

WALDEMAR ASPADAREC

Uniwersytet Szczeciński

FUNDUSZ *SOVEREIGN WEALTH* JAKO NARZĘDZIE FINANSÓW PAŃSTWA

Wprowadzenie

W ciągu ostatnich trzech dekad system finansowy przechodził historyczną fazę zasadniczej zmiany strukturalnej. Finansowa liberalizacja, rozwój nauki o finansach oraz informatyki wspólnie przewodziły erze innowacji, która może przejść do historii jako kolejna finansowa rewolucja. Silnie kontrolowane, podzielone i „senne” lokalne systemy finansowe ustąpiły miejsca regulowanemu w ograniczonym zakresie, otwartemu i dynamicznemu globalnemu systemowi finansowemu, charakteryzującemu się między innymi urynkowaniem finansów, do czego w znacznej mierze przyczynił się szybki wzrost instytucji finansowych w postaci funduszy *sovereign wealth*. Niniejszy artykuł omawia genezę i rozwój tych funduszy oraz rozważa ich innowacyjność, potencjał w kształtowaniu polityki ekonomicznej państwa oraz traktuje o najważniejszym wehikule *sovereign wealth* należącym do emiratu Dubaj.

1. Fundusze *sovereign wealth* – definiowanie, geneza i zadania

Nie istnieje jednolita definicja funduszy *sovereign wealth*. W debacie ekonomicznej określane są one jako rządowe wehikuly inwestycyjne zarządzające

aktywami zagranicznymi¹. Międzynarodowy Fundusz Walutowy uściśla tę definicję: fundusze *sovereign wealth* są specjalną grupą funduszy inwestycyjnych, zakładanych oraz posiadanych przez rząd centralny z przyczyn makroekonomicznych (jako przypadki szczególne ze względu na dużą samodzielność poszczególnych stanów można tu traktować stanowe fundusze amerykańskie, takie jak Alaska Permanent Fund – Stały Fundusz Alaski czy New Mexico State Investment Office Trust – Trust Inwestycyjny Stanu Nowy Meksyk). Według tej definicji, do zadań funduszu *sovereign wealth* należy utrzymywanie, zarządzanie lub administrowanie aktywami w celu osiągnięcia określonych celów finansowych. Fundusze te wykorzystują zróżnicowane strategie inwestycyjne, w tym inwestowanie w finansowe aktywa zagraniczne. Środki na założenie tego typu instytucji pochodzą zazwyczaj z nadwyżki w bilansie płatniczym, prywatyzacji, nadwyżek budżetowych lub przychodów pochodzących z eksportu surowców.

Wpływ na rozwój funduszy *sovereign wealth*, który osiągnął apogeum na początku XXI wieku, miała akumulacja rezerw². Za dodatkowy czynnik akumulacji rezerw walutowych można uznać potrzebę zabezpieczenia się gospodarek wschodzących na wypadek przyszłych kryzysów. Było to pokłosie wstrząsów gospodarczych przełomu wieków (między innymi kryzysu rosyjskiego oraz azjatyckiego). Kolejnym czynnikiem globalnego wzrostu poziomu rezerw walutowych było dążenie dotkniętych trudnościami gospodarek azjatyckich do szybkiego powrotu na ścieżkę wzrostu poprzez eksport. Sprzyjały temu ich zdeprecjonowane waluty oraz reżimy kursowe *de iure* lub *de facto* przywiązujące ich waluty do dolara amerykańskiego. Kolejnym czynnikiem wymienianym w dokumencie Europejskiego Banku Centralnego są właściwości rodzimych systemów finansowych niektórych rynków wschodzących, szczególnie azjatyckich.

Są to w szczególności:

- a) ich niedostatecznie rozwinięte instytucje finansowe, stwarzające trudności we właściwym transformowaniu oszczędności prywatnych w inwestycje, a także niewydajne oraz/lub kosztowne rynki hedgingowe;
- b) utrzymująca się tendencja ku dolaryzacji oficjalnych oraz/lub prywatnych aktywów transgranicznych po stronie niektórych finansujących te gospodarki;

¹ J. Gieve, *Sovereign wealth funds and global imbalances*, przemówienie wygłoszone na Sovereign Wealth Management Conference, Londyn, 14 marca 2008, www.bis.org/review/r080319d.pdf.

² Grupa Zadaniowa Komitetu do spraw Relacji Międzynarodowych Europejskiego Banku Centralnego – „The Accumulation of Foreign Reserves”, publikacje nieperiodyczne Europejskiego Banku Centralnego nr 43, styczeń 2006, www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf.

c) z punktu widzenia makro nadwyżka oszczędności nad inwestycjami w kraju macierzystym spowodowana zbyt dużymi oszczędnościami (przykładem są Chiny) lub niedostatek inwestycji (inne azjatyckie rynki wschodzące).

Wehikuły te mogą charakteryzować się wyższą tolerancją ryzyka, niż przewiduje to tradycyjne podejście banku centralnego do zarządzania rezerwami walutowymi (między innymi ze względu na długi horyzont inwestycyjny oraz pochodzenie środków dla tych funduszy zazwyczaj z nadwyżek budżetowych)³. Andrew Rosanov, w jednym z pierwszych artykułów naukowych poruszających zagadnienie *sovereign wealth funds*, sygnalizuje potencjalne trudności związane z istnieniem kilku wehikułów inwestycyjnych państwa: zarządzający (na przykład banku centralnego i SWF należącego do tego samego państwa) mogą stosować odmienne strategie inwestycyjne, a co za tym idzie – nawet (świadomie lub nieświadomie) konkurować między sobą na szkodę państwa macierzystego. Może także dochodzić do zacierania się kompetencji między tymi jednostkami z negatywnymi skutkami dla państwa-właściciela (efekt kanibalizmu)⁴.

Relacje między aktywami funduszu *sovereign wealth* a poziomem rezerw walutowych państwa są również bardzo zróżnicowane – według *Sovereign Wealth Fund Institute* stosunek aktywów zarządzanych przez fundusz *sovereign wealth* danego państwa do poziomu rezerw walutowych tego państwa waha się między 0,1 a 36,6, co wskazuje na wyraźne zróżnicowanie istotności różnych funduszy w różnych państwach w skali makro⁵. Należy tu jednak zaznaczyć, że w bankach centralnych niektórych krajów ma miejsce zamiana części aktywów postrzeganych jako mało ryzykowne i płynne (przede wszystkim obligacji w walutach obcych) na inwestycje charakteryzujące się wyższym stopniem ryzyka (między innymi instrumenty pochodne). Ponadto w niektórych krajach należące do państwa banki oraz przedsiębiorstwa państwowe niebędące bankami inwestują swoje środki w aktywa zagraniczne, stosując politykę właściwą funduszom *sovereign wealth*⁶. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, mając na uwadze

³ U.S. Das, Yinqiu Lu, Ch. Mulder, A. Sy, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, publikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Departament Monetarystyki i Rynków Kapitałowych, sierpień 2009.

⁴ A. Rozanov, *Who Holds The Wealth Of Nations?*, „Central Banking Journal”, maj 2005, artykuł jako jeden z pierwszych traktuje o tym zagadnieniu, dostępny na: www.docstoc.com/docs/8086792/Who-Holds-The-Wealth.

⁵ www.swfinstitute.org/funds.php.

⁶ J. Gieve, *Sovereign wealth funds and global imbalances*, przemówienie wygłoszone na Sovereign Wealth Management Conference w Londynie 14 marca 2008, www.bis.org/review/r080319d.pdf. S. Davidson, profesor ekonomii instytucjonalnej, Uniwersytet RMIT, *Do sovereign wealth funds*

ich niezwykle heterogeniczną naturę, podaje jako ich cechy wspólne stuprocentowy udział państwa (niemuszący występować w wypadku wspomnianych banków lub przedsiębiorstw niebankowych, w których państwo może dominować w strukturze właścicielskiej lub udziałowej, ale nie być jedynym właścicielem) oraz powołanie do życia w celu realizacji celu makroekonomicznego państwa (cele te mogą być jednak wielorakie i ulegać zmianom w czasie – na przykład oszczędzanie oraz stabilizacja fiskalna). Łukasz Paszkowski, w swojej prezentacji *Sovereign Wealth Funds* na Uniwersytecie w Zurychu podkreśla kolejną istotną różnicę między funduszem *sovereign wealth* a bankiem centralnym: SWF może lokować w mało płynne aktywa, także takie, które w sensie prawnym są poza zasięgiem władz monetarnych⁷.

Pod względem zadań realizowanych przez fundusze *sovereign wealth* Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swojej publikacji z roku 2009 MFW dzieli te fundusze na pięć kategorii⁸:

1. Korporacje zarządzania rezerwami mające za cel osiągać zyski na inwestowaniu nadwyżek w kasie państwowej. Fundusze inwestujące w rezerwy walutowe mają za zadanie zwiększyć dochód z rezerw, a zgromadzone w nich aktywa są często nadal zaliczane do rezerw. Nadzoruje je bank centralny, a nie rząd.
2. Fundusze rezerwowe dla systemów emerytalnych – ich celem jest zapobieżenie problemowi finansowemu wynikającemu ze starzejącej się populacji państwa, a co za tym idzie – niewydolności systemu emerytalnego opartego na repartycji. Tego typu wehikuly są tworzone na przykład przez Australię, Irlandię, Nową Zelandię i Chile. Dezinwestycja ma nastąpić w chwili pojawienia się nierównowagi w systemie (sytuacja, w której środki pochodzące od pokolenia pracującego nie wystarczają na wypełnienie zobowiązań wobec emerytów).
3. Fundusze stabilizacyjne – są tworzone z bogactwa wytworzonego z eksploatacji surowców naturalnych (głównie ropy oraz gazu ziemnego, ale

make economic or political decisions?, prezentacja sympozjum Australia's Open Investment Future, grudzień 2008, www.ipa.org.au/library/publication/1229472014_document_davidson_swf_cover.pdf; B.J. Balin, *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*, <https://jscholarship.library.jhu.edu/bitstream/handle/1774.2/32826/Sovereign%20Wealth%20Funds%20A%20Critical%20Analysis%20032008.pdf>.

⁷ www.uzh.ch/isb//studium/fs09/pdf/3644_presentation_4_swf.pdf.

⁸ www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/pol03408a.htm, IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds By IMF Survey online.

także miedzi w Chile czy fosforanów w przypadku Kiribati). Działalność tego typu wiąże się z dwoma problemami: po pierwsze, ceny są wysoce niestabilne – cykl *boom-bust* – w porównaniu z innymi źródłami przychodów, a po drugie – złoża są ograniczone, co ma szczególne znaczenie w wypadku małych krajów.

4. Fundusze rezerwowe – ogólnie rzecz ujmując, skupiają się na budowie kapitału dla pokoleń oraz transferach bogactwa między generacjami (porównanie tych celów z zawartymi w poprzednich podpunktach wskazuje na wysoką umowność niniejszego podziału). Ma to szczególne znaczenie w krajach posiadających ograniczone surowce naturalne lub których potencjalne zasoby stoją pod znakiem zapytania. W wielu takich państwach alokacja bogactwa między pokoleniami oraz zapewnienie także przyszłych przychodów z eksploatacji surowców nieodnawialnych jest kluczowym celem rządów. Zapewnienie kapitału międzypokoleniowego ma na celu zapewnienie w miarę równego rozkładu bogactwa między pokoleniami. Można to osiągnąć poprzez konwersję skończonych w swojej obfitości aktywów (na przykład zasobu naturalnego) w nieskończony strumień przychodów finansowych dla dobrobytu pokoleń obecnych oraz przyszłych.
5. Fundusze na rzecz rozwoju inwestujące zarobione pieniądze w przedsięwzięcia mające na celu rozwój kraju (na przykład infrastruktura czy budowa kapitału ludzkiego)⁹.

Fundusze *sovereign wealth* mogą być istotnym, innowacyjnym narzędziem kształtowania polityki ekonomicznej państwa ze względu na ich specyficzną strukturę, jednak ich poszczególne funkcje mogą być wykonywane przez istniejące do tej pory wehikuly (na przykład banki centralne). Dla przejrzystości dalszych rozważań niezbędne jest zdefiniowanie przedsiębiorstwa (podmiotu) zależnego funduszu *sovereign wealth*. Przedsiębiorstwem zależnym funduszu *sovereign wealth* (*sovereign wealth enterprise*) nazywamy państwowy (*sovereign*) wehikul inwestycyjny posiadany i kontrolowany przez fundusz *sovereign wealth*. Przedsiębiorstwo państwowe (*state-owned enterprise*) może być utożsamiane z przedsiębiorstwem zależnym funduszu *sovereign wealth*, tylko wtedy,

⁹ U.S. Das, Y. Lu, Ch. Mulder, A. Sy, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, publikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Departament Monetarystyki i Rynków Kapitałowych, sierpień 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09179.pdf.

gdy znajduje się ono pod bezpośrednią kontrolą funduszu *sovereign wealth*. Fundusze *sovereign wealth* zakładają swoje przedsiębiorstwa ze zróżnicowanych przyczyn. Jedną z nich jest elastyczność. Sam fundusz *sovereign wealth* może podlegać restrykcyjnym wytycznym, natomiast przedsiębiorstwo zależne od takiego funduszu może posiadać swoje własne regulacje. Na przykład dla wielu publicznych funduszy emerytalnych krótka sprzedaż akcji może być niemożliwa. W celu ominięcia tego wymogu mogą one zatrudnić zewnętrznego zarządcę (tu także w sensie spółki zarządzającej) mogącego wdrażać strategię *long-short* w stosunku do danego portfela inwestycyjnego. Kolejną przyczyną może być przejrzystość. I wreszcie, przedsiębiorstwo zależne unika bycia zaklasyfikowanym jako fundusz *sovereign wealth* i – co za tym idzie – unika podlegania określonym obowiązkom informacyjnym. Trudno jest ustalić zagregowaną wartość przedsiębiorstw zależnych funduszy *sovereign wealth*, ale wiadome jest, że ich wartość nie może być wyższa niż wartość aktywów samych funduszy¹⁰. Przydatne jest również rozróżnienie stylów inwestycyjnych funduszy *sovereign wealth*, czyli sposobu, w jaki fundusz *sovereign wealth* inwestuje. Można rozróżnić:

- styl portfelowy – holding ma znaczne pakiety akcji w spółkach dopuszczonych do publicznego obrotu (skoncentrowany),
- styl indeksowy – holding ma mały udział w podmiotach publicznych (zdywersyfikowany),
- styl mieszany – holding stosuje elementy obu powyższych strategii¹¹.

2. Powstanie funduszu *Dubai World*

Opracowanie uwzględnia zarówno wybuch tak zwanego światowego kryzysu ekonomicznego, jak i mające miejsce pod koniec 2009 roku istotne pogorszenie sytuacji Dubaju, dla którego symboliczną datą jest 26 listopada 2009 roku, gdy opisywany tu największy podmiot *sovereign wealth* emiratu (*de facto* istotna część finansów Dubaju jako państwa) złożył wniosek o renegocjację swojego zadłużenia. Nie rozważano drugiego wehikułu tego państwa – *Investment Corporation of Dubai*, ani funduszu Zjednoczonych Emiratów Arabskich – *Emirates Investment Authority*. Fundusz *sovereign wealth Dubai World* został założony

¹⁰ Materiały Instytutu Funduszy Sovereign Wealth (Sovereign Wealth Institute), www.swfinstitute.org/research/swe.php.

¹¹ www.swfinstitute.org/research/firminvestmentstyle.php.

2 marca 2006 roku dekretem szejka Mohammeda ben Rashida Al Muktuma – wiceprezydenta i premiera Zjednoczonych Emiratów Arabskich i władcy Dubaju. Ben Rashid posiada również większościowy udział własnościowy w *Dubai World*¹². Należy tu jednak pamiętać o specyfice krajów Bliskiego Wschodu i ich plemiennie-monarchicznym ustroju – państwo można tam do pewnego stopnia utożsamiać z własnością monarchy. Stąd też *Dubai World* można niewątpliwie określać jako fundusz *sovereign wealth*, a nie jako rodzaj specyficznego funduszu *hedge* czy *private equity* lub *venture capital*.

3. Polityka inwestycyjna spółki holdingowej *Dubai World*

Pod względem metodycznym instytucje opisujące fenomen funduszy *sovereign wealth* wskazują na innowacyjność badanych funduszy oraz bazowanie w badaniach na dość skąpym materiale badawczym. Fundusze *sovereign wealth* mogą charakteryzować się wysoce niejawną strukturą oraz działaniami. Kolejnym problemem jest relatywnie krótka historia funduszy *sovereign wealth* (54 lata od powstania *Kuwait Investment Authority*) oraz ich niewielka liczba (do 14 września 2009 roku *Sovereign Wealth Fund Institute* rozpoznaje 56 funduszy). *Sovereign Wealth Fund Institute* w swoich klasyfikacjach funduszy nadaje im rating jawności metodą Linaburga-Maduella: przykładami funduszy o ratingu 10 (pełna przejrzystość informacyjna) są *New Zealand Superannuation Fund* czy też norweski *Government Pension Fund*, a na drugim biegunie (rating równy 1, czyli brak przejrzystości informacyjnej) są wehikuły, takie jak *Bostwana Pula Fund* czy algierski *Revenue Regulation Fund*. Istnieje tu duży związek między zaawansowaniem rozwoju rynków finansowych i tak zwanymi demokratycznymi standardami stosowanymi w danym państwie a przejrzystością funduszu (fundusze krajów uznawanych za autorytarne mają zazwyczaj niższe ratingi niż fundusze krajów demokratycznych)¹³. Według raportu *Merill Lynch Global Research* upublicznionego w październiku 2007 roku, do roku 2011 aktywa w zarządzaniu funduszy *sovereign wealth* mogą wzrosnąć czterokrotnie z 1,9 biliona do 7,9 biliona dolarów; z kolei Międzynarodowy Fundusz Walutowy w raporcie upublicznionym na początku roku 2008 wskazuje na możliwość osiągnięcia

¹² Tender Offer for Securities of Pack Delta Public Company Limited, s. 8.

¹³ www.swfinstitute.org/funds.php.

poziomu 6–10 bilionów dolarów wartości aktywów w zarządzaniu tych funduszy do końca roku 2013)¹⁴.

Fundusz *sovereign wealth Dubai World* miał cele, które można sklasyfikować jako ekspansywne, a nie zachowawcze. Oznacza to, że *Dubai World* dąży nie tyle zachowanie wartości, co do jej agresywnego pomnażania. Według strony internetowej holdingu, prowadzi on działalność w 100 miastach na całym świecie (stąd slogan „Nad *Dubai World* nigdy nie zachodzi Słońce”). Obszary zainteresowania holdingu to między innymi zarządzanie portami, działalność developerska, turystyka, zarządzanie strefami wolnocłowymi, *private equity*, lotniska, giełdy surowcowe i usługi finansowe. Amerykańskie źródło podaje z kolei, że holding działa w 30 miastach dwunastu krajów i zatrudnia ponad 5000 osób (w chwili inauguracji działalności holdingu pracowników wszystkich jego spółek miało być 50 000)¹⁵. Warto zaznaczyć, że wiele z niniejszych przedsięwzięć komercyjnych było prowadzonych przez Biuro Korporacyjne (*The Corporate Office* – TCO) – nieposiadający osobowości prawnej podmiot rządu Dubaju prowadzony przez sułtana Ahmeda ben Sulayema. Wraz z powstaniem *Dubai World* całość władzy zarządczej nad tymi podmiotami została tam przeniesiona. Obecnie rolę prezesa *Dubai World* pełni sułtan Ahmed ben Sulayem. Należy również zauważyć, że wiele z wymienionych wcześniej przedsięwzięć jest przede wszystkim wehikułami mającymi za zadanie realizować określone inwestycje w Dubaju i działania za granicą jako pochodne. Interesujący jest również fakt, że fundusz pełnił rolę narzędzia walki politycznej: w marcu 2008 roku, gdy Unia Europejska usiłowała narzucić funduszom *sovereign wealth* „wytyczne dotyczące transparentności, przewidywalności oraz odpowiedzialności”, wspomniany wcześniej sułtan Ahmed ben Sulayem zagroził wycofaniem jego środków z Europy¹⁶. Na koniec 2008 roku wartość aktywów funduszu *Dubai World* szacowana była na około 100 miliardów dolarów przy zobowiązaniach na poziomie 59 miliardów dolarów. Przychody w niniejszym okresie były szacowane na około 12 miliardów dolarów¹⁷. Ekspansja funduszu była również silnie związana ze zwyżkującymi

¹⁴ www.ml.com/index.asp?id=7695_7696_8149_74412_82725_83576, www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/POL03408A.htm.

¹⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_World.

¹⁶ www.independent.co.uk/news/business/news/head-of-dubai-world-threatens-to-take-his-money-out-of-europe-790076.html.

¹⁷ <http://gulfnnews.com/business/economy/dubai-world-asset-base-to-shield-obligations-1.543168>. Amerykańskie źródło podaje, że w roku 2008 osiągnięto 3 miliardy dolarów przychodu, 800 milionów zysku operacyjnego (EBIT) oraz 200 milionów dolarów zysku netto.

rynkami aktywów, takich jak nieruchomości czy surowce. Proces ten można było powiązać ze względnie niskimi stopami procentowymi oraz silnie przyrastającą masą pieniądza w obiegu. Wraz z rozwijającym się tak zwanym światowym kryzysem gospodarczym potężne załamanie przeżyły między innymi rynki nieruchomości Dubaju. Miało to silne przełożenie na podmiot *Dubai World*, biorąc pod uwagę to, że koszt stworzenia tylko jednej wyspy-palmy wyniósł ponad 12 miliardów dolarów¹⁸. 26 listopada roku 2009 fundusz *Dubai World* zwrócił się z prośbą o opóźnienie w spłacie swojego długu. Rozbudziło to obawy inwestorów odnośnie do ryzyka niewypłacalności samego emiratu, co oznaczałoby największy tego rodzaju przypadek od 2001 roku (kryzys argentyński)¹⁹. *Dubai World* poprosił o odroczenie o 6 miesięcy spłaty 26 miliardów swojego długu oraz swojej spółki zależnej *Nakheel*. W związku z tymi wydarzeniami fundusz i jego spółki zależne dokonały zwolnienia 10 500 pracowników. SWF najczęściej nie mogą się zadłużać, jednak *Dubai World* ma 59 miliardów dolarów długu. Dług emiratu Dubaju wynosi 80 miliardów dolarów, z uwzględnieniem wymienionego zadłużenia funduszu *sovereign wealth*²⁰. Według oświadczenia dyrektora generalnego departamentu finansowego *Dubai World*, długi tego holdingu nie są objęte gwarancjami rządu emiratu Dubaju²¹. 14 grudnia 2009 roku emirat Dubaju otrzymał pomoc w wysokości 10 miliardów dolarów od emiratu Abu Zabi, która – zgodnie z oświadczeniem rządu Dubaju – ma być użyta do spłaty islamskich obligacji *Nakheel*, wynoszących 4,1 miliarda dolarów i mających datę zapadalności tego samego dnia.

Zakończenie

Oceniając skalę działania funduszy *sovereign wealth* w ostatnich latach, można stwierdzić, że stały się one innowacyjnym narzędziem kształtowania polityki ekonomicznej państwa, a zakres i siła ich oddziaływania zależy od wielkości ich kapitałów. Analiza funduszu *sovereign wealth* emiratu Dubaju – *Dubai World* – dowodzi, że statutowe cele stawiane przed tego typu funduszami mogą okazać

¹⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Palm_Jumeirah#Construction.

¹⁹ www.meed.com/sectors/economy/government/dubai-distances-itself-from-63bn-debts/3001679.article.

²⁰ www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE5AO4Z120091125.

²¹ <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/12/01/dubai-world-says-debt-negotiations-only-nakheel/>.

się niemożliwe do spełnienia, przy stosowaniu zbyt ekspansywnej polityki inwestycyjnej. *Dubai World* nie jest klasycznym funduszem *sovereign wealth*, a raczej państwową spółką holdingową.

Literatura

- Balin J., *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*, Uniwersytet Johna Hopkinsa, 21 marca 2008.
- Das U.S., Yinqiu Lu, Muller Ch., Sy A., *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, publikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Departament Monetarystyki i Rynków Kapitałowych, sierpień 2009.
- Davidson S., *Do sovereign wealth funds make economic or political decisions*, prezentacja sympozjum Australia's Open Investment Future, Uniwersytet RMIT, grudzień 2008.
- Gieve J., *Sovereign wealth funds and global imbalances*, przemówienie wygłoszone na *Sovereign Wealth Management Conference*, Londyn 14 marca 2008.
- Grupa Zadaniowa Komitetu do spraw Relacji Międzynarodowych Europejskiego Banku Centralnego – *The Accumulation of Foreign Reserves*, publikacje nieperiodyczne Europejskiego Banku Centralnego nr 43, styczeń 2006.
- Rozanov A., *Who Holds The Wealth Of Nations?*, „Central Banking Journal”, maj 2005.
- Tender Offer for Securities of Pack Delta Public Company Limited*, s. 8.
- Udaibir S. Das, Yinqiu Lu, Christian Mulder, Amadou Sy, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, publikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Departament Monetarystyki i Rynków Kapitałowych, sierpień 2009.

Źródła internetowe

- www.swfinstitute.org/funds.php.
- www.uzh.ch/isb/studium/fs09/pdf/3644_presentation_4_swf.pdf.
- www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/pol03408a.htm, IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds By IMF Survey online.
- www.swfinstitute.org/research/swe.php.
- www.ml.com/index.asp?id=7695_7696_8149_74412_82725_83576.
- www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/POL03408A.htm.
- http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_World.
- www.independent.co.uk/news/business/news/head-of-dubai-world-threatens-to-take-his-money-out-of-europe-790076.html.
- <http://gulfnews.com/business/economy/dubai-world-asset-base-to-shield-obligations-1.543168>.

www.meed.com/sectors/economy/government/dubai-distances-itself-from-63bn-debts/3001679.article.

www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE5AO4Z120091125.

<http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/12/01/dubai-world-says-debt-negotiations-only-nakheel/>

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS STATES' FINANCES INSTRUMENT

Summary

The following research study describes *Dubai World* sovereign wealth fund. Unusually small quantity of information disclosed by the fund itself as well as information noise created by media around it draws attention, so it's assumed that both descriptive and research aspects of this work need further research.

Translated by Waldemar Aspadarec