



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

No. 01-08

Matej Findri

Državni investicijski fondovi



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet

Matej Findri

Državni investicijski fondovi

Matej Findri

Stavovi izraženi u ovom radnom dokumentu su stavovi autora i ne predstavljaju nužno stav Institutional investors LAB-a niti Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Rad nije prošao službenu recenziju ili odobrenje. Rad se objavljuje kako bi se iznijeli komentari na istraživanje u tijeku prije nego što se u konačnom obliku objavi u akademskom časopisu ili negdje drugdje.

Copyright by Matej Findri

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu se citirati pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

SAŽETAK

Državni investicijski fondovi su investicijski fondovi u vlasništvu države koji upravljaju s velikim iznosima kapitala koje nastoje uložiti na međunarodnom financijskom tržištu kako bi stvorili zalihe za buduće generacije posebice u državama sa slabije razvijenim mirovinskim sustavom te ostvarile druge ekonomske potrebe poput fiskalne stabilnosti, stabilizacije deviznog tečaja, diverzifikacije te smanjenja ovisnosti i izloženosti jednom izvoru prihoda. Državni investicijski fondovi ulažu u financijske instrumente ovisno o investicijskoj strategiji i preuzetom riziku, a najčešće su to financijski instrumenti dugoročnog horizonta ulaganja i s većom tolerancijom na rizik poput dionica, obveznica, nekretnina te određenih oblika alternativnih ulaganja. S porašću aktivnosti i uloge državnih investicijskih fondova te imovine pod upravljanjem koja se mjeri u bilijunima dolara, važan je i njihov regulatorni okvir na pojedinim financijskim tržištima kao i načela, odnosno smjernice upravljanja takvom vrstom fonda. Uslijed aktualne zdravstvene krize izazvane pandemijom COVID-19 te posljedično i svjetske gospodarske krize, važno je prikazati ulogu takve vrste fondova te na koji način oni mogu djelovati kao stabilizacijska mjera.

Ključne riječi

državni investicijski fondovi, ulaganje, državno vlasništvo, načela upravljanja, pandemija COVID-19

1. UVOD

Predmet istraživanja ovog znanstvenog rada su državni investicijski fondovi koji predstavljaju investicijske fondove osnivane od strane države, a mogu biti financirani putem deviznih rezervi središnjih banaka, prihodima od izvoza prirodnih resursa poput nafte ili slično. S obzirom na to da država stoji iza ovakog oblika investicijskog fonda, postoje mnogobrojne kritike državnim investicijskim fondovima kako oni zapravo nastoje ostvariti političke interese svojih zemalja ulaganjem u gospodarske sektore od strateške važnosti za pojedinu zemlju. Iz tog razloga ključna je uloga regulatornih tijela u zemljama gdje djeluje takav oblik fondova. Mnoge su prednosti osnivanja državnog investicijskog fonda od kojih vrijedi izdvojiti utjecaj prilikom smanjenja razina inflacije, mogućnost ublažavanja fluktuacija deviznog tečaja ako su sredstva uložena u stranoj valuti, visoku toleranciju na rizik koja je u uskoj korelaciji s ostvarivanjem većeg povrata na uložena sredstva, smanjenje troškova zaduživanja države, financiranje budućih obveza države, ulaganje deviznih rezervi te preuzimanje makroekonomske stabilizacijske uloge.

Prilikom izrade ovog znanstvenog rada koristit će se različite znanstvene metode poput analize tržišta, statističke i komparativne metode te grafičkog prikazivanja podataka. Prikupljanje podataka obavit će se putem znanstvene literature, stručnih članaka, korištenjem godišnjih i kvartalnih financijskih izvješća fondova te publikacija svjetskih organizacija.

2. KARAKTERISTIKE DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

Prema *International Forum of Sovereign Wealth Funds*, državni investicijski fondovi (eng. *sovereign wealth funds* – SWF) su investicijski fondovi ili sporazumi s posebnom namjenom u vlasništvu određene države. Osnivani od strane države, državni investicijski fondovi upravljaju imovinom kako bi ostvarili definirane financijske ciljeve te upotrijebili različite investicijske strategije koje među ostalim uključuju ulaganje u stranu financijsku imovinu. U matičnim zemljama, državni investicijski fondovi su institucije od ključne važnosti u poboljšanju upravljanja javnim financijama te ostvarivanju makroekonomske stabilnosti (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, 2008:3). Državni investicijski fondovi su općenito definirani kao investitori u potpunosti u državnom vlasništvu koji upravljaju s diverzificiranim portfeljem domaće i međunarodne financijske imovine. Prvi oblici takvih fondova javljaju se u 1950.-ima kada su vodeće zemlje izvoznice roba, posebice zemlje bogate naftom i prirodnim plinom, tražile način za ulaganje sredstava nastalih iz imovine deviznih rezervi (*European*

Commission, 2008:2). Međunarodni monetarni fond koristi sljedeću definiciju u svojim publikacijama: „Državni investicijski fondovi su investicijski fondovi u vlasništvu države uspostavljeni zbog raznih makroekonomskih razloga. Najčešće su financirani od transfera imovine deviznih rezervi koja su uložena na prekograničnim tržištima s dugoročnim horizontom ulaganja” (Preqin, 2013:3).

Državni investicijski fond je investicijski fond koji zadovoljava sljedećih 5 kriterija (Monitor Company Group, L.P. i FEEM, 2009:7):

- U izravnom su vlasništvu države;
- Upravljanje neovisno od ostalih državnih financijskih institucija;
- Bez izričitih mirovinskih obveza;
- Ulaganje u različite klase financijske imovine i
- Značajan dio javno objavljenih investicija uložen na međunarodnim tržištima.

Državni investicijski fondovi mogu svoje podrijetlo imati u (Aizenman i Glick, 2008:2):

- Robnim izvorima – kreirani kroz izvoz roba, bilo u državnom vlasništvu ili oporezovani (Norveška, Rusija, zemlje Arapskog zaljeva). Osnovani zbog različite svrhe, poput stabilizacije fiskalnih prihoda, upravljanja međugeneracijskom štednjom te sterilizacijom učinaka prihoda u bilanci plaćanja na razinu inflacije i
- Nerobnim izvorima – obično kreirani kroz transfere imovine od deviznih rezervi (Kina i ostale azijske zemlje). Trenutne procjene govore kako su fondovi čiji su temelji zasnovani na prirodnim resursima, odnosno izvozu nafte i plina, zaslužni za otprilike dvije trećine ukupne imovine u vlasništvu državnih investicijskih fondova.

Državni investicijski fondovi su razdvojeni ovisno o objavljenim ciljevima politike te alokaciji imovine pa tako postoji pet različitih oblika državnih investicijskih fondova, a to su stabilizacijski fondovi, štedni fondovi, razvojni fondovi, mirovinski fondovi te investicijske korporacije (Abdullah et al., 2013:5).

Najčešća kritika poslovanju državnih investicijskih fondova je njihova transparentnost te postoje i određene mjere kojima se ona računa. Jedna od tih mjera je Linaburg-Maduell indeks transparentnosti kojeg su razvili Carl Linaburg i Michael Maduell 2008. godine te je od tada korišten diljem svijeta u godišnjim izvješćima državnih investicijskih fondova kao međunarodna standardna referentna vrijednost. Baziran je na deset osnovnih principa koji

javnosti opisuju transparentnost pojedinog fonda, a svaki od navedenih principa dodaje jedan bod transparentnosti te ukupnoj ocjeni fonda. Minimalna ocjena koju fond može dobiti je 1 iako *Sovereign Wealth Fund Institute* preporuča minimalno 8 bodova kako bi se zadovoljila primjerena razina transparentnosti. Ocjena transparentnosti se može mijenjati ovisno o javnoj objavi dodatnih informacija o fondu te je bitno za napomenuti kako postoje različite razine ovisno o svakom od niže navedenih principa (*Sovereign Wealth Fund Institute - Linaburg-Maduell Transparency Index*).

Tablica 1. Linaburg – Maduell indeks transparentnosti

BOD PRINCIPI TRANSPARENTNOSTI

- +1 *Fond objavljuje razloge za osnivanje, podrijetlo bogatstva te vlasničku strukturu.*
- +1 *Fond redovito objavljuje revidirana godišnja financijska izvješća.*
- +1 *Fond objavljuje postotke vlasničkih udjela u poduzećima te geografsku alokaciju ulaganja.*
- +1 *Fond objavljuje ukupnu tržišnu vrijednost svog portfelja, povrate na uložena sredstva te naknade menadžmentu.*
- +1 *Fond daje smjernice u odnosu na etičke standarde, politiku ulaganja te njihovu provedbu.*
- +1 *Fond objavljuje jasnu strategiju i ciljeve.*
- +1 *Ako je primjenjivo, fond jasno identificira podružnice te kontakt informacije.*
- +1 *Ako je primjenjivo, fond identificira vanjske upravitelje.*
- +1 *Fond upravlja svojom vlastitom web stranicom.*
- +1 *Fond pruža podatke o adresi glavnog ureda kao i kontakt informacije poput telefona ili faksa.*

Izvor: *Sovereign Wealth Fund Institute*. Linaburg-Maduell Transparency Index.

<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>, obrada autora

Prema *Sovereign Wealth Fund Institute*, s maksimalnom ocjenom od 10 bodova ljestvicu predvode primjerice Fond Novog Zelanda, Državni globalni mirovinski fond Norveške i Mubadala investicijska korporacija. Kineska investicijska korporacija ima ocjenu 7, Investicijska uprava Abu Dhabija ima ocjenu 6, dok najniže ocjene imaju Investicijska uprava Emirata (3), Nacionalni fond Kazahstana (2), Investicijska agencija Bruneja (1) te Nacionalni fond za rezerve ugljena (1).

3. CILJEVI TE PREDNOSTI I NEDOSTACI DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

Državni investicijski fondovi mogu biti osnovani zbog različitih ciljeva koje teže ispuniti. Velik broj fondova je financiran putem robnog izvoza te su osnovani kako bi pružili svojim zemljama

stabilne izvore prihoda kada se suoče s fluktuacijama cijena robe. Ostali fondovi su financirani od strane izvoza prirodnih resursa kako bi se maksimizirao povrat od ostvarenih prihoda te s ciljem diverzifikacije gospodarstva. Kao rezultat brojnih ciljeva, državni investicijski fondovi također imaju raznovrsne investicijske politike te strategiju alokacije imovine. Primjerice, Naftni fond Istočnog Timora investira isključivo u dionice te ulaganja s fiksnim dohotkom dok Investicijska uprava Katara ulaže u različite imovinske klase i regije kako bi održali što veću razinu diverzifikacije u svom portfelju. Državni investicijski fondovi mogu biti osnovani s ciljem pomoći razvoju gospodarstva ili točno određenog industrijskog sektora. Primjerice, Rezervni fond Latinske Amerike teži poboljšanju investicijskih uvjeta unutar zemalja članica fonda (Bolivija, Kolumbija, Kostarika, Ekvador, Peru, Urugvaj i Venezuela) te doprinosi konsolidaciji financijske i fiskalne politike zemalja (Preqin, 2013:3).

Postoji nekoliko razloga osnivanja državnih investicijskih fondova (Majher, 2012:16):

1. Većina kapitala u državama izvoznicama koristi se kao prijenosni međugeneracijski mehanizam te služi za njegovo uravnoteženje;
2. Preraspodjela državnog bogatstva s ciljem primjerenog odgovora na krize te
3. Ostvarivanje povrata od uloženog kapitala.

Slijedom navedenog, proizlaze tri glavna ekonomska cilja državnih investicijskih fondova, a to su (PricewaterhouseCoopers, 2016:6): maksimiziranje kapitala (uravnoteženje međugeneracijskog bogatstva, financiranje budućih obveza te ulaganje deviznih rezervi), stabilizacija (fiskalna stabilnost te stabiliziranje deviznog tečaja) i ekonomski razvoj (ulaganje u tešku i socijalnu infrastrukturu kao i vođenje industrijske politike).

Jedna od prednosti osnivanja državnih investicijskih fondova je ta da oni predstavljaju izvor likvidnosti pomoću kojeg čine tržište stabilnijim pa u razdobljima nesigurnog ekonomskog stanja mogu pomoći institucijama ili ih čak spasiti od potencijalnog bankrota. S obzirom na njihovu ulogu za vrijeme zadnje globalne financijske krize 2008. godine i injekcije kapitala u financijski sustav, državni investicijski fondovi predstavljaju značajan alat u borbi protiv destabilizacije financijskog sustava (Pruchnicka-Grabias, 2010:517). Stabilizirajući učinci državnih investicijskih fondova su upravljanje priljevima kapitala, diverzifikacija portfelja i očekivanje većeg povrata na ulaganja kao i rješavanje strukturnih problema u dugom roku (Gomes, 2008:6).

Najveći nedostatak državnih investicijskih fondova je manjak transparentnosti što podrazumijeva da ne mogu u potpunosti biti kontrolirani i regulirani te postoji mogućnost korištenja sredstava fonda u svrhu ostvarivanja političkih ili ekonomskih ambicija (Pruchnicka-Grabias, 2010:518). Izuzev manjka transparentnosti u svome poslovanju, određene sumnje i nedostaci proizlaze iz toga kako takvi fondovi mogu uzrokovati značajne promjene u cijenama imovine kroz nekomercijalno motiviranu kupnju ili prodaju vrijednosnih papira (Beck i Fidora, 2008:7). Važno je za napomenuti i sklonost državnih investicijskih fondova iznenadnoj prodaji imovine čime se u velikim razmjerima utječe na tržišnu volatilnost (Beck i Fidora, 2008:24).

Pitanja koja se nameću od raznih kritika poslovanju državnih investicijskih fondova su sljedeća (Bortolotti et al., 2014:9):

- Mogućnost da njihov kapital bude iskorišten za daljnje političke svrhe i za stjecanje udjela u strateškim industrijama;
- Rizik od cjenovnih balona zbog veličine ulaganja i povezanog smanjenja potražnje za državnim obveznicama;
- Rizik povećanja volatilnosti na financijskim tržištima;
- Mogućnost da državni investicijski fondovi imaju štetan utjecaj na korporativno upravljanje zbog političkih motiva i manjka sofisticiranosti;
- Rizik pojave novog oblika financijskog protekcionizma;
- Manjak transparentnosti državnih investicijskih fondova te
- Velika briga oko eksponencijalnog rasta državnih investicijskih fondova i značajnog utjecaja na cijene financijskih instrumenata.

4. NAČELA UPRAVLJANJA, REGULACIJA I NADZOR DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

2008. godine grupa od 23 vodeća međunarodna investitora u državnom vlasništvu osnovala je *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, danas *International Forum of Sovereign Wealth Funds*. Izradili su dokument pod nazivom Opće prihvaćeni principi i praksa (eng. *Generally Accepted Principles and Practices – GAPP*), poznate i pod nazivom Santiago načela (eng. *Santiago Principles*) za nadzor državnih investicijskih fondova kao i okvir za upravljanje rizicima. To je volonterska organizacija svjetskih državnih investicijskih fondova predanih zajedničkom radu i djelovanju te jačanju globalne i lokalne zajednice kroz međusobni dijalog, istraživanje te promociju dubljeg razumijevanja aktivnosti državnih investicijskih

fondova (International Forum of Sovereign Wealth Funds – About us). Svrha dokumenta Opće prihvaćeni principi i praksa je identifikacija navedenog okvira koji reflektira prikladno upravljanje državnim investicijskim fondovima kao i ulagačke prakse na razboritoj i zdravoj osnovi (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008:5).

Opće prihvaćeni principi i prakse obuhvaćaju sljedeće 24 smjernice (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008:7-9): pravni okvir za državne investicijske fondove mora biti čvrst te podržavati ispunjavanje utvrđenih ciljeva; svrha politke državnog investicijskog fonda mora biti jasno definirana i javno objavljena; aktivnosti državnih investicijskih fondova moraju biti u koordinaciji s fiskalnim i monetarnim vlastima; moraju postojati jasna i javno objavljena pravila, procedure i sporazumi koji se tiču financiranja, povlačenja i potrošnje sredstava; relevantna statistička izvješća koja se odnose na državne investicijske fondove moraju biti objavljena u određenom vremenskom razdoblju; upravljački okvir državnih investicijskih fondova mora biti snažan te uspostavljati jasnu i učinkovitu raspodjelu uloga; vlasnik fonda mora odrediti ciljeve fonda kao i članove upravljačkih tijela te nadzirati rad uprave državnog investicijskog fonda; upravljačka tijela moraju djelovati u skladu s najboljim interesom fonda te imati jasan mandat, adekvatnu upravu i stručnost pri provedbi funkcija; operativni menadžment fonda mora implementirati strategiju fonda na neovisan način i u skladu s definiranim odgovornostima; okvir odgovornosti aktivnosti fonda mora biti jasno definiran putem zakona ili sporazuma koji se tiču poslovanja fonda; godišnje izvješće mora biti pripremljeno u skladu s računovodstvenim standardima; godišnja izvješća državnih investicijskih fondova moraju biti revidirana; profesionalni i etički standardi moraju biti jasno definirani i poznati svim članovima upravljačkog tijela i menadžmenta fonda; poslovanje s trećim stranama mora biti bazirano na čvrstim ekonomskim i financijskim temeljima; poslovanje fonda mora biti u skladu sa svim primjenjivim regulatornim zahtjevima zemalja u kojima djeluje; upravljački okvir i ciljevi moraju biti javno obznanjeni; relevantne financijske informacije koje se tiču državnog investicijskog fonda moraju biti javno objavljene; investicijska politika državnog investicijskog fonda mora biti jasna i u skladu s definiranim ciljevima i preuzetim rizikom; investicijske odluke državnog investicijskog fonda trebaju težiti maksimiziranju riziku prilagođenih stopa povrata; državni investicijski fondovi ne bi smjeli iskorištavati prednosti korištenjem povlaštenih informacija; državni investicijski fondovi gledaju na vlasnička prava dioničara kao temeljni element investicijske vrijednosti; državni investicijski fondovi bi trebali imati okvir koji identificira i upravlja rizicima; podnošenje

izvješća o uspješnosti ulaganja državnog investicijskog fonda vlasniku prema jasno definiranim principima i standardima te redovan osvrt na implementaciju smjernica koji mora biti proveden od strane državnog investicijskog fonda.

S obzirom na sve veću ulogu državnih investicijskih fondova na formiranje globalnog financijskog tržišta te na objašnjena načela upravljanja takvom vrstom fondova, od ključne je važnosti i njihova regulacija, posebice na najrazvijenijem svjetskom financijskom tržištu, a to je ono Sjedinjenih Američkih Država. Područje državnih investicijskih fondova u SAD-u nije regulirano samo po sebi i ne postoji zakon koji se tiče konkretno njihovog poslovanja i aktivnosti, ali je uspostavljeno jedno zasebno tijelo čiji je zadatak nadgledanje stranih investicija na području SAD-a. Navedeno tijelo nosi naziv Odbor za strana ulaganja u Sjedinjenim Američkim Državama (eng. *Committee of Foreign Investment in the United States* – CFIUS). Ministar financija Sjedinjenih Američkih Država ujedno je i predsjedatelj odbora.

Državni investicijski fondovi predmet su određenih zahtjeva povezanih s federalnim zakonima koji među ostalim uključuju one povezane s objavom podataka kao i odredbe protiv prijevara koje se mogu naći u Zakonu o trgovanju vrijednosnim papirima iz 1934. godine (eng. *Foreign Exchange Securities Act 1934*). Navedene odredbe uključuju (Thomsen Chatman, 2008):

- Vlasnici više od 5% udjela određenog vrijednosnog papira moraju javno objaviti svoje vlasništvo u određenom poduzeću kao i planove ili namjere za preuzimanje;
- Institucionalni investicijski menadžeri koji na svojim računima drže udjele u vrijednosti većoj od 100 milijuna dolara u registriranim vrijednosnim papirima kod Američke komisije za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima (eng. *Securities and Exchange Commission* – SEC) moraju podnijeti kvartalna izvješća o svim vrijednosnim papirima registriranim unutar navedene komisije i
- Vlasnici više od 10% udjela u vlasničkom vrijednosnom papiru registriranom pri komisiji moraju objavljivati podatke o veličini i strukturi njihovih ulaganja kao i promjenama unutar vlasničke strukture.

Važno je za istaknuti da statistika ni regulacija zasebno ne izdvajaju državne investicijske fondove kao institucionalne investitore na financijskom tržištu. *Investment Company Institute*, koji predstavlja vodeće udruženje reguliranih investicijskih fondova kao što su hedge fondovi, ETF-ovi (eng. *exchange-traded funds*), novčani te obveznički fondovi, u svojim publikacijama ne izdvaja imovinu pod upravljanjem državnih investicijskih fondova (Investment Company

Institute, 2019:54-77). U Sjedinjenim Američkim Državama državni investicijski fondovi moraju se pridržavati jednakih pravila poput ostalih oblika fondova. Primjerice, moraju objavljivati odluke u skladu s odredbama Američke komisije za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima ako stječu 5% ili više udjela u javnoj kompaniji. Također, bilo koja transakcija koja može rezultirati stjecanjem kontrole nad poduzećem od strane stranog subjekta predmet je tridesetodnevnog pregleda u određivanju učinaka transakcije na nacionalnu sigurnost. Tako se prilikom ulaganja u visini od 7,5 milijardi dolara u *Citigroup*, Investicijska uprava Abu Dhabija obvezala kako neće biti u vlasništvu više od 4,9% udjela u *Citigroupu*, neće imati nikakva posebna prava vlasništva i kontrole te se neće uplitati u određivanje članova odbora direktora (Epstein i Rose, 2009:129).

U lipnju 2013. godine Europska komisija izradila je zakonodavni prijedlog za regulaciju dugoročnih investicijskih fondova (eng. *European long-term investment funds – ELTIFs*) što predstavlja prvi konkretan učinak rada Europske komisije o dugoročnim investicijskim fondovima. Namjera izrađenog prijedloga bila je osnovati europski zakonodavni okvir za nove mehanizme dugoročnih ulaganja za profesionalne i pojedinačne investitore. Zakon je stavljen u uporabu u svibnju 2015. godine te su tako europski dugoročni investicijski fondovi postali slobodni za uporabu u prosincu 2015. godine, nakon isteka šestomjesečnog pripremnog perioda (Invest Europe – Long-term investment funds - ELTIFs). Europski dugoročni investicijski fondovi pružaju financiranje na dugi rok raznim infrastrukturnim fondovima, neizlistanim kompanijama ili izlistanim malim i srednjim poduzećima koja izdaju vlasničke ili dužničke instrumente za koje nema lako identificiranog kupca (Journal of the European Union, 2015:98).

Europski dugoročni investicijski fond ne smije poduzimati sljedeće aktivnosti (Journal of the European Union, 2015:109):

- Kratkoročna prodaja imovine;
- Stjecanje izravnog ili neizravnog udjela u određenoj robi;
- Ulazak u pozajmljivanje ili posuđivanje vrijednosnih papira, transakcija ponovne kupnje ili bilo koji drugi sporazum koji ima ekvivalentan ekonomski učinak te posjeduje slične rizike, ako je time utjecano na 10% ili više imovine i
- Korištenje instrumenata financijskih derivativa, osim kada korištenje takvih instrumenata služi ogradi od rizika povezanih s drugim ulaganjima fonda.

Europski dugoročni investicijski fond ne smije ulagati više od (Journal of the European Union, 2015:111):

- 10% svog kapitala u instrumente izdane od odobrenih zajmova prema bilo kojem kvalificiranom poduzetničkom portfelju;
- 10% svog kapitala izravno ili neizravno u pojedinačnu realnu imovinu;
- 10% svog kapitala u dionice bilo kojeg europskog dugoročnog investicijskog fonda, europskog *venture capital* fonda ili europskog fonda za socijalno poduzetništvo;
- 5% svog kapitala u imovinu koja je navedena u drugoj točki gdje je ta imovina izdana od strane bilo kojeg pojedinog tijela.

5. TRŽIŠTE DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

2007. godine, Kina je iskoristila 200 milijardi dolara svojih deviznih rezervi kako bi osnovala Kinesku investicijsku korporaciju (eng. *China Investment Corporation – CIC*), državni investicijski fond kreiran i upravljan od strane države s visokom izloženosti stranim devizama, dugoročnom investicijskom horizontu te bez tekućih obveza (Blanchard, 2014:155-175). Kompanija je osnovana kao instrument diverzifikacije kineskih deviznih rezervi s ciljem ostvarivanja maksimalnog povrata na uložena sredstva za svoje dioničare s obzirom na prihvatljiv rizik. Kineska investicijska korporacija ima tri podružnice, a to su *CIC International*, *CIC Capital* i *Central Huijin* (China Investment Corporation – Overview of CIC). Prema *Sovereign Wealth Fund Institute*, trenutna imovina pod upravljanjem Kineske investicijske korporacije kreće se oko 1.222 milijardi američkih dolara.

Kao državni investicijski fond u vlasništvu jedne od svjetski najveće zemlje u razvoju, Kineska investicijska korporacija je pridobila pažnju diljem svijeta. Vlade razvijenih zemalja svijeta sumnjaju kako su ulagačke odluke Kineske investicijske korporacije pod utjecajem ostvarivanja kineskih nacionalnih interesa te da će navedeni fond htjeti kontrolirati njihove domaće strateške industrije. Međunarodni investitori strahuju kako će sudjelovanje Kineske investicijske korporacije na prekograničnim financijskim tržištima značajno utjecati na povećanje tržišne volatilnosti, ne samo jer je fond nezreo institucionalni investitor već i zbog toga jer ima ogromne izvore sredstava. Nadalje, kineska javnost ne vjeruje u sposobnost fonda u zarađivanje na prekograničnim tržištima, a gubitak tržišne vrijednosti prvotnog ulaganja fonda u *Blackstone Group* podupire navedene sumnje (Zhang i He, 2009: 7).

Tablica 2. Izvedba međunarodnog portfelja Kineske investicijske korporacije (%)

<i>GODINA</i>	<i>NETO KUMULATIVNI GODIŠNJI POVRAT</i>	<i>NETO GODIŠNJI POVRAT</i>
2010	6,40%	11,70%
2011	3,80%	-4,30%
2012	5,02%	10,60%
2013	5,70%	9,33%
2014	5,66%	5,47%
2015	4,58%	-2,96%
2016	4,76%	6,22%
2017	5,94%	17,59%
2018	5,18%	-2,35%
2019	6,13%	17,41%
2020	6,71%	14,07%

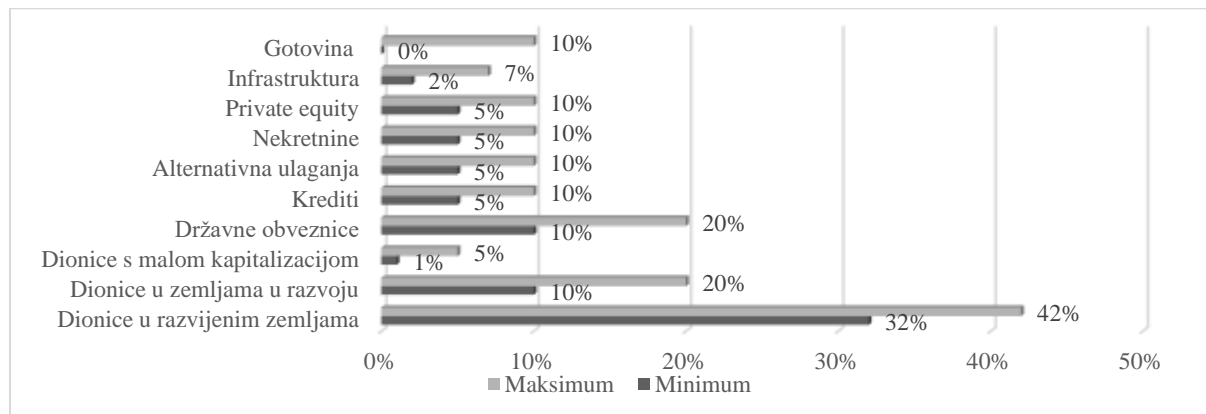
Izvor: China Investment Corporation. Portfolio management. http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Portfolio_Management.shtml, obrada autora

Kineska investicijska korporacija jedan je od transparentnijih fondova na svijetu kao što je vidljivo u tablici iznad gdje su detaljno prikazani neto godišnji povrati fonda na uložena sredstva. Očekivano, povrati variraju od godine do godine s obzirom na imovinsku strukturu portfelja pa se u zadnjih 11 godina kreće od pozitivnog prinosa od 17,59% 2017. godine, ali i negativnog od 2,96% 2015. godine.

Kineski pristup je bio vrlo oprezan i studiozan: na početku je Kineska investicijska korporacija primila financijsku injekciju od 200 milijardi dolara te su se tada svrstali u deset najvećih državnih investicijskih fondova na svijetu. Iako se taj iznos čini vrlo velikim, to je zapravo mala količina u odnosu na ogroman iznos kineskih deviznih rezervi u visini od 1.433 milijardi dolara u rujnu 2007. godine kada je ujedno i osnovana Kineska investicijska korporacija. Takav oprez je bio opravdan velikim gubicima nastalim u fondu uslijed jedne od prvih prekograničnih investicija, nakon propasti investicijske banke *Lehman Brothers* te kolapsa dioničkog tržišta u rujnu 2008. godine (Raymond, 2010:126). U Kini se u tom razdoblju ekonomska situacija pogoršavala tako da je 16.9.2008. godine, odmah nakon bankrota *Lehman Brothersa*, Kineska investicijska korporacija izjavila da će kupiti udjele u tri kineske banke koje su se tada našle u problemima - *Industrial and Commercial Bank of China*, *Bank of China* i *China Construction Bank*. Cilj takvog ulaganja na uređenom tržištu bio je stabilizacija cijena dionica te osiguravanje državnog interesa u navedenim bankama. Dokapitalizacija kineskih financijskih institucija kao i stabilizacija lokalnog tržišta dionica predstavljaju glavne zadatke fonda za vrijeme krize (Raymond, 2010:127).

Investicijska uprava Abu Dhabija jedan je od sedam državnih investicijskih fondova na području Ujedinjenih Arapskih Emirata. Osnovana je 1976. godine kao javna i nezavisna investicijska institucija od strane Vlade Abu Dhabija. Fond zapravo nikada nije javno objavio koliko imovine ima pod upravljanjem, no prema *Sovereign Wealth Fund Institute* iznos se kreće oko 650 milijardi američkih dolara, dok neke procjene i brojke govore kako je taj iznos i puno veći. Fond se financira iz viškova naftnih rezervi.

Grafikon 1. Struktura portfelja Investicijske uprave Abu Dhabija prema imovinskim klasama



Izvor: Abu Dhabi Investment Authority (2021) Annual review 2020 <https://www.adia.ae/En/pr/2020/index.html>, obrada autora

Investicijska uprava Abu Dhabija je svoj portfelj strukturirala na način da su odredili maksimalnu i minimalnu vrijednost udjela po pojedinim imovinskim klasama. Tako su sredstva u dionice u razvijenim zemljama uložena u rasponu od 32-42%, dok se jednaki udjeli u rasponu od 5-10% mogu vidjeti kod nekretnina, alternativnih ulaganja ili *private equity* ulaganja. Jedno od najvećih ulaganja Investicijske uprave Abu Dhabija je ulaganje u američku banku *Citigroup* u iznosu od 7,5 milijardi dolara 2007. godine za udio od 4,9%. Banka se na početku financijske krize suočila s problemima i velikim gubitkom. Investicijska uprava Abu Dhabija je uložila u banku pod uvjetom da će joj pripasti 11% kamata godišnje, uz obećanje da će u periodu od ožujka 2010. do rujna 2011. godine isplatiti vrijednost dionica u rasponu od 31,83 dolara do 37,24 dolara, a od prodaje iznad te cijene Investicijska uprava Abu Dhabija bi profitirala. Od ulaganja vrijednost dionica pala je za 90%, dok Investicijska uprava Abu Dhabija tvrdi da im je prilikom ulaganja *Citigroup* lažno predstavila svoje namjere za daljnje poslovanje. Predmet se povlačio po sudovima nekoliko godina te je na kraju dosuđen u korist *Citigroupa* (Majher, 2012:30).

Podrijetlo Norveškog naftnog fonda seže do 1963. godine kada je tadašnja Vlada proglasila suverenost nad kontinentalnim zaljevom u Sjevernom moru te su određenim naftnim kompanijama dale licence za istraživanje tog teritorija za koji je postojala vjerojatnost da je bogat prirodnim resursima poput nafte uz napomenu kako Norveška ostaje vlasnikom tog teritorija. Prihodi od nafte su bili ogromni i imali su značajan utjecaj na povećanje blagostanja i životnog standarda stanovnika Norveške kao i na cjelokupnu ekonomiju tako da su 1996. prva sredstva prebačena u Norveški naftni fond koji je u vlasništvu norveškog naroda, a njegova misija je očuvati financijsko bogatstvo za buduće generacije (Norges Bank Investment Management – About the fund).

Norveški državni mirovinski fond sastoji se od dva odvojena državna investicijska fonda (Majher, 2012:21):

1. Državni globalni mirovinski fond i
2. Državni mirovinski fond.

Državni globalni mirovinski fond, kako glasi puni naziv Norveškog državnog mirovinskog fonda koji je promijenio ime u siječnju 2006. godine iz tadašnjeg Norveškog naftnog fonda, osnovan je 1990. godine kako bi podržao dugoročna razmatranja pri uključivanju prihoda od nafte u norveško gospodarstvo. Za upravljanje fondom zadužena je Investicijska uprava norveške banke (eng. *Norges Bank Investment Management*) koja upravlja fondom u ime Ministarstva financija koje je vlasnik fonda te redovito transferira državni prihod od nafte prema fondu. Fond je osnovan kako bi se pružilo državi dovoljno manevarskog prostora u fiskalnoj politici ako i kada dođe do pada cijena nafte kao i prihoda od nafte te kao alat za upravljanje financijskim izazovima starenja populacije i održivosti mirovinskog sustava (Norges Bank Investment Management – About the fund).

Tablica 3. Najveća ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda na 31.12.2020. (milijuni kruna)

<i>Ime</i>	<i>Sektor</i>	<i>Dionice</i>	<i>Obveznice</i>	<i>Ukupno</i>
<i>Apple Inc</i>	<i>Tehnologija</i>	<i>185 339</i>	<i>8 382</i>	<i>193 721</i>
<i>Microsoft Corp</i>	<i>Tehnologija</i>	<i>147 893</i>	<i>1 722</i>	<i>149 616</i>
<i>Amazon.com Inc</i>	<i>Potrošačke usluge</i>	<i>124 334</i>	<i>5 970</i>	<i>130 304</i>
<i>Alphabet Inc</i>	<i>Tehnologija</i>	<i>97 343</i>	<i>2 614</i>	<i>99 957</i>
<i>Nestlé SA</i>	<i>Potrošačka dobra</i>	<i>77 028</i>	<i>2 503</i>	<i>79 531</i>
<i>Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd</i>	<i>Tehnologija</i>	<i>66 089</i>	<i>1 784</i>	<i>67 872</i>

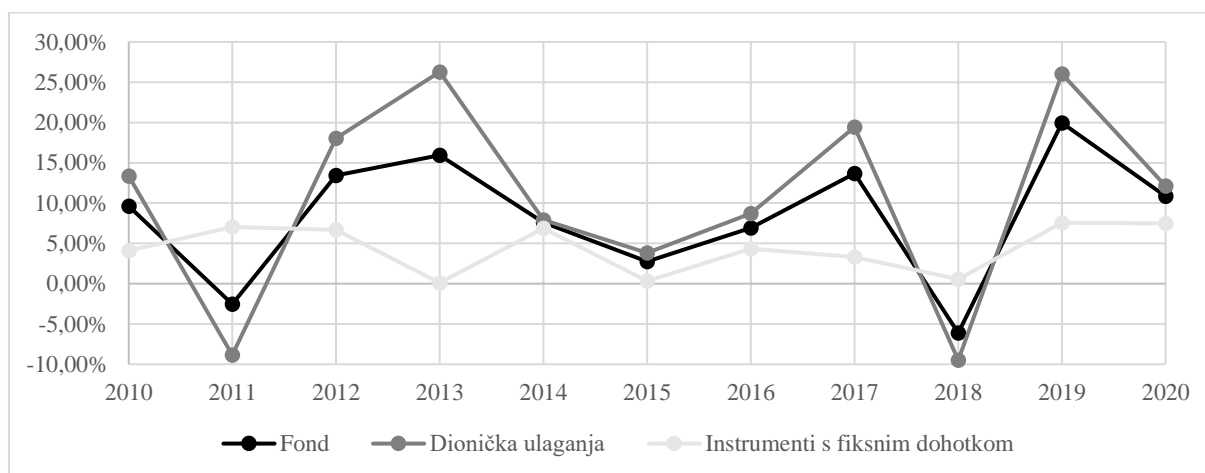
<i>Facebook Inc</i>	<i>Tehnologija</i>	67 424	0	67 424
<i>Roche Holding AG</i>	<i>Zdravstvena njega</i>	59 125	424	59 549
<i>Samsung Electronics Co Ltd</i>	<i>Tehnologija</i>	56 598	0	56 598
<i>Alibaba Group Holding Ltd</i>	<i>Potrošačke usluge</i>	55 559	439	55 998

Izvor: Norges Bank Investment Management (2021) Annual report 2020

https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report_2020_government-pension-fund-global_web, obrada autora

Državni globalni mirovinski fond Norveške sredstva je uložio u mnoga poznata poduzeća diljem svijeta kao što su *Apple*, *Microsoft*, *Amazon*, *Alphabet* i mnogi drugi.

Grafikon 2. Prinosi Državnog globalnog mirovinskog fonda po godinama (%)



Izvor: Norges Bank Investment Management (2021) Annual report 2020

https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report_2020_government-pension-fund-global_web, obrada autora

Na grafičkom prikazu mogu se iščitati apsolutni povrati po godinama ovisno o strukturi ulaganja fonda. Prinosi variraju iz godine u godinu, a ono što valja istaknuti je negativan prinos fonda u 2018. godini. U 2020. godini ukupan povrat fonda iznosio je 10,86%, dok su dionička ulaganja ostvarila 12,14%, a instrumenti s fiksnim dohotkom 7,46% (Norges Bank Investment Management, 2021a:21). Norveški parlament je odlučio, kako bi izbjegao inflaciju i učinke pregrijavanja domaće ekonomije, da će svi povrati fonda do visine od 4% biti pripojeni državnom proračunu, dok će povrati veći od 4% biti reinvestirani u fond s ciljem daljnjeg ulaganja (Reiche, 2008:3571).

Državni globalni mirovinski fond u svom portfelju drži i određene udjele u dionicama na tržištu Republike Hrvatske, a sredstva su s 31. prosinca 2020. godine uložena u sljedećih 8 poduzeća: Adris Grupa, Atlantic Grupa, Dalekovod, Hrvatski Telekom, Podravka, Valamar Riviera, Viro

tvornica šećera te Zagrebačka banka. Tržišna vrijednost najvećeg udjela je ona u Atlantic Grupi (10,59 milijuna dolara) zatim slijede Adris Grupa (9,77 milijuna dolara) te Hrvatski Telekom (7,57 milijuna dolara) (Norges Bank Investment Management, 2021b:79).

Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo d.o.o. zaduženo je za obavljanje djelatnosti i upravljanja alternativnim investicijskim fondovima. Društvo upravlja s dva alternativna investicijska fonda, a to su Kapitalni fond d.d., zatvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom i HMID Plus, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom. Gledajući vlasničku strukturu Kapitalnog fonda, 99,992% odnosi se na Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, a 0,008% na Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo. Kapitalni fond osnovan je 1999. godine, a od svog osnutka do 31. prosinca 2020. godine ostvario je rast neto imovine od 253,55% ili 937,7 milijuna kuna s prosječnim godišnjim prinosom od 5,97%. Prema udjelima u portfelju fonda, pet najzastupljenijih zemalja čine Hrvatska (54,6%), Slovenija (15,8%), Austrija (13,2%), Rumunjska (6,5%) i Francuska (1,7%) (Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo – O Kapitalnom fondu). 2020. godine Kapitalni fond je ostvario gubitak u iznosu od 12,8 milijuna kuna. Neto imovina Kapitalnog fonda na dan 31. prosinca 2020. iznosila je 1,31 milijardu kuna, a u 2020. godini fond je ostvario pad od 5,63% (Kapitalni fond d.d., 2021:9).

S obzirom kako je Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo u skoro pa stopostotnom vlasništvu Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje, na neki način može se reći kako je ono vrlo blizu toga da predstavlja državni investicijski fond Republike Hrvatske iako nije klasični oblik jer je većina sredstava uložena na domaćem tržištu, a pretpostavka je ulaganje na međunarodnom tržištu. Nadalje, kako je financijsko tržište i tržište kapitala u Republici Hrvatskoj na izrazito niskom stupnju razvijenosti s malim prometom, postavlja se pitanje diverzifikacije portfelja fonda s obzirom na visoku izloženost domaćem tržištu. Također, državni investicijski fondovi su u svojoj biti snažno izloženi valutnom riziku, a gledajući valutnu strukturu Kapitalnog fonda to je pretežito hrvatska kuna. Nameće se zaključak kako bi, imajući u vidu recentna događanja na globalnom financijskom tržištu, osnivanje jednog takvog fonda na području Republike Hrvatske, po uzoru na fond Novog Zelanda koji se također suočava sa sličnim demografskim problemima kao i Republika Hrvatska, bio financijski dobar potez s obzirom na rastuće troškova mirovina kao i smanjenje broja radno sposobnih ljudi u Republici Hrvatskoj. Daljnjom diverzifikacijom ulaganja te otvaranjem međunarodnom tržištu s ciljem ostvarivanja većih prinosa u budućnosti zadovoljili bi se odljevi iz bilance plaćanja.

6. DRŽAVNI INVESTICIJSKI FONDOVI USLIJED PANDEMIJE COVID-19

Robni, prije svega naftni fondovi, trenutno se suočavaju s najnepovoljnijim šokom u svojoj povijesti. Globalna pandemija COVID-19 ubrzala je krizu u zemljama bogatom naftom koja je već i bila pogođena niskim cijenama nafte te posljedično i padom prihoda od iste. Vlade diljem svijeta nastoje iskoristiti akumulirano bogatstvo od državnih investicijskih fondova kao i devizne rezerve za stabilizaciju svojih proračuna i ublažavanje učinaka recesije koja je uslijedila (Bortolotti i Fotak, 2020:1). Tako je primjerice vrijednost imovine pod upravljanjem Državnog globalnog mirovinskog fonda Norveške na kraju 2019. godine iznosila 1.148 milijardi američkih dolara dok je na kraju 2020. godine bila 1.275 milijardi što čini porast od 9,96% (Norges Bank Investment Management – The fund's development).

Javni investicijski fond Saudijske Arabije je u prvoj polovici godine počeo agresivno ulagati u dionice brojnih poduzeća koja su bila najviše pogođena ovom krizom, a vrijedi izdvojiti kupnju udjela u visini od 827,8 milijuna američkih dolara u *British Petroleum*, *Boeing* u vrijednosti od 713,6 milijuna američkih dolara kao i kupnju dionica sljedećih poduzeća: *Facebook*, *Bank of America*, *Citigroup*, *Walt Disney*, *Marriott*, *Pfizer* i *Starbucks* te *Carnival* koji se bavi organiziranjem kruzerskih putovanja. Ukupna ulaganja iznosila su više od 8 milijardi američkih dolara (England et al., 2020). Također, uložili su ukupno oko milijardu dolara u poduzeća koja posluju u naftnom sektoru – *Equinor*, *Royal Dutch Shell*, *Eni* i *Total* (Hodari et al., 2020). Očekuje se da će fond znatno pojačati ulaganja do 2030. godine, investirajući 40 milijardi dolara tijekom 2021. i 2022. u nove sektore poput turizma, sporta i transporta (Global SWF, 2021:21).

Možda i najbolji primjer u kojemu se vidi uloga i korist državnog investicijskog fonda kao stabilizacijskog mehanizma su singapurski Temasek Holdinzi koji su u lipnju 2020. godine dokapitalizirali domaće poduzeće *Sembcorp Marine*, konglomerat koji posluje u području brodogradnje, s 1,5 milijarde dolara. Nakon toga, uslijedila je financijska injekcija od 13 milijardi dolara u *Singapore Airlines* (Galani, 2020). S druge strane, sredstva pojedinih fondova u svijetu korištena su za financiranje povećanih potreba gospodarstava uslijed pojave pandemije COVID-19. Primjerice, u listopadu 2020. godine norveški ministar financija izjavio je kako će povlačenje novčanih sredstava u 2020. iznositi rekordnih 37 milijardi dolara dok se u 2021. taj iznos predviđa na razini od oko 29 milijardi dolara (Taraldsen i Walsgard, 2020). Tijekom 2020. godine ukupno 26 fondova sa 6 kontinenata je povuklo kombiniranih 162 milijarde dolara što

dovoljno svjedoči o razmjerima krize (Global SWF, 2021:4). Uspoređujući s 2019. godinom, ulaganja državnih investicijskih fondova smanjena su za visokih 33% na iznos od 83,7 milijardi dolara te 280 transakcija (Global SWF, 2021:5).

Prvotna reakcija državnih investicijskih fondova na COVID-19 šok je različita. Neki fondovi su krizu dočekali s obilnom likvidnošću te su akvizirali udjele u izlistanim poduzećima po vrlo diskontiranim cijenama dok su drugi poslužili gospodarstvu kao stabilizacijski mehanizmi istovremeno popunjavajući praznine u proračunu. U svakom slučaju, državni investicijski fondovi ponovno procjenjuju svoje investicijske strategije uslijed izazova koji su pred njima. Unatoč svojim mandatima te upravljačkom strukturom, državni investicijski fondovi nisu zasebne institucije već su alati fiskalne politike u potpunosti integrirani u makroekonomsko upravljanje ekonomijom (Bortolotti i Fotak, 2020:5-6).

7. ZAKLJUČAK

Državni investicijski fondovi su fondovi osnivani od strane države, a najčešće se osnivaju putem robnih rezervi kao što je nafta ili putem nerobnih izvora poput deviznih rezervi. Prvi fondovi osnivani su u 1950.-ima, ali pažnju šire javnosti zadobili su u razdoblju između 2000. – 2009. godine kada je ujedno i osnovan najveći broj državnih investicijskih fondova. S obzirom kako su osnivani od strane države, postoje određena kritike kako državni investicijski fondovi zapravo nisu financijski investitori već se njih smatra strateškim investitorima koji ulažu u industrije od strateškog i političkog interesa za svoju zemlju stoga je vrlo bitan i regulatorni okvir ulaganja takvih fondova. S porastom aktivnosti državnih investicijskih fondova, javila se i potreba za formiranjem okvira pod nazivom Opće prihvaćeni principi i prakse koje državni investicijski fondovi moraju uzeti u obzir prilikom svog poslovanja i slijediti navedene smjernice. Državni investicijski fondovi postaju sve značajniji sudionici na globalnom financijskom tržištu te je njihova imovina pod upravljanjem u stalnom porastu u zadnjem desetljeću te se kreće u visini od nekoliko bilijuna američkih dolara. Njihova uloga je najbolje došla do izražaja uslijed svjetske gospodarske krize izazvane aktualnom pandemijom COVID-19 gdje su sredstva iz fonda prije svega služila kao stabilizacijski mehanizam države. Prema *Sovereign Wealth Fund Institute*, trenutno najveći fond na svijetu je Državni globalni mirovinski fond Norveške s imovinom pod upravljanjem od 1.339 milijardi američkih dolara, Kineska investicijska korporacija s 1.222 milijardi te Investicijska uprava Kuvajta s približno 693 milijardi.

LITERATURA

Abu Dhabi Investment Authority (2021), Annual review 2020 <https://www.adia.ae/En/pr/2020/index.html> (posjećeno 14.11.2021.)

Abdullah et al. (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf> (posjećeno 15.11.2021.)

Aizenman, J. i Glick, R. (2008.), „Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance“, U: Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series 2008-33, FED, San Francisco

Beck, R. i Fidora, M. (2008.), „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets“, U: European Central Bank Occasional Paper Series No 91, ECB, Frankfurt am Main

Blanchard, F. J. - M. (2014), The China Investment Corporation: Power, Wealth, or Something Else, U: An International Journal, 12 (3), 155. - 175., Kina

Bortolotti, B. i Fotak, V. (2020), Sovereign Wealth Funds and the COVID-19 shock: Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries

Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L. (2014), The rise of sovereign wealth funds: definition, organization and governance. <https://www.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/fbd0c50e-0402-4992-9a2f-0a46d3105261/SWF-PPP-Palgrave-1.pdf?MOD=AJPERES> (posjećeno 18.11.2021.)

China Investment Corporation. Overview of CIC. http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Who_We_Are.shtml (posjećeno 16.11.2021.)

China Investment Corporation. Portfolio management. http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Portfolio_Management.shtml (posjećeno 17.11.2021.)

England, A, Massoudi, A. i Raval, A. (2020), Saudi wealth fund snaps up \$7.7bn of blue-chip stocks. <https://www.ft.com/content/5cb71f75-cc6e-4ed5-9106-29bd33099fa3> (posjećeno 13.11.2021.)

Epstein, A. R. i Rose, A. M. (2009), „The regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow“, U: University of Chicago Law School, Law Review 111, Chicago

European Commission (2008), A common European approach to Sovereign Wealth Funds. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0115:FIN:EN:PDF> (posjećeno 16.11.2021.)

Galani, U. (2020), Breakingviews - Sovereign funds are having their rainy-day moment. <https://www.reuters.com/article/us-sovereign-wealthfund-economy-breaking/breakingviews-sovereign-funds-are-having-their-rainy-day-moment-idUSKBN23U0DN> (posjećeno 12.11.2021.)

Global SWF (2021), 2021 Annual Report „State-Owned Investors in a post-pandemic age“ <https://globalswf.com/reports/2021annual> (posjećeno 14.11.2021.)

Gomes, T. (2008), The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/dp08-14.pdf> (posjećeno 19.11.2021.)

Hodari, D., Jones, R. i Said, S. (2020), Saudis Take Big Stakes in European Oil Companies <https://www.wsj.com/articles/saudis-take-big-stakes-european-oil-companies-11586382353> (posjećeno 17.11.2021.)

Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo. O Kapitalnom fondu. <https://www.hmid.hr/fondovi/#o-kapitalnom-fondu> (posjećeno 16.11.2021.)

International Forum of Sovereign Wealth Funds. About us. <https://www.ifswf.org/about-us> (posjećeno 19.11.2021.)

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles“. https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf (posjećeno 15.11.2021.)

Invest Europe. Long-term investment funds – ELTIFS. <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/manager-fund-regulation/eltifs/> (posjećeno 18.11.2021.)

Investment Company Institute (2019), Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. <https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf> (posjećeno 17.11.2021.)

Journal of the European Union (2015), Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council on European long-term investment funds. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0760&from=EN> (posjećeno 14.11.2021.)

Kapitalni fond d.d. zatvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom (2021), Godišnje izvješće i financijski izvještaji za 2020. godinu <https://www.hmid.hr/wp-content/uploads/2021/04/Kapitalni-fond-revidirani-financijski-izvjestaj-2020.pdf> (posjećeno 16.11.2021.)

Majher, J. (2012), Državni investicijski fondovi. Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet

Monitor Company Group, L.P. i FEEM (2009), Weathering the Storm: Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008, SWF Annual report 2008. https://www.feem.it/m/publications_pages/20091161532464Monitor-FEEM_SWF_AnnualReport2008.pdf (posjećeno 15.11.2021.)

Norges Bank Investment Management (2021a), Annual report 2020. https://www.nbim.no/contentassets/fd871d2a4e2d4c1ab9d3d66c98fa6ba1/annual-report_2020_government-pension-fund-global_web (posjećeno 18.11.2021.)

Norges Bank Investment Management (2021b), Government Pension Fund Global holdings of equities at 31 December 2020.

<https://www.nbim.no/hr/report/?category=eq&sortby=country&filetype=pdf&year=2020>
(posjećeno 17.11.2021.)

Norges Bank Investment Management. The fund's development. <https://www.nbim.no/en/>
(posjećeno 19.11.2021.)

Norges Bank Investment Management. About the fund. <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> (posjećeno 18.11.2021.)

Preqin (2013), Preqin Special Report: Sovereign Wealth Funds. https://docs.preqin.com/reports/Preqin_Special_Report_Sovereign_Wealth_Funds.pdf
(posjećeno 16.11.2021.)

PricewaterhouseCoopers (2016), Sovereign Investors 2020. <https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/sovereign-investors-2020.pdf> (posjećeno 16.11.2021.)

Pruchnicka-Grabias, I. (2010), Sovereign Wealth Funds – The Activity And Its Consequences For The Global Economy. <http://www.efos.unios.hr/repec/osi/journal/PDF/InterdisciplinaryManagementResearchVI/IMR6a38.pdf> (posjećeno 18.11.2021.)

Raymond, H. (2010), „Sovereign wealth funds as domestic investors of last resort during crises“, U: *Économie Internationale* 2010/3 (n°123), La Documentation française, str. 121-159

Reiche, D. (2008), Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy Wuppertal Institute for Climate, Environment and Energy

Sovereign Wealth Fund Institute. Research: Linaburg-Maduell Transparency Index. <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index> (posjećeno 14.11.2021.)

Taraldsen, E. L. i Walsgard, C. J. (2020), Norway Reveals Record Withdrawals From \$1.1 Trillion Fund. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-07/norway-reveals-record-withdrawals-from-its-1-1-trillion-fund> (posjećeno 16.11.2021.)

Thomsen Chatman, L. (2008), Testimony Concerning Sovereign Wealth Funds and Public Disclosure <https://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts020708lct.htm> (posjećeno 18.11.2021.)

Zhang, M. i He, F. (2009), China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1749-124X.2009.01133.x> (posjećeno 18.11.2021.)