12.2014	31.12.2016	01.03.2017
Aktywa płynne	5	5	0
Obligacje skarbowe	41	0	29
Obligacje ponadnarodowe/wielostronne	10	0	4
Obligacje skarbowe indeksowane inflacją	4	4	2
Obligacje przedsiębiorstw	13	0	12
Instrumenty hipoteczne/strukturyzowane	12	0	18
Akcje giełdowe	15	15	18
Globalne instrumenty o stałym dochodzie	0	76	0
Strategia aktywności właścicielskiej	0	0	17
Alokacja geograficzna (metodyka PFM) – (w %)			
Data	01.03.2017	31.12.2016	
Ameryka Łacińska	0,02	0,02	
Ameryka Północna	92,00	58,00	
Europa	4,00	24,00	
Afryka	0,02	0,02	
Azja	2,00	15,00	
Oceania	1,00	2,00	
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
niskie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/GM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/>

oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 60. Ras Al Khaimah Investment Authority (RAKIA) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) – Emirat Ras al-Chajma

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2005	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,30*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,20	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., w latach) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	3	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2014 r., %) ^f	-3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93
Oryginalna nazwa (język arabski) ^a		Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,0	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
W 2017 r. w związku ze zmianą strategii działania (odejście od działalności inwestycyjnej charakterystycznej dla PFM) i podjęciem funkcji zarządcy strefy wolnościowej i parku maszynowego, podmiot ten nie będzie zaliczał się do PFM.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
nd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
nd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
nd.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
nd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
nd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
nd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017),

^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign

Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017),^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-sweb.htm> (dostęp: 31.08.2017),^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelową – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksową – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii,^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota),^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017),^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017),^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017),⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008,^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyn instytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 61. Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) – Wielonarodowe Państwo Boliwii (Boliwia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	10,97
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	1,20	Oczekiwana dalsza długość życia (2015 r., lata) ^f	69,2
Ranking przejrzystości L-M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^f	33
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–6,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe (środki banku centralnego)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–1,88
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	12,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	10,08
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	12,3
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,11	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Dnia 9.04.2012 r. prezydent Boliwii E. Morales podpisał ustawę o utworzeniu Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO). Fundusz rozpoczął działalność z 1,2 mld USD aktywów. Od 2009 r. boliwijski bank centralny zaczął zarządzać swoimi rezerwami walutowymi w ramach			

długofalowej strategii. FINPRO powstał dzięki nadwyżce tych rezerw, finansowanej eksportem srebra. Jest jednak uważany za fundusz niesurowcowy, bowiem technicznie zasilany jest z banku centralnego. Ponadto nie jest bezpośrednio powiązany z podatkami surowcowymi lub stałym mechanizmem finansowania ze strony przemysłu energetycznego czy górnictwo.
3. MODEL FINANSOWANIA
jw.
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
Fundusz ma formę trustu inwestycyjnego o horyzoncie 30 lat, po czym może zostać odnowiony. Początkowo boliwijski bank centralny (hiszp. Banco Central de Bolivia, BCB) przyznał FINPRO kwotę 600 mln USD z rezerw walutowych na 30 lat. FINPRO jest administrowany technicznie przez Banco de Desarrollo Productivo (BDP).
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
FINPRO jest zasadniczo strategicznym funduszem majątkowym pełniącym rolę źródła finansowania dla lokalnych gałęzi przemysłu. Zasila przedsiębiorstwa państwowe, które mogą przynosić zyski dla budżetu. FINPRO angażuje się we wspólne przedsięwzięcia gospodarcze (ang. <i>joint ventures</i>) i obejmuje większościowe pakiety akcji. Branże cieszące się zainteresowaniem FINPRO to: tekstylia, hutnictwo, mleczarstwo, przemysł spożywczy i wybrane, inne zakłady przemysłowe. W latach 2012–2014 przeznaczono ok. 900 mln USD na rozwój projektów przemysłowych, pochodzących z 22 firm produkcyjnych. Niektóre oferty obejmują kapitał na rzecz Sociedad Boliviana de Cementos (producenta cementu w Boliwii) na kwotę 306 mln USD, co sfinansować ma budowę nowej fabryki. Kwotę 5,6 mln USD przydzielono San Buenaventura, firmie cukrowniczej. Płynne i krótkoterminowe środki pieniężne funduszu będą deponowane w BCB. W 2014 r. MFW zalecił FINPRO postępowanie zgodnie z dobrymi praktykami PFM. MFW zarekomendował boliwijskiemu Ministerstwu Finansów, aby zajął się administrowaniem FINPRO, tworząc silny model zarządzania i przejrzyste kryteria inwestycyjne.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
W 2014 r. FINPRO utrzymywał całość zaangażowania inwestycyjnego w akcjach i płynnych instrumentach o stałym dochodzie.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się

do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 62. Senegal Strategic Investment Fund (FONSIS) – Republika Senegal (Senegal)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^a	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	14,32
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^a	1,00	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	61,7
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^a	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	45
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG, 2017 r.) ^b	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-4,1
Pochodzenie aktywów ^a	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-1,06
Strategia inwestycyjna ^a	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,7
Forma organizacyjna ^a	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	2,17
Oryginalna nazwa (język francuski) ^a	Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER)	0,46	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^c	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques (FONSIS) jest strategicznym funduszem rozwoju Senegal. Prezydent Senegal powołał FONSIS w ramach programu rozwoju strategicznego „Yoonu Yokkuté”, co można przełożyć jako „Droga postępu”. Omawiany PFM został utworzony na mocy ustawy z grudnia 2012 r., asygnującej na jego rzecz sumę 500 mld franków CFA (1 mld USD). Kompletna kwota kapitału zostanie wpłacona w nadchodzących latach. FONSIS stara się tak wykorzystać aktywa publiczne, aby zmaksymalizować stopę zwrotu i skalę zarządzanych aktywów. Fundusz osiągnął gotowość operacyjną w październiku 2013 roku. Celem FONSIS jest przyciąganie inwestorów instytucjonalnych do Senegal, generowanie przychodów finansowych dla obecnych i przyszłych pokoleń oraz optymalizacja funkcjonowania majątku państwowego.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
FONSIS inwestuje wraz z krajowymi i zagranicznymi inwestorami instytucjonalnymi w wybrane kategorie aktywów.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Misją FONSIS jest promowanie roli państwa Senegal jako inwestora, partnera i wspomaganie rozwoju sektora prywatnego przez wspieranie bezpośrednich inwestycji stanowiących motor rozwoju gospodarczego i społecznego, pomnażanie bogactwa narodowego i tworzenie miejsc pracy dla Senegalczyków. W zglobalizowanym świecie, gdzie inwestorzy poszukują coraz			

to nowych rynków wschodzących i niszowych lokat o dużym potencjale wzrostu i rentowności, FONSIIS może skutecznie kooperować na tym polu wraz z inwestorami krajowymi i zagranicznymi. Aby zrealizować swoją misję, FONSIIS skupia swoje działania na:

- bezpośrednich lub pośrednich inwestycjach mających na celu przyspieszenie rozwoju rodzimej infrastruktury gospodarczej;
- rozwoju krajowych liderów w kluczowych branżach;
- wzrostu wartości wniesionego przez państwo majątku,
- przyspieszeniu rozwoju prywatnego kapitału.

PFM będzie starał się skutecznie zarządzać majątkiem państwowym, zwiększając poziom dokonywanych inwestycji oraz wpłacać regularne dywidendy do budżetu. FONSIIS inwestuje w kapitał własny i jego hybrydy lub w projekty o wysokim potencjale wzrostu gospodarczego, tworzenia miejsc pracy i wzrostu zamożności społeczeństwa. Projekty te mogą mieć różnorodną skalę – od małych i średnich do dużych przedsięwzięć. FONSIIS musi przeznaczyć 20% swoich zasobów na *venture capital* finansujący małe i średnie przedsiębiorstwa:

FONSIIS inwestuje w sektorach strategicznych określonych w planie „Sénégal Émergent” (PSE):

- rolnictwo,
- rybołówstwo i przemysł rybny,
- infrastruktura,
- logistyka i przemysł,
- energetyka,
- budownictwo socjalne,
- przemysł wydobywczy,
- usługi w o obszarach: informatyka, edukacja, ochrona zdrowia, budowa parków biznesowych i turystyka.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

W 2014 r. inwestycje krajowe odpowiadały 100% alokacji aktywów tego PFM.

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

Projekty FONSIIS muszą zapewniać minimalną wewnętrzną stopę zwrotu netto równą 12%.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

średnie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 63. Development Fund for Iraq (DFI) – Republika Iraku (Irak)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2003	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	38,15
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,90	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	74,9
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	17
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-14,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-12,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	konserwatywna	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	10,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	44,15
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2011 r., mld USD) ^{f,h}	4,00
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,0	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Development Fund for Iraq (DFI) akumulował wpływy ze sprzedaży ropy naftowej i gazu, m.in. w ramach Oil for Food Program (OIF) i repatriowanych aktywów krajowych. Został utworzony w maju 2003 r. pod kierownictwem Coalition Provisional Authority (CPA) na mocy decyzji Rady Bezpieczeństwa ONZ nr 1483 r. Konto DFI założono w amerykańskim Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) na wniosek CPA. Irackie aktywa zagraniczne ogółem, w tym DFI, spadły o 21 mld USD w latach 2013–2014. W maju 2014 r. FRBNY przekazał do Centralnego Banku Iraku (ang. Central Bank of Iraq, CBI) wszystkie fundusze DFI. Wpływy walutowe z eksportu ropy naftowej są obecnie gromadzone bezpośrednio na rachunkach CBI za granicą, a równoważne kwoty wpłacane na konto rządowe w Bagdadzie.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>DFI składa się z rachunków bankowych prowadzonych w FRBNY i zarządzanych przez CBI w imieniu irackiego Ministerstwa Finansów. Utworzono dwa subkonta DFI, które mają być zarządzane przez agencje amerykańskie i monitorowane przez irackie Ministerstwo Finansów. Celem subkont było uproszczenie wypłat na kontrakty podpisane przez CPA. Druga umowa, dotycząca handlu uzbrojeniem, została zawarta 4.12.2006 r. na żądanie CBI, aby ułatwić wydatki na rzecz Ministerstwa Sprawiedliwości, Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Ministerstwa Obrony. Zarządzanie aktywami DFI przez agencje rządu USA wygasło 31.12.2006 r. Agencje te to JCC–I, PCO, IRMO, JASG oraz U.S. Army. Zgodnie z rezolucją Rady Bezpieczeństwa ONZ nr 1483 (2003), 95% wpływów z tytułu sprzedaży ropy naftowej, produktów naftowych i gazu ziemnego pochodzących z Iraku ma wpływać do DFI. Wszystkie państwa członkowskie ONZ są zobowiązane do zamrożenia i przekazania funduszy oraz innych aktywów finansowych byłego reżimu irackiego do DFI. Ponadto nadwyżki środków z OIF, ustanowione na mocy rezolucji RB ONZ nr 986 (1995), zostaną przekazane DFI.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>CBI jest podmiotem odpowiedzialnym za DFI. Do maja 2014 r. aktywa DFI były przechowywane na rachunku CBI. Obecnie aktywa DFI są utrzymywane na koncie w FRBNY w CBI.</p>			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
bd.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 64. Palestine Investment Fund (PIF) – Palestyńskie Władze Narodowe/Państwo Palestyny (Palestyna)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2003	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,79
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,90	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	72,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	bd.
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt budżetu (%) / PKB (2014 r., %) ^f	–13,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2014 r., mld USD) ^f	–2,15
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2014 r., %) ^f	7,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka publiczna	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	0,42

Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	فونڊ ص رامثتسل ينيطسل فل	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	3,39
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	1,90	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Palestine Investment Fund (PIF) został utworzony w 2003 r., aby wesprzeć rozwój gospodarczy Palestyny. Został wyposażony w aktywa wcześniej zarządzane przez Autonomię Palestyny.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
PIF działa w ramach trzech kierunków inwestycyjnych: – nieruchomości i turystyka, – energia i infrastruktura, – rolnictwo, technologia i rozwój społeczny.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
PIF jest PFM typu strategicznego o celach rozwojowych. Fundusz dokonuje zdywersyfikowanych inwestycji i angażuje się we wspólne inwestycje na szczeblu lokalnym, regionalnym i międzynarodowym, nabywa większościowe pakiety akcji przedsiębiorstw. PIF inwestuje głównie w regionie MENA (ang. <i>Middle East and North Africa</i>), zaś na rynek macierzysty (Palestynę) przypada 93% wartości inwestycji. Mają dotyczyć ekonomicznie uzasadnionych, odpowiedzialnych społecznie i perspektywicznych projektów.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
niskie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-secb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 65. Macroeconomic Stabilization Fund (FEM) – Boliwariańska Republika Wenezueli (Wenezuela)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1998	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	30,91
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,80	Oczekiwana dalsza długość życia (za 2016 r., lata) ^f	75,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (za 2016 r., 0–100) ^g	17
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-39,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-6,94
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	24,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	10,43
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	Fondo para la Estabilización Macroeconómica	Kapitalizacja giełdowa (2012 r., mld USD) ^{f,h}	25,3
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,08	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Macroeconomic Stabilization Fund (FEM) został powołany w 1998 r. w wyniku rekomendacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego. J. Giordani, ówczesny minister odpowiedzialny za planowanie na szczeblu centralnym, porównał strategię tego PFM do sposobu, w jaki „wiewiórki robią zapasy na przyszłość, gdy nie mogą znaleźć pożywienia”. Do grudnia 2001 r. Fundusz osiągnął sumę 7,1 mld USD aktywów. W 2003 r. wenezuelski rząd użył FEM jako źródła budżetowego, wycofując ponad 6 mld USD. Wypłacone środki walnie ograniczyły potencjał tego PFM do realizacji postawionych mu pierwotnie celów.</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Przychody z eksportu ropy powyżej jej ceny referencyjnej są transferowane do FEM, co stanowi mechanizm finansowania powiązany z koniunkturą na rynku tego surowca. Jeśli jednak ceny ropy spadną poniżej ceny referencyjnej, FEM przenosi wpływy do skarbu państwa, aby zastąpić tak powstałą lukę dochodową. Technicznie aktywa FEM są pozyskiwane głównie z przychodów z ropy naftowej Petroleos de Venezuela SA. Subwencje państwowe mogą być również uważane za źródło finansowania FEM.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>Zarząd Banku Centralnego Wenezueli (hiszp. Banco Central de Venezuela, BCV) zarządza FEM i monitoruje wypełnianie przez niego strategii, zatwierdza roczne budżety operacyjne, sprawozdania finansowe, formułuje regulacje wewnętrzne, a także określa zasady i gwarantuje funkcjonowanie tego PFM zgodnie z przyjętymi założeniami. Zatwierdzone roczne sprawozdania finansowe formalnie przekazywane są parlamentowi (wenezuelskiemu Kongresowi). Władza ustawodawcza ma jednak ograniczony udział w podejmowaniu decyzji dotyczących funduszu, nie sprawuje także prerogatyw nadzorczych wobec tego PFM.</p>			

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
FEM jest PFM o strategii stabilizacji makroekonomicznej.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swefb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategii inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategii portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategii indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategii mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 66. Revenue Equalization Reserve Fund (RERF) – Republika Kiribati (Kiribati)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1956	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,11
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,60	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	66,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	bd.
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2013 r., %) ^f	10,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	pierwotnie surowcowe (fosfaty), obecnie niesurowcowe (zezwoleń połowowe)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	0,01

Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	bd.
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz rezerwow	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	0,01
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	60,00	System rządów ^h	republika
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

Gospodarka Kiribati jest w dużym stopniu uzależniona od eksportu fosfatów, który stanowi 50% dochodów budżetowych państwa. Utworzony w 1956 r. Revenue Equalization Reserve Fund (RERF) jest finansowany przez dochody ze sprzedaży tego surowca i działa jako PFM typu stabilizacyjnego. Kiribati jest jednym z najodleglejszych (od czołowych centrów finansowych) i najbardziej rozproszonych (geograficznie) państw na świecie, ulokowanym na 33 wyspiarskich rafach koralowych, rozpostartych na około 3,5 miliona kilometrów kwadratowych oceanu, przy czym odległość między najdalszymi wyspami to 3700 km. Gospodarka Kiribati jest podatna na zewnętrzne szoki makroekonomiczne, ponieważ uzyskuje znaczną część swych dochodów z zagranicy w takich obszarach, jak licencje połowowe, pomoc rozwojowa, przekazy pieniężne pracownikom i wyspecjalizowana turystyka. Kiribati jest małym państwem – o liczbie mieszkańców około 100 000 i zróżnicowanej strukturze etnicznej. Ze względu na izolację i uwarunkowania geograficzne, szczególnie priorytetowe dla strategii rozwoju państwa są transport i komunikacja. RERF i Kiribati Provident Fund (KPF) to dwie główne państwowe spółki inwestycyjne. RERF jest wykorzystywany w celu finansowania deficytu budżetowego państwa. Po 2010 r. ten PFM otrzymywał dochody z opłat za licencje połowowe. Od 2011 r. dochody z licencji w sektorze rybołówstwa znacznie wzrosły, osiągając średnio ponad 30% wpływów budżetowych w latach 2011–2013. Wysokie wypłaty rządu obniżyły wartość aktywów tego PFM poniżej poziomu z 2000 r.

3. MODEL FINANSOWANIA

RERF utworzono w 1956 r. na mocy rozporządzenia ówczesnego rządu kolonialnego wysp Gilbert i Ellice (obecnie Tuvalu), z wyjściową kwotą 555 580 USD. Środki pochodziły z aktywów wojennych (155 580 USD) i tzw. dochodów ogólnych (400 000 USD). Dodatkowe wpływy do funduszu w latach 1973–1979 pochodziły z podatków dochodowych. Od czasu zakończenia operacji wydobywania fosfatów w 1979 r. środki RERF, w szczególności z tytułu zysków kapitałowych, były wykorzystywane do finansowania sukcesywnych projektów rządowych.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Rząd Kiribati to zarówno powiernik, jak i beneficjent RERF, ma on także wyłączną gestię w zakresie inwestycji, dystrybucji i wykorzystania zasobów RERF. Jest uważany za fundusz specjalny, ustanowiony na mocy ustawy o finansach publicznych, jego strategię nakreśla minister finansów i zatwierdza parlament. Komitet RERF, pod przewodnictwem ministra finansów i zarządzania publicznego, odpowiada za zarządzanie tym PFM. Budżet Kiribati i RERF są zintegrowane, a nadwyżki budżetowe zdeponowane w funduszu i wszelkie deficyty budżetowe są finansowane w drodze wypłat. Mimo że nie istnieją przepisy dotyczące limitów wycofywania środków, tamtejszy parlament w 1996 r. ustalił minimalną wartość RERF *per capita* na kwotę 4700 USD.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Aktywa tego PFM utrzymywane są w bardzo konserwatywnych i płynnych lokatach. RERF ma duży udział australijskich lokat w swoim portfelu. KPF posiada także znaczne środki z wkładów pracodawców, które są inwestowane. Jednym z głównych wyzwań stojących przed zarządem jest to, w jaki sposób kapitał RERF mógłby być zainwestowany lokalnie w celu zwiększenia korzyści dla społeczeństwa Kiribati.

6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w %)			
Data	Stały dochód	Rynek pieniężny	Akcje giełdowe
28.02.2017	46,65	6,26	47,09
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastynstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 67. State Capital Investment Corporation (SCIC) – Socjalistyczna Republika Wietnamu (Wietnam)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	95,26
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,50	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	73,4
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	4	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	33
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-4,6
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	9,43
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	portfelowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	28,4
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	34,66

Oryginalna nazwa (język wietnamski) ^a	Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	51,88
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,01	System rządów ⁱ	republika socjalistyczna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA I NAZWA

State Capital Investment Corporation (SCIC) została ustanowiona na mocy decyzji nr 151/2005 / QĐ-TTg z 20.06.2005 r. prezesa Rady Ministrów Wietnamu. Powołanie SCIC stanowiło element ogólnych reform gospodarczych i restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych (m.in. w celu poprawy efektywności wykorzystania środków publicznych). SCIC reprezentuje Skarb Państwa w spółkach portfelowych, dokonuje inwestycji w przemyśle i w kluczowych obszarach gospodarki, stanowi przejaw wiodącej roli państwa w gospodarce wietnamskiej (przy poszanowaniu zasad rynkowych). Oficjalnie utworzony w sierpniu 2006 r., SCIC zgromadził portfel inwestycyjny złożony z przedsiębiorstw działających w różnych branżach gospodarki takich, jak: usługi finansowe, energetyka, przemysł, telekomunikacja, budownictwo, transport, produkty konsumpcyjne, opieka zdrowotna, technologie informacyjne.

3. MODEL FINANSOWANIA

bd.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

SCIC zarządza rząd Wietnamu.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

SCIC ma strategię opartą na kilku zasadach. Pełni rolę akcjonariusza aktywnego (aspirującego do powiększania wartości dokonywanych inwestycji). Stara się pełnić funkcję inwestora strategicznego w projektach z ramienia wietnamskiego rządu. Wiąże się to m.in. z doradztwem w transakcjach fuzji i przejęć, a także aliansach strategicznych. SCIC chce zarazem promować najlepsze praktyki w zakresie ładu korporacyjnego. Większość aktywów SCIC zarządzany jest wewnątrz – bez udziału obcych podmiotów. SCIC wycinkowo wykorzystuje menedżerów zewnętrznych dla celów inwestycji w instrumenty o stałym dochodzie, obligacje skarbowe i niewielkiego zakresu alokacji w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych. SCIC angażuje się także w zbycie firm będących własnością rządu. Jest upoważniony do przejmowania udziałów państwowych i wykonywania prawa własności do tych spółek. Może również tworzyć bezpośrednie i pośrednie inwestycje w spółki i wspólne przedsięwzięcia (ang. joint ventures). W 2014 r. SCIC szczególną uwagę poświęcił celom inwestycyjnym z branży finansowej, infrastruktury transportowej i opieki zdrowotnej. W listopadzie 2014 r. SCIC podpisał list intencyjny z Mizuho Bank Ltd. w sprawie bilateralnej współpracy w zakresie wspierania za granicą ekspansji japońskich przedsiębiorstw. Fundusz dokonał także oferty obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez nieruchomościową spółkę wietnamską Development Investment Construction Corporation. W czerwcu 2014 r. SCIC brał udział w zbyciu licznych przedsiębiorstw, w tym: Thanh Hoa S.A., Quang Nam Books oraz School Instruments JSC, a także Trade and Investment JSC.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Alokacja rodzajowa (metodyka PFM, w%)

Kategoria spółek	Udział na 31.12.2014
Spółki o kluczowym znaczeniu	70
Spółki średnie	19
Pozostałe	11

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowi i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwo rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 68. Sovereign Fund of Brazil (FSB) – Federacyjna Republika Brazylii (Brazylia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	205,82
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,50	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	73,8
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	9	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	40
Przyjęcie Zasady z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) /deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	2,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-23,51
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	17,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	373,3
Oryginalna nazwa (język portugalski) ^a	Fundo Soberano do Brasil	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	490,5
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,00	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	76,4

2. GENEZA I NAZWA					
<p>Fundo Soberano do Brasil (FSB) został utworzony 24.12.2008 r. na mocy ustawy nr 11887/2008. FSB postawiono za cel realizację następujących, szczególnych celów:</p> <ul style="list-style-type: none"> – ograniczenie następstw cykli ekonomicznych, – poprawę dyscypliny oszczędności publicznych, – poparcie dla strategicznych projektów w skali międzynarodowej. <p>W dniu 30.12.2008 r. FSB przydzielono 14 243 999 592,36 EUR w ramach 10 201 373 krajowych obligacji Skarbu Państwa Brazylii. FSB zainwestowała w Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (ang. Fiscal Fund for Investment and Stabilization). FFIE, zgodnie z ustawą nr 11887/2008, jest funduszem inwestycyjnym zarejestrowanym w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd Brazylii (pt. Comissão de Valores Mobiliários, CVM), który spełnia rolę jedyne go inwestora FSB. Pod koniec 2012 r. FSB wykorzystano do pokrycia niedoboru budżetowego tego państwa. Wówczas 12,5 mld USD zostało przetransferowanych z FSB do brazylijskiego Skarbu Państwa. W czerwcu 2010 r. FFIE uczestniczył w publicznej ofercie akcji (pt. OPA) Banku Brazylii. W dniu 22.12.2015 r. sekretarz wykonawczy Rady Konsultacyjnej odkupił 855 mln BRL (reali brazylijskich) w FFIE, a środki zostały przeniesione na konto brazylijskiego Skarbu Państwa.</p>					
3. MODEL FINANSOWANIA					
bd.					
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA					
bd.					
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE					
<p>Większość środków jest inwestowanych w ramach FFIE. Cele funduszu odnoszą się do promocji inwestycji w Brazylii i brazylijskich za granicą, przyczyniając się do wzrostu ekonomicznego państwa, łagodząc skutki zmienności cykli koniunkturalnych. W styczniu 2010 r. Rząd Brazylii sformalizował zasady dotyczące operacji swego PFM. Ponadto Rząd Federalny otrzymał zgodę na sprzedaż brazylijskich obligacji skarbowych posiadanych w FSB w celu umożliwienia nowych typów inwestycji. We wrześniu 2014 r. minister finansów Brazylii G. Mantega wykorzystał te środki, aby sprostać celom fiskalnym państwa, co było związane z reakcją na obniżenie ratingu kredytowego. Wycofano wówczas z FSB około 1,45 mld USD. FSB zobligowany jest do inwestowania w instrumenty dłużne o ratingu inwestycyjnym od co najmniej dwóch agencji ratingowych. FSB może inwestować zarówno w akcje krajowe, jak i zagraniczne. Inwestycje zagraniczne muszą generować zwrot równy lub większy niż 6-miesięczna stopa oprocentowania międzybankowego w Londynie (LIBOR).</p>					
6. ALOKACJA AKTYWÓW					
Alokacja rodzajowa (metodyka PFM)					
Data	Portfel krajowy (%)	Portfel międzynarodowy (%)	Fiscal Fund for Investment and Stabilization (FFIE) (%)	Banco do Brasil (Portfel specjalny) (%)	Conta Unica (Portfel specjalny) (%)
31.12.2016	0,25	0,00	0,44	12,50	86,81
30.09.2016	0,26	0,00	0,36	10,65	88,73
31.12.2015	0,10	0,00	0,15	7,84	91,90
30.09.2015	4,20	0,00	0,15	8,33	87,32
31.12.2014	2,54	0,00	0,21	14,31	82,94
31.12.2013	1,48	0,00	0,21	16,19	82,13
30.09.2013	1,24	0,00	0,22	17,39	81,15
31.12.2012	0,00	0,00	0,14	18,57	81,29
31.12.2011	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00
31.12.2010	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00

31.12.2009	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00
31.12.2008	0,00	0,00	100,00	0,00	0,00
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
<p>Brazylijski Państwowy Fundusz Majątkowy ujawnia dane na temat swoich wyników inwestycyjnych w raportach <i>Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil</i>, które znamionują się fragmentaryzmem i publikowane są wyłącznie w języku portugalskim. Do elementów analizy portfelowej można zaliczyć dynamiczne odnoszenie się (w różnych przedziałach czasu) do wybranych, choć nie zawsze przejrzyste skonstruowanych benchmarków. Fundusz ten angażuje się także w kalkulację wyników inwestycyjnych ważonych okresami (ang. <i>time weighted returns</i>), co można uznać za świadectwo względnego zaawansowania metodycznego w ocenie efektywności zarządzania aktywami. W dokumencie <i>Política de Investimentos</i> sformułowane zostały kryteria pomiaru i prezentacji wyników tego funduszu, postulaty kalkulacji wskaźników: Sharpe'a i informacji, a także weryfikacji rezultatów na bazie danych historycznych (ang. <i>back testing</i>) oraz tzw. testów naprężeń (ang. <i>stress testing</i>).</p>					
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM					
bd.					

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-secb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 69. Sovereign Fund of the Gabonese Republic (FSRG) – Republika Gaboriska (Gabon)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	1998	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	1,74
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,40	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	52,1
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	35

Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-3,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-1,28
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	28,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	agencja	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	1,59
Oryginalna nazwa (język francuski) ^a	Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,25	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.

2. GENEZA I NAZWA

Przemysł paliwowy Gabonu odpowiada za ponad 50% PKB tego państwa i ponad 80% całości eksportu, jednakże perspektywy branży wydobywczej są ograniczone w związku z prognozowanym wyczerpywaniem się złóż i spadającymi cenami ropy naftowej na rynkach światowych. Od 1998 r. Republika Gabońska utrzymywała rachunek rezerwowy w Banku Państw Afryki Środkowej (fr. *Banque des États de l'Afrique Centrale*, BEAC), określanym jako Fundusz Przyszłych Pokoleń (fr. *Fonds pour les Générations Futures*). W 2010 r. utworzono Państwowy Fundusz Republiki Gabońskiej (fr. *Fonds Souverain de la République Gabonaise*, FSRG), dla którego w 2012 r. powołano podmiot zarządzający Gaboński Fundusz Inwestycji Strategicznych (fr. *Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques*, FGIS). Analiza danych inwestycyjnych dotyczy działalności podejmowanej pod egidą FGIS.

3. MODEL FINANSOWANIA

bd.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

FSRG zarządzany jest przez Bank Państw Afryki Środkowej.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

bd.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

bd.

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

średnie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe

i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 70. Ghana Petroleum Funds (GPF) – Republika Ghany (Ghana)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	26,91
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,45 (zagregowane)	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	66,6
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	43
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	–8,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–2,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	indeksowa	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	16,1
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusze	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	6,14
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	12,55
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,07	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
W 2007 r. teksańskie przedsiębiorstwo eksploracji złóż ropy naftowej i gazu ziemnego Kosmos Energy odkryło rozległe, głębinowe złoża ropy naftowej u wybrzeży Ghany. Aby efektywnie je wykorzystać, rząd ghański – w ramach ustawy Petroleum Revenue Management Act, PRMA (nr 815) z 2.03.2011 r. – zdecydował się utworzyć podmioty: Petroleum Holding Fund (PHF) i Ghana Petroleum Funds (GPF), tj.: Ghana Heritage Fund (fundusz międzypokoleniowy) oraz Ghana Stabilization Fund (fundusz stabilizacyjny). Dodatkowo na mocy Ghana Infrastructure Investment Fund Act (nr 877) z 22.08.2014 r. utworzono Ghana Infrastructure Investment Fund (GIIF), który (wbrew nazwie) nie jest klasycznym funduszem inwestycyjnym, ale kolejnym PFM o charakterze infrastrukturalnym.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Od strony rozliczeniowej PHF jest podmiotem pobierającym nadwyżki budżetowe z eksploatacji ropy naftowej i dystrybuującym je pomiędzy oba, pierwotnie założone, ghańskie PFM (w skali corocznie wyznaczonej przez parlament, w formie tzw. celu przychodowego – ang. <i>benchmark revenue</i>). Źródła zasilania zgodnie z PHF obejmują:			

- podatki, opłaty od eksploatacji, wynajem i inne pożytki z wykorzystania złóż naftowych, sprzedaży i eksportu ropy naftowej;
 - bezpośrednie i pośrednie udziały rządu w spółkach naftowych;
 - podatki od przedsiębiorstw zaangażowanych w poszukiwanie i wydobywanie ropy naftowej z pokładów podziemnych (ang. *upstream*) lub w ich przesył (ang. *midstream*);
 - podatki, dywidendy oraz inne daniny płacone przez spółki skarbu państwa Ghany działające w branży naftowej;
 - pozostałe przychody bezpośrednie lub pośrednie z eksploatacji ropy naftowej (w tym podatki od zysków kapitałowych ze zbycia praw własności lub pożytków z eksploracji, wykorzystania lub produkcji produktów naftowych lub ropopochodnych).
- Źródła finansowania GILF zostały ustalone odmiennie i zawierają:
- ekwiwalent 2,5% wpływów z podatków od dochodów i usług (ang. *value added tax*, VAT);
 - do 25,0% wpływów z konta budżetowego Annual Budget Funding Amount, zawierającego odpisy amortyzacyjne i wydatki kapitałowe;
 - przepływy finansowe ze spłaty kosztów kredytowania ministerstwa finansów wobec pozostałych ministerstw, departamentów i agend rządowych, których celem jest finansowanie kapitałowe lub infrastrukturalne;
 - wpływy ze zbycia udziałów lub akcji państwa w spółkach kapitałowych;
 - granty, darowizny i inne dobrowolne świadczenia na rzecz funduszu;
 - opłaty i inne pożytki związane z wykonywaniem działalności przez fundusz;
 - zyski kapitałowe realizowane w związku z działalnością inwestycyjną funduszu;
 - środki pożyczone lub pozyskane na krajowym lub międzynarodowym rynku kapitałowym lub ich podmiotów stowarzyszonych;
 - pozostałe aktywa zgodnie z prawem przypisane do funduszu;
 - inne środki, które decyzją ministra finansów (za zgodą parlamentu) przeznaczono na aktywa funduszu.

Wymienione aktywa napływają do GILF od 1.01.2015 r.

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA

Ministerstwo Finansów Ghany będzie odpowiedzialne za zarządzanie GPF. Zdefiniuje politykę inwestycyjną i odegra rolę operacyjną w kierowaniu GPF. Rozporządzanie dochodami z ropy naftowej i oszczędności narodowych gromadzonych przez GPF ma odbywać się zgodnie z międzynarodowymi standardami przejrzystości i dobrych praktyk.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Cele poszczególnych funduszy ustalone zostały odrębnie:

- Ghana Heritage Fund – międzypokoleniowy transfer bogactwa narodowego Ghany (biorąc pod uwagę nieodnawialność zasobów ropy naftowej),
- Ghana Stabilization Fund – amortyzowanie zmienności w finansach publicznych w okresach nieoczekiwanego niedostatku przychodów (głównie w wyniku spadków cen ropy naftowej),
- Ghana Infrastructure Investment Fund – umożliwienie konstrukcji zdywersyfikowanego portfela aktywów nieruchomościowych (włącznie z możliwością powoływania subfunduszy) w celu organizacji i dostarczania zasobów finansowych na rzecz projektów infrastrukturalnych na terytorium Ghany.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Wśród kategorii instrumentów inwestycyjnych, w jakie mogą być dokonywane lokaty GPF (ang. *qualifying instruments*), znajdują się:

- depozyty *overnight* i na żądanie,
- transakcje warunkowego zakupu (ang. *repo*),
- bony pieniężne,
- bony skarbowe,
- depozyty krótkoterminowe,
- fundusze krótkoterminowe i średnioterminowe instrumenty inwestycyjne emitowane przez skarb państwa krajów G7,
- instrumenty banków centralnych i organizacji międzynarodowych,
- certyfikaty depozytowe,
- *commercial papers*,

– średnioterminowe papiery dłużne (ang. <i>medium term notes</i>). – Katalog tych lokat podlega przeglądowi Ministerstwa Finansów (na wniosek Komitetu Doradztwa Inwestycyjnego) minimum co trzy lata.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Zmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 71. National Fund for Hydrocarbon Reserves (FNRH) – Islamska Republika Mauretańska (Mauretania)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2006	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,68
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	63,0
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	1	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	27
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	–6,1
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–0,77
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/ PKB (2016 r., %) ^f	22,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	0,5

Oryginalna nazwa (język francuski)	Fonds national de revenus des hydrocarbures	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,60	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Mauretania weszła do grupy państw eksporterów ropy naftowej w lutym 2006 r. – po odkryciu złóż tego surowca na swoich wodach terytorialnych. Utworzony 16.06.2006 r. National Fund for Hydrocarbon Reserves (także określane we francuskiej wersji jako Fonds National des Revenus des Hydrocarbures, FNRH) pełni rolę stabilizatora polityki makroekonomicznej Mauretanii, jednakże w długim okresie ma także za zadanie akumulację oszczędności na rzecz przyszłych pokoleń Mauretańczyków.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Wśród źródeł aktywów FNRH wyróżnić można: – przychody skarbu państwa ze złóż ropy naftowej (dzielone z międzynarodowymi kompaniami naftowymi, które prowadzą eksploatację tych złóż), – podatki od kopalni nakładane na spółki naftowe, – dywidendy ze strony Mauritanian Hydrocarbon Society (fr. <i>Société Mauritanienne des Hydrocarbures</i> , SMH), spółki celowej odpowiedzialnej za eksplorację, rozwój, produkcję i marketing ropy naftowej, gazu ziemnego i ich pochodnych na terenie całej Mauretanii (włącznie z jej specjalnymi strefami ekonomicznymi), – pozostałe wpływy, podatki, parapodatki i kary, – zyski kapitałowe pochodzące z zarządzania aktywami FNRH.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
bd.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-web.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół,

M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ⁽ⁱ⁾ stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 72. Western Australian Future Fund (WAFF) – Związek Australijski (Australia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2012	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	2,57*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2015 r., lata) ^f	78,8*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	79
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-2,1
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (minerały)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-33,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	21,7
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	54,3
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	1 187,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,01	System rządów ⁱ	monarchia parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	87,5
2. GENEZA I NAZWA			
Western Australian Future Fund (WAFF) został powołany 29.11.2012 r. na podstawie tzw. sankcji królewskiej (ang. <i>Royal Assent</i>).			
3. MODEL FINANSOWANIA			
WAFF miał otrzymywać w latach 2015–2016 sumę 0,7 mld USD w formie tzw. kapitału załączkowego (ang. <i>seed capital</i>). Po tym okresie WAFF zasilany będzie każdego roku minimum 1,0% rocznych przychodów stanowych z podatków od kopalni (ang. <i>annual royalty income</i>). Zyski kapitałowe z inwestycji mają być zatrzymywane i reinwestowane przez WAFF podczas 20 lat działalności funduszu (tj. do 30.06.2032). W okresie dwudziestoletniej akumulacji środków wszelkie wypłaty przez WAFF będą zakazane. Saldo aktywów WAFF na 30.06.2032 r. (szacowane na 3,4 mld USD) ma zostać utrzymane bezterminowo, zaś zyski kapitałowe (projektowane na 146,9 mln USD rocznie) mogą zostać zainwestowane wyłącznie na rzecz robót publicznych i innych elementów związanych z infrastrukturą publiczną w regionie metropolitalnym i innych regionach Zachodniej Australii.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
WAFF będzie miał formę specjalnego rachunku i będzie podlegać zarządowo <i>Western Australia Treasury Corporation</i> (WATC) i departamentowi Skarbu Państwa. Bieżący nadzór i zarządzanie sprawować ma połączony komitet obu instytucji, złożony z wysokich rangą urzędników,			

takich jak członkowie obecnego Komitetu Zarządzania Finansami Sektora Publicznego. Komitet dokona corocznego przeglądu zasad dotyczących WAFF i przedstawi zalecenia zastępcy sekretarza Skarbu (ang. *Deputy Under Treasurer*, DUT). Zasady operacyjne mogą jednak być przeglądane i aktualizowane w każdej chwili przez Komitet i będą odzwierciedlały zatwierdzone przez DUT zmiany parametrów operacyjnych, w tym zestawienia aktywów, wagi poszczególnych kategorii inwestycji i terminy ich zapadalności. Western Australian Treasury Corporation (WATC) będzie zarządzać aktywami WAFF inwestowanymi zgodnie z zapisami ustawy Financial Management Act 2006. Powołanie WATC regulowane jest przez umowę dotyczącą poziomu usług zawartą pomiędzy Skarbem a WATC w celu realizacji inwestycji. WATC otrzymuje opłatę za obsługę i zarządzanie WAFF.

5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE

Aktywa WAFF mogą być inwestowane zgodnie z zapisami australijskiej ustawy *Financial Management Act 2006*. Zawierają one zawężenie katalogu inwestycji do instrumentów rynku pieniężnego, różnorakich instrumentów dłużnych o wysokiej jakości emitenta (wysokim ratingu kredytowym) oraz złota. Strategia zarządzania funduszami inwestycyjnymi jest pasywna, zgodnie z zasadą „kupuj i trzymaj” (ang. *buy&hold*) – aktywa kupowane i utrzymywane są stale do daty zapadalności lub zbycia.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

Jw. regulacje dotyczące WAFF wskazują na zaangażowanie funduszu w tradycyjne klasy aktywów, jednakże stopa zwrotu przewidywana na 2032 r. (ok. 4,89% w stosunku rocznym) może implikować konieczność aktywnego zarządzania.

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 73. Fiscal Stability Fund (MFSF) – Mongolia (Mongolia)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	3,03
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,30	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	69,6
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	38
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-10,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (minerały)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-0,45
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	21,2
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	1,4
Oryginalna nazwa (język mongolski) ^a	Төсвийн тогтвортой байдлын сан	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	0,6
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,21	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>W ostatnich latach mongolska gospodarka wykazywała dynamiczne tempo wzrostu, którego podstawą był w znacznej mierze boom surowcowy (wpływy z przemysłu wydobywczego odpowiadały od początku XXI w. około 30–45% dochodów budżetowych). Rząd mongolski starał się powołać PFM, który akumulowałby dochody surowcowe i zapewniałby realizację aspiracji cywilizacyjnych obywateli. W tym celu w 2007 r. powołano do życia dwa fundusze (powiązane z realizacją strategii rozwoju społeczno-ekonomicznego kraju i kontrolowane przez Ministerstwo Finansów):</p> <ul style="list-style-type: none"> – Mongolian Development Fund (MDF), który miał za zadanie wspierać przedsiębiorczość (w szczególności przez finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw), przyczyniać się do finansowania budżetu (w wyjątkowych okolicznościach), a także finansować projekty dla dzieci – fundusz ten obecnie nie funkcjonuje; – Human Development Fund (HDF), który miał akumulować przychody sektora wydobywczego i rozdzielać je równo pomiędzy obywateli Mongolii (w formie wypłat gotówkowych, pokrycia kosztów kształcenia oraz wydatków na służbę zdrowia i edukację – fundusz ten działa. <p>W 2010 r. zdecydowano się dodatkowo powołać Mongolian Fiscal Stability Fund (MFSF) – w ramach ustawy o stabilności fiskalnej (ang. <i>fiscal stability law</i>) i z pomocą międzynarodowych ekspertów (m.in. z Chile) oraz organizacji międzynarodowych (w tym Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego).</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Międzynarodowi obserwatorzy z jednej strony, chwalą pomysł powołania mongolskiego PFM, z drugiej jednak wyrażają wątpliwości, czy niestabilność sceny politycznej i populistyczne nastroje pozwolą na utrzymanie dyscypliny finansowej koniecznej do zapewnienia długofalowego zasilania MFSF.</p>			

4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
MFSF został utworzony jako specjalny rachunek skarbowy w Centralnym Banku Mongolii. Odpowiada to zapisom mongolskiej ustawy o funduszach rządowych. Saldo FSF jest denominowane w walucie krajowej, a zatem nie przyczynia się do wzrostu rezerw międzynarodowych. Polityka fiskalna wspierana jest przez fundusz stabilizacyjny na rzecz dochodów z sektora mineralnego. Kiedy tzw. faktyczne dochody z minerałów przekraczają tzw. dochody strukturalne, różnicę należy umieścić w funduszu stabilizacyjnym.
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
MFSF – poprzez swoją politykę inwestycyjną – przyczynić się ma do obniżenia procykliczności makroekonomicznej związanej z fluktuacją cen surowców (m.in. miedzi), a zatem wahaniami wpływów budżetowych i tworzenia produktu krajowego brutto. Fundusz ma więc zasilać budżet w przypadku deficytu lub spadku cen surowców, zaś inwestować ma zewnętrznie, kiedy budżet państwa wykazywał będzie nadwyżkę lub ceny surowców utrzymywać będą zaplanowany poziom. Dodatkowym czynnikiem zaangażowania krajowego MFSF jest wystąpienie siły wyższej warunkującej znaczne, jednokrotne wydatki budżetowe (ponad 5% produktu krajowego brutto).
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynarodowego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 74. Equatorial Guinea – Fund for Future Generations (FFG) – Republika Gwinei Równikowej (Gwinea Równikowa)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2002	Liczba ludności (2016 r., mln) ^f	0,76
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	0,08	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	64,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	bd.
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2014 r., %) ^f	-3,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-2,01
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	19,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	0,6
Oryginalna nazwa (języka angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,13	System rządów ⁱ	republika
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ⁱ	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
<p>Gwinea Równikowa jest jednym z najbogatszych w surowce państw Afryki Subsaharyjskiej. Rozwarstwienie dochodów, niski poziom rozwoju społecznego oraz ograniczenia funkcjonowania instytucji państwowych nie pozwalają jednak temu państwu na czerpanie korzyści z eksploatacji bogactw naturalnych. Początkowo uzależnione od eksportu kakao, po uzyskaniu niepodległości w 1968 r. państwo to przeżyło krach gospodarczy i wieloletni okres zastoju, który trwał aż do początku lat 90. XX w., kiedy dokonano tam odkryć złóż gazu ziemnego i ropy naftowej. Odkrycia te przyczyniły się do dynamicznego wzrostu gospodarczego, jednakże ich dalsze pozyskiwanie będzie coraz bardziej problematyczne w związku ze stopniowym wyczerpywaniem się i rosnącym kosztem eksploatacji zasobów. Świadomość wyczerpywalności bogactw naturalnych legła u podstaw powołania Fund for Future Generations (FFG).</p>			
3. MODEL FINANSOWANIA			
<p>Tworząc FFG, rząd Gwinei Równikowej zobowiązał się do rocznych wpłat do funduszu na poziomie 0,5% wpływów z eksportu ropy naftowej. Trwałość finansowania i sposób wydatkowania środków z FFG stanowią przedmiot kontrowersji i nie są przejrzyste zorganizowane czy opisane.</p>			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
<p>Zarządzany jest przez Bank Państw Afryki Środkowej (fr. <i>Banque des Etats de l'Afrique Centrale</i>, BEAC).</p>			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
<p>Fundusz ma nikłą skalę aktywów w porównaniu do innych PFM Afryki Subsaharyjskiej. Determinuje to skąpe informacje na temat jego strategii.</p>			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 75. Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund (PNG SWF) – Niezależne Państwo Papui-Nowej Gwinei (PNG)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2011	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	6,79
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	67,2
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ²	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	28
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., %) ^f	-5,7
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	3,05
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	38,1
Forma organizacyjna ^{a,b}	bd.	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	1,63
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	10,71
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	bd.	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.

2. GENEZA, NAZWA I STRATEGIA
<p>Pomimo zainicjowania prac nad utworzeniem PNG SWF już w 2011 r., fundusz ten wciąż pozostaje w stadium organizacji i plany jego utworzenia ewoluują. Podstawowym dokumentem opisującym przyszłą działalność PNG SWF jest tzw. ustawa zasadnicza o państwowym funduszu majątkowym (ang. <i>Organic Law on the Sovereign Wealth Fund</i>) przyjęta przez papuaski parlament w dniu 22.02.2012 r.</p>
3. MODEL FINANSOWANIA
<p>PNG SWF ma zajmować się zarządzaniem środkami pochodzącymi z eksploatacji rozległych pól naftowych regionu Southern Highlands, których potencjał oceniany jest na 31,7 mld USD (podczas 30 lat prognozowanego wykorzystania). PNG SWF będzie finansowany przez maksymalnie 50% udział we wpływach z eksploatacji surowców, zaś pozostałe 50% zostanie przeznaczane na bieżące potrzeby budżetowe PNG.</p>
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA
<p>PNG SWF będzie zarządzany przez Sovereign Wealth Fund Board (SWFB). Bank Papui-Nowej Gwinei ma zostać wyznaczony do zarządzania tym PFM. PNG SWF ma być podzielony na następujące subfundusze:</p> <ul style="list-style-type: none"> – stabilizacji (ang. <i>stabilization fund</i>), którego celem będzie niwelowanie zmienności wyceny surowców stanowiących dochody budżetowe, a także stabilność makroekonomiczna, której założeniem jest harmonizacja wydatków budżetowych z możliwością absorpcyjnymi gospodarki; – infrastruktury (ang. <i>infrastructure fund</i>), którego celem ma być finansowanie priorytetowych, z punktu widzenia racji stanu, projektów infrastrukturalnych, zbieżnych ze strategicznymi celami rozwojowymi państwa, a także odpowiadającymi aspiracjom narodu papuaskiego (według oryginalnej wersji ustawy zasadniczej o państwowym funduszu majątkowym segment ten był częścią subfunduszu rozwoju – ang. <i>development fund</i>); – przyszłych oszczędności (ang. <i>future savings fund</i>), którego celem jest promocja oszczędzania w celu finansowania prognozowanych wydatków oraz wyrównanie tendencji wydatków rządowych w dłuższym okresie (według oryginalnej wersji ustawy zasadniczej o państwowym funduszu majątkowym segment ten był także częścią subfunduszu rozwoju – ang. <i>development fund</i>).
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE
<p>W ramach ustawy zasadniczej o państwowym funduszu majątkowym polityka inwestycyjna PNG SWF ma być zgodna z mandatem ze strony ministra skarbu, który wyznaczy:</p> <ul style="list-style-type: none"> – klasy aktywów, w jakie lokowane będą aktywa funduszu (wraz z kryteriami uwzględnienia poszczególnych instrumentów finansowych w tych klasach); – informację nt. dopuszczalnej równowagi pomiędzy ryzykiem i stopą zwrotu w zagregowanym portfelu funduszu; – wytyczne dotyczące etyki inwestowania (w tym co do rodzajów polityki inwestycyjnej, standardów i procedur mających przeciwdziałać ryzyku narażenia na szwank reputacji PNG jako odpowiedzialnego członka społeczności międzynarodowej); – kierunki inwestycji związane z zarządzaniem czynnikami ryzyka (kredytowego, płynności, operacyjnego, walutowego, rynkowego i innych aspektów ryzyka finansowego); – kierunki inwestycji zakazanych lub podlegających ograniczeniom lub wszelkie inne obostrzenia lub limity inwestycyjne; – poziomu, do jakiego PNG SWF (na wyjątkowych zasadach) może nabywać aktywa krajowe. <p>Dodatkowo ww. ustawa wskazuje na konieczność zapewnienia, że inwestycje podejmowane przez PNG SWF:</p> <ul style="list-style-type: none"> – odpowiadają kryteriom przedstawionym powyżej, – (poza nielicznymi wyjątkami) mają być dokonywane w aktywa zagraniczne, – nie mogą odnosić się do papierów dłużnych Skarbu Państwa PNG, bezpośrednich inwestycji krajowych czy gwarancji rządowych. <p>W materiałach papuaskiego Departamentu Skarbu szczegółowe cele PNG SWF zostały opisane następująco: a) zmniejszenie wariacji dochodów budżetowych związanych z eksportem surowców, b) pozyskiwanie finansowania wspierającego społeczno-ekonomiczne zadania rozwojowe wyznaczone przez rząd (włącznie z realizacją długoterminowych programów</p>

rozwojowych), c) pomoc rządowi w utrzymaniu i inwestowaniu nadwyżek budżetowych poza krajem (na rzecz ich wykorzystania w przyszłości). Prócz tych ogólnych celów uzasadnieniem dla inwestowania środków publicznych za granicą są następujące czynniki: a) sterylizacja nadwyżek płynnościowych, które mogą prowadzić do inflacji, b) przeciwdziałanie skutkom aprecjacji waluty krajowej (*kiny*) wobec walut zagranicznych, c) wykorzystanie dostępu do możliwości (aktywów) inwestycyjnych niedostępnych na rynku krajowym, co daje szansę na polepszenie stóp zwrotu, d) zwiększenie dyscypliny finansów publicznych przez wyższy poziom instytucjonalnej przejrzystości i odpowiedzialności środków pozyskiwanych przez rząd dzięki eksportowi surowców (także dzięki powołaniu rady nadzorczej PNG SWF), a także niewywikłanie PNG SWF w potencjalnie nieefektywne zarządzanie środkami publicznymi na szczeblu krajowym, e) stworzenie nowych standardów zarządzania środkami publicznymi dzięki zastosowaniu wobec PNG SWF praktyk istniejących na wysoko rozwiniętych rynkach finansowych.

6. ALOKACJA AKTYWÓW

jw.

7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ

bd.

8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM

bd.

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/memberweb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 76. Turkmenistan Stabilization Fund (TSF) – Turkmenistan

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	5,29
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	70,1
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	22

Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) /deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., %) ^f	-0,8
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-7,61
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	mieszana	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., %) ^f	20,1
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	10,9
Oryginalna nazwa (język turkmeński) ^a	bd.	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	bd.
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	bd.	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	bd.	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA, NAZWA I STRATEGIA			
W dniu 23.10.2008 r. prezydent Turkmenistanu G.M. Berdimuhamedow wydał dekret o utworzeniu Turkmenistan Stabilization Fund (TSF).			
3. MODEL FINANSOWANIA			
TSF finansowany będzie z nadwyżek budżetu państwa. Prócz tego ma pełnić rolę podmiotu akumulującego państwowe aktywa finansowe. Turkmenistan dysponuje dostępem do znacznych złóż ropy naftowej i gazu ziemnego. Przed powołaniem TSF rząd Turkmenistanu utrzymywał środki pochodzące z wydobycia tych surowców w funduszu dewizowym na rachunku w Deutsche Banku. Około 80% całości wpływów z wydobycia ropy naftowej i gazu ziemnego ma wpływać na rachunek TSF. Zarówno te wpływy, jak i pozostałe środki pochodzące z eksploatacji surowców, nie są obecnie zarządzane w sposób przejrzysty (tj. mają charakter pozabudżetowy).			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
Funduszem zarządza Ministerstwo Finansów Turkmenistanu. Historycznie fundusze zostały naliczone w ramach Foreign Exchange Reserve Fund (FERF), który był kontrolowany przez prezydenta tego państwa.			
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE			
Celem powołania TSF było uniezależnienie finansów publicznych Turkmenistanu od zmienności cen surowców (odnotowującej wówczas historyczne ekstrema). TSF wspierać ma finansowanie dużych projektów inwestycyjnych finansowanych ze środków publicznych. Część środków TSF przeznaczona zostanie na zasilanie tzw. funduszu przyszłych pokoleń (ang. <i>future generations' fund</i>) inwestującego w akcje spółek i nieruchomości. Pomimo formalnego istnienia funduszu od 2008 r., nie zarysowano dlań dotąd jakiegokolwiek publicznie dostępnej, skonkretyzowanej strategii działania.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
Jedyną dostępną informacją jest planowane przez TSF inwestowanie w akcje spółek i nieruchomości.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
bd.			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017),

^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 77. West Virginia Future Fund (WVFF) – Stany Zjednoczone Ameryki (USA) – stan Wirginia Zachodnia

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2014	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1,83*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,4*
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	74
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/PKB (2016 r., w %) ^f	–2,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–481,2
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., w %) ^f	17,6
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2015 r., mld USD) ^f	117,6
Oryginalna nazwa (język angielski) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	25 070,0
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	bd.	System rządów ⁱ	republika prezydencka
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	44,8
2. GENEZA, NAZWA I STRATEGIA			
Stan Wirginia Zachodnia od wielu starał się wypracować mechanizm, który pozwoliłby zachować dla przyszłych pokoleń pożytki pochodzące z eksploatacji surowców naturalnych. Wirginia Zachodnia dysponuje wartościowymi złożami gazu łupkowego (m.in. złożo „Marcellus”). Pomysł założenia WVFF doczekał się realizacji dopiero 31.01.2014 r., kiedy to senat stanu Virginia Zachodnia podjął uchwałę – SB 461 (o powołaniu WVFF) i pomocniczą – SJR 14 (o konstytucyjnej ochronie			

<p>aktywów WVFF). WVFF jest permanentnym PFM o surowcowym pochodzeniu aktywów. Permanentny charakter WVFF powiązany jest z wolą utrzymania nieuszczerplonej sumy wyjściowych aktywów i wydatkowania wyłącznie środków pochodzących z zysków kapitałowych. Zgodnie z tym założeniem dopiero po 2020 r. WVFF zamierza podjąć wypłaty (w formie dywidend lub odsetek), które przyczynią się do finansowania szeregu projektów strategicznie ważnych dla stanu Wirginia Zachodnia (takich jak edukacja, promocja kadr, rozwój/dywersyfikacja źródeł wzrostu gospodarczego, poprawa jakości infrastruktury i obniżenie podatków). WVFF ma służyć międzypokoleniowemu transferowi bogactwa pochodzącego z naturalnych zasobów Wirginii.</p>
<p>3. MODEL FINANSOWANIA</p>
<p>WVFF w materiałach źródłowych określany jest jako „fundusz na dobre czasy” (ang. <i>sunny day fund</i>), tj. jego wykorzystanie uwarunkowane jest odpowiednim poziomem wpływów z eksploatacji złóż gazu naturalnego i ropy naftowej – nie zaś sytuacjami kryzysowymi. Finansowanie WVFF pobierane jest jako 25,00% podatek nakładany na roczne wpływy z wydobycia i sprzedaży gazu ziemnego i ropy naftowej przekraczające poziom 175,00 mln USD (np. w przypadku rocznych tych wpływów w wysokości 200,00 mln USD, około 6,25 mln, tj. 25% z 25 mln USD, zasilałoby ten fundusz). Projektowane salda aktywów WVFF powiększyć się więc mają od 9 mln USD w 2015 r. do 127 mln USD w 2019 r.</p>
<p>4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA</p>
<p>Podmiotem zarządzającym WVFF będzie West Virginia Investment Management Board.</p>
<p>5. POLITYKA INWESTYCYJNA</p>
<p>W ramach przyszłej działalności inwestycyjnej WVFF zakładana jest 7,5% roczna stopa zwrotu z zarządzanych aktywów. Odpowiada to dwudziestoletniej, średniej stopie rocznego zwrotu odnotowanej do 2014 r. przez California Public Employees' Retirement System (CalPERS), największy (pod względem zarządzanych aktywów) fundusz emerytalny w USA. Bliskie jest to średnim, geometrycznym stopom zwrotu wypracowywanym w latach 2005–2014 przez czołowy, szeroki indeks referencyjny akcji spółek notowanych w USA (Standard & Poor's 500, S&P 500), tj. 7,60%.</p>
<p>6. ALOKACJA AKTYWÓW</p>
<p>Choć WVFF nie opublikował dotąd zakładanej struktury swoich aktywów – prognozowanie średniej, rocznej stopy zwrotu na poziomie 7,5% pociąga za sobą założenie znacznej dywersyfikacji aktywów (rodzajowej i geograficznej), w tym wykorzystanie klas aktywów o znacznej zmienności (np. akcji spółek giełdowych).</p>
<p>7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ</p>
<p>bd.</p>
<p>8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM</p>
<p>bd.</p>

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelową – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelową i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksową – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszczą – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto

(uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 78. Fondo Mexicano del Petróleo (FMP) – Meksykańskie Stany Zjednoczone (Meksyk)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2014	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	123,17
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	75,9
Ranking przejrzystości L–M (2017 r., 1–10) ^a	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	30
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (–) budżetu/ PKB (2016 r., w %) ^f	–3,0
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	surowcowe (ropa naftowa)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	–27,86
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., w %) ^f	20,3
Forma organizacyjna ^{a,b}	fundusz	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	176,4
Oryginalna nazwa (język hiszpański) ^a	jw.	Kapitalizacja giełdowa (2014 r., mld USD) ^{f,h}	402,3
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	bd.	System rządów ⁱ	republika federalna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	28,4
2. GENEZA I NAZWA			
W dniu 30.09.2014 r. meksykański Sekretariat ds. Finansów i Kredytowania Publicznego oraz Bank Meksyku podpisały umowę o powołaniu PFM, którego działalność przewidziano na 2015 r. W pełnej, oryginalnej formie: Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo, FMP (ang. Petroleum Fund of Mexico) utworzono na mocy meksykańskiej reformy konstytucyjnej w zakresie surowców energetycznych opublikowanej 20.12.2013 r. Celem FMP jest akumulowanie, zarządzanie i dystrybucja przychodów z umów oraz projektów eksploracji i wydobywania węglowodorów, stanowiących bogactwo narodowe Meksyku. Fundusz ten wciąż znajduje się w stadium organizacji i większość istotnych informacji na temat jego działalności pozostaje niedostępna.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
FMP przekazywać będzie przychody z wydobywania surowców na pokrycie wydatków budżetowych i innych funduszy stabilizacyjnych zgodnie z porządkiem prawnym Meksyku oraz w celu poprawy bytu obecnego i przyszłych pokoleń obywateli Meksyku. FMP służyć ma przejrzystości i odpowiedzialności przychodów czerpanych z wydobywania węglowodorów, a także celów, na jakie przychody te będą wydatkowane. Funduszowi powierzono również funkcje rachunkowe i rozliczeniowe.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
FMP ma pozostawać w gestii Banco de Mexico, banku centralnego Meksyku. FMP będzie nadzorowany przez specjalnie powołany Komitet Techniczny. Komitet ma określać politykę inwestycyjną i strategię zarządzania ryzykiem, a także mianować koordynatora wykonawczego FMP.			

5. POLITYKA INWESTYCYJNA
bd.
6. ALOKACJA AKTYWÓW
bd.
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
bd.
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM
niskie

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swefb.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 79. Sharjah Asset Management (SAM) – Zjednoczone Emiraty Arabskie (Emirat Szardży)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2008	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	1,17*
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	77,5
Ranking przejrzystości L–M (2017, 1–10) ^b	10	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	66
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	nie	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/ PKB (2016 r., w %) ^f	-3,9
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	niesurowcowe	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	8,78
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., w %) ^f	20,8
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka	Rezerwy dewizy i złota (2016 r., mld USD) ^f	84,93

Oryginalna nazwa (język arabski) ^a	ترادال ةؤراشل لوصولا	Kapitalizacja giełdowa (2016 r., mld USD) ^{f,h}	195,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^e	0,0	System rządów ⁱ	federacja emiratów
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	bd.
2. GENEZA I NAZWA			
Sharjah Asset Management (SAM) został założony w 2008 r. jako spółka inwestycyjna rządu i ministerstwa finansów Emiratu Szardży. Od 2012 r. podmiot ten angażował się w inwestycje kapitałowe, zarządzanie aktywami i działalność związaną z obrotem nieruchomości. Dzięki silnej obecności w regionie Bliskiego Wschodu SAM ma zapewnić ochronę przed niepewnością i niestabilnością makroekonomiczną Szardży. Poza inwestycjami typu udziałowego SAM angażuje się w nabywanie instrumentów hybrydowych, takich jak <i>mezzanine</i> oraz finansowanie projektów i transakcji strategicznych. Działalność SAM, wzięci z rządem Szardży i współpraca z partnerami biznesowymi mają prowadzić do wzrostu wartości portfela globalnych inwestycji SAM dzięki synergii ekonomicznym w spółkach portfelowych (w szczególności w obszarze pozycji rynkowej, logistyki i portfela zamówień). SAM to inwestor aktywny, działający wyłącznie w interesie swego suwerena. Globalny model biznesowy umożliwia mu swobodne operowanie na rynkach międzynarodowych i we wszystkich klasach aktywów.			
3. MODEL FINANSOWANIA			
bd.			
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA			
bd.			
5. POLITYKA INWESTYCYJNA			
Mandat zarządu firmy SAM ma zapewnić stabilizację dochodową w warunkach oczekiwanej niepewności i niestabilności makroekonomicznej. Poza akcjami i udziałami przedsiębiorstw SAM inwestuje także w instrumenty hybrydowe: finansowanie <i>mezzanine</i> lub finansowanie projektów i transakcji. SAM nie inwestuje w nowe projekty, badania i rozwój, branżę wydobywczą oraz projekty infrastrukturalne z długimi okresami zwrotu zaangażowanych aktywów. Preferencje inwestycyjne dotyczą branży naftowo-gazowej, dóbr szybko zbywalnych, logistyki, usług internetowych, technologii, ochrony zdrowia i nieruchomości. W branży naftowej i gazowej SAM skupia się na usługach wsparcia technicznego. W branży konsumenckiej koncentruje się na żywności i napojach, handlu detalicznym oraz branży mody i stylu życia (ang. <i>lifestyle</i>). W obszarze logistyki działalność inwestycyjna SAM zorientowana jest na zarządzaniu łańcuchem dostaw.			
6. ALOKACJA AKTYWÓW			
bd.			
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ			
bd.			
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM			
wysokie			

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-ship.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategie inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategie portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategie indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategie mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/>

publications/the-world-factbook/ (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto (uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014): <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzynastytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 80. Turkiye Wealth Fund (TVF) – Republika Turcji (Turcja)

1. INFORMACJE PODSTAWOWE			
Informacje o PFM		Informacje o suwerenie PFM	
Rok powołania ^{a,b}	2016	Liczba ludności (za 2016 r., mln) ^f	80,27
Suma zarządzanych aktywów (2017 r., mld USD) ^{a,b}	bd.	Oczekiwana dalsza długość życia (2016 r., lata) ^f	74,8
Ranking przejrzystości L-M (2017 r., 1–10) ^b	bd.	Wskaźnik kontroli korupcji (2016 r., 0–100) ^g	41
Przyjęcie Zasad z Santiago (członkostwo w IWG) ^c	tak	Nadwyżka (+) / deficyt (-) budżetu/PKB (2016 r., w %) ^f	-0,5
Pochodzenie aktywów ^{a,b}	zdywersyfikowane	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (2016 r., mld USD) ^f	-32,6
Strategia inwestycyjna ^{a,b,d}	bd.	Stopa oszczędności brutto/PKB (2016 r., w %) ^f	13,0
Forma organizacyjna ^{a,b}	spółka akcyjna	Rezerwy dewiz i złota (2016 r., mld USD) ^f	115,0
Oryginalna nazwa (język turecki) ^a	Türkiye Varlık Fonu	Kapitalizacja giełdowa (2015 r., mld USD) ^{f,h}	188,9
Współczynnik wykorzystania rezerw dewizowych (FER) ^g	bd.	System rządów ⁱ	republika parlamentarna
Witryna internetowa ^a	tak	Stopa zastąpienia: emerytura/ wynagrodzenie (2014 r., netto w %) ^j	104,8
2. GENEZA I NAZWA			
The Türkiye Wealth Fund (TVF), także znany w swej ojczyźnie jako Türkiye Varlık Fonu (Yönetimi A.Ş.), to jedyny turecki PFM. Został założony 26.08.2017 r. w formie spółki akcyjnej o opłaconym kapitale w wysokości 50 mln TRY (ok. 16 mln USD).			
3. MODEL FINANSOWANIA			
Kapitały tego PFM pochodzą z tureckiego państwowego funduszu prywatyzacyjnego, który jest zarazem akcjonariuszem TVF. Dodatkowo z dniem 1.01.2017 r. wpływ z państwowego monopolu loteryjnego oraz gier hazardowych (m.in. wyścigów konnych) zasilać będą ten PFM przez 49 lat – począwszy od 1.01.2018 r. Licencje loteryjne obejmują następujące typy zakładów: Instant Win, Numerical Lotto, Chance Ball, Ten Number and Super Lotto. W ramach udziałów w spółkach przekazanych temu PFM wymienić można m.in. następujące podmioty:			

Nazwa podmiotu	Branża	Udział (w %)
Borsa İstanbul AŞ	Giełda	73,60
BOTAŞ Petroleum Pipeline Corporation	Ropociąg	100,00
Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı	Ropa naftowa i gaz ziemny	100,00
Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası	Bank	100,00
Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ	Poczta	100,00
Türksat Uydu Haberleşme Kablo ve İşletme A.Ş.	Telewizja kablowa i satelitarna	100,00
Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Wydobywca	100,00
Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Producent herbaty	100,00
Türk Telekomunikasyon AS	Operator telekomunikacyjny	6,88
Turkiye Halk Bankasi AS	Bank	51,11
Turkish Airlines	Linia lotnicza	49,12
İzmir Port	Port	bd.
Prócz wymienionych pakietów akcji, z początkiem 2017 r. rząd turecki przekazał TVF około 46 działek (w miastach takich, jak Antalya, Aydin, Istambu, Izmir, Kayseri i Mugla). Do całkowitego uprawomocnienia się tej cesji tureckie Ministerstwo Finansów zarządzać ma spółkami nieruchomościowymi. Dodatkowo w tym samym czasie 3 mld TRY (ok. 810 mln USD) z tureckiego Savunma Sanayii Destekleme Fonuna (Defense Industry Support Fund) przekazane zostało TVF w zarządzanie na okres trzech miesięcy. W lutym 2017 wszystkie udziały państwowe w Izmir Port przekazane zostały omawianemu PFM.		
4. ORGANIZACJA FUNKCJONOWANIA		
W czerwcu 2017 PFM powołał cztery subfundusze: stabilności finansowej, licencyjny, kopalni oraz małych i średnich przedsiębiorstw. TVF ma mieć organ nadzorczy, sprawujący pieczę nad realizacją jego strategii.		
5. STRATEGIA, POLITYKA I CELE INWESTYCYJNE		
bd.		
6. ALOKACJA AKTYWÓW		
bd.		
7. POMIAR EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ		
bd.		
8. UMIĘDZYNARODOWIENIE ORGANÓW PFM		
niskie		

Źródło: ^(a) materiały PFM, ich organów założycielskich, zarządzających i nadzorczych (dostęp: 31.08.2017), ^(b) bazy danych: Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, Sovereign Wealth Center: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund-profiles.html> i Preqin: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (dostęp: 31.08.2017), ^(c) International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): <http://www.iwg-swf.org/member-swef.htm> (dostęp: 31.08.2017), ^(d) strategię inwestycyjne odnoszą się do sposobu inwestycji w akcje i udziały przedsiębiorstw i tak: strategię portfelowe – większe pakiety akcji/udziałów, koncentracja portfelowa i bardziej aktywne zarządzanie, strategię indeksowe – mniejsze pakiety akcji/udziałów, większa dywersyfikacja i bardziej pasywne zarządzanie, strategię mieszane – równoczesne zastosowanie obu wymienionych strategii, ^(e) skrót od ang. *foreign exchange reserves*, jako iloraz: aktywa danego PFM/ (państwowe rezerwy dewizowe i złota), ^(f) The (U.S.) Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (dostęp: 31.08.2017), ^(g) The 2016 Corruption Perceptions Index (CPI): <http://www.transparency.org/cpi2016> (dostęp: 31.08.2017), ^(h) zestawienie Banku Światowego nt. kapitalizacji krajowych przedsiębiorstw notowanych na giełdach (w bieżących USD): <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (dostęp: 31.08.2017), ⁽ⁱ⁾ klasyfikacja systemów politycznych według: W. Sokół, M. Żmigrodzki, *Współczesne partie i systemy partyjne. Zagadnienia teorii i praktyki politycznej*, Wydawnictwo UMCS, wyd. II, Lublin 2008, ^(j) stopa zastąpienia netto jako iloraz: emerytura netto/ostatnie wynagrodzenie netto

(uśrednione dla kobiet i mężczyzn) – opracowanie własne na podstawie danych OECD (2014); <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm> (dostęp: 31.08.2017). Uwaga: (*) oznaczono wartości dla jednostek podziału administracyjnego właściwych dla danego PFM (wszystkie inne wartości odnoszą się do państw jako całości). Nazwy państw ujęto według polskojęzycznej wersji *Międzyinstytucjonalnego przewodnika redakcyjnego Unii Europejskiej*: <http://publications.europa.eu/code/pl/pl-5000500.htm> (dostęp: 31.08.2017).

Załącznik 81. Kategorie ujęte w tablicy wyników Trumana

Struktura

1. Czy cel PFM jest jasno komunikowany (p. 28)? Aspekty fiskalne są kluczowe dla roli, jaką spełniać ma PFM w procesie stabilizacji makroekonomicznej państwa. Czynniki ten obejmuje szereg składników dotyczących sposobów: pozyskiwania przez PFM aktywów, wykorzystania kapitału i zysków i potwierdzenia dochowywania przez rządy procedur w tym zakresie.
W szczególności PFM powinny funkcjonować w zgodzie z dobrymi praktykami MFW w zakresie finansów publicznych, których celem jest ograniczenie procyklicznego wpływu na politykę fiskalną; aktywa PFM nie powinny być wykazywane ramach suplementarnego budżetu, ale powinny być zintegrowane z ogólnym budżetem państwa i nie powinny służyć (w sposób jawny lub domniemany) jako zabezpieczenie dla działalności kredytowej. Dodatkowo jasne reguły i zasady powinny ograniczać potencjalne pole dla nadużyć przy wykorzystaniu PFM na potrzeby wewnętrzne.
2. Czy źródło finansowania PFM jest jasno określone (p. 25,5)?
3. Czy charakter przyszłego spożytkowania kapitału i zysków został jasno zapisany (p. 16)?
4. Czy wymienione czynniki fiskalne PFM są zintegrowane z budżetem (p. 17,5)? W pewnych przypadkach stopień integracji jest większy, w innych większy. W tej kategorii i w stosunku do kategorii nr 5, wiele nowo utworzonych PFM nie przedstawia odpowiednio udokumentowanych danych. W takich przypadkach przyznano im maksymalną punktację.
5. Czy wytyczne dotyczące fiskalnego traktowania są generalnie respektowane bez częstych modyfikacji? (p. 13).
6. Czy ogólna strategia funduszu jest jasno komunikowana (p. 16,5)?
7. Czy procedura zmiany struktury funduszu jest jasna (p. 12)? Jeśli PFM został ustanowiony na podstawie regulacji prawnych, procedura zmiany większości składników jego struktury jest bardziej czytelna niż w innych przypadkach.
8. Czy fundusz jest wyodrębniony z rezerw walutowych danego państwa (p. 25)? Jeśli nie istnieje podział pomiędzy PFM i rezerwami walutowymi, prowadzi to do niejednoznaczności w celach inwestycyjnych funduszu, a także w sposobie zarządzania państwowymi rezerwami walutowymi.

Ład korporacyjny

9. Czy rola rządu w ustanowieniu strategii inwestycyjnej PFM została jasno opisana (p. 16,5)?
10. Czy rola menedżera w realizacji strategii inwestycyjnej PFM została jasno ustalona (p. 22,5)?
11. Czy PFM ma ustalone i publicznie dostępne wytyczne co do społecznej odpowiedzialności, które stara się wypełniać (p. 3,5)?
12. Czy PFM posiada kodeks etyki, którego przestrzega? Można racjonalnie zakładać, że cele PFM powinny sprowadzać się wyłącznie do realizacji strategii inwestycyjnej i maksymalizacji osiąganych stóp zwrotu (przy ograniczeniach co do ponoszonego ryzyka). W tym rozumieniu kodeks etyki wiązałby się z założeniem ignorowania przez PFM czynników etyki (i wówczas taki PFM otrzymałby 1 punkt), choć autorom rankingu nie udało się zidentyfikować takiego podmiotu. Jednakże w pewnych przypadkach PFM może celowo ograniczać inwestycje w pewne instrumenty, podmioty, rodzaje działalności, czy w państwach bez jasno określonego zbioru zasad co do doboru walorów portfelowych. W przypadku braku jakiegokolwiek informacji w tym zakresie, przyznawane jest 0 punktów.

Przejrzystość i odpowiedzialność

Regularne raportowanie stanowi fundament przejrzystości, która z kolei jest podstawą odpowiedzialności. PFM, które nie dostarczają regularnych, publicznie dostępnych informacji na temat swojej działalności, nie mogą liczyć na wysokie noty w tej podgrupie lub całej kategorii.

13. Czy PFM publikuje przynajmniej roczny raport na temat swojej działalności i wyników finansowych (p. 13,25)? W przypadku gdy wydawany jest raport roczny, jednakże zawiera on niewiele informacji na temat działalności PFM lub jest jej brak, twórcy metodyki przyznają punktację pomiędzy 0 i 1. Podobnie w przypadku raportu, który przekazywany jest jedynie parlamentowi, a nie jest publikowany, przyznawane jest wówczas 0,25 punktu.
14. Czy PFM publikuje raporty kwartalne na temat swojej działalności (p. 9,25)? Podobnie, jak w przypadku punktu 13, wyniki częściowe są tu dopuszczalne. Autorzy zaznaczyli rozbieżności poglądów na temat użyteczności raportów kwartalnych. Niektórzy z obserwatorów uznają, że tak częste raporty skłaniają do nadmiernej koncentracji na krótkoterminowych rezultatach. Autorzy metodyki uznali jednak, że zasadniczym priorytetem raportowania kwartalnego jest lepsza przejrzystość. PFM powinien więc oprzeć się nadmiernej uwadze skupianej na krótkoterminowych wynikach inwestycyjnych – tym bardziej że nie jest on poddany dyscyplinującemu wpływowi rynku.
15. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do wielkości funduszu (p. 21,5)?
16. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do osiągniętych stóp zwrotu (p. 10)? W licznych przypadkach raporty na temat aktywów zarządzanych przez PFM nie zawierają rozróżnienia pomiędzy napływającymi środkami, a zakumulowaną dochodowością istniejących środków. Jeśli tak jest, kwitowane jest to zerową punktacją w tej kategorii. Niektóre z raportów na temat wyników zarządzania mogą zawierać ich zagregowaną wielkość, czasem wyrażoną w walucie krajowej, przy czym towarzyszą temu ograniczone szczegóły. W takim przypadku PFM otrzymuje 0 punktów w tej kategorii.
17. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do rodzajów inwestycji (p. 13,25)? Na przykład informacje te mogą odnosić się do branż oraz poszczególnych instrumentów. Ogólny opis w tej kategorii prowadzi do punktacji poniżej maksymalnego poziomu.
18. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do położenia geograficznego inwestycji (p. 8)? Wymienienie ogólnych regionów geograficznych skutkuje częściową punktacją.
19. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do poszczególnych inwestycji (p. 3,5)? Na przykład poszczególnych instrumentów, państw i podmiotów. W niektórych przypadkach PFM szczegółowo prezentują strukturę tylko „istotnych” inwestycji, co prowadzi do obniżonej punktacji w tej kategorii.
20. Czy regularne raporty na temat inwestycji PFM obejmują informację co do struktury walutowej tych inwestycji (p. 7,5)? Niepełna punktacja w tej kategorii przyznawana jest wtedy, gdy PFM przedstawia charakterystykę portfela inwestycyjnego w podziale na grupy walut.
21. Czy strony umów o zarządzanie aktywami PFM zostały ujawnione (p. 4,5)? Uzasadnieniem jest tu argument, zgodnie z którym poprzez ujawnianie stron umów o zarządzanie aktywami PFM, społeczeństwo państwa-założyciela funduszu, jest w stanie weryfikować dokumentację, jakość i rękojmię, jaką dają ci zarządzający, a także ograniczać pole do nadużyć w zawieranych umowach (tzw. ang. *sweetheart arrangements*).
22. Aby zasłużyć na maksymalną punktację, fundusze muszą publikować nazwę każdej ze stron, z którą została zawarta umowa. Jeśli PFM potwierdza outsourcing zarządzania, jednakże nie ujawnia jego szczegółów, otrzymuje on zerową punktację w tej kategorii.

Audyty

Regularne audyty, w najlepszym przypadku niezależne i których wyniki podlegają publikacji, są kluczowym elementem odpowiedzialności PFM. Z tego powodu autorzy metodyki zdecydowali się przypisać trzy punkty tej częściowej kategorii.

<p>23. Czy PFM podlega regularnemu audytowi (p. 17)?</p> <p>24. Czy wyniki audytu są publikowane (p. 7)?</p> <p>25. Czy audytor jest niezależny (p. 14)? W niektórych przypadkach PFM podlegają regularnym audytom, które są publikowane, jednakże badania te mają charakter wewnętrzny w całości lub w części, co ogranicza ich obiektywizm.</p>
<p>Zachowanie</p> <p>W tej kategorii zidentyfikowano jeden element, choć można byłoby wskazać wiele innych, np. to, czy PFM angażuje się w krótką sprzedaż lub inne rodzaje strategii inwestycyjnych przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Ponadto pożądanym byłoby, gdyby PFM konsultował swe zamierzenia z państwem-celem znacniejszych inwestycji lub z państwem, którego waluta stanowi rozliczenie większych transakcji. Autorzy zawarli te kryteria w początkowej wersji tablicy wyników, jednakże brak było jakiegokolwiek PFM, który utożsamiałby się z taką praktyką, stąd wyłączono ten czynnik.</p> <p>26. Czy PFM wskazuje na sposób i termin dopasowania (struktury portfela inwestycyjnego) (p. 1)? Ta praktyka, według twórców tablicy wyników, dotyczy jedynie norweskiego Government Pension Fund Global. Fundusz ten deklaruje, że wykorzystuje nowo napływające środki do modyfikacji struktury portfela w ślad za zmianami wyceny rynkowej aktywów portfelowych, tak aby zniwelować odchylenia od przyjętych benchmarków (ang. <i>portfolio rebalancing</i>).</p>

Źródło: *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds* (prezentacja na Conference on China's Exchange Rate Policy), Peterson Institute for International Economics (PIIE), materiał dostępny na witrynie PIIE: <https://piie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf> (dostęp: 14.07.2018).

Załącznik 82. Zasady z Santiago

<p>– Zasada GAPP 1</p> <p>Ramy PFM powinny mieć wymiar prawny i służyć wsparciu skutecznej działalności PFM, a także osiągnięcie przezeń przyjętego celu/przyjętych celów.</p> <p>Zasada częścikowa GAPP 1.1. Ramy PFM powinny dawać rękojmię zgodnego z prawem działania PFM i dokonywanych przez niego transakcji.</p> <p>Zasada częścikowa GAPP 1.2. Zasadnicze cechy podstawy prawnej i struktury PFM, a także stosunki prawne między PFM i innymi podmiotami państwowymi powinny być publikowane.</p>
<p>– Zasada GAPP 2</p> <p>Cel polityczny powołania PFM powinien być jasno określony i publicznie znany.</p>
<p>– Zasada GAPP 3</p> <p>Wszędzie tam, gdzie działalność PFM rodzi istotne skutki makroekonomiczne dla krajowej gospodarki, działalność ta powinna być ściśle koordynowana z krajowymi organami władzy fiskalnej i monetarnej, aby zapewnić spójność polityki makroekonomicznej.</p>
<p>– Zasada GAPP 4</p> <p>Powinny istnieć jasne i publicznie dostępne strategie, reguły, procedury czy rozwiązania co do ogólnych zasad PFM dotyczących transakcji finansowania, wycofywania i wydatkowania środków.</p> <p>Zasada częścikowa GAPP 4.1. Źródło finansowania PFM powinno być publicznie znane.</p> <p>Zasada częścikowa GAPP 4.2. Ogólne zasady odnoszące się do wycofywania środków z PFM oraz wydatkowania publicznych środków powinny być jawne.</p>
<p>– Zasada GAPP 5</p> <p>Oдноśne dane statystyczne dotyczące PFM powinny być regularnie przekazywane jego właścicielowi lub, jeśli to wymagane w ramach innych przepisów, włączane (tam gdzie ma to uzasadnienie) do praktyk raportowania makroekonomicznego.</p>

<p>– Zasada GAPP 6</p> <p>System ładu korporacyjnego PFM powinien charakteryzować się stabilnością i powinien zawierać przejrzysty i skuteczny podział funkcji i obowiązków służący zwiększeniu odpowiedzialności i operacyjnej niezależności PFM w ramach realizacji jego celów.</p>
<p>– Zasada GAPP 7</p> <p>Właściciel PFM powinien wyznaczyć funduszowi cele, mianować członków jego organu zarządzającego/organów zarządzających zgodnie z jasno określonymi procedurami, a także powinien sprawować nadzór nad działalnością PFM.</p>
<p>– Zasada GAPP 8</p> <p>Organ zarządzający/organy zarządzające PFM powinny działać w najlepszym interesie funduszu i powinny posiadać jasny mandat, odpowiednie prerogatywy oraz kompetencje, aby wykonywać swoje funkcje.</p>
<p>– Zasada GAPP 9</p> <p>Zarząd operacyjny PFM powinien realizować strategię funduszu w sposób niezależny i zgodnie z jasno sformułowanymi zadaniami.</p>
<p>– Zasada GAPP 10</p> <p>Zasady odpowiedzialności PFM za jego działalność powinny być jasno określone w odpowiednich regulacjach, statucie, innej dokumentacji organizacyjnej lub umowie o zarządzanie.</p>
<p>– Zasada GAPP 11</p> <p>Raport roczny i dodatkowe informacje finansowe na temat działalności PFM i jej wyników powinny być przygotowywane w sposób terminowy, spójnie oraz zgodnie z międzynarodowymi lub krajowymi zasadami rachunkowości.</p>
<p>– Zasada GAPP 12</p> <p>Funkcjonowanie i sprawozdania finansowe powinny być audytowane corocznie, spójnie oraz zgodnie z międzynarodowymi lub krajowymi zasadami rachunkowości.</p>
<p>– Zasada GAPP 13</p> <p>Standardy profesjonalizmu i etyki zawodowej powinny być jasno określone i udostępnione członkom organów PFM, jego zarządowi i kadrze.</p>
<p>– Zasada GAPP 14</p> <p>Relacje z podmiotami zewnętrznymi, których zadaniem jest zarządzanie operacyjne PFM, powinny być oparte na przesłankach ekonomicznych oraz finansowych i podlegać jasnym regułom, i procedurom.</p>
<p>– Zasada GAPP 15</p> <p>Funkcjonowanie i działalność PFM w państwach-obiorcach inwestycji PFM powinna być prowadzona zgodnie ze wszelkimi odpowiednimi wymogami regulacyjnymi i publikacyjnymi państw, w których PFM są aktywne.</p>
<p>– Zasada GAPP 16</p> <p>Ramy ładu korporacyjnego, cele PFM, a także zakres, w jakim zarząd PFM jest operacyjnie niezależny od swego właściciela, powinny być publicznie ujawniane.</p>
<p>– Zasada GAPP 17</p> <p>Istotne informacje finansowe na temat PFM powinny podlegać publikacji, aby ukazać jego ekonomiczną i finansową strategię, co przyczyniania się do stabilności na międzynarodowych rynkach finansowych i budowy zaufania wśród państw-obiorców inwestycji.</p>
<p>– Zasada GAPP 18</p> <p>Polityka inwestycyjna PFM powinna być jasna i spójna ze sformułowanymi celami inwestycyjnymi, tolerancją wobec ryzyka i strategią inwestycyjną (ustalonymi przez właściciela lub organy zarządcze) i być oparta na solidnych podstawach zarządzania portfelowego.</p>

<p>Zasada częstkowa GAPP 18.1. Polityka inwestycyjna PFM powinna zawierać wytyczne co do podejmowania ryzyka finansowego przez fundusz i możliwego użycia dźwigni finansowej.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 18.2. Polityka inwestycyjna PFM powinna uwzględniać zakres korzystania przez fundusz z wewnętrznych lub zewnętrznych zarządzających, obszar ich działalności i charakter udzielonych im pełnomocnictw, a także proces ich selekcji i oceny ich wyników.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 18.3. Opis polityki inwestycyjnej PFM powinien być publikowany.</p>
<p>– Zasada GAPP 19</p> <p>Decyzje inwestycyjne powinny być ukierunkowane na maksymalizację finansowych stóp zwrotu odnoszonych do podejmowanego ryzyka (w sposób spójny z polityką inwestycyjną funduszu) i być oparte na przesłankach ekonomicznych i finansowych.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 19.1. Jeżeli decyzje inwestycyjne uzależnione są od aspektów pozaekonomicznych i pozafinansowych, czynniki te powinny być zapisane w polityce inwestycyjnej PFM i powinny być publicznie znane.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 19.2. Zarządzanie aktywami PFM powinno być spójne z ogólnie przyjętymi standardami profesjonalnego zarządzania w zakresie zarządzania aktywami.</p>
<p>– Zasada GAPP 20</p> <p>PFM nie powinny starać się uzyskać lub wykorzystywać uprzywilejowanego dostępu do informacji lub stosować nieodpowiednich środków nacisku ze strony sektora państwowego wobec prywatnych przedsiębiorców.</p>
<p>– Zasada GAPP 21</p> <p>PFM postrzegają prawa akcjonariuszy lub udziałowców jako zasadniczy element budowania wartości ich portfeli. Jeśli PFM zdecyduje się skorzystać ze swoich praw właścicielskich, powinien to uczynić w sposób spójny z deklarowaną polityką inwestycyjną i przy zabezpieczeniu finansowej wartości swoich inwestycji. PFM powinien publicznie ujawnić ogólne zasady dotyczące wykonywania prawa głosu w spółkach publicznych, w tym kluczowe aspekty warunkujące korzystanie przez fundusz z praw właścicielskich.</p>
<p>– Zasada GAPP 22</p> <p>PFM powinien dysponować modelem identyfikacji, oceny i zarządzania ryzykiem operacyjnym.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 22.1. Model zarządzania ryzykiem powinien zawierać wiarygodne informacje i systemy raportowania dostarczające terminowych danych, które to powinny umożliwiać odpowiednie monitorowanie i zarządzanie istotnych czynników ryzyka w ramach dopuszczalnych parametrów lub poziomów, mechanizmów kontroli i motywacji, kodeksów postępowania, planowania kontynuacji aktywności gospodarczej i niezależnych funkcji audytu.</p> <p>Zasada częstkowa GAPP 22.2. Ogólne warunki dotyczące modelu zarządzania ryzykiem PFM powinny być publicznie ujawniane.</p>
<p>– Zasada GAPP 23</p> <p>Aktywa i wyniki inwestycyjne (absolutne i odnoszone do benchmarków – jeśli takie istnieją) PFM powinny podlegać pomiarowi i przekazaniu właścicielowi według jasno określonych zasad i standardów.</p>
<p>– Zasada GAPP 24</p> <p>Proces stałego przeglądu wdrażania GAPP powinien być podjęty przez PFM lub na jego rzecz.</p>

Źródło: H. Al Hurr Al Suwaidi, J. Caruana, *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices – “Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), Londyn październik 2008, s. 1–52.