PFR
Polski Fundusz Rozwoju

Europejskie *Sovereign Wealth Funds*

Najlepsze praktyki i wnioski dla Polski.

Zastrzeżenie

Niniejszy raport ma charakter wyłącznie informacyjny i został przygotowany w celu przedstawienia aktualnego stanu wiedzy na temat europejskich funduszy majątkowych (sovereign wealth funds). Raport nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, prawnej ani strategicznej. Wszelkie opinie zawarte w raporcie mają charakter ogólny i nie odnoszą się do konkretnych decyzji inwestycyjnych, biznesowych, politycznych czy gospodarczych.



Executive summary

Kluczowe informacje o SWF:

- **Państwowe fundusze majątkowe** to specjalistyczne fundusze inwestycyjne będące własnością państwa służące do zarządzania aktywami w celu osiągnięcia określonych celów finansowych lub gospodarczych.
- **Definiujemy trzy główne rodzaje** funduszy majątkowych: 1) stabilizacyjne, 2) oszczędnościowe i 3) strategiczne/rozwojowe.
- **Światowe fundusze majątkowe** mają w zarządzaniu prawie 14 bilionów dolarów aktywów. Największy udział w całości światowych zarządzanych aktywów mają SWF z regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej (41%, 5,7 bln USD).
- **Kraje, których gospodarka opiera** się na eksporcie surowców, mają też największe SWF (w stosunku do PKB).
- **Udział europejskich SWF w całości** aktywów wynosi około 17%. Gdyby jednak wyłączyć Norwegią, z jej największym na świecie funduszem, udział Europy zmniejsza się do 2,3%.
- **W pierwszej dwudziestce krajów** z największą wartością aktywów w SWF, poza Norwegią, znalazły się tylko dwa kraje Europy – Francja (0,6% udziału) i Wielka Brytania (0,4%).
- **Fundusze majątkowe mają długoterminowy** stabilizujący wpływ na płynność i rynki finansowe, co z kolei przekłada się na wyższy wzrost gospodarczy. Firmy, w których fundusze posiadają udziały, mają wyższą wartość od porównywalnych przedsiębiorstw.

Najlepsze praktyki i wnioski dla Polski:

- **Analiza europejskich SWFów wykazuje**, że ich motywacje do utworzenia są znacznie bardziej zróżnicowane niż tradycyjne fundusze napędzane surowcami, typowe dla Bliskiego Wschodu czy Azji.
- **Europejskie SWF znacznie częściej** niż ich odpowiedniki z innych regionów świata zintegrowane są z polityką gospodarczą rządu.
- **Do najlepszych praktyk europejskich SWFów** należy wymienić:
  - Jasny i elastyczny model działania,
  - Długoterminową wizję i strategię,
  - Przejrzystość i transparentność.
- **Przykłady francuskiego Bpifrance czy irlandzkiego ISIF** pokazują, że fundusze majątkowe mogą być skutecznie zintegrowane z polityką gospodarczą kraju i wspierać jego rozwój. Dodatkowo nie są to fundusze zasilane dochodami ze sprzedaży surowców.
- **Model Bpifrance jest o tyle szczególny**, że jest to instytucja rozwoju pełniąca wiele ról jednocześnie - działa jako fundusz majątkowy, bank rozwoju, agencja kredytów eksportowych i wsparcia innowacji.
- **W obliczu wyzwań, przed którymi stoi polska gospodarka,** takich jak niedobór kapitału inwestycyjnego czy starzejące się społeczeństwo, utworzenie funduszu pełniącego nie tylko rolę inwestora, lecz także narzędzia realizacji polityki gospodarczej, wydaje się być skutecznym rozwiązaniem.

01.

Kluczowe informacje o SWF

Czym jest Sovereign Wealth Fund

Państwowe fundusze majątkowe (ang. *Sovereign Wealth Fund, SWF*) to specjalistyczne fundusze inwestycyjne będące własnością sektora instytucji rządowych i samorządowych*.

Tworzone przez rząd fundusze majątkowe służą do posiadania, zarządzania lub administrowania aktywami w celu osiągnięcia określonych celów finansowych. Stosują one zestaw strategii inwestycyjnych, które obejmują inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe.

Fundusze SWF są zazwyczaj tworzone z nadwyżek bilansu płatniczego, oficjalnych operacji walutowych, wpływów z prywatyzacji, nadwyżek budżetowych i/lub dochodów pochodzących z eksportu surowców.

Przedstawiona powyżej definicja została utworzona w 2008 r. i od czego czasu ewoluowała obejmując swoim zakresem fundusze inwestujące wyłącznie za granicą, wyłącznie w kraju oraz zarówno w kraju, jak i za granicą.

Rodzaje SWF**:

Fundusze stabilizacyjne

Działają jako bufor – korzystają z nadwyżek fiskalnych osiągniętych w „dobrych" latach i pokrywają deficyty w czasach niepewności i szoków rynkowych.

Przykład: Norweski GPFG

Fundusze oszczędnościowe

Nazywane także funduszami przyszłych pokoleń przeznaczone są do zapewnienia odpowiedniej ilości bogactwa dla kolejnych pokoleń.

Przykład: Nowozelandzki NZ Super Fund

Fundusze strategiczne/ rozwojowe

Fundusze łączące cel finansowy z misją ekonomiczną przyczyniając się do rozwoju gospodarki krajowej i/lub katalizując napływ kapitału zagranicznego.

Przykład: Francuski Bpifrance

Niektóre SWF mogą mieć więcej niż jeden mandat.

* Jest to oficjalna definicja SWF zawarta w tzw. *Santiago Principles* - poradniku opublikowanym w 2008 przez same fundusze majątkowe dotyczące ogólnie przyjętych zasad i praktyk zarządzania SWF.

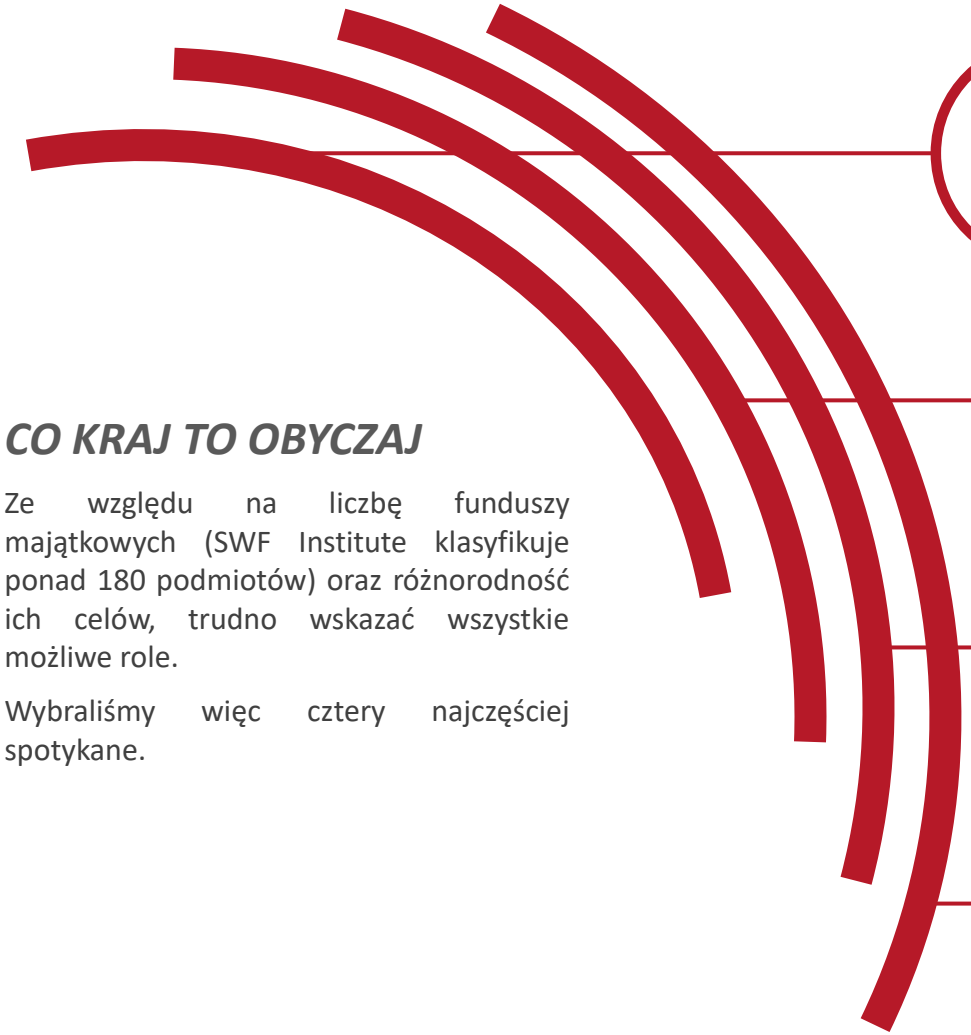
** Typologia rodzajów SWF różni się w zależności od źródła, przedstawiona w niniejszym materiale pochodzi z Global SWF.

Rola funduszy majątkowych w gospodarce

CO KRAJ TO OBYCZAJ

Ze względu na liczbę funduszy majątkowych (SWF Institute klasyfikuje ponad 180 podmiotów) oraz różnorodność ich celów, trudno wskazać wszystkie możliwe role.

Wybraliśmy więc cztery najczęściej spotykane.



Stabilizacja gospodarki

W krajach zależnych od dochodów z surowców energetycznych SWF tworzone są w celu ochrony gospodarki przed wahaniami cen.

Inwestycje i rozwój gospodarki

Fundusze majątkowe mają za zadanie inwestować w kraju w infrastrukturę, innowacje lub sektory strategiczne, zwiększając długoterminową produktywność.

Dywersyfikacja gospodarki

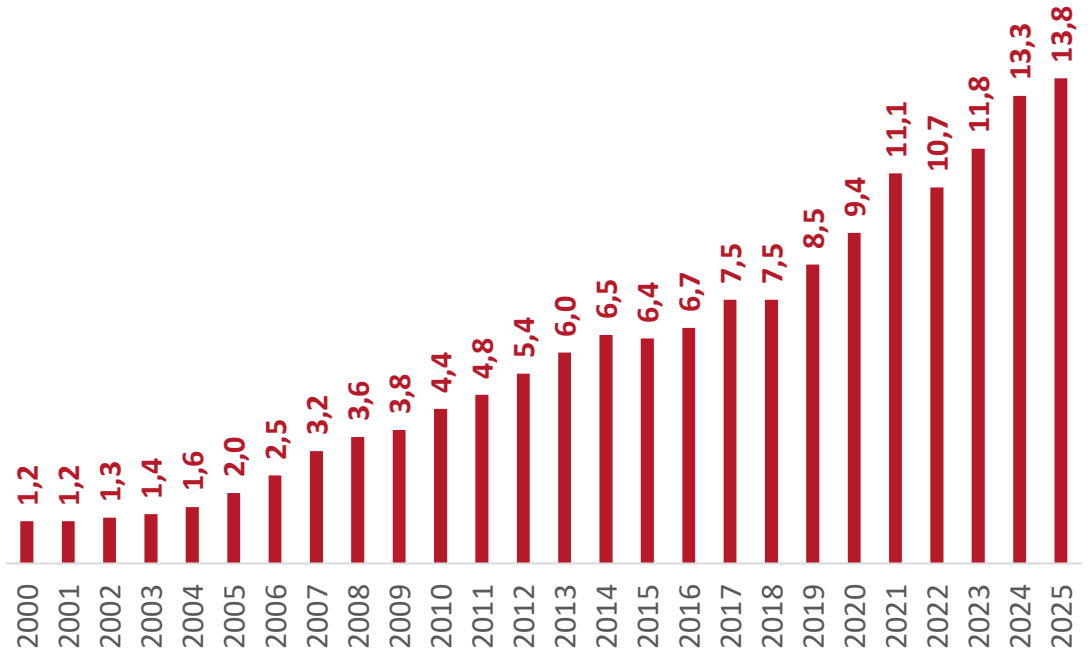
Fundusze majątkowe, inwestując w szeroki wachlarz aktywów, pomagają rządom dywersyfikować źródła dochodów poza „tradycyjne” towary i podatki.

Narzędzie geopolityczne

Fundusze majątkowe inwestują w branże i regiony, które są zbieżne z narodowymi interesami geopolitycznymi.

Światowe fundusze majątkowe mają w zarządzaniu prawie 14 bilionów dolarów

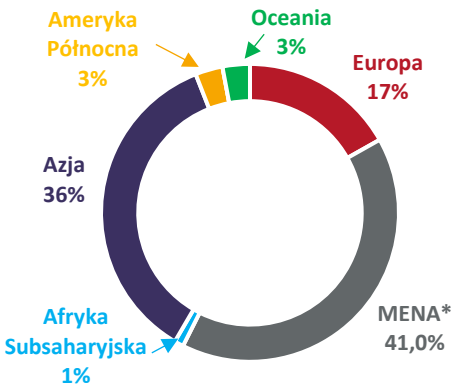
Aktywa w zarządzaniu SWF (biliony USD)



17% **Udział europejskich SWF w całości aktywów (2,3 bln USD)**

Największy udział w całości światowych zarządzanych aktywów mają SWF z regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej (41%, 5,7 bln USD).

- Drugim regionem z największym udziałem jest Azja (36%, 5,0 bln USD).
- Udział Ameryki Północnej i Oceanii jest taki sam i wynosi około 3%.
- Regionem z najmniejszym udział jest Afryka Subsaharyjska (1%) i Ameryka Łacińska (0%).



* - MENA (ang. Middle East and North Africa) – Bliski Wschód i Afryka Północna

Źródło danych: Global SWF, stan na lipiec 2025 r.

Ze względu na zaokrąglenia suma na wykresie może nie sumować się do 100%

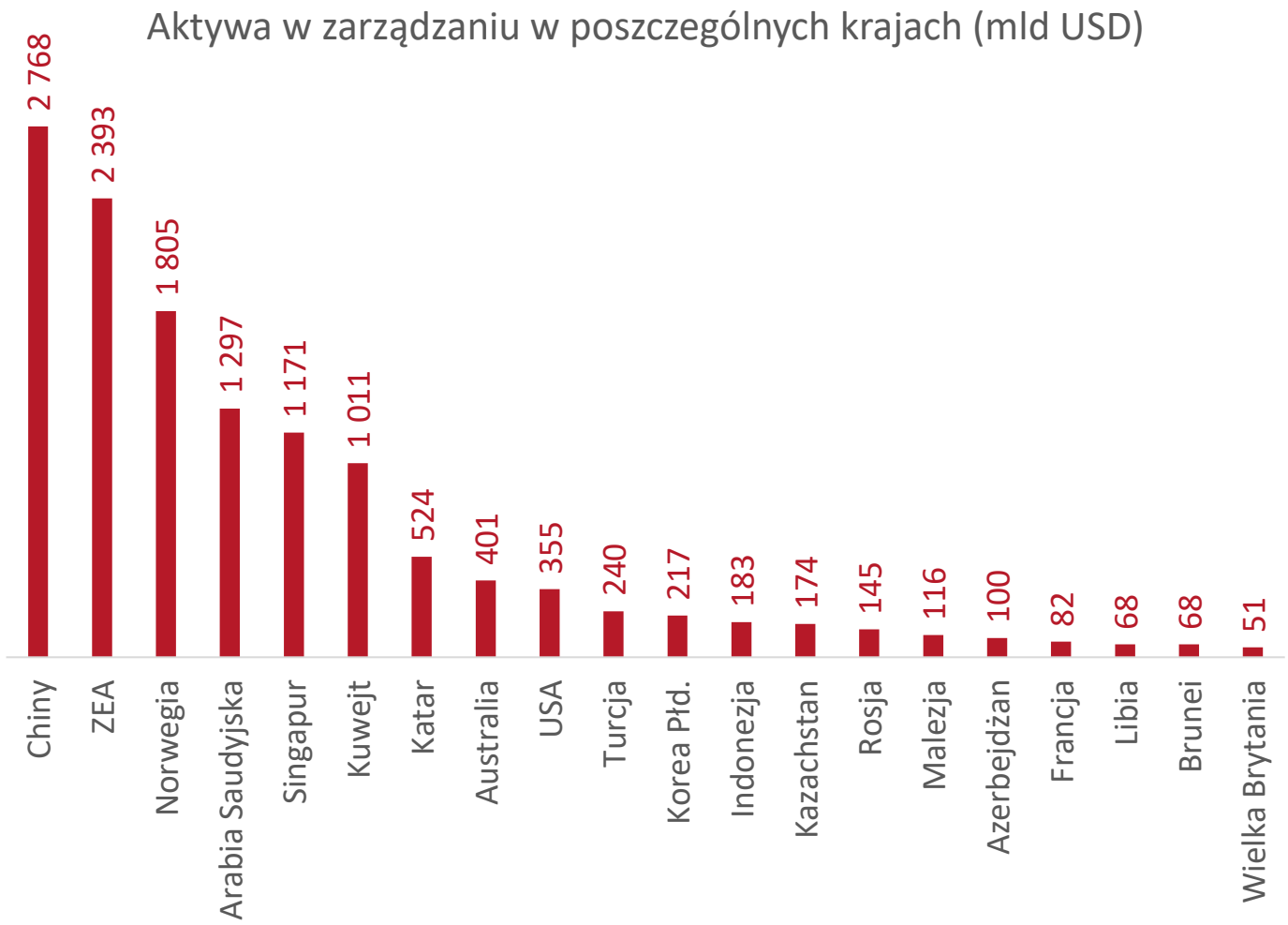
Wśród poszczególnych krajów najwięcej aktywów zarządzanych jest przez chińskie fundusze majątkowe

Chińskie SWF zarządzają 20% światowych aktywów.

Fundusze majątkowe z sześciu krajów dysponują aktywami powyżej 1 biliona dolarów. Oprócz Chin są to:

- Zjednoczone Emiraty Arabskie – 17,3% udziału;
- Norwegia – 13,1% udziału;
- Arabia Saudyjska – 9,4% udziału;
- Singapur – 8,5% udziału;
- Kuwejt – 7,3% udziału.

Oprócz Norwegii w pierwszej dwudziestce krajów z największą wartością aktywów w SWF znalazły się tylko dwa kraje Europy – Francja (0,6% udziału) i Wielka Brytania (0,4%).



Źródło danych: Global SWF, stan na lipiec 2025 r.

Największym SWF na świecie jest norweski Government Pension Fund Global

Norweski GPFG zarządza ponad 13% całości światowych aktywów zarządzanych przez SWF.

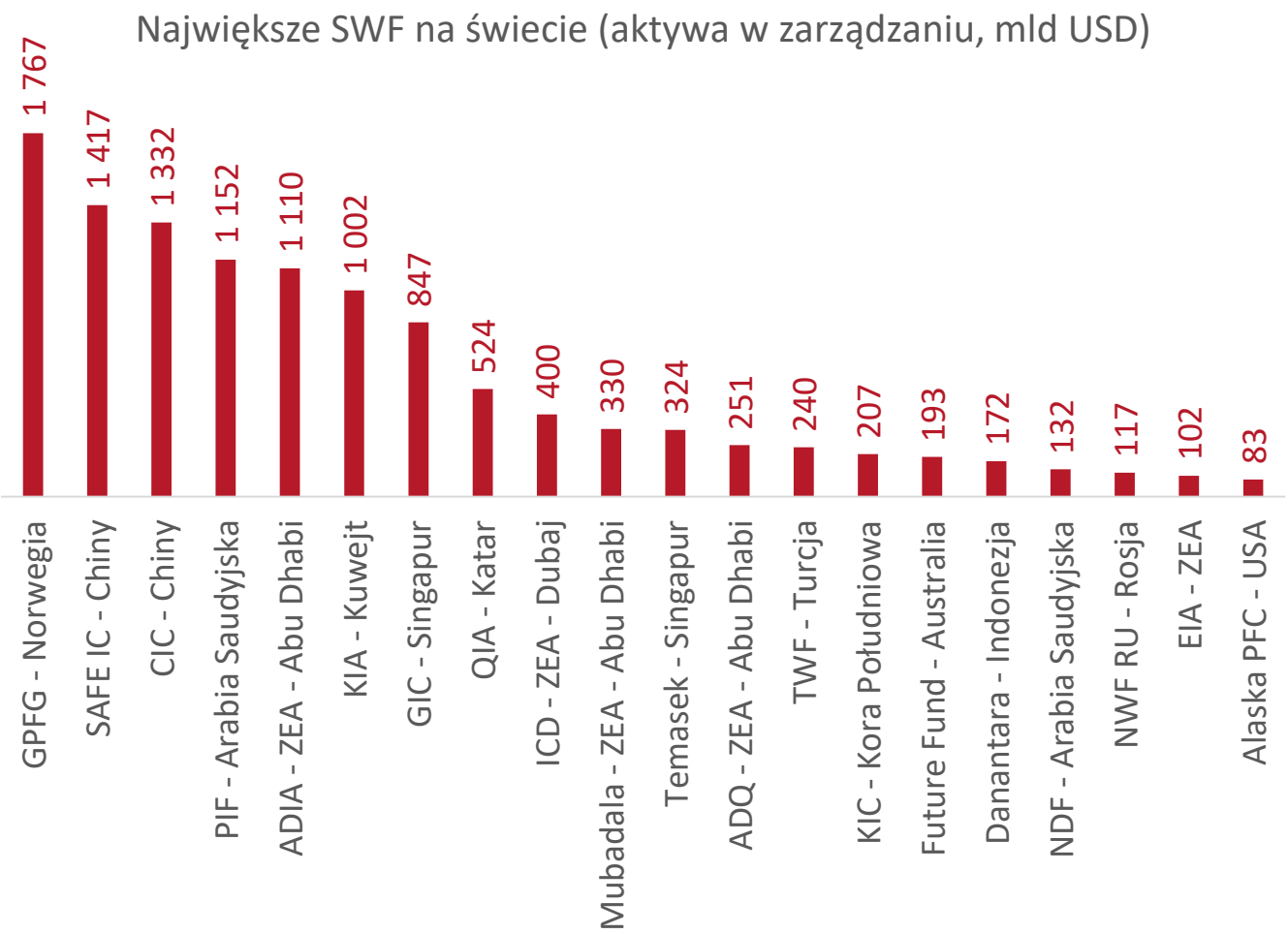
W pierwszej trójce największych światowych SWF znajdują się dwa fundusze z Chin, napędzane rezerwami walutowymi oraz nadwyżkami z handlu:

- **SAFE IC – 10,5% udziału,**
- **CIC – 9,9% udziału.**

W zestawieniu największych SWF dominują jednak te z regionu Zatoki Perskiej. W pierwszej 20 znajduje się 9 funduszy z tego regionu.

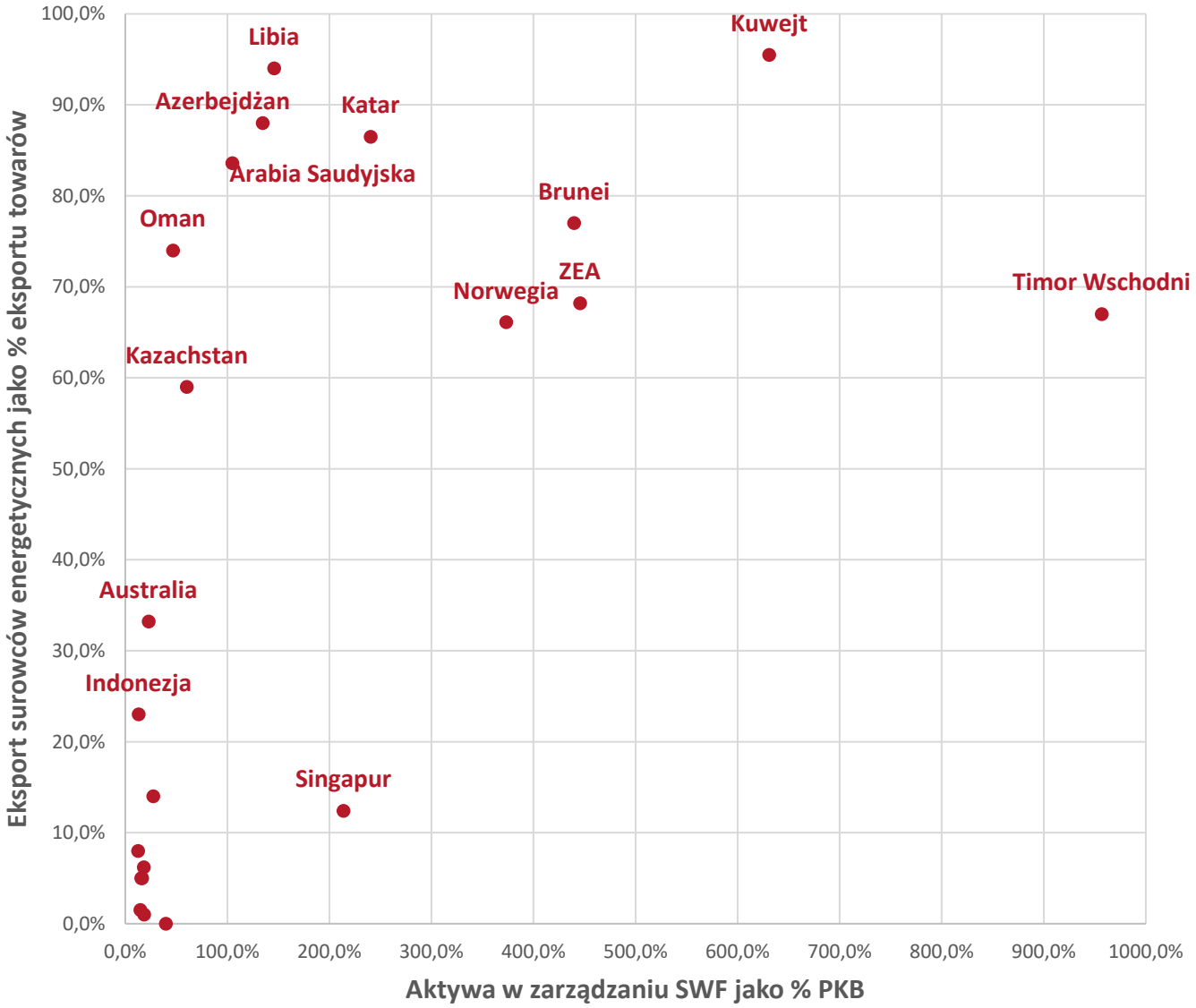
87%

Udział 20 największych światowych SWF w aktywach w zarządzaniu.



Źródło danych: Global SWF, stan na lipiec 2025 r.

Kraje, których gospodarka opiera się na eksporcie surowców, mają też największe SWF (w stosunku do PKB)



Pod względem stosunku wielkości aktywów zarządzanych przez SWF do wielkości gospodarki na pierwszym miejscu znalazł się Timor Wschodni

W dziesięciu krajach aktywa w zarządzaniu SWF, wyrażone jako % PKB, przekraczają 100%. W dziewięciu z nich eksport surowców energetycznych stanowi ponad 65% eksportu towarowego.

Wyjątek stanowi Singapur, w którym aktywa stanowią prawie 214%, ale eksport surowców to „zaledwie" 12% całości eksportu.

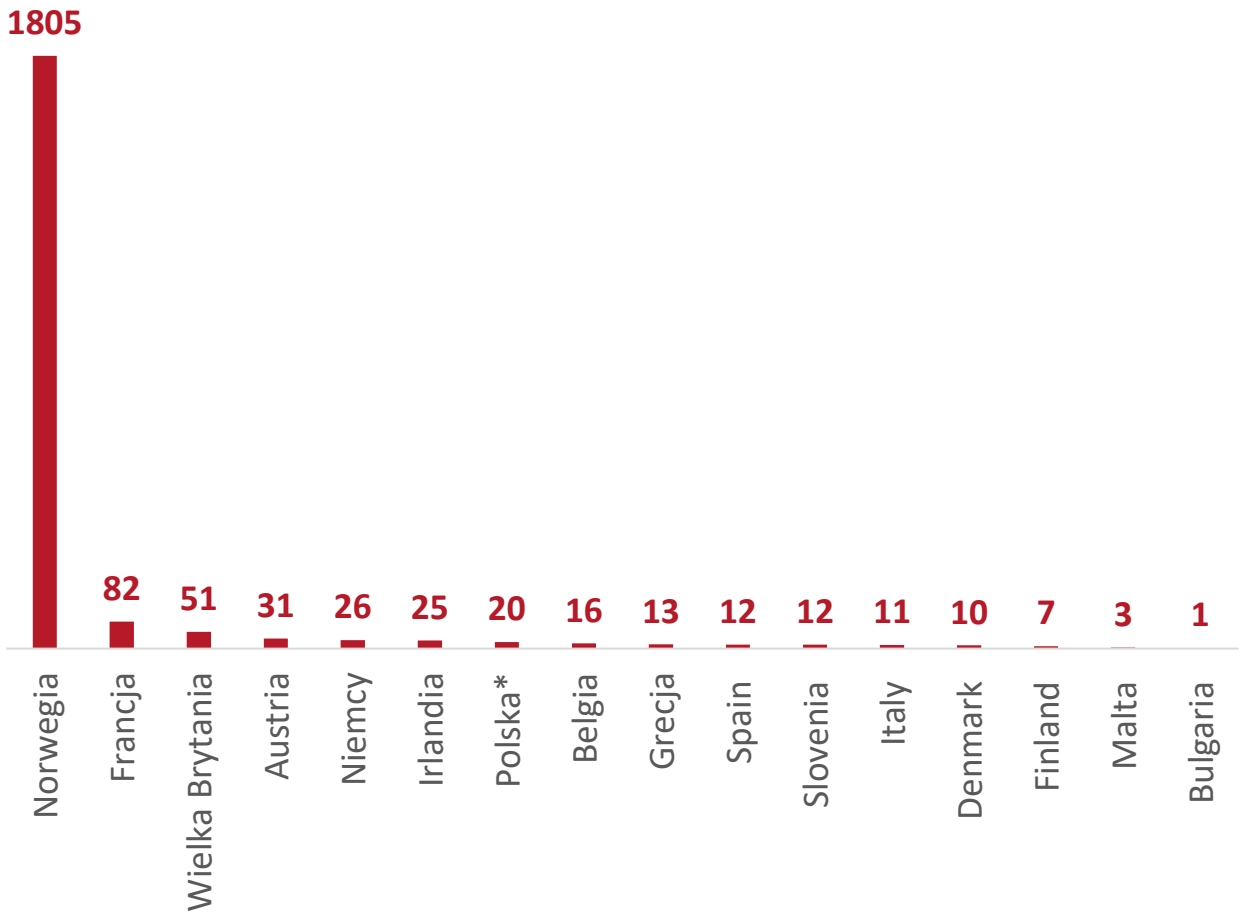
We wspomnianym wcześniej Timorze Wschodnim aktywa w SWF – choć nominalnie niewielkie (18 mld USD) – stanowią prawie 957% tamtejszego PKB.

W Chinach, gdzie wartościowo aktywa są największe (2.768 mld USD), w stosunku do PKB stanowią około 15%.

Źródło danych: Global SWF/World Bank

Poza Norwegią kraje Europy nie posiadają wielkich funduszy majątkowych

Aktywa w zarządzaniu funduszy majątkowych w Europie (mld USD)



Wyłączając Norwegią udział krajów Europy w całości światowych aktywów w zarządzaniu SWF wynosi około 2,3%.

Aktywa zgromadzona w Norwegii są ponad pięciokrotnie większe niż w pozostałych krajach Europy razem wziętych.

Drugim krajem z największą wartością zgromadzonych w SWF aktywów była Francja, na trzecim miejscu uplasowała się Wielka Brytania.

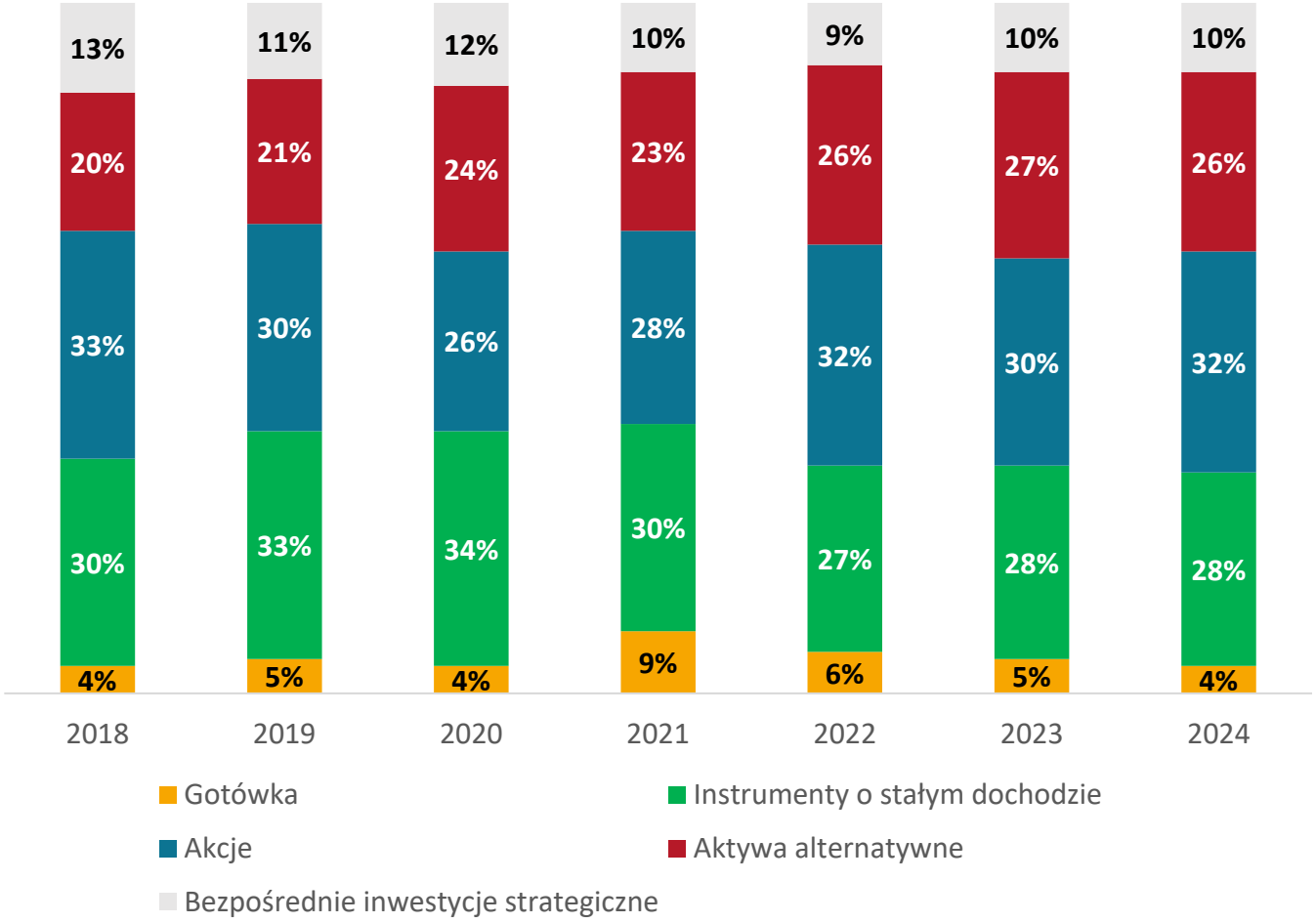
17% ← **Udział europejskich SWF w całości światowych aktywów z Norwegią**

Udział europejskich SWF w całości światowych aktywów bez Norwegii → **2,3%**

Źródło danych: Global SWF, * - w ramach Polski instytut Global SWF jako fundusz majątkowy kwalifikuje Polski Fundusz Rozwoju
Przez *europejskich* rozumiemy SWF pochodzące z krajów Unii Europejskiej, EFTA lub Wielkiej Brytanii

Fundusze majątkowe największą część aktywów lokują w akcjach i instrumentach o stałym dochodzie

Alokacja aktywów w zarządzaniu funduszy majątkowych (udział w AuM)



Udział akcji w zarządzonych aktywach utrzymuje się w okolicach 30% od 2018 r.

Po 2021 r. odnotowano zmniejszenie udziału instrumentów o stałym dochodzie (np. obligacji), przy jednoczesnym wzroście aktywów alternatywnych (nieruchomości, private equity, surowce itd.).

Literatura badawcza* na temat strategii inwestycyjnych Sovereign Wealth Funds wskazuje, że:

- **Fundusze majątkowe stosują zwykle długoterminowe podejście do inwestycji, a strategie inwestycyjne często są motywowane politycznie.**
- **Cele strategiczne (np. wpływy geopolityczne, rozwój gospodarczy) mogą prowadzić SWF do akceptowania niższych zysków finansowych w zamian za korzyści pozafinansowe.**
- **Zaangażowanie SWF w alternatywne aktywa nie zawsze jest zgodne z celami czysto finansowymi - zwłaszcza w sektorach opartych na innowacjach (np. venture capital).**

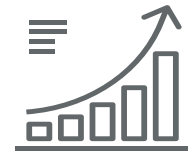
Źródło danych: TheCityUK, Sovereign Wealth Funds: Global trends and the UK's role in the evolving landscape for Sovereign Investment Vehicles

* Cumming, D., Monteiro, P. Sovereign wealth fund investment in venture capital, private equity, and real asset funds. J Int Bus Policy 6, 330–355 (2023).

Literatura badawcza udowadnia, że inwestycje SWF sprzyjają wzrostowi gospodarczemu oraz mają pozytywny wpływ na wycenę firm.

Fundusze majątkowe, jako długoterminowi inwestorzy z niską dźwignią finansową, mają długoterminowy stabilizujący wpływ na płynność i rynki finansowe, co z kolei przekłada się na wyższy wzrost gospodarczy.

Analiza 8 tys. firm (w 58 krajach), w których udziały miały SWF wykazała, że firmy te miały wartość wyższą o 10-15% od wartości porównywalnych przedsiębiorstw (przy niezmienności innych czynników).



Fundusze majątkowe angażują się w ład korporacyjny, w celu zapobiegania niewłaściwemu zarządzaniu i ochronie interesów akcjonariuszy. Ten „defensywyny aktywizm" może prowadzić do bardziej odpowiedzialnego kierownictwa korporacyjnego i długoterminowego tworzenia wartości.

Zastrzyki kapitałowe funduszy majątkowych mogą łagodzić recesję i odbudowywać zaufanie inwestorów — w 2008 roku SWF wpompowały ok. 40 mld dolarów w amerykańskie instytucje finansowe, poprawiając wskaźniki adekwatności kapitałowej i stabilność systemu.

Slajd na podstawie:

- Bader Alhashel, Sovereign Wealth Funds: A literature review, Journal of Economics and Business, Volume 78, 2015,
- Fernandes, Nuno, 'Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World', in Douglas Cumming, and others (eds), The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds, Oxford Handbooks (2017; online edn, Oxford Academic, 6 Nov. 2017),
- Aslund, A. (2007). The truth about sovereign wealth funds. Foreign Policy.

02.

Przegląd wybranych europejskich funduszy majątkowych

Wybrane europejskie fundusze majątkowe

Nazwa	Kraj	Rok założenia	Aktywa w zarządzaniu	Cel działalności	Pierwotne źródło kapitału
Government Pension Fund Global	Norwegia	1990	1.677 mld EUR	- Oszczędności międzypokoleniowe, - Stabilizacja gospodarki.	Dochody z ropy naftowej i gazu
Bpifrance	Francja	2012	36 mld EUR	- Wsparcie polityki gospodarczej kraju	Budżet państwa
Ireland Strategic Investment Fund	Irlandia	2014	9 mld EUR	- Wsparcie polityki gospodarczej kraju	Środki z National Pensions Reserve Fund
Nuclear Waste Disposal Fund	Niemcy	2017	24 mld EUR	- Finansowanie kosztów składowania odpadów radioaktywnych	Środki od operatorów elektrowni atomowych
National Wealth Fund	Wielka Brytania	2024	n/a	- Wsparcie polityki gospodarczej kraju	Środki od poprzednika, Budżet państwa
Slovenian Sovereign Holding	Słowenia	2014	12,9 mld EUR	- Zarządzanie aktywami państwowymi	Środki od poprzednika

Norwegia - Government Pension Fund Global

Norweski GPFG, z aktywami ok. 1,68 bln EUR, to największy fundusz majątkowy na świecie. Choć zasilany dochodami z surowców, dziś większość jego wartości pochodzi z inwestycji. GPFG wyróżnia się przejrzystością – na jego stronie dostępne są szczegóły wszystkich inwestycji i lista firm, w których posiada udziały. Fundusz posiada udziały w około 9000 spółek na całym świecie, posiadając prawie 1,5% wszystkich akcji spółek notowanych na światowych giełdach.

Forma działalności

- Założony na mocy ustawy w 1990 roku, zasilony pierwszymi środkami w 1996 roku.
- Fundusz działa w oparciu o konsensus polityczny: parlament ustala ramy prawne, Ministerstwo Finansów nadzoruje, a bank centralny zarządza operacyjnie.
- Inwestuje wyłącznie za granicą.

Cel

- **Osiągnięcie najwyższej możliwej stopy zwrotu przy umiarkowanym ryzyku**
- Ochrona gospodarki przed wahaniami dochodów z surowców energetycznych.
- Rezerwa finansowa i długoterminowy plan oszczędnościowy dla kolejnych pokoleń Norwegów.

Wybrane informacje – Alokacja aktywów

Akcje	Instrumenty o stałym dochodzie	Nieruchomości	Infrastruktura nienotowana*
71,4%	26,6%	1,8%	0,1%

Aktywa w zarządzaniu:

1.677 mld EUR

- - inwestycje w aktywa, które nie są notowane na giełdach, np. bezpośrednie inwestycje w projekty infrastrukturalne (płatne drogi, farmy wiatrowe). W przypadku GPFG chodzi głównie o projekty związane z energią odnawialną.

Źródło danych: Raport roczny GPFG za 2024 r.

Francja - Bpifrance

Bpifrance to przykład instytucji rozwoju, która pełni wiele ról jednocześnie — działa jako fundusz majątkowy, bank rozwoju, agencja kredytów eksportowych i wsparcia innowacji. Ustawa założycielska ustanawia, że jego celem jest kompleksowe wspieranie przedsiębiorstw poprzez finansowanie innowacji, start-upów, ekspansji zagranicznej oraz przejęć, zarówno w formie pożyczek, jak i kapitału własnego. Strategia inwestycyjna funduszu koncentruje się na wspieraniu start-upów, MŚP i wzrostu eksportu.

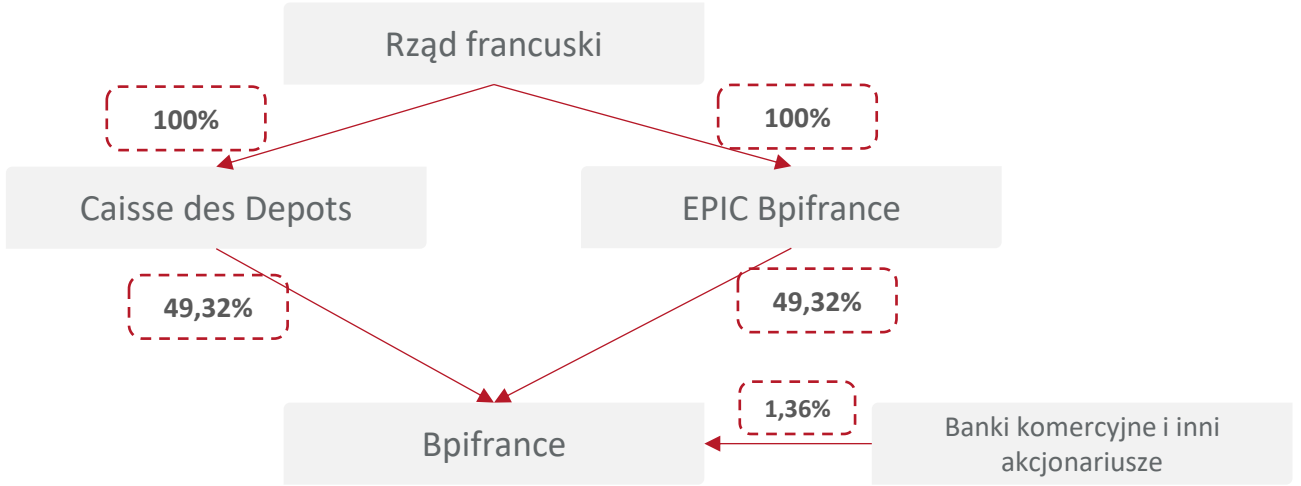
Forma działalności

- Założony na mocy ustawy w 2012 roku.
- Bpifrance jest *de facto* w 100% kontrolowany przez państwo (patrz schemat poniżej).
- Inwestuje głównie w kraju.

Cel

- **Osiągnięcie najwyższej możliwej stopy zwrotu przy jednoczesnym wspieraniu krajowych przedsiębiorstw**
- Aktywnie uczestniczy w realizacji polityki gospodarczej kraju.
- Koncentruje się na wspieraniu innowacji i długoterminowych inwestycji, kładąc nacisk na nowe technologie, cyfryzację i ESG.

Wybrane Informacje - Struktura właścicielska



Aktywa w zarządzaniu:

36 mld EUR

Irlandia - Ireland Strategic Investment Fund

W ustawie założycielskiej irlandzkiego funduszu ISIF wpisane zostało wspieranie gospodarki i zatrudnienia w kraju. Fundusz działa w oparciu o strategie inwestycyjne, które są cyklicznie przeglądane, konsultowane z Ministerstwem Finansów oraz Ministerstwem Wydatków Publicznych i aktualizowane. W krytycznych przypadkach (np. poważne zaburzenia w gospodarce) Minister Finansów może m.in. wskazać funduszowi zainwestowanie w określone papiery wartościowe. Fundusz wyróżnia się przejrzystością – na stronie można zapoznać się z całym portfolio inwestycyjnym.

Forma działalności

- Założony na mocy ustawy w 2014 roku, został zasilony środkami z równocześnie likwidowanego National Pensions Reserve Fund.
- Fundusz zarządzany jest przez Narodową Agencję Zarządzani Skarbem, która z kolei w 100% należy do rządu Irlandii.
- Inwestuje w kraju i za granicą.

Cel

- **Osiągnięcie wyższych stóp zwrotu niż średni roczny koszt długu publicznego z ostatnich pięciu lat.**
- Inwestowanie na zasadach komercyjnych, wspierające aktywność gospodarczą Irlandii i poziom zatrudnienia.
- Aktualna strategia inwestycyjna koncentruje się na działaniach klimatycznych, mieszkalnictwie, przedsiębiorstwach i rolnictwie.

Wybrane informacje – Alokacja aktywów

Akcje	Instrumenty o stałym dochodzie	Nieruchomości	Fundusze absolutnej stopy zwrotu	Gotówka
40%	25%	17%	11%	6%

Aktywa w zarządzaniu:

9 mld EUR

Źródło danych: Raport roczny ISIF za 2024 r.

Niemcy - Nuclear Waste Disposal Fund (KENFO)

Niemiecki KENFO stanowi przykład funduszu strategicznego powołanego wyłącznie w jednym celu – finansowania kosztów bezpiecznego składowania odpadów radioaktywnych pochodzących z komercyjnego wykorzystania energii jądrowej w Niemczech. Fundusz rokrocznie rekompensuje niemieckiemu Ministerstwu Środowiska koszty składowania odpadów – od 2017 r. przekazał na ten cel 4,5 mld EUR. KENFO zainwestował w ponad 90 krajach na świecie i podobnie jak norweski GPFG czy irlandzki ISIF publikuje szczegółowe informacje o swoim portfolio na stronie internetowej.

Forma działalności

- Założony na mocy ustawy w 2017 roku jako fundacja prawa publicznego, zasilony został środkami od operatorów 25 niemieckich elektrowni jądrowych.
- Fundusz podlega Ministerstwu Gospodarki i Energii, ale nadzór sprawowany jest w porozumieniu z Ministerstwem Finansów oraz Ministerstwem Środowiska, Ochrony Przyrody i Bezpieczeństwa Jądrowego.
- Inwestuje w kraju i za granicą.

Cel

- **Zapewnienie finansowania kosztów składowania odpadów radioaktywnych do końca XXI wieku.**
- Duża dywersyfikacja portfela inwestycyjnego pod względem regionów świata, branż i ryzyka.
- Strategia inwestycyjna zintegrowana jest z kryteriami ESG

Wybrane informacje – Alokacja aktywów

Akcje

35%

Obligacje *ryzykowne*

25%

(Obligacje korporacyjne i krajów rozwijających się)

Obligacje o niskim ryzyku

10%

Inwestycje alternatywne

30%

(m.in. PE, infrastruktura, nieruchomości)

Aktywa w zarządzaniu:

24 mld EUR

Źródło danych: https://www.kenfo.de/en/en-kapitalanlagen/portfolio

Wielka Brytania – National Wealth Fund

Brytyjski National Wealth Fund jest najmłodszą instytucją w naszym zestawieniu i właściwie dopiero rozpoczyna swoją faktyczną działalność. Powstał w październiku 2024 r. z przekształcenia UK Infrastructure Bank (UKIB). Dotychczasowa działalność UKIB została znacznie rozszerzona, kapitał zwiększony, podniesiona została także zdolność do podejmowania ryzyka w inwestowaniu. NWF dysponuje kwotą około 28 mld funtów, którą ma przeznaczyć na wsparcie polityki klimatycznej kraju i jednoczesne pobudzenie lokalnego wzrostu gospodarczego.

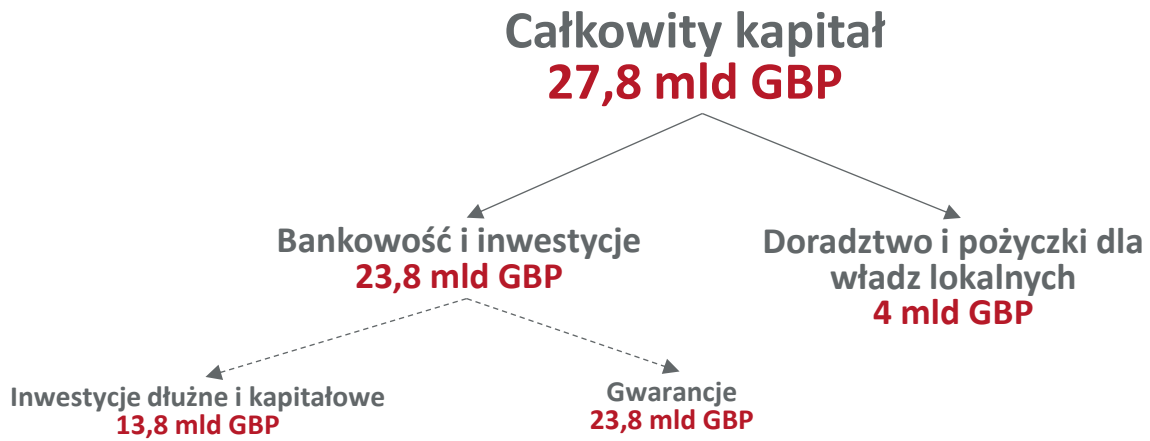
Forma działalności

- Powstały pod koniec 2024 r. z przekształcenia UK Infrastructure Bank, zasilony środkami z UKIB i budżetu państwa.
- Fundusz podlega pod Ministerstwo Skarbu.
- Inwestuje w kraju.

Cel

- **Osiągnięcie stóp zwrotu co najmniej pokrywających rządowe koszty pożyczek i wydatków operacyjnych.**
- Strategia inwestycyjna zintegrowana z rządowym planem transformacji energetycznej The Clean Power 2030 Action Plan.
- Rozwój sektorów i wspieranie inwestycji prywatnych, które bez wsparcia mogłyby nie zostać zrealizowane.

Wybrane informacje – Przeznaczenie kapitału



Słowenia - Slovenian Sovereign Holding

Słoweński SSH powstał w 2014 r. z przekształcenia istniejącego od 1993 r. Slovene Compensation Fund, który odpowiadał m.in. za prywatyzację państwowych aktywów. SSH zostało powołane w celu scentralizowanego i przejrzystego zarządzania majątkiem państwowym, które odbywa się w oparciu o corocznie uchwalany przez rząd Roczny Plan Zarządzania Aktywami. Spóła posiada obecnie największy portfel państwowych aktywów kapitałowych obejmujący ponad 50 przedsiębiorstw.

Forma działalności

- Powstały z przekształcenia Slovene Compensation Fund w 2014 roku
- Jedynym udziałowcem jest Republika Słowenii. Uprawnienia i obowiązki Walnego Zgromadzenia SSH wykonuje rząd. Rada nazdorcza SSH powoływana jest przez Zgromadzenie Narodowe Słowenii na wniosek rządu.
- Inwestuje w kraju.

Cel

- **Zarządzanie aktywami państwowymi zgodnie z corocznie uchwalanymi przez rząd Rocznymi Plan Zarządzania Aktywami.**
- Plan zarządzania aktywami na 2025 r. po raz pierwszy wyznacza cel produktywności dla całego portfela aktywów zarządzanych przez SSH (na poziomie 86 tys. EUR wartości dodanej na pracownika).
- Dywidenda w 2025 r. na poziomie 464,1 mln EUR.

Wybrane informacje – Struktura portfela aktywów kapitałowych

Transport	Energia	Finanse	Przemysł	Turystyka
40,2%	31,1%	16,7%	10,4%	1,6%

Aktywa w zarządzaniu:

12,2 mld EUR

Źródło danych: Raport roczny SSH za 2023 r.

Synteza najlepszych praktyk w zarządzaniu analizowanych SWF



JASNY I ELASTYCZNY MANDAT DZIAŁANIA

Dobrze zdefiniowane i publicznie dostępne ramy działalności budują odpowiedzialność i zaufanie publiczne.

01

1. Mandat każdego z opisanych wcześniej funduszy zdefiniowany został w oddzielnej ustawie, łatwo dostępnej z poziomu strony internetowej SWF.
2. Dokumenty założycielskie definiują cel funduszu, ustanawiają relacje właścicielskie, ograniczają zakres działalności i uzasadniają jego istnienie przed społeczeństwem.
3. Elastyczność pozwala na sprawne działanie w czasach kryzysu, np. stworzony przez ISIF Fundusz Stabilizacji i Odbudowy w celu wsparcia średnich i dużych irlandzkich przedsiębiorstw, które odczuły negatywne skutki pandemii COVID-19.



DŁUGOTERMINOWA WIZJA I STRATEGIA

Długoterminowy horyzont inwestycyjny pomaga przetrwać rynkową zmienność i wspiera zarządzanie ryzykiem oraz optymalizację zysków.

02

1. Strategia inwestycyjna funduszu powinna opierać się nie tylko na długoterminowym horyzoncie, ale i na dywersyfikacji portfela w różne klasy aktywów w różnych regionach geograficznych.
2. Cel strategii inwestycyjnej powinien być sprecyzowany i mierzalny, jak np. wynik względem indeksu referencyjnego (fundusz GPFG) czy konkretna dywidenda wypłacana właścicielowi (fundusz SSH).
3. Coraz częściej strategia inwestycyjna funduszy staje się zintegrowana z kryteriami ESG.



PRZEJRZYSZTOŚĆ I TRANSPARENTNOŚĆ

Wysoki poziom przejrzystości buduje i utrzymuje zaufanie publiczne, legitymizuje rolę SWF a jednocześnie poddaje decydentów zewnętrznej kontroli.

03

1. Regularne i kompleksowe raportowanie, ujawnienie portfela inwestycyjnego to podstawowe praktyki, które budują przejrzystość i tym samym zaufanie do funduszu.
2. Transparentna działalność to także sposób niebezpośredniej kontroli zewnętrznej, która może odstraszyć od niewłaściwego zarządzania, zmniejszyć ryzyko korupcji i zwiększyć zaufanie publiczne.
3. Modelowy przykład stanowi norweski fundusz GPFG, na którego stronie dostępne są szczegóły wszystkich inwestycji i lista firm, w których posiada udziały. Fundusz upublicznia nawet jak jego przedstawiciele głosowali w posiadanych spółkach, włącznie z uzasadnieniem decyzji.

03.

Wnioski dla Polski

Zdefiniowanie celów strategicznych polskiej gospodarki…



…czyli na jakie wyzwanie ma odpowiadać fundusz

Europejskie fundusze majątkowe mają mandat dostosowany do potrzeb gospodarczych kraju.

Tworząc polski *Sovereign Wealth Fund* powinno się jasno określić jego główny cel. Czy głównym celem funduszu powinno być:

- Zapewnienie długoterminowych oszczędności w celu sprostania wyzwaniom demograficznym.
- Stabilizacja gospodarcza i zarządzanie nadwyżkami budżetowymi.
- Strategiczny rozwój gospodarki kraju, np. transformacja energetyczna, wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw.

Przykłady francuskiego Bpifrance czy irlandzkiego ISIF pokazują, że fundusze majątkowe mogą być skutecznie zintegrowane z polityką gospodarczą kraju i wspierać jego rozwój. Dodatkowo nie są to fundusze zasilane dochodami ze sprzedaży surowców.

Zdefiniowanie przewidywalnego źródła kapitału…



…czyli skąd mają pochodzić środki na inwestycje

Polska nie jest w stanie stworzyć funduszu majątkowego w oparciu o dochody z surowców energetycznych.

Źródło kapitału funduszu majątkowego powinno być zarówno przewidywalne, jak i zrównoważone, niezależnie od jego pochodzenia. W polskich warunkach możliwymi do realizacji mechanizmami finansowania mogą być:

- Jednorazowy zastrzyk kapitału – przekazanie pieniędzy na uruchomienie funduszu.
- Nadwyżki budżetowe – regularne alokacje z budżetu państwa w okresach dodatniego salda budżetu.
- Wpływy z prywatyzacji – przekierowanie dochodów ze sprzedaży aktywów państwowych do funduszu (vide słoweński SSH).

Przykład niemieckiego KENFO pokazuje, że można skutecznie zarządzać funduszem w oparciu o jednorazowy zastrzyk kapitału. Trzeba też pamiętać, że choć norweski GPFG działał w oparciu o dochody ze sprzedaży surowców energetycznych to obecnie większość jego wartości pochodzi z inwestycji.

Zdefiniowanie niezależnych ram zarządzania…



…czyli działanie ponad politycznymi podziałami

Ustawa założycielska funduszu powinna definiować jego cel, strukturę i autonomię operacyjną.

Norweski GPFG stanowi doskonały przykład funduszu działającego w ramach funkcjonującej w Norwegii władzy i jednocześnie ponad politycznymi podziałami.

Jego działalność opiera się konsensusie politycznym – norweski parlament ustala ramy prawne, Ministerstwo Finansów ponosi ogólną odpowiedzialność i wydaje wytyczne, a bank centralny Norwegii odpowiada za operacyjne zarządzanie funduszem (delegując je do niezależnego Norges Bank Investment Managament).

Taka struktura znacznie zmniejsza ryzyko krótkoterminowych wpływów politycznych na decyzje inwestycyjne.

W polskich warunkach niezwykle pożądane (i trudne jednocześnie) byłoby zbudowanie ponadpartyjnego konsensusu w sprawie najistotniejszych zasad działania funduszu czy jego struktury zarządzania.

Zdefiniowanie strategii inwestycyjnej…



…czyli na czym zarabiać

Inwestować globalnie, jak GPFG lub KENFO, czy skupić się na inwestycjach krajowych, jak ISIF lub Bpifrance.

Dyskusja na temat strategii inwestycyjnej funduszu majątkowego stanowi naturalne przedłużenie procesu definiowania jego celu. Niezależnie jednak jaki model inwestycyjny zostanie wybrany to każdy z opisywanych funduszy majątkowych podkreśla długoterminowy horyzont inwestycyjny.

Irlandzki ISIF – czyli fundusz aktywnie inwestujący w kraju – uwydatnia, że jego mandat inwestycyjny oparty jest na *zasadach komercyjnych*. Ma to na celu zapewnienie, że fundusz będzie przyciągał i uzupełniał kapitał prywatny, a nie go wypierał.

Niezależnie od wyboru strategii inwestycyjnej warto zadbać, aby miała ona mierzalny cel – vide benchmarkowanie się do indeksu referencyjnego przez norweski GPFG.

Zdefiniowanie transparentności i odpowiedzialności…



…czyli budowanie zaufania publicznego

Przejrzystość działań jest kluczowa dla zaufania publicznego i legitymizacji działań funduszu.

Każdy z opisywanych europejskich funduszy majątkowych, w kwestii transparentności, cechował się kompleksowym i rozbudowanym raportowaniem. Na stronach internetowych funduszy w łatwy i przystępny sposób można znaleźć m.in. raporty roczne, strategie inwestycyjne, schematy organizacyjne czy relacje właścicielskie.

Budowanie legitymizacji jest szczególnie istotne w Polsce, gdzie władze i instytucje publiczne nie cieszą się zaufaniem wśród społeczeństwa*. Fundusze majątkowe co do zasady podlegają większej kontroli społecznej, a brak przejrzystości może rodzić nieufność i podważać zdolność funduszu do osiągania długoterminowych celów.

Transparentna działalność stanowi także pewną formę niebezpośredniej kontroli i może zniechęcić do działań korupcyjnych czy niewłaściwego zarządzania aktywami funduszu.

* patrz np. cykliczne badanie CBOS „Zaufanie społeczne”

Podsumowanie

Rozdział 1
Kluczowe informacje o SWF

- Państwowe fundusze majątkowe (ang. Sovereign Wealth Fund, SWF) **to specjalistyczne fundusze inwestycyjne będące własnością rządu** służące do zarządzania aktywami **w celu osiągnięcia określonych celów finansowych lub gospodarczych**. Definiujemy trzy główne rodzaje funduszy majątkowych: 1) stabilizacyjne, 2) oszczędnościowe i 3) strategiczne/rozwojowe.
- Do czterech głównych ról funduszy majątkowych należy zaliczyć: 1) **stabilizację** gospodarki, 2) **inwestycje** i rozwój gospodarki, 3) **dywersyfikację** gospodarki i 4) **narzędzie geopolityczne**.
- Literatura badawcza wykazuje, że fundusze majątkowe **mają długoterminowy stabilizujący wpływ na płynność i rynki finansowe**, co z kolei przekłada się na wyższy wzrost gospodarczy. Firmy, w których fundusze posiadają udziały, mają wyższą wartość od porównywalnych przedsiębiorstw.
- Światowe fundusze majątkowe **mają w zarządzaniu prawie 14 bilionów dolarów aktywów**. Największy udział w całości światowych zarządzanych aktywów **mają SWF z regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej (41%, 5,7 bln USD)**. Największym jednostkowym **funduszem majątkowym jest norweski GPFG, który zarządza ponad 13%** całości światowych aktywów zarządzanych przez SWF.

Rozdział 2
Wybrane europejskie SWF

- Analiza europejskich SWFów wykazuje, że ich **motywacje do utworzenia są znacznie bardziej zróżnicowane niż tradycyjne fundusze** napędzane surowcami, typowe dla Bliskiego Wschodu czy Azji..
- Europejskie SWF znacznie częściej niż ich odpowiedniki z innych regionów świata **zintegrowane są z polityką gospodarczą rządu**, np. **wspierający eksport i innowacje francuskich MŚP Bpifrance** czy wspierający transformację energetyczną kraju brytyjski National Wealth Fund.
- Europejskie fundusze wyróżniają się: a) **przejrzystością** i transparentnością działania, b) **długoterminową wizją** i strategią oraz c) jasnym i elastycznym modelem działania.

Rozdział 3
Wnioski dla Polski

- Przykłady francuskiego Bpifrance czy irlandzkiego ISIF pokazują, że **fundusze majątkowe mogą być skutecznie zintegrowane z polityką gospodarczą kraju** i wspierać jego rozwój. Dodatkowo **nie są to fundusze zasilane dochodami ze sprzedaży surowców**.
- Przykład niemieckiego KENFO pokazuje, że **można skutecznie zarządzać funduszem w oparciu o jednorazowy zastrzyk kapitału**. Trzeba też pamiętać, że choć norweski GPFG działał w oparciu o dochody ze sprzedaży surowców energetycznych to **obecnie większość jego wartości pochodzi z inwestycji**.
- Model Bpifrance jest o tyle szczególny, że jest to **instytucja rozwoju pełniąca wiele ról jednocześnie** - działa jako fundusz majątkowy, bank rozwoju, agencja kredytów eksportowych i wsparcia innowacji.
- W obliczu wyzwań, przed którymi stoi polska gospodarka, takich jak niedobór kapitału inwestycyjnego czy starzejące się społeczeństwo, **utworzenie funduszu pełniącego nie tylko rolę inwestora, lecz także narzędzia realizacji polityki gospodarczej**, wydaje się być skutecznym rozwiązaniem.

Informacja i bibliografia

Biuro Analiz
Polski Fundusz Rozwoju S.A.
ul. Krucza 50
00-025 Warszawa
https://pfr.pl/ekspertyzy-ekonomiczne

Autor raportu: Michał Kolasa
(michal.kolasa@pfr.pl)

Zatwierdził: Paweł Dobrowolski
(pawel.dobrowolski@pfr.pl)

Niniejszy materiał został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym. Biuro Analiz dołożyło wszelkich starań, aby raport oparty był na wiarygodnych i sprawdzonych źródłach. PFR S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w materiale. Raport może być wykorzystywany do opracowań własnych w całości lub części wyłącznie pod warunkiem powołania się na źródło.

Polski Fundusz Rozwoju S.A. wpisany do Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy pod numerem KRS 0000466256; NIP 7010374912; REGON: 1466154578; kapitał zakładowy 12 122 029 143,00 PLN (opłacony w całości).

Sierpień 2025 r.

Bibliografia

- International Working Group of Sovereign Wealth Funds. (2008). Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices ("Santiago Principles").
- TheCityUK. Sovereign Wealth Funds: Global trends and the UK's role in the evolving landscape for Sovereign Investment Vehicles.
- Cumming, D., & Monteiro, P. (2023). Sovereign wealth fund investment in venture capital, private equity, and real asset funds. Journal of International Business Policy, 6, 330–355.
- Alhashel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. Journal of Economics and Business, 78.
- Fernandes, N. (2017). Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World. In D. Cumming et al. (Eds.), The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds. Oxford University Press.
- Åslund, A. (2007). The truth about sovereign wealth funds. Foreign Policy.
- Mertens, D., Thiemann, M., & Volberding, P. (Eds.). (n.d.). The Reinvention of Development Banking in the European Union: Industrial Policy in the Single Market and the Emergence of a Field.
- Cumming, D., et al. (Eds.). (2017). The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds. Oxford University Press.
- Global SWF - https://globalswf.com/
- Sovereign Wealth Fund Institute - https://www.swfinstitute.org/
- Norges Bank Investment Management - https://www.nbim.no/en/
- Bpifrance - https://www.bpifrance.com/
- Ireland Strategic Investment Fund - https://isif.ie/
- German Nuclear Waste Disposal Fund (KENFO) - https://www.kenfo.de/en/start
- UK National Wealth Fund - https://www.nationalwealthfund.org.uk/
- Slovenian Sovereign Holding - https://www.sdh.si/en-gb/
- CBOS – Centrum Badania Opinii Społecznej. - https://www.cbos.pl/PL/publikacje/publikacje.php

Niniejszy raport ma charakter wyłącznie informacyjny i został przygotowany w celu przedstawienia aktualnego stanu wiedzy na temat europejskich funduszy majątkowych (sovereign wealth funds). Raport nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, prawnej ani strategicznej. Wszelkie opinie zawarte w raporcie mają charakter ogólny i nie odnoszą się do konkretnych decyzji inwestycyjnych, biznesowych, politycznych czy gospodarczych.



Biuro Analiz PFR S.A.:

pawel.dobrowolski@pfr.pl

michal.kolasa@pfr.pl

andrzej.kochman@pfr.pl

adam.jagodzinski@pfr.pl