Državni investicijski fondovi

Findri, Matej

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:487250

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**



Repository / Repozitorij:

REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economcs & Business Zagreb







Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet u Zagrebu

Diplomski sveučilišni studij „Poslovna ekonomija“ – smjer Financije

DRŽAVNI INVESTICIJSKI FONDOVI

Diplomski rad

Matej Findri

Zagreb, rujan 2019.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij „Poslovna ekonomija“ – smjer Financije

DRŽAVNI INVESTICIJSKI FONDOVI

SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Diplomski rad

Matej Findri, 0067530423

Mentor: Doc.dr.sc. Jakša Krišto

Zagreb, rujan 2019.

Ime i prezime studenta

Matej Findri

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je DIPLOMSKI RAD
(vrsta rada)

isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student:

U Zagrebu, 18.9.2019.

Matej Findri
(potpis)

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, ali i s ciljem ostvarivanja većeg povrata na uložena sredstva i oplemenjivanja novca od viškova deviznih rezervi i prihoda od nafte, posebice uslijed velike volatilnosti cijena. Državni investicijski fondovi ulažu 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 navedenom u dokumentu Opće prihvaćeni principi i praksa. Kako državni investicijski fondovi dobivaju na značaju, ključno je i samo tržište državnih investicijskih fondova u svijetu s naglaskom na kretanje imovine, geografsku i sektorsku distribuciju ulaganja kao i njihovu profitabilnost od trenutka osnivanja. Na izabranim primjerima fondova Kineske investicijske korporacije, Investicijske uprave Abu Dhabija, Fonda Novog Zelanda i Državnog globalnog mirovinskog fonda Norveške dati će se detaljniji uvid u njihovo poslovanje i ulogu na formiranje globalnog financijskog tržišta.

Ključne riječi: državni investicijski fondovi, ulaganje, državno vlasništvo, načela upravljanja, imovina pod upravljanjem

Summary

Sovereign wealth funs are state-owned investment funds that manage large amounts of capital that seek to invest in the international financial market to create supplies for future generations, especially in countries with less developed pension systems and achieving other economic needs such as fiscal stability, stabilization of exchange rates and reducing exposure to one source of income, but with a view to achieving greater returns on their investments and refining from foreign exchange reserves and oil revenues, especially during high prices volatility. Sovereign wealth funds invest depending on the investment strategy

and the risk assumed and most often they invest in financial instruments of the long-term investment horizon and with greater risk tolerance such as stocks, bonds, real estate and certain forms of alternative investments. With the increase in the activities and role of sovereign wealth funds and assets under management measured in trillions dollars, their regulatory framework in certain financial markets is important, as well as the principles and guidelines for managing this type of fund set out in the document Generally Accepted Principles and Practices. Since sovereign wealth funds are gaining on importance, it is crucial to get a look on market of sovereign wealth funds emphasized on asset movements, geographical and sectoral distribution of investments as well as its profitability from its founding. Selected examples of funds from the China Investment Corporation, Abu Dhabi Investment Authority, New Zealand Superannuation Fund and the Government Pension Fund Global will give a detailed insight into its operations and role in the global financial market.

Keywords: sovereign wealth funds, investments, state-owned, principles and practices, assets under management

SADRŽAJ

1. UVOD 1

1.1. Područje i ciljevi rada 1

1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka 1

1.3. Sadržaj i struktura rada 1

2. OBILJEŽJA DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA 3

2.1. Karakteristike i vrste državnih investicijskih fondova 3

2.2. Povijest razvoja državnih investicijskih fondova 10

2.3. Ciljevi državnih investicijskih fondova 13

3. REGULACIJA I NADZOR DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA . 19

3.1. Načela upravljanja državnim investicijskim fondovima 19

3.2. Zakonodavni okvir državnih investicijskih fondova na području Sjedinjenih Američkih Država 28

3.3. Zakonodavni okvir dugoročnih investicijskih fondova na području Europske Unije 35

3.4. Poticaji i smjernice prema održivom ulaganju 37

4. TRŽIŠTE DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA 44

4.1. Kretanje ukupne imovine državnih investicijskih fondova u svijetu 44

4.2. Geografska distribucija imovine državnih investicijskih fondova 52

4.3. Struktura ulaganja državnih investicijskih fondova 57

4.4. Profitabilnost državnih investicijskih fondova 60

5. IZABRANI PRIMJERI DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA 63

5.1. Kineska investicijska korporacija 63

5.2. Investicijska uprava Abu Dhabija 68

5.3. Fond Novog Zelanda 71

5.4. Norveški državni mirovinski fond 75

5.5. Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo – HMID 86

6. ZAKLJUČAK 88
Popis literature 89
Popis tablica 96
Popis dijagrama 97
Životopis studenta 98

1. UVOD

1.1. Područje i ciljevi rada

Predmet istraživanja ovog diplomskog 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. U ovome radu objasnit će se početak razvoja ovakvog oblika investicijskih fondova i njihova uloga kao institucionalnog investitora. S obzirom kako 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 te time pokušavajući povećati svoj utjecaj u inozemstvu. Državni investicijski fondovi raspolažu sa značajnim sredstvima te je vrlo važno prikazati konkretna ulaganja pojedinih fondova kao i industrije koje dominiraju. Mnoge su prednosti osnivanja državnog investicijskog fonda od kojih vrijedi izdvojiti utjecaj prilikom smanjenja razine inflacije, mogućnost ublažavanja fluktuacija deviznog tečaja ukoliko 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.

Cilj istraživanja u okviru ovog diplomskog rada je razjasniti obilježja državnih investicijskih fondova te njihove karakteristike, ali i cjelokupno tržište državnih investicijskih fondova s naglaskom na njihovu ukupnu imovinu pod upravljanjem te geografsku distribuciju s naglaskom na izabrane primjere državnih investicijskih fondova.

1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka

Prilikom izrade ovog diplomskog 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.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad se sastoji od šest dijelova. Prvi dio rada odnosi se na uvodni dio u kojemu će se objasniti područje i ciljevi rada, metode prikupljanja podataka te kratko pojašnjenje strukture rada. Drugi

dio rada započinje s obilježjima državnih investicijskih fondova, njihovim karakteristikama te ciljevima razvoja takvog oblika fondova. Treći dio rada odnosi se na regulaciju i nadzor državnih investicijskih fondova dok je u četvrtom dijelu rada detaljno prikazano njihovo tržište. U petom dijelu rada prikazat će se izabrani primjeri državnih investicijskih fondova s naglaskom na Norveški državni mirovinski fond te perspektivom i mogućnostima razvoja državnog investicijskog fonda u Republici Hrvatskoj, a šesti, ujedno i posljednji dio rada, odnosi se na zaključak u kojemu će se navesti najbitniji dijelovi ovog diplomskog rada.

2. OBILJEŽJA DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

2.1. Karakteristike i vrste 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. Osnovani od strane države, državni investicijski fondovi drže ili upravljaju imovinom kako bi ostvarili financijske ciljeve te upotrijebili različite investicijske strategije koje među ostalim uključuju ulaganje u stranu financijsku imovinu. Njihove investicije su pomogle u unaprijeđenju rasta, blagostanja te ekonomskog razvoja u zemljama koje izvoze, ali isto tako i uvoze kapital. U matičnim zemljama, državni investicijski fondovi su institucije od ključne važnosti u poboljšanju upravljanja javnim financijama te ostvarivanju makroekonomske stabilnosti. Državni investicijski fondovi također donose značajne koristi globalnom tržištu. Njihova sposobnost da u mnogobrojnim okolnostima sagledaju dugoročnu korist u ulaganjima donosi vrlo važnu raznolikost na globalnim financijskim tržištima koja može biti iznimno djelotvorna posebice za vrijeme razdoblja financijske krize ili makroekonomskih šokova.[1] 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 određene glavne zemlje izvoznice roba, posebice zemlje bogate naftom i prirodnim plinom, tražile način za ulaganje sredstava nastalih iz imovine deviznih rezervi.[2] S druge strane, 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."[3]

---

[1] International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008) [online] *Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles"*. Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf [16.8.2019.], str 3

[2] European Commission (2008) [online] *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*. Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0115:FIN:EN:PDF [27.8.2019.]

[3] Preqin (2013) [online] *Preqin Special Report: Sovereign Wealth Funds*. Dostupno na: https://docs.preqin.com/reports/Preqin_Special_Report_Sovereign_Wealth_Funds.pdf [27.8.2019.], str 3

Državni investicijski fond je investicijski fond koji zadovoljava sljedećih 5 kriterija:[4]

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

Državni investicijski fondovi mogu svoje podrijetlo imati u:[5]

- 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 međugeneneracijskom 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 izvozu nafte i plina zaslužni za otprilike dvije trećine ukupne imovine u vlasništvu državnih investicijskih fondova.

Državni investicijski fondovi imaju nekoliko karakteristika:[6]

1. U državnom su vlasništvu;
2. Dugoročno ulaganje;
3. Ne postoji izričita odgovornost;

---

[4] Monitor Group (2009) [online] *Weathering the Storm: Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008, SWF Annual report 2008.* Dostupno na: https://www.feem.it/m/publications_pages/20091161532464Monitor-FEEM_SWF_AnnualReport2008.pdf [20.8.2019.] str. 7.

[5] Aizenman, J. i Glick R. (2008) [online] *Sovereign wealth funds: Stylized facts about their determinants and Governance*. Dostupno na: https://pdfs.semanticscholar.org/2724/d92c032485780ac737cef56bb3a9163a023f.pdf [20.8.2019.] str. 2.

[6] Majher, J. (2012) *Državni investicijski fondovi.* Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet str. 8.

4. Visoka tolerantnost na rizik i
5. Snažna izloženost valutnom riziku.

Iako državni investicijski fondovi mogu pomoći u ostvarivanju dugoročnih ekonomskih koristi, nekoliko bitnih kriterija mora biti ispunjeno kako bi se ostvarili očekivani rezultati:[7]

- Prikladna proračunska i monetarna politika predstavlja najvažniji od svih preduvjeta. Aktivnost državnih investicijskih fondova mora biti kvalitetno integrirana u cjelokupan politički okvir. Ukoliko fondovi ne uspiju u ostvarivanju ravnoteže s političkim okvirom, postoji mogućnost od potkopavanja operacija središnje banke;
- Kako bi rad fonda bio u potpounosti integriran u ekonomski okvir matične zemlje, ključno je da su prikladne informacije objavljene odgovarajućim agencijama i da su ispravni podaci uključeni u financijska izvješća;
- Određeni podaci sugeriraju kako su državni investicijski fondovi uspješni u ostvarivanju efikasnog upravljanja resursima kada imaju kvalitetno dizajnirano financiranje i razvijena pravila oko povlačenja sredstava koji su konzistentni s objavljenim ciljevima;
- Državni investicijski fond mora imati jasno definiran upravljački okvir za korporativno upravljanje. Oni uključuju državu kao vlasnika koji određuje ciljeve fonda te njezinu upravljačku strukturu koja mora biti efikasna kao i okvir odgovornosti. Upravljačka struktura jasno određuje pravila, odgovornosti i nadležnosti, ali i odnose između različitih tijela uključenih u administraciju i upravljanje fonda;
- Potrebno je odrediti jasne procese odgovornosti između različitih razina upravljanja državnim investicijskim fondom koji su bitni zbog sprječavanja zlouporabe javnih resursa i dobivanja javne podrške za fond i njegove ciljeve i
- Uspjeh državnog investicijskog fonda ovisi i o odgovornoj investicijskoj politici koja je dosljedna s ciljevima fonda. Primjerice, stabilizacijski fondovi – koji su najčešći oblik državnog investicijskog fonda i imaju kraći horizont ulaganja – će vjerojatno imati konzervativnu strategiju ulaganja za razliku od štednih fondova koji očekuju veće

[7] Lipsky, J. (2008) [online] *Sovereign Wealth Funds: Their Role and Significance.* Dostupno na: http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/090308.htm [27.8.2019.] str. 13.

prinose na duži rok ulaganja te mogu ulagati u sve klase imovine, uključujući i alternativna ulaganja.

Državni investicijski fondovi su razdvojeni ovisno o objavljenim ciljevima politike te alokaciji imovine pa se tako nazire pet različitih oblika državnih investicijskih fondova:[8]

- Stabilizacijski fondovi su osnovani kako bi se odijelili proračun i gospodarstvo od volatilnosti cijene roba i eksternih šokova, kao što je primjerice Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea. Njihov investicijski horizont te ciljevi likvidnosti nalikuju onima upravitelja rezervi središnjih banaka te imaju tendenciju ulaganja velikog iznosa sredstava pretežito u visoko likvidne imovinske portfelje, a ponekad i u instrumente negativno korelirane s izvorom rizika koji se povezuje s određenim fondom. Alociraju više od 80% svoje imovine u vrijednosne papire s fiksnim dohotkom od čega se na državne vrijednosnice odnosi oko 70% ukupne imovine;
- Štedni fondovi namjeravaju raspodijeliti bogatstvo kroz sve generacije pretvarajući neobnovljivu imovinu u diverzificiranu financijsku imovinu, a primjer za tu vrstu fonda je Investicijska uprava Abu Dhabija. Njihov investicijski mandat obilježen je visokim rizikom, ali i očekivanjem velikog povrata na investicije, alocirajući visok postotak svog portfelja u dionice i druge instrumente (više od 70%);
- Razvojni fondovi su osnivani s ciljem alokacije resursa prema socijalno-ekonomskim projektima od velike važnosti, obično infrastrukturnim (fond Mubadala – Ujedinjeni Arapski Emirati i Nacionalni razvojni fond – Iran);
- Mirovinski fondovi su osnovani kako bi se zadovoljili očekivani odljevi u budućnosti u ovisnosti o potencijalnim obvezama povezanim s mirovinom u državnoj bilanci plaćanja čiji je predstavnik Fond Novog Zelanda. Oni drže visok udio u dionicama i drugim instrumentima kako bi nadoknadili rastuće troškove mirovina u budućnosti. Bitno je za razlučiti mirovinske fondove od investicijskih fondova koji predstavljaju fondove kreirane sa svrhom prikupljanja kapitala od široke mase te ulaganja istih sredstava u diverzificiran portfelj financijske imovine sačinjen od dionica, obveznica

[8] Abudallah et al. (2013) [online] *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management.* Dostupno na:https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf [20.8.2019.] str. 5.

ili nekih drugih oblika financijske imovine. Investicijski fondovi se dijele prema tipu imovine u koji ulažu, a najčešće su to dionički, obvezнички, novčani i mješoviti fondovi u koje pojedini investitor ulaže ovisno o prihvatljivoj razini preuzetog rizika, investicijskoj strategiji te horizontu ulaganja. Ulaganje je na dobrovoljnoj osnovi, a namijenjeni su prije svega pojedincima koji žele ostvariti veće prinose u odnosu na štednju u bankama i

- Investicijske korporacije koje imaju visok udio rezervi i namjeravaju smanjiti troškove držanja rezervi ili ostvariti veći povrat (Kina, Južna Koreja i Singapur). Kako bi ostvarili navedeni cilj, oni svoja sredstva alociraju u dionice i alternativna ulaganja – s više od 50% u Južnoj Koreji i 75% u fondu Government of Singapore Investment Corporation.

Tablica 1. Karakteristike alokacije imovine stabilizacijskih i štednih fondova

	Stabilizacijski fondovi	Štedni fondovi
Horizont ulaganja	Kratkoročni	Dugoročni
Sastav imovine	Ograničeni na visoko likvidnu imovinu	Šire imovinske klase
Valutni sastav	Negativno korelirani s cijenama roba	U jednakosti s neto izvozom zemlje
Referentna vrijednost izvedbe	Minimiziranje volatilnosti troškova te održavanje adekvatne likvidnosti	Ostvarivanje očekivanih povrata na dugi rok
Tolerancija na rizik	Averzija prema riziku, očekivanje nižeg prinosa	Aktivno upravljanje investicijama s visokim rizikom i prinosom
Upravljanje imovinom	Osiguravanje održivosti budućih fiskalnih troškova	Maksimiziranje neto vrijednosti fonda

Izvor: Abudallah et al. (2013) *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*, obrada autora

Uspoređujući stabilizacijske i štedne oblike državnih investicijskih fondova, može se zaključiti kako su to dva potpuno različita oblika što se ponajviše vidi u kratkoročnom horizontu ulaganja stabilizacijskih fondova, a dugoročnom štednih fondova. Ključna je razlikae i tolerancija na rizik jer veći rizik sa sobom nosi i očekivanja većeg prinosa, a tu štedni fondovi preuzimaju visoki rizik.

Povezano s kritikom oko transparentnosti državnih investicijskih fondova, postoje i određene mjere kojima se računa njhova transparentost. Prva od tih mjera je Linaburg-Maduell indeks transparentnosti kojega su razvili Carl Linaburg i Michael Maduell te ga koristi Sovereign Wealth Fund Institute. Ovaj indeks je razvijen 2008. godine te je od tada korišten diljem svijeta u godišnjim izvještajima 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 ukupnoj ocjeni fonda. Minimalna ocjena koju fond može dobiti je 1, iako Sovereign Wealth Fund Institute preporuča minimalnu ocjenu od 8 bodova kako bi se zadovoljila adekvatna razina transparentnosti. Ocjena transparentnosti se može mijenjati ovisno o objavi dodatnih informacija o fondu u javnosti te je bitno za napomenuti kako postoje različite razine ovisno o svakom od niže navedenih principa.[9]

Tablica 2. Linaburg – Maduell indeks transparentnosti

BOD	PRINCIPI TRANSPARENTNOSTI
+1	Fond objavljuje svoju povijest uključujući i razloge za svoje osnivanje, podrijetlo bogatstva kao i državnu vlasničku strukturu.
+1	Fond redovito objavljuje revidirane godišnje financijske izvještaje.
+1	Fond objavljuje postotke vlasničkih udjela u poduzećima te geografsku lokaciju udjela.
+1	Fond objavljuje ukupnu tržišnu vrijednost svojeg portfelja, povrate na uložena sredstva te naknade menadžmentu.

[9] Sovereign Wealth Fund Institute [online] *Research: Linaburg-Maduell Transparency Index*. Dostupno na: https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index [27.8.2019.]

+1	Fond daje smjernice u odnosu na etičke standarde, politiku ulaganja te provedbu navedenih smjernica.
+1	Fond objavljuje jasnu strategiju i ciljeve.
+1	Ukoliko je primjenjivo, fond jasno identificira podružnice te informacije o kontaktu.
+1	Ukoliko je primjenjivo, fond identificira vanjske upravitelje.
+1	Fond upravlja svojom vlastitom web stranicom.
+1	Fond pruža podatke o adresi glavnog ureda kao i informacije o kontaktu poput telefona ili faksa.

Izvor: *Sovereign Wealth Fund Institute Linaburg-Maduell Transparency Index [online], dostupno na:* https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index obrada autora

S maksimalnom ocjenom od 10 bodova, ljestvicu predvode Fond Novog Zelanda, Državni globalni mirovinski fond Norveške, Mubadala investicijska korporacija te Australski fond za budućnost. 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).

Druga mjera je „*SWF Scoreboard*“, poznata i pod nazivom “*Truman Scores*” po njezinom autoru Edwinu Trumanu koji je definirao navedenu mjeru, a zadnji dostupan izvještaj je onaj iz 2016. za 2015. godinu. Dvije mjere su poprilično slične u isticanju transparentnosti fonda u skladu interne organizacije fondova, količine informacija koje objavljuju o ulaganjima te političke udaljenosti od države domaćina i države koja je zaslužna za ulaganje. Prilikom konstruiranja indeksa, Truman povezuje sljedeće elemente u četiri kategorije: (1) struktura fonda, koja uključuje njezine ciljeve, poveznice s državnom fiskalnom politikom te neovisnost fonda o državnim međunarodnim rezervama; (2) upravljanje fondom, uključujući ulogu države, odbor fonda i njezine menadžere te slijedi li fond smjernice za korporativnu odgovornost; 3) odgovornost i transparentnost fonda u svojoj investicijskoj strategiji, aktivnostima, izvještavanju i reviziji i (4) ponašanje fonda u upravljanju svojim portfeljom te politici upravljanja rizikom. [10] Maksimalna ocjena koja se može dobiti na navedenoj ljestvici

[10] Truman, E. M. (2008) [online] *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices.* Dostupno na: https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb08-3.pdf [25.7.2019.] str. 6.

iznosi 100 bodova, a u zadnjem izvještaju za 2015. godinu Državni globalni mirovinski fond Norveške je ostvario najbolji rezulat od 98 bodova, a nakon njega slijedi Fond Novog Zelanda s 98 bodova. Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea ostvario je 91 bod, Kineska investicijska korporacija 70 bodova dok je Investicijska uprava Abu Dhabija ostvarila 58 bodova. Najniži rezultat ostvario je Fond za buduće generacije u Ekvatorijalnoj Gvineji (11), a slijede ga fond Istithmar World iz Ujedinjenih Arapskih Emirata (23) i Investicijska agencija Bruneja (30).[11]

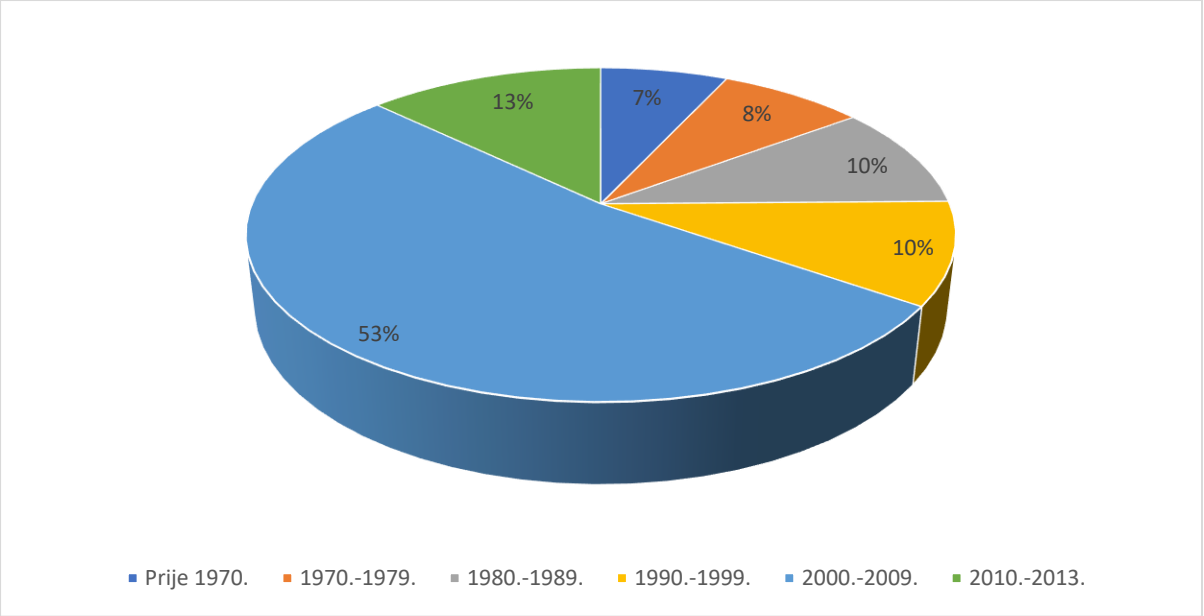
2.2. Povijest razvoja državnih investicijskih fondova

Dva ekonomska fenomena su promovirala snažan rast državnih investicijskih fondova. Prvi od njih je masovna akumulacija stranih, posebice dolarski denominiranih rezervi od strane središnjih banaka potaknutih financijskom krizom u Istočnoj Aziji od 1997. do 1998. godine. Prema podacima Svjetske banke, devizne rezerve su dosegnule ogromnu razinu u proteklih 15 godina od 12.338 bilijuna dolara na kraju 2012. godine te ih je to potaknulo da alociraju određena sredstva prema državnim investicijskim fondovima tražeći povrat bez potrebe pretvorbe iz dolara. Drugi razlog zaslužan za porast aktivnosti državnih investicijskih fondova je neuomoljiv svjetski porast cijena nafte koji je porastao s razine od 10 dolara po barelu 1998. godine do razine od 148 dolara desetljeće kasnije. Trenutna je cijena barela nafte nešto veća od 60 dolara pa je pitanje kako će kretanje cijene utjecati na budućnost državnih investicijskih fondova i njihovu geografsku strukturu ulaganja. Od najvećih državnih investicijskih fondova, gotovo svi su financirani ili od prihoda od transfera nafte i prirodnog plina zarađenih od strane državnih energetskih kompanija ili od prekomjernih viškova deviznih rezervi zarađenih od izvoza i pod kontrolom središnjih banaka ili ministarstva financija.[12]

[11] Stone, S. E. i Truman, E. M. (2016) [online] *Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability*. Dostupno na: https://www.piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf [20.7.2019.] str. 8.

[12] Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L. (2014) [online] *The rise of sovereign wealth funds: definition, organization and governance*. Dostupno na: https://www.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/fbd0c50e-0402-4992-9a2f-0a46d3105261/SWF-PPP-Palgrave-1.pdf?MOD=AJPERES [22.7.2019.] str. 3.

Dijagram 1. Razdoblja osnivanja državnih investicijskih fondova



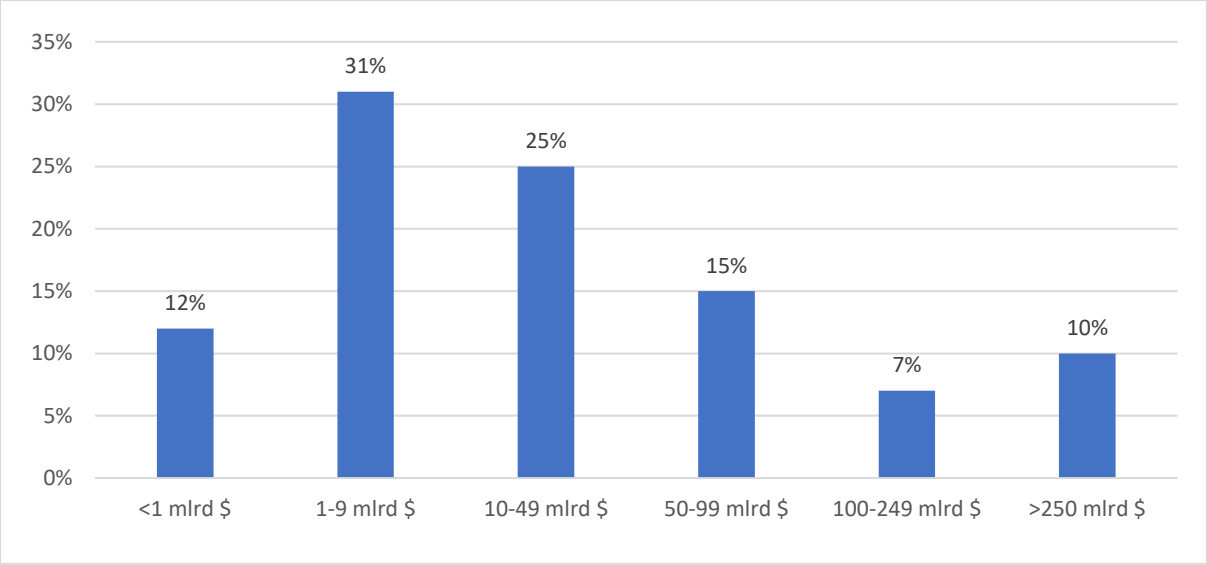
Izvor: *Preqin Sovereign Wealth Fund Review (2014)*, obrada autora

Prema razdoblju osnivanja državnih investicijskih fondova, 53% svih osnovanih su nastali u razdoblju između 2000. i 2009. godine kada dobivaju na značaju uslijed globalne financijske krize, dok je najmanji broj državnih investicijskih fondova nastao prije 1970. godine.

Većina državnih investicijskih fondova je osnovana u zemljama koje su bogate prirodnim resursima s time da su najčešći i najveći oni povezani s naftom i naftnim rezervama. To uključuje fondove osnovane od zemalja u Arapskom zaljevu, Rusiju i bivše članice Sovjetskog Saveza i Norvešku. Druga bitna grupa fondova uključuje one financirane od akumuliranih deviznih rezervi koje su rezultat konstantnog neto izvoza, a to su posebice fondovi sa sjedištem u Singapuru, Koreji, Kini i ostalim izvoznicima u Istočnoj Aziji. Bitno je za napomenuti i kako postoje značajne razlike između fondova s obzirom na organizacijsku strukturu (zasebno inkorporirane holding kompanije ili pod okriljem ministarstava), investicijskim ciljevima (očuvanje bogatstva ili njezina diverzifikacija i rast), kompenzacijska politika i status fond menadžera (profesionalni menadžeri ili fiksno plaćeni birokrati) i stupanj financijske transparentnosti (Državni globalni mirovinski fond Norveške i Australski fond za budućnost).[13]

[13] Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L.: op.cit., str. 5.

Dijagram 2. Pregled državnih investicijskih fondova prema imovini pod upravljanjem



Izvor: *Preqin Sovereign Wealth Fund Review (2014),* obrada autora

S obzirom na imovinu pod upravljanjem, čak 10% svih državnih investicijskih fondova u svijetu upravlja s imovinom većom od 250 milijardi američkih dolara, a najveća zastupljenost je onih s imovinom od jedan do devet milijardi američkih dolara.

Velik broj kvalitetno uspostavljenih državnih investicijskih fondova se razvio od prethodnika robnih stabilizacijskih fondova. Glavna svrha stabilizacijskih fondova je nadoknaditi smanjenje prihoda zbog opadajućih cijena roba ili razina proizvodnje, a većina takvih fondova je osnovana od strane zemalja koje značajno ovise o prirodnim resursima.[14] Kao što Christopher Balding u svojoj knjizi detaljno objašnjava, rani stabilizacijski fondovi iz razdoblja prije 1980-tih su često bili pod utjecajem slabog menadžmenta i stalne opasnosti od političara koji su podlijegali iskušenju u promicanju prekomjerne domaće potrošnje. Značajan napredak je obilježen od strane istraživača sa Chicago School of Economics koji su bili zaduženi za reformu čileanske ekonomije sredinom 1980-tih te su osnovali Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea 1985. godine s djelomičnim financiranjem od strane Svjetske banke. Fond je imao mnogo karakteristika modernog državnog investicijskog fonda i ono što je važno za naglasiti da je imao za cilj minimizirati i smanjiti političko uplitanje u fond i na taj način obuzdati javnu

[14] Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L.: op.cit., str. 7.

potrošnju. Uspjeh koji je uslijedio osnivanjem tog fonda bio je nit vodilja Svjetske banke u savjetovanju ostalih država u repliciranju tog modela.[15]

Inozemnim ulaganjem državnih investicijskih fondova reinvestiraju se sredstva od robnih fondova i sprječava se aprecijacija domaće valute kao i, u pravilu, pojava pod nazivom „Nizozemska bolest" – pregrijavanje lokalne ekonomije koje može naštetiti razvoju ostalih, nerobnih, sektora. Od početka 2006. godine, imovina pod upravljanjem državnih investicijskih fondova doživjela je vrlo snažan rast zbog promjena u svjetskim uzorcima trgovanja i porastu cijena nafte. Državni investicijski fondovi prvi put su zapeli za oko javnosti tijekom rane 2007. godine kada je novoosnovana Kineska investicijska korporacija kupila dionički udio s pravom glasa u Blackstone Group u vrijednosti od 3 milijarde dolara odmah prije njihove inicijalne javne ponude koja nije doživjela dobar odjek u javnosti. Kasnije iste te godine i ponovno početkom 2008. godine državni investicijski fondovi su ponovno bili tema rasprave kada je nekoliko fondova, većinom iz Arapskog zaljeva, svojom intervencijom spasilo zapadni bankarski sustav kupujući oko 60 milijardi dolara vrijedne novoizdane dionice velikih američkih i europskih banaka na vrhuncu međunarodne financijske krize drugorazrednih hipotekarnih kredita. U globalu, državni investicijski fondovi uložili su oko 90 milijardi dolara između srpnja 2005. i listopada 2008. godine, dok je Kineska investicijska korporacija uložila dodatnih 40 milijardi dolara u dokapitalizaciju dviju banaka u vlasništvu Kine krajem 2007. i u 2008. godini. Ovi fondovi su kombinirano uložili više novog kapitala u svjetske financijske institucije od bilo kojeg drugog subjekta izuzev Vlade Sjedinjenih Američkih Država.[16]

2.3. Ciljevi državnih investicijskih fondova

Državni investicijski fondovi mogu biti osnovani zbog različitih razloga, a svaki od njih ima drugačije ciljeve koje teži 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 diverzificirajući gospodarstvo kako ne bi bilo izloženo samo jednom izvoru prihoda. Kao rezultat brojnih ciljeva, državni investicijski

[15] Balding, C. (2012) *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics* New York: Oxford University Press

[16] Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L.: op.cit., str. 8.

fondovi također imaju raznovrsne investicijske politike te strategiju alokacije imovine. Primjerice, Naftni fond Istočnog Timora, koji upravlja naftnim izvorima Istočnog Timora za dobrobit i korist sadašnjih i budućih generacija, 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.[17]

Postoji nekoliko razloga osnivanja državnih investicijskih fondova:[18]

1. Većina kapitala u državama izvoznicama koristi se kao prijenosni međugeneracijski mehanizam te služi za njegovo uravnoteženje, gdje su buduće mirovine i fiskalni dohodak osigurani zaradom koja dolazi od izvoza. Kada dođe do situacije potpune potrošnje prirodnih resursa, buduće generacije i dalje mogu živjeti u blagostanju s obzirom kako su im njihovi preci osigurali dovoljnu količinu sredstava i zarade;

2. Drugi razlog je preraspodjela državnog prihoda kako bi se na adekvatan način moglo odgovoriti na krize iskorištavajući komparativne prednosti države. Ukoliko je država suočena s krizom u konkurentnosti može uzeti u obzir i sredstva državnog investicijskog fonda te na taj način investirati u različite gospodarske sektore s ciljem povećanja i ponovnog uspostavljanja konkurentnosti na tržištu i

3. Posljednji od razloga osnivanja državnog investicijskog fonda je i povrat prihoda od uloženog kapitala u središnjim bankama s obzirom kako se ulaganjem u različite financijske instrumente na tržištu mogu ostvariti prihodi u visini od 3-5%.

Proizlaze tri glavna ekonomska cilja državnih investicijskih fondova:[19]

1. Maksimiziranje kapitala:

---

[17] Preqin: op.cit., str. 3.

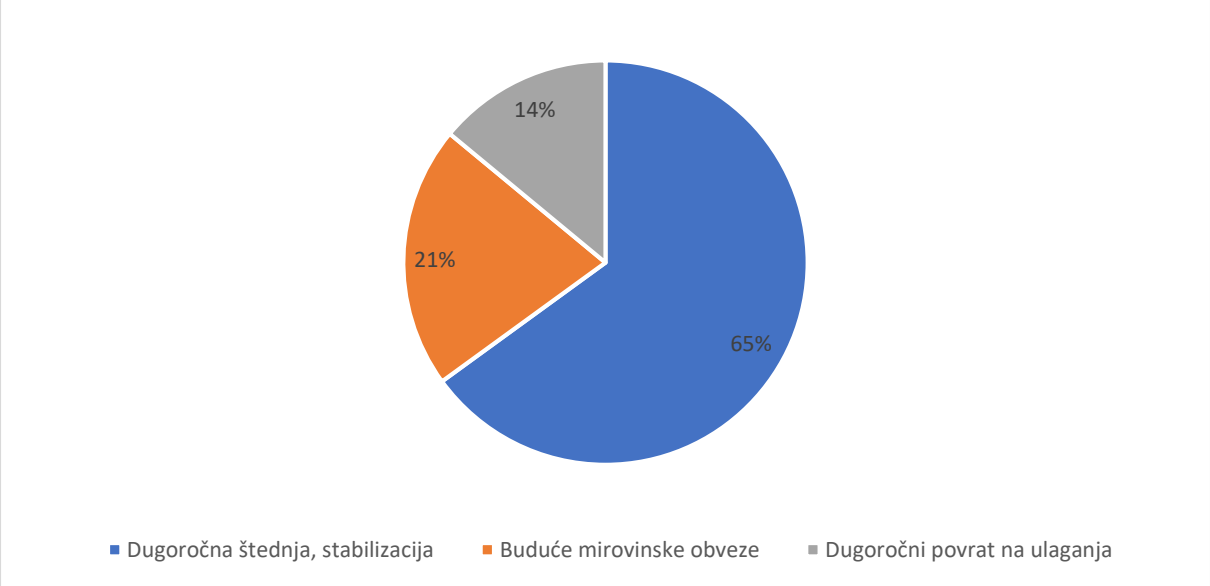
[18] Majher, J.: op.cit., str. 16.

[19] PricewaterhouseCoopers (2016) [online] *Sovereign Investors 2020* Dostupno na: https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/sovereign-investors-2020.pdf [27.7.2019.] str. 6.

- Uravnoteženje međugeneracijskog bogatstva (Državni globalni mirovinski fond Norveške, Investicijska uprava Kuvajta);
- Financiranje budućih obveza (Australski fond za budućnost, Fond Novog Zelanda) i
- Ulaganje deviznih rezervi (Kineska investicijska korporacija).

2. Stabilizacija:
   - Fiskalna stabilnost (Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea) i
   - Stabiliziranje deviznog tečaja (Rezervni fond Rusije).
3. Ekonomski razvoj:
   - Ulaganje u tešku infrastrukturu (Infrastrukturni fond Nigerije);
   - Ulaganje u socijalnu infrastrukturu (Mubadala razvojna kompanija) i
   - Vođenje industrijske politike (Temasek holdinzi).

Dijagram 3. Ciljevi državnih investicijskih fondova



Izvor: Deutsche Bank, (2008) *SWFs and foreign investment policies - an update*, obrada autora

Dugoročna štednja, odnosno stabilizacija fiskalnog sustava predstavlja najvažniji cilj osnivanja državnih investicijskih fondova nakon kojeg slijede isplata budućih mirovinskih obveza te ostvarivanje dugoročnog povrata na ulaganja.

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 pri održavanju njihove aktivnosti ili ih čak spasiti od

potencijalnog bankrota. Pružajući financijska sredstva sudionicima na financijskom tržištu kada su im potrebna, doprinose upravljanju kapitalom na makro razini. Ponajviše zahvaljujući dugoročnoj investicijskoj politici, stabiliziraju tržište te ga sprječavaju od strukturnih neravnoteža. Njihove ulagačke strategije nisu toliko riskantne kao što su one hedge fondova s obzirom kako koriste manju financijsku polugu. S obzirom na njihovu ulogu za vrijeme zadnje globalne financijske krize i injekcije kapitala u financijski sustav, državni investicijski fondovi predstavljaju značajan alat u borbi protiv financijske destabilizacije.[20] 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.[21]

Najvažniji nedostatak državnih investicijskih fondova je manjak transparentnosti što podrazumijeva da ne mogu u potpunosti biti kontrolirani i regulirani te postoji mogućnost njihovog korištenja u svrhu ostvarivanja političke ili ekonomske moći.[22] 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 vrijednosnica.[23] Važno je za napomenuti i brigu oko sklonosti državnih investicijskih fondova prema iznenadnoj prodaji imovine čime se u velikim razmjerima utječe na tržišnu volatilnost.[24]

Pitanja koja se nameću od raznih kritika poslovanju državnih investicijskih fondova su sljedeća:[25]

---

[20] Pruchnicka-Grabias, I. (2010) [online] *Sovereign Wealth Funds – The Activity And Its Consequences For The Global Economy* Dostupno na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/journl/PDF/InterdisciplinaryManagementResearchVI/IMR6a38.pdf [10.8.2019.] str. 517.

[21] Gomes, T. (2008) [online] *The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability*. Dostupno na: http://www.publications.gc.ca/collections/collection_2008/bank-banque-canada/FB3-4-2008-14E.pdf [5.8.2019.] str. 6.

[22] Pruchnicka-Grabias, I.: op.cit., str 518.

[23] Beck, R. i Fidora, M. (2008) [online] *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf [2.8.2019.] str. 7.

[24] Ibid., str. 24.

[25] Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L.: op.cit., str. 9.

- Mogućnost da njihov kapital bude iskorišten za daljnje političke svrhe i za stjecanje uloga u strateškim industrijama;
- Rizik od cjenovnih balona zbog same 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 kao reakcija na državne investicijske fondove;
- Manjak transparentnosti državnih investicijskih fondova;
- Velika briga oko eksponencijalnog rasta državnih investicijskih fondova i
- Zasigurno najveći od svih strahova je onaj da fondovi u vlasništvu države ne bi djelovali kao striktno tržišno orijentirani investitori tražeći najveće moguće financijske povrate već bi bili primorani na strateške investicije od strane vlade matične države povećavajući politički utjecaj ili pristup stranim tehnologijama.

Ulaganja državnih investicijskih fondova imaju nekoliko zajedničkih osobina:[26]

- Ukoliko su cijene dionica na domaćem tržištu više nego u drugim zemljama, državni investicijski fondovi imati će tendenciju ulaganja većeg iznosa sredstava u domaće dionice, a isti princip vrijedi i za dionice na međunarodnim tržištima;
- U prosjeku, sredstva se na domaće tržište više ulažu u situacijama kada je P/E omjer (eng. *price-to-earnings ratio* – omjer cijene i zarade) niži za razliku od inozemnog tržišta kada se zahtijeva veći P/E omjer. Većinom se odnosi na fondove sa sjedištem u Aziji dok zapadni fondovi imaju suprotan princip ulaganja;
- Državni investicijski fondovi u kojima su političari uključeni u upravljanje imaju znatno veću vjerojatnost ulaganja na domaćem tržištu dok s druge strane vanjski menadžeri pokazuju manju sklonost. Također, državni investicijski fondovi koji se pouzdaju u menadžere, skloniji su ulaganju u industrije s nižim prihodom od ulaganja,

[26] Bernstein, S., Lerner., J. i Schoar, A. (2009) [online] *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds.* Dostupno na: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.231.4224&rep=rep1&type=pdf [2.8.2019.] str. 3.-4.

a ako su političari uključeni u upravljanje, ulaganja su usmjerena prema industrijama gdje se očekuje veći prihod od ulaganja i

- U godini nakon investicije, fondovi za čije su upravljanje zaduženi menadžeri skloniji su pozitivnom pomaku u prihodu od ulaganja, za razliku od onih fondova u kojima političari zauzimaju mjesta u upravnim odborima.

Intervencije fondova u državnom vlasništvu prilikom kupnje dionica u bankama mogu biti opravdane time da će neuspjeh banaka dovesti do smrzavanja kredita te uzrokovanja sistemskog rizika, a ključno je kako neuspjeh nefinancijskih poduzeća sa sobom povlači manji sistemski rizik nego propast banke. S druge strane, podržavanje banaka ponekad nije dovoljno za odmrzavanje kredita te vraćanje pristupa eksternom financiranju nefinancijskih poduzeća pa je potrebno određeno vrijeme za vraćanje povjerenja u poslovanje poduzeća dok u međuvremenu nefinancijska poduzeća mogu biti nepovratno oštećena i zatvorena. Strah od takvih oštećenja, zajedno s lobiranjem investitora i poduzeća, uvjerio je Vladu Rusije da iskoristi jedan od svojih državnih investicijskih fondova kako bi preuzeli udjele u domaćim nefinancijskim poduzećima tijekom zadnje financijske krize. Slijedeći primjer Francuske, države mogu biti izazvane da sredstva državnih investicijskih fondova koriste kako bi spriječili strana preuzimanja poduzeća od strateškog interesa i važnosti za domaće gospodarstvo. Ukoliko je državni investicijski fond upravljan od strane središnje banke, kao što je slučaj u Hong Kongu, sredstva mogu biti iskorištena za intervenciju na burzi za suzbijanje špekulativnih napada na devizni tečaj i financijskim tržištima.[27]

Intervencije državnih investicijskih fondova na području Arapskog zaljeva u kupnji dionica na domaćem dioničkom tržištu za vrijeme krize uključuju Katar i Kuvajt. Investicijska uprava Katara je u listopadu 2008. godine kupila dionice katarskih banaka dok Investicijska uprava Kuvajta ima dužu povijest intervencija na domaćem dioničkom tržištu. Prije intervencije u razdoblju nakon vijesti o propasti investicijske banke Lehman Brothers, Investicijska uprava Kuvajta intervenirala je na kuvajtskom dioničkom tržištu tijekom krize 2006. godine, a niti jedna od navedenih intervencija nije bila konkretno usmjerena na banke, već je primarni cilj bio održati cijene dionice u određenom rasponu bez prevelikih fluktuacija i prelijevanja.[28]

---

[27] Raymond, H. (2010) [online] *Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises* Dostupno na: https://www.cairn.info/revue-economie-internationale-2010-3-page-121.htm# [3.8.2019.] str. 128.

[28] Ibid., str 128

3. REGULACIJA I NADZOR DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

3.1. Načela upravljanja državnim investicijskim fondovima

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.[29]

Kroz svoj rad i djelovanje, Forum će pridonositi razvoju i održavanju otvorenog, transparentnog i stabilnog ulagačkog okruženja time podržavajući četiri vodeća cilja koja se naziru kroz Santiago Principles:[30]

1) pomoć u održavanju stabilnog globalnog financijskog sutava i slobodan tok kapitala i investicija;

2) usklađenost sa svim primjenjivim regulatornim i objavljenim zahtjevima u zemljama u koje se ulaže;

3) ulagati u skladu s ekonomskim i financijskim rizikom te razmatranjima povezanim s povratom na uložena sredstva i

4) uspostaviti transparentnu i čvrstu upravljačku strukturu koja pruža primjerenu operativnu kontrolu, okvir za upravljanje rizicima, ali istovremeno i odgovornost prema investicijskoj javnosti.

---

[29] International Forum of Sovereign Weatlh Funds [online] *About us* Dostupno na: https://www.ifswf.org/about-us [27.8.2019.]

[30] International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2009) [online] *Kuwait Declaration* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/2010%20Kuwait%20Meeting%20-%20Kuwait%20Declaration.pdf [21.7.2019.] str. 2.

Svrha dokumenta Opće prihvaćeni principi i praksa je identifikacija navedenog okvira koja reflektira prikladno upravljanje državnim investicijskim fondovima kao i ulagačke prakse na razboritoj i zdravoj osnovi. Radeći na prepoznatljivosti navedenog dokumenta, Opće prihvaćeni principi i praksa će pomoći u povećanju razumijevanja državnih investicijskih fondova u matičnim zemljama i zemljama koje primaju kapital kao i na međunarodnim financijskim tržištima. Opće prihvaćeni principi i prakse također nastoje osigurati da kroz težnju za ispunjavanjem određenih uvjeta, državni investicijski fondovi nastavljaju pridonositi ekonomsku i financijsku korist matičnim zemljama, zemljama u koje se kapital ulaže, ali i cjelokupnom financijskom sustavu. Dokument je podložan odredbama međuvladinih sporazuma te pravnih i regulatornih zahtjeva stoga implementacija svakog pojedinog principa iz sporazuma ovisi o primjenjivim zakonima matične zemlje te obuhvaća tri ključna područja: (1) pravni okvir, ciljeve te koordinaciju s makroekonomskom politkom; (2) institucionalni okvir i upravljačku strukturu i (3) okvir za upravljanje rizicima i ulaganjima. Čvrsti principi i prakse u prvom području podupiru snažan insitucionalni okvir i upravljačku strukturu državnih investicijskih fondova te olakšavaju formiranje prikladne investicijske strategije u skladu s navedenim ciljevima. Čvrsta upravljačka struktura koja odvaja funkcije vlasnika, tijela upravljanja ili menadžmenta olakšava operativnu neovisnost u vidu upravljanja određenim državnim investicijskim fondom u lakšem ispunjavanju odluka i operacija slobodnih i neovisnih od političkog utjecaja.[31]

Opće prihvaćeni principi i prakse obuhvaćaju 24 smjernice:[32]

1. Pravni okvir za državne investicijske fondove mora biti čvrst te podržavati ispunjavanje utvrđenih ciljeva.

Pravni okvir državnih investicijskih fondova u pravilu slijedi jedan od tri pristupa. Prvi oblik državnih investicijskih fondova osnovan je kao zaseban pravni identitet s punim kapacitetom i sposobnošću za djelovanjem pod specifičnim temeljnim zakonom, primjerice Kuvajt i Ujedinjeni Arapski Emirati. Druga kategorija ima oblik državno upravljanih korporacija kao što su Government of Singapore Investment Corporation ili Kineska investicijska korporacija.

[31] International Working Group of Sovereign Wealth Funds: op.cit., str. 5.

[32] Ibid., str. 9.

Treća kategorija državnih investicijskih fondova je sastavljena od sredstava bez zasebnog pravnog identiteta koji je u vlasništvu države ili središnje banke poput Čilea i Norveške.

2. Svrha politke državnog investicijskog fonda mora biti jasno definirana i javno objavljena.

Jasno definirana svrha politike osigurava da operativni menadžment državnih investicijskih fondova ulaže sredstva bez namjene ili obveze za ispunjavanjem izravnih ili neizravnih geopolitičkih interesa. Javno objavljena svrha politke državnih investicijskih fondova pruža bolje razumijevanje onoga što državni investicijski fondovi žele postići.

3. Aktivnosti državnih investicijskih fondova moraju biti u koordinaciji s fiskalnim i monetarnim vlastima s ciljem osiguranja konzistentnosti s makroekonomskom politikom.

Investicije državnih investicijskih fondova mogu imati značajan učinak na javne financije te cjelokupnu monetarnu stabilnost države stoga one investicije koje imaju značajne makroekonomske implikacije moraju biti izvršene u koordinaciji s tijelima izvršne vlasti.

4. Moraju postojati jasna i javno objavljena pravila, procedure i sporazumi koji se tiču financiranja, povlačenja i potrošnje sredstava.

Financiranje i povlačenje sredstava ovisi o vrsti pojedinog fonda. Stabilizacijski fondovi su najčešće financirani od prihoda koji je rezultat porasta cijene određene robe, a povlačenje sredstava ovisi o financiranju proračunskog deficita ili o padu cijene robe. Štedni fondovi su financirani od strane državnog proračunskog suficita dok se prilikom kretanja stavki rashoda proračuna uzimaju u obzir očekivani povrati na investicije državnih investicijskih fondova. Neki fondovi zadržavaju svoj profit u obliku povrata na investicije dok drugi isplaćuju dividende.

5. Relevantna statistička izvješća koja se odnose na državne investicijske fondove moraju biti poslana kroz određeno vremensko razdoblje.

Kreatori politike se u pravilu oslanjaju na makroekonomske podatke sastavljene od strane državnih agencija poput zavoda za statistiku ili odjela za statistiku pri središnjim bankama ili ministarstvu financija.

6. Upravljački okvir državnih investicijskih fondova mora biti čvrst te uspostavljati jasnu i učinkovitu raspodjelu uloga kako bi se omogućila radna neovisnost i odgovornost menadžmenta fonda.

Bez obzira na upravljački okvir državnog investicijskog fonda, menadžment fonda mora donositi odluke o ulaganjima uzimajući u obzir ekonomske i financijske ciljeve, neovisno od političkog utjecaja i njihovog uplitanja. Upravljačka struktura i odgovornost menadžmenta moraju biti u skladu sa zakonom ili drugim aktima koji se tiču djelovanja fonda.

7. Vlasnik fonda mora odrediti ciljeve fonda kao i članove upravljačkih tijela u skladu s jasno definiranim procedurama te nadzirati rad uprave državnog investicijskog fonda.

Vlasnik, odnosno vlada pojedine države, ima dvije vrlo bitne uloge. Prva je da određuje ciljeve fonda, a to uključuje investicijske odluke kao i prihvatljive razine rizika dok se druga uloga odnosi na nadzor odgovornosti u skladu sa zakonskom strukturom fonda. Od presudne je važnosti postojanje adekvatnog sustava izvještavanja koji daje vlasniku pravu sliku o uspješnosti fonda i upravljanju rizicima. Vlada imenuje članove upravljačkih tijela fonda u svrhu provedbe nadzora nad radom te poslovanjem u skladu sa zakonskim okvirom.

8. Upravljačka tijela moraju djelovati u skladu s najboljim interesom fonda te imati jasan mandat, adekvatnu upravu i stručnost pri provedbi funkcija.

Upravljačka tijela mogu imati oblik odbora direktora (Kineska investicijska korporacija, Investicijska uprava Abu Dhabija), komisije (Irska i Koreja), a u pojedinim slučajevima mogu biti u okviru zasebnog odjela unutar ministarstva financija (Državni globalni mirovinski fond Norveške). Upravljačka tijela moraju biti strukturirana na način da budu učinkovita, neovisna i objektivna uz istovremeno preuzimanje odgovornosti za svoj rad. Vrlo je važno uspostaviti jasnu politiku minimalnih standarda kompetencija pojedinih članova odbora.

9. Operativni menadžment fonda mora implementirati strategiju fonda na neovisan način i u skladu s definiranim odgovornostima.

Menadžment fonda odgovoran za svakodnevne operacije mora imati autoritet prilikom donošenja ulagačkih odluka, ali isto tako i onih odluka koje se tiču zaposlenika ili financija. Kako bi povećali povjerenje u zemljama gdje se kapital ulaže, bitno je da su odluke menadžera o ulaganjima zaštićene od pretjeranog i izravnog političkog utjecaja.

10. Okvir odgovornosti aktivnosti fonda mora biti jasno definiran putem zakona ili sporazuma koji se tiču poslovanja fonda.

U slučajevima kad je državni investicijski fond osnovan kao poseban pravni subjekt, upravljačka tijela su odgovorna vlasniku fonda dok je menadžment fonda odgovoran

upravljačkom tijelu fonda. S druge strane, ukoliko fond nije osnovan kao poseban pravni subjekt, upravljačka tijela su odgovorna vlasniku fonda.

11. Godišnje izvješće i pripadajući financijski obračun moraju biti pripremljeni u skladu s domaćim ili inozemnim računovodstvenim standardima.

Godišnje izvješće državnog investicijskog fonda mora prikazivati promjenu imovine i obveza fonda te biti temeljeno na pouzdanom i dosljednom računovodstvenom sustavu. Bitno je osigurati da su informacije o ulaganjima i aktivnostima fonda jasne, precizne te usporedive u računovodstvenim standardima.

12. Godišnja izvješća državnih investicijskih fondova moraju biti revidirana u skladu s prepoznatim računovodstvenim standardima.

Poslovanje fonda, financije te politika odabira ulaganja moraju biti redovito interno revidirane i podvrgnute unutarnjim kontrolama. Financijska izvješća fondova moraju biti predmet neovisnih godišnjih eksternih revizija prema međunarodnim standardima kako bi se dokazalo da financijska izvješća precizno prikazuju financijske pozicije i uspješnost fonda.

13. Profesionalni i etički standardi moraju biti jasno definirani i poznati svim članovima upravljačkog tijela i menadžmenta fonda.

Članovi upravljačkog tijela, menadžeri i zaposlenici moraju biti kvalificirani te podložni profesionalnim standardima. Upravljačka tijela bi trebala zahtijevati uspostavljanje kodeksa ponašanja kao i jasnih uvjeta zapošljavanja za sve članove kako upravljačkih tijela tako i menadžmenta i zaposlenika fonda. Takvi kodeksi, smjernice i pravila su od presudne važnosti u osiguravanju visoke razine integriteta i profesionalnosti.

14. Poslovanje s trećim stranama mora biti bazirano na čvrstim ekonomskim i financijskim temeljima te slijediti jasna pravila i procedure.

Kako si se osiguralo čvrsto upravljanje te efikasna upotreba resursa, važno je da fond, njezini vlasnici ili drugi subjekti uspostave jasna pravila i procedure za poslovanje s trećim stranama.

15. Poslovanje fonda u državama u koje se ulaže kapital mora biti u skladu sa svim primjenjivim regulatornim zahtjevima zemalja u kojima djeluje.

Državni investicijski fond se prilikom poslovanja mora pridržavati pravila zemalja u koje ulaže, a tiču se posebno trgovanja na temelju povlaštenih informacija i manipulacije tržišta, pružanja

raznih informacija o poslovanju te poštivanja antimonopolskih propisa. Fond očekuje da zemlja primateljica kapitala ne podliježe fond nikakvim ograničenjima ili zabranama preko određene mjere kojima su ograničeni ostali investitori.

16. Upravljački okvir i ciljevi moraju biti javno obznanjeni.

Javno dostupni ciljevi i upravljački okvir državnog investicijskog fonda promiče jasno razumijevanje onoga što fond želi postići te dokazuje da su investicijske odluke temeljene na neovisnoj osnovi bez ikakvog političkog utjecaja ili uplitanja.

17. Relevantne financijske informacije koje se tiču državnog investicijskog fonda moraju biti javno objavljene te se na taj način doprinosi stabilnosti na međunarodnom financijskom tržištu i produbljuje povjerenje u zemljama primateljicama kapitala.

Financijske informacije na koje se ova smjernica odnosi su raspodjela sredstava i stope povrata na ulaganja kroz određeno vremensko razdoblje, a sve u svrhu doprinosa stabilnosti na međunarodnim financijskim tržištima.

18. Investicijska politika državnog investicijskog fonda mora biti jasna i u skladu s defniranim ciljevima i preuzetim rizikom kako je određeno od strane vlasnika ili upravljačkog tijela.

Definiranjem investicijske politike, državni investicijski fond se obvezuje na jasan i discipliniran investicijski plan te se njime određuje alokacija sredstava fonda. Investicijska politika definira vrste imovina te daje smjernice na koncentraciju rizika s obzirom na pojedinačna ulaganja, likvidnost i geografsku i sektorsku koncentraciju ulaganja.

19. Investicijske odluke državnog investicijskog fonda trebaju težiti maksimiziranju riziku prilagođenih stopa povrata.

Određeni državni investicijski fondovi mogu izuzeti neke investicije iz svog portfelja zbog raznih razloga poput međunarodnih sankcija ili etičkih principa. Nadalje, neki fondovi mogu uključiti ekološke faktore u svoju investicijsku politiku, a ukoliko dođe do toga, ti razlozi moraju biti javno objavljeni.

20. Državni investicijski fondovi ne bi smjeli iskorištavati prednosti korištenjem povlaštenih informacija prilikom natjecanja s drugim privatnim osobama.

Dokument Opće prihvaćeni principi i praksa promiče poštenu konkurenciju između državnih investicijskih fondova s privatnim kompanijama.

21. Državni investicijski fondovi gledaju na vlasnička prava dioničara kao temeljni element investicijske vrijednosti.

22. Državni investicijski fondovi bi trebali imati okvir koji identificira i upravlja rizicima, a on mora biti javno objavljen.

Ključno je da fond ima razvijen sustav upravljanja rizicima kako bi na vrijeme identificirao i upravljao rizikom s ciljem zaštite ulaganja i ostanka unutar prihvatljivih razina u okviru investicijske politike. Rizici s kojima se suočavaju državni investicijski fondovi mogu se klasificirati u četiri kategorije, a to su financijski, operativni, regulatorni i reputacijski rizici.

23. Podnošenje izvještaja o uspješnosti ulaganja državnog investicijskog fonda vlasniku prema jasno definiranim principima i standardima.

Precizna i konzistentna procjena vrijednosti ulaganja i podnošenje izvještaja omogućuje menadžeru fonda donošenje dobro informiranih odluka o ulaganjima.

24. Redovan osvrt na implementaciju smjernica u dokumentu Opće prihvaćeni principi i praksa mora biti proveden od strane državnog investicijskog fonda.

Poželjno je i preporuča se da vlasnik ili upravljačka tijela fonda koriste smjernice iz dokumenta Opće prihvaćeni principi i praksa prilikom provjere postojećih sporazuma i ugovora te njihovo daljnje korištenje i implementaciju u budućem poslovanju.

2008. godine investicijski odbor Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj je izradio izvješće o sve većem utjecaju državnih investicijskih fondova na formiranje globalnog financijskog tržišta te prikazao koristi koje zemlja može imati od takvog oblika ulaganja. Također, investicije od strane državnih investicijskih fondova mogu podići sumnje oko toga jesu li njihovi ciljevi financijske prirode u vidu ostvarivanja većeg profita i povrata na uložena sredstva ili su odluke nošene političkim ambicijama. Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj u svome dokumentu navodi principe vezane uz investicijsku politiku:[33]

- Uklanjanje diskriminacija – strani investitori ne bi smjeli biti tretirani na drugačiji način u odnosu na domaće investitore. Dok instrumetni Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj izravno štite slobodu ulaganja državnih investicijskih fondova osnovanih u

[33] OECD Investment Committee Report (2008) [online] *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries Policies*. Dostupno na: https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/40408735.pdf [11.8.2019.] str. 3.

zemljama članicama Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj, one također obvezuju članice na proširivanje koristi liberalizacije na sve članice Međunarodnog monetarnog fonda. Iskustva govore da države članice Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj skoro pa uvijek usvajaju mjere liberalizacije bez diskriminacije zemalja koje nisu članice iste organizacije;

- Transparentnost – informacije o restrikcijama koja se odnose na strana ulaganja moraju biti razumljive i dostupne svima;
- Rastući utjecaj liberalizacije – članice se obvezuju na postepeno uklanjanje restrikcija na slobodno kretanje kapitala diljem zemlje;
- Neuvođenje novih barijera i
- Jednostrana liberalizacija – države se također obvezuju da će dopuštati svim ostalim državama da imaju koristi od mjera liberalizacije koje se primjenjuju te da neće uvjetovati provedbu mjera liberalizacije u drugoj državi.

Američki ministar financija Henry Paulson, koji je bio glavni čovjek ureda od 2006. do 2009. godine, postigao je sporazum s dužnosnicima iz Abu Dhabija i Singapura o setu principa za državne investicijske fondove te za zemlje koje primaju ulaganja državnih investicijskih fondova. Navedeni principi su dogovoreni s namjerom podrške postupcima koji su tada započeti od strane Međunarodnog monetarnog fonda i Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj s ciljem razvoja najboljih principa za poslovanje navedene vrste fondova i investicijske politike za državno kontrolirana ulaganja. Principi, odnosno načela za državne investicijske fondove uključuju:[34]

1. Ulagačke odluke državnih investicijskih fondova bi trebale biti bazirane isključivo na komercijalnom pristupu prije nego na geopolitičkim ciljevima pojedine države;
2. Javna objava podataka na većoj razini u područjima poput svrhe ulaganja, investicijskih ciljeva i financijskih informacija (alokacija imovine i povijesne stope povrata) može

[34] US Department of Treasury (2008) [online] *Appendix: Sovereign Wealth Funds* Dostupno na: https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/052008_appendix.pdf [30.8.2019.] str. 1.

utjecati na manju razinu nesigurnosti na financijskim tržištima te izgraditi međusobno povjerenje između sudionika;

3. Državni investicijski fondovi moraju imati čvrstu upravljačku strukturu, sustav interne kontrole te razvijene sustave identificiranja i upravljanja rizicima;
4. Državni investicijski fondovi i privatni sektor moraju moraju imati osigurano korektno tržišno natjecanje i
5. Državni investicijski fondovi moraju poštivati pravila zemlje u koje ulažu te biti u skladu sa svim primjenjivim regulatornim zahtjevima te zemlje.

Principi za zemlje koje primaju ulaganja državnih investicijskih fondova su:[35]

- Nepodizanje protekcionističkih barijera za portfelj ili izravna strana ulaganja;
- Osiguravanje predvidljivog ulagačkog okvira te investicijskih pravila koja moraju biti javno objavljena te podržana čvrstim i dosljednim zakonima;
- Uklanjanje diskriminacije između investitora i
- Poštivanje odluka investitora.

Europski pristup tretmanu državnih investicijskih fondova kao institucionalnog investitora uključuje predanost otvorenom investicijskom okruženju, podršku multilateralnom radu i poslovanju, korištenje postojećih financijskih instrumenata, poštivanje ugovornih i međunarodnih obveza Europske komisije te proporcionalnost i transparentnost.[36] Principi dobrog upravljanja odnose se na jasnu alokaciju te podjelu odgovornosti unutar upravljačke strukture fonda, razvoj investicijske politike koja određuje ciljeve ulaganja, postojanje autonomije u ostvarivanju zacrtanih ciljeva, javnu objavu općih principa o odnosu s državnim vlastima te razvoj politike upravljanja rizicima.[37] Vrlo je važno navesti i principe transparentnosti koji uključuju godišnju objavu ulagačkih pozicija te alokaciju imovine, ostvarivanje prava vlasništva, valutnu strukturu, veličinu i izvor resursa državnog investicijskog fonda kao i regulatorni okvir za nadzor državnog investicijskog fonda.[38]

[35] US Department of Treasury: op.cit., str. 2.

[36] European Commission: op.cit., str. 8.

[37] Ibid., str.9.

[38] Ibid., str. 10.

Ulaganja kontrolirana od strane država, poput državnih investicijskih fondova, mogu podići sumnje u nesigurnost oko toga jesu li ulaganja tržišno ili politički motivirana. Primjerice, ulaganjem ili pristupom tehnologijama koje su povezane s obranom zemlje može se pružiti kanal za uporabu tehnologija u vojnu svrhu ili ostale imovine kritične za nacionalnu obranu. Unatoč tome, članice Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj su se složile da će klauzula o nacionaloj sigurnosti investicijskih instrumenata biti primjenjena sa zadrškom te ne bi trebala biti odredba o općem izlazu i izuzeću države od njezine obveze otvorenoj investicijskoj politici. Od 2006. godine, zemlje članice iste organizacije i one koje to nisu raspravljaju o prikladnim mjerama kojima bi obratili pažnju oko legitimnih pitanja nacionalne sigurnosti istovremeno očuvali i proširili otvoreno međunarodno investicijsko okruženje. Rasprave su sažete u dokumentu pod nazivom *„Freedom of Investment, National Security and „Strategic Industries““* te su rezultati pokazali da većina zemalja ima jednu ili više investicijsku mjeru osmišljenu kako bi zaštitili nacionalnu sigurnost. Unatoč tome, samo nekoliko ih ima izričito definiranu strategiju koja se tiče stranih investicija pod kontrolom države, poput državnih investicijskih fondova.[39]

3.2. Zakonodavni okvir državnih investicijskih fondova na području Sjedinjenih Američkih Država

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 Sjedinjenim Američkim Državama nije regulirano samo po sebi i ne postoji zakon koji se tiče konkretno njihovog poslovanja i aktivnosti, ali postoji organizirano jedno zasebno tijelo čiji je zadatak sagledavati strane investicije 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 predsjedavatelj odbora.

[39] OECD Investment Committee Report: op.cit., str. 3.

Članovi Odbora za strana ulaganja uključuju glavne ljude odjela ili ureda Ministarstva financija, Ministarstva pravosuđa, Ministarstva domovinske sigurnosti, Ministarstva trgovine, Ministarstva obrane, Državnog tajništva SAD-a, Ministarstva energetike, Ureda trgovinskog predstavnika SAD-a i Ureda za politiku znanosti i tehnologije.[40]

Državni investicijski fondovi predmet su određenih zahtjeva povezanih s federalnim zakonima koji među ostalim uključuju raznolike zahtjeve povezane s objavom podataka kao i odredbe protiv prijevara koje se mogu naći u odjeljku 13 i 16 Zakona o trgovanju vrijednosnim papirima iz 1934. godine (eng. *Foreign Exchange Securities Act 1934*) u kojemu su navedene obveze objave određenih vlasničkih udjela te druge informacije. Navedene odredbe uključuju:[41]

- Vlasnici više od 5% udjela u registriranoj klasi određenog vrijednosnog papira moraju javno objaviti svoje vlasništvo u određenom poduzeću ili društvu kao i planove ili namjere za preuzimanje izdavatelja;
- Institucionalni investicijski menadžeri koji na svojim računima drže udjele u vrijednosti većoj od 100 milijuna dolara u registriranim vrijednosnim papirima 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 dioničkom vrijednosnom papiru registriranom pri komisiji moraju objavljivati podatke o veličini i strukturi njihovih ulaganja kao i promjenama unutar vlasničke strukture.

Porast aktivnosti i važnosti državnih investicijskih fondova podiže nekoliko pitanja povezanih s Američkom komisijom za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima, a jedno od tih je da Komisija ima svako pravo koje mu je omogućeno zakonom za progonom državnih investicijskih fondova ukoliko krše američke zakone kojima je regulirano trgovanje vrijednosnim papirima, a niti jedan međunarodni zakon ili zakon koji se odnosi na područje

[40] US Department of Treasury [online] *Composition of CFIUS.* Dostupno na: https://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Pages/cfius-members.aspx [24.8.2019.]

[41] Thomsen Chatman L. (2008) [online] *Testimony Concerning Sovereign Wealth Funds and Public Disclosure* Dostupno na: https://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts020708lct.htm [2.9.2019.] str. 1.

SAD-a ne čini takve fondove imunima od jurisdikcije američkih sudova. Svakako se postavlja i pitanje sukoba interesa s obzirom kako je država istovremeno i regulator, ali i subjekt zahvaćen istom regulacijom stoga pravila koja su striktno zahvaćena na privatnom sektoru ne moraju nužno biti primjenjiva na države koje donose takva pravila.[42] 2011. godine, Američka komisija za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima poslala je 10 zahtjeva financijskim institucijama sa sjedištem u SAD-u, uključujući hedge fondove te fondove privatnog kapitala u istrazi koja je bila fokusirana na moguće nedopuštene radnje u skladu sa Zakonom o korupcijskoj praksi iz 1977. godine (eng. *Foreign Corrupt Practices Act* – FCPA) kao rezultat odnosa s državnim investicijskim fondovima. U skladu s državnom interpretacijom navedenog zakona, državni investicijski fondovi su subjekti u državnom vlasništvu, a zaposlenici tih fondova mogu biti sagledani kao vladini dužnosnici stoga se pružanjem usluga plaćanja ili drugih koristi prema državnim investicijskim fondovima i njihovim zaposlenicima riskira kršenje stavki unutar navedenog zakona. Tipovi informacija koji su podložni istrazi Američke komisije za reguliranje i trgovinu vrijednosnim papirima spadaju u sljedećih 5 kategorija:[43]

1. Informacije koje prikazuju poslovanja savjetničke tvrtke – suradnju s državnim investicijskim fondom, uključujući trajanje suradnje te stupanj pruženih usluga;
2. Informacije o određenoj imovini upravljanom od strane tvrtke za državne investicijske fondove, uključujući detalje o pojedino upravljanoj investiciji te naknadama savjetnika plaćenih od strane državnih investicijskih fondova;
3. Informacije o ugovorima i sporazumima između tvrtke i državnih investicijskih fondova te popis osoba trećih strana povezanih s fondom;
4. Informacije povezane s uslugama financijskog savjetovanja pruženih za državne investicijske fondove, uključujući i imena fondova koji koriste usluge poduzeća za spajanja i preuzimanja, restrukturiranje te udjele pojedinih ulaganja fondova i

[42] Thomsen Chatman L.: op.cit. str. 1.

[43] Latham & Watkins (2011) [online] *SEC's Investigation Request Reveals Scope of Sweep of Advisory Firms Regarding Relationships With Sovereign Wealth Funds* Dostupno na: https://www.lw.com/thoughtLeadership/sec-investigates-advisory-firms-sovereign-wealth-funds [3.9.2019.] str. 2.

5. Usklađenost sa Zakonom o korupcijskoj istrazi, procedure i interne preglede odnosa s državnim investicijskim fondom te zahtjevi za bilo kakva dodatna plaćanja ili nagrade.

Na tržištu Sjedinjenih Američkih Država posluje nekoliko državnih investicijskih fondova, a to su između ostalih Trajni školski fond Teksasa, Trajni fakultetski fond Teksasa, Trajni fond Aljaske, Investicijsko vijeće države Novi Meksiko te Trajni mineralni fond Wyominga. Svi od navedenih fondova podrijetlo svojih sredstava imaju u robnim izvorima, točnije nafti, prirodnom plinu ili mineralima. No ono što je vrlo važno za reći je 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, uključujući i hedge fondove, ETF fondove (eng. *exchange traded funds*) koji su skupina vrijednosnih papira, poput dionica, koji prate određeni indeks i na taj način trguju, novčane fondove i obvezničke fondove u svojim publikacijama ne izdvajaju imovinu pod upravljanjem državnih investicijskih fondova. U 2018. godini ukupna imovina investicijskih fondova bila je na razini od 17,7 bilijuna američkih dolara, zatvoreni investicijski fondovi činili su 250 milijardi dolara, a ETF fondovi zaslužni su za nešto više od 3 bilijuna američkih dolara imovine. U zadnje vrijeme na značaju dobivaju i indeksni investicijski fondovi čija je imovina na kraju 2018. godine bila oko 6,6 bilijuna američkih dolara. Sa 17,7 bilijuna američkih dolara imovine, industrija investicijskih fondova u Sjedinjenim Američkim Državama ostala je najveća s krajem 2018. godine. 52% od tog iznosa odnosi se na dioničke fondove, 23% na obvezničke, 17% na novčane fondove, a 8% na hibridne investicijske fondove. S obzirom na pad cijena dionica, dionički investicijski fondovi zabilježili su neto odljev sredstava u visini od 261 milijarde dolara u 2018. godini, dok su s druge strane obvezнички investicijski fondovi ostvarili neto priljev sredstava od 22 milijarde dolara, hibridni investicijski fondovi neto odjev sredstava od 91 milijarde dolara, a novčani investicijski fondovi priljev u visini od 159 milijardi dolara.[44]

[44] Investment Company Institute (2019) [online] *Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*. Dostupno na: https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf [29.9.2019.] str. 54.-77.

Dok većina investitora koja djeluje na području Sjedinjenih Američkih Država nije predmet zakona usmjerenih na strana ulaganja, ulaganja u određene sektore su predmet restrikcija. Iako Sjedinjene Američke Države imaju otvorenu politiku prema stranim ulaganjima putem međunarodnih sporazuma, područja bankarstva, poljoprivrede, transporta, energije, komunikacijskih tehnologija i sektor obrane su ograničeni federalnim zakonima koji se tiču konkretno stranih ulaganja, a glavno pitanje koje se postavlja i koje ima najveći potencijalni učinak je ono nacionalne sigurnosti. Zakon o obrambenoj proizvodnji iz 1950. godine, dopunjen u Zakonu o stranim ulaganjima i nacionalnoj sigurnosti iz 2007. godine (sekcija 721), daje ovlasti predsjedniku SAD-a da nakon pregleda izvješća od strane Odbora za strana ulaganja, suspendira ili zabrani stranu akviziciju, spajanje ili preuzimanje američkog poduzeća koje za cilj može imati prijetnju nacionalnoj sigurnosti. Predsjednik to može učiniti u slučajevima kada postoji vjerodostojan dokaz kojemu on vjeruje kako nastojanje stranog interesa u stjecanju kontrole nad poduzećem može imati značajan učinak na nacionalnu sigurnost. Svi strani investitori, uključujući i državne investicijske fondove, moraju se pridržavati američkih zakona. Također, spajanja i preuzimanja od stranih investitora se moraju suočiti s regulatorima poput Savezne trgovinske komisije Sjedinjenih Američkih Država ili Ministarstva pravosuđa, ukoliko postoji zabrinutost oko mogućih kršenja antitrustovke politike.[45]

Zakoni koji su na snazi spadaju u jednu od sljedeće tri kategorije: (1) zakoni koji ograničavaju i reguliraju izravno strano vlasništvo u određenim sektorima ili trebaju prethodno odobrenje; (2) zakoni koji zabranjuju aktivnosti poduzeća u stranom vlasništvu nakon što je ulaganje dovršeno i (3) zakoni koji izričito ne ograničavaju strana ulaganja, ali zahtijevaju objavljivanje vlasništva. Neki od primjera su da su strana ulaganja u američke zračne prijevoznike ograničena na 25% glasačkih prava te oni smiju imaju maksimalno jednu trećinu direktora u američkim zračnim prijevoznicima, strana ulaganja u poduzeća koja imaju mogućnost emitiranja i posjedovanja radio licenci ograničena su na 20%, strane banke moraju dobiti odobrenje od Sustava federalnih rezervi prije osnivanja podružnice ili agencije, niti jedan strani investitor ne smije izravno kupiti ili biti u vlasništvu državnih rudnika minerala koji su otvoreni

[45] United States Government Accountability Office (2009) [online] *Sovereign Wealth Funds: Laws Limiting Foreign Investment Affect Certain U.S. Assets and Agencies Have Various Enforcement Processes.* Dostupno na: https://www.gao.gov/new.items/d09608.pdf [4.8.2019.] str. 12.

za istraživanje te da strani investitori u poljoprivredna zemljišta moraju javno objaviti izvještaj o podacima.[46]

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 ukoliko stječu 5% ili više udjela u javnoj kompaniji. Pod općim procesom Odbora za strana ulaganja, 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. Ukoliko transakcija podiže sumnju u sigurnost, Odbor za strana ulaganja ju može blokirati ili može potpisati sporazum sa svim stranama u transakciji oko daljnjih koraka glede tih sumnji (npr. državni investicijski fond se može odlučiti za pasivan pristup ulaganju ili poduzeće može zadržati određene osjetljive informacije za sebe). 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 Citiju, neće imati nikakva posebna prava vlasništva i kontrole te nikakvu ulogu u upravljanju, uključujući i uplitanje u određivanje članova odbora direktora.[47]

Povijest zakonske zaštite i regulative strateških interesa od potencijalnog kompromitiranja stranim ulaganjima dolazi iz 1950. godine sa Zakonom o obrambenoj proizvodnji koji objašnjava osnivanje Odbora za strana ulaganja koji je počeo djelovati 1975. godine s misijom procjene učinka stranih ulaganja na nacionalnu sigurnost. 1988. godine uveden je Exon-Florio amandman.[48] Nakon kontroverznog pokušaja akvizicije poduzeća Unocal, velike američke naftne kompanije od strane kineske National Offshore Oil Corporation, 2007. godine SAD je donio Zakon o stranim ulaganjima i nacionalnoj sigurnosti zamjenjujući Exon-Florio

---

[46] United States Government Accountability Office: op.cit., str. 15.

[47] Epstein, A. R. i Rose, A. M. (2009) [online] *The regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow* Dostupno na: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2354&context=journal_articles [27.7.2019.] str. 129.

[48] Rose, P. (2014) *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: An Assessment of Its Impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises* The Ohio State Universtiy Moritz College of Law str. 8.

amandman i proširujući ovlasti Odbora za strana ulaganja Sjedinjenih Američkih Država.[49] Između ostalih razjašnjenja i promjena koje se nalaze u Zakonu o stranim ulaganjima i nacionalnoj sigurnosti su i sljedeće: 1.) neformalna prethodna prijava svih strana se snažno potiče; 2.) potreban je povećan nadzor nad transakcijama koje mogu utjecati na „kritičnu infrastrukturu“ (npr. luke, željeznice i telekomunikacija); 3.) stjecanje konvertibilnih vrijednosnih papira od imatelja s glasačkim pravima smatra se transakcijama koje su potencijalni predmet pregleda Odbora i 4.) Odbor sada može izricati građanske kazne u visini od 250 000 dolara po kršenju zbog značajnih grešaka ili propusta u obavijestima.[50]

2018. godine, Kongres i administracija predsjednika Trumpa usvojila je Zakon o modernizaciji stranih ulaganja koji, između ostalog, donosi sljedeće novosti:[51]

- Produbljuje se opseg transakcija u nadležnosti Odbora za strana ulaganja uključujući i pregled nekretninskih transakcija u neposrednoj blizini vojnih baza;
- Daje se mandat o odlučivanju o pitanjima poput ulaganja Kine u Sjedinjene Američke Države, izuzeću članova Odbora u slučajevima koji mogu imati potencijalan sukob interesa;
- Uzimaju se u obzir dodatni faktori koji Odboru i predsjedniku mogu pomoći prilikom određivanja ugrožava li transakcija nacionalnu sigurnost;
- Produžuje se većina vremenskog perioda za pregled i istrage;
- Pružaju se dodatna sredstva financiranja Odbora i
- Izmjenjuju se godišnji zahtjevi izvještavanja.

Predsjednik Obama iskoristio je autoritet i ovlasti da blokira američko poduzeće, Ralls Corporation, u vlasništvu Kine, od preuzimanja američke kompanije koja posjeduje

---

[49] Barbary, V. i Bartolotti, B. (2012) [online] *Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment* Dostupno na: http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/20121151239945WFPolRisk.pdf [28.7.2019.] str. 329.

[50] Steinitz, M. i Ingrassia, M. (2009) [online] *The Impact of Sovereign Wealth Funds on the Regulation of Foreign Direct Investment in Strategic Industries: A Comparative View*. Dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685934 [12.8.2019.] str. 8.

[51] Congressional Research Service (2019) [online] *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)* Dostupno na: https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf [3.8.2019.] str. 11.

vjetroelektrane u blizini Ministarstva obrane i da blokira preuzimanje tvrtke Aixtron, sa sjedištem u Njemačkoj, ali s imovinom u SAD-u, od kineske tvrtke koja se bavi ulaganjima. 2017. predsjednik Trump blokirao je preuzimanje tvrtke Lattice Semiconductor od strane kineskog poduzeća Canyon Bridge Capital Partners, 2018. blokirano je preuzimanje tvrtke Qualcomm od strane Broadcoma, a 2019. godine naređeno je tvrtci Beijing Kunlun da dezinvestira svoj udio u Grindr LLC, internetske stranice za upoznavanje, zbog briga oko stranog pristupa osobnim informacijama američkim građanima.[52]

3.3. Zakonodavni okvir dugoročnih investicijskih fondova na području Europske Unije

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 kako za profesionalne tako i za pojedinačne investitore. U uporabu je zakon stigao u svibnju 2015. godine te su tako europski dugoročni investicijski fondovi postali slobodni za uporabu u prosincu 2015. godine, nakon što je istekao šestomjesečni pripremni period.[53]

Europski dugoročni investicijski fondovi pružaju financiranje na dugi rok raznim infraskturnim fondovima, neizlistanim kompanijama ili izlistanim malim i srednjim poduzećima koja izdaju vlasničke ili dužničke instrumente za koja nema lako identificiranog kupca. Fokus navedene regulacije je povećati europske dugoročne investicije u realno gospodarstvo. Dugoročna ulaganja u projekte, razne poduzetničke pothvate i infrastrukturu u trećim zemljama također mogu donijeti kapital europskim dugoročnim investicijskim fondovima na dobrobit i korist europskoj ekonomiji. Jedinstvena pravila su neophodna za osiguravanje da europski dugoročni investicijski fondovi prikazuju koherentnost i povezanost diljem Europske Unije. Kako bi se osiguralo nesmetano funkcioniranje internog tržišta te visok stupanj zaštite ulagatelja, potrebno je objediniti pravila u vezi poslovanja europskih dugoročnih investicijskih fondova, posebice

[52] Congressional Research Service: op.cit., str. 1.

[53] Invest Europe [online] *Long-term investment funds – ELTIFS.* Dostupno na: https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/manager-fund-regulation/eltifs/ [8.8.2019.]

na strukturu njihovog portfelja te ulagačkih instrumenata koji su dopušteni na korištenje. Jedinstvena pravila u vezi strukture portfelja europskih dugoročnih investicijskih fondova su potrebna i kako bi se osiguralo da takva vrsta fondova koja teži generiranju redovnog dohotka održava diverzificirani portfelj investicijske imovine.[54]

Europski dugoročni investicijski fond ne smije poduzimati sljedeće aktivnosti:[55]

- Kratkoročna prodaja imovine;
- Stjecanje izravnog ili neizravnog izlaganja određenoj robi, uključujući preko instrumenata financijskih derivativa, certifikata koji omogućuju to pravo, indeksa baziranih na njima ili bilo kojim drugim sredstvima ili instrumentima kojima se stječe izloženost njima;
- 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 europskih dugoročnih investicijskih fondova i
- Korištenje instrumenata financijskih derivativa, osim kada korištenje takvih instrumenata jedino služi svrsi ogradi od rizika povezanih s drugim ulaganjima europskih dugoročnih investicijskih fondova.

Europski dugoročni investicijski fond ne smije ulagati više od:[56]

- 10% svog kapitala u instrumenta izdane od ili odobrenih zajmova prema bilo kojem kvalificiranom poduzetničkom portfelju;
- 10% svog kapitala izravno ili neizravno u pojedinačnu realnu imovinu;
- 10% svog kapitala u jedinice ili dionice bilo kojeg europskog dugoročnog investicijskog fonda, europskog venture capital fonda ili europskog fonda za socijalno poduzetništvo;

[54] Journal of the European Union (2015) [online] *Regulation (EU) 2015/760 of the Euopean Parliament and of the Council on European long-term investment funds* Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0760&from=EN [8.8.2019.] str. 98.

[55] Ibid., str. 109.

[56] Ibid., str. 111.

- 5% svog kapitala u imovinu koja je navedena u drugoj točki gdje je ta imovina izdana od strane bilo kojeg pojedinog tijela.

3.4. Poticaji i smjernice prema održivom ulaganju

Održivo i odgovorno ulaganje predstavlja dugoročno orijentirani investicijski pristup koji integrira ESG kriterije u istraživanje, analizu te proces odabira vrijednosnih papira unutar investicijskog portfelja. U svome pristupu kombinira fundamentalnu analizu uz uključivanje ESG kriterija kako bi ostvarili bolje dugoročne povrate za investitore te bili na korist zajednici.[57]

Održivo, odgovorno i utjecajno ulaganje (eng. *Sustainable, responsible and impact investing* – SRI) se smatra investicijskom disciplinom koja prilikom ulaganja u obzir uzima ESG kriterije – okolišno, socijalno i korporativno upravljanje (eng. *environmental, social and corporate governance* – ESG) – kako bi ostvarila dugoročni financijski povrat te imala pozitivan učinak za zajednicu. Pod socijalne kriterije misli se na radne odnose, povlastice na radnom mjestu, ljudska prava, izbjegavanje duhanskih i ostalih štetnih proizvoda i sigurnost radnog mjesta, okolišni kriteriji podrazumijevanju zagađenje okoliša, korištenje vode i ostalih prirodnih resursa, klimatske promjene, zelene građevine i pametan, održivi rast i razvoj dok se s druge strane na korporativno upravljanje misli na neovisnost odbora, antikorupcijske politike, raznolikost članova odbora kao i naknade za direktore.[58]

Bitno je za razlučiti društveno odgovorna ulaganja, ulaganja prema ESG kriterijama kao i ulaganja s utjecajem na okolinu i zajednicu. Društveno odgovorna ulaganja prvi put se spominju u 1970-ima kada su investitori koristili metode poput izuzeća ulaganja u oružja, duhan i duhanske proizvode, kockarsku industriju, industriju za odrasle i ostalo s obzirom kako su se takva ulaganja mogla smatrati lošim s moralne strane ili društveno neodgovornim poslovanjem. Ulaganja prema ESG kriterijima su zasebna klasa ulaganja koja predstavljaju integraciju okolišnih, društvenih i upravljačkih faktora u investicijske procese pa tako

---

[57] European Sustainable Investment Forum (2016) [online] *European SRI Study* Dostupno na: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf [28.8.2019.] str. 11.

[58] The Forum for Sustainable and Responsible Investment [online] *SRI Basics* Dostupno na: https://www.ussif.org/sribasics [28.8.2019.]

investitori mogu odabrati poduzeća u koja će investirati. Ulaganja s utjecajem na okolinu i zajednicu smatraju se najnaprednijom od prethodno navedenih vrsta održivih ulaganja. Ono uključuje ostvarivanje mjerljivih okolišnih i društvenih utjecaja uz visoke financijske povrate stoga ulaganja s utjecajem na okolinu i zajednicu leže na temeljima pronalaska načina implementiranja financijske profitabilnosti i stvaranja pozitivnog utjecaja na zajednicu.[59]

Prema izvješću Ujedinjenih Naroda o financiranju održivog ulaganja i razvoja, postoji šest različitih oblika zelenih akcija, a to su zeleni dužnički fondovi i platforme, obnovljivi izvori energije, zelena infrastruktura, zeleni start-upovi, zeleni poljoprivredni fondovi i dekarbonizacija. Neki od primjer zelenih, odnosno održivih ulaganja uključuju milijardu dolara vrijednost ulaganja Investicijske uprave Abu Dhabija u osnivanje Nacionalnog i infrastrukturnog fonda Indije koji će biti uključen u zelenu infrastrukturu, kupnja značajnog udjela poduzeća Equis koje se bavi obnovljivim izvorima energije od strane Kineske investicijske korporacije u visini od 550 milijuna dolara, prikupljanje sredstva za poduzeća Greenko od strane Investicijske uprave Abu Dhabija u visini od 181 milijun dolara kao i ulaganja Fonda Novog Zelanda u zelenu infrastrukturu, ali i ostalih državnih investicijskih fondova stoga se može zaključiti kako održiva ulaganja zadnjih godina bilježe porast.[60]

Nastavno na usvajanje Pariškog sporazuma iz 2015. godine u kojemu su se uključene strane kolektivno obvezale na ublažavanje učinaka klimatskih promjena, One Planet Summit održan je 12. prosinca 2017. godine. Šest članova osnivača radne skupine One Planet Sovereign Wealth Funds (Investicijska uprava Abu Dhabija, Investicijska uprava Kuvajta, Fond Novog Zelanda, Državni globalni mirovinski fond Norveške, Javni investicijski fond Kraljevine Saudijske Arabije i Investicijska uprava Katara) su se obvezale na razvoj ekološkog, socijalnog i upravljačkog okvira kako bi naglasili probleme uslijed klimatskih promjena, uključujući razvoj metoda i indikatora koji mogu informirati investitorske prioritete sa stajališta dioničara ili sudionika na financijskim tržištima. Svrha objave ovakvog okvira je ubrzanje integracije

---

[59] ADEC Innovations [online] *What is ESG investing?* Dostupno na: https://www.esg.adec-innovations.com/about-us/faqs/what-is-esg-investing/ [1.9.2019.]

[60] United Nations Environment Programme (2018) [online] *Policy Brief: Financing the SDGs: the Role of Sovereign Wealth Funds for Green Investment*. Dostupno na: https://sites.tufts.edu/sovereignet/files/2018/02/Policy-brief-Capape%CC%81-SWF-Green-Investments-2018-1.pdf [7.8.2019.] str. 50.

analiza povezanih s klimatskim promjenama u upravljanje velikih, dugoročnih i diverzificiranih poolova imovine. Okvir teži pomaganju državnim investicijskim fondovima u poticanju zajedničkog razumijevanja ključnih principa, metodologije i indikatora povezanih s klimatskim promjenama, identificiranju klimatski povezanih rizika i prilika u ulaganjima kao i poboljšanje njihovog procesa odlučivanja kako bi bolje slijedili svoje interese kao investitori i sudionici na financijskim tržištima.[61]

Do danas je iz portfelja Državnog globalnog mirovinskog fonda Norveške izuzeto 105 poduzeća, a samo u 2018. godini ta brojka je bila 13 pa su tako poduzeća PacifiCorp, Tri-State Generation & Transmission Association izuzeta zbog vađenja ugljena ili proizvodnje električne energije temeljene na ugljenu, Evergreen Marine Corp Taiwan, Korea Line Corp, Precious Shipping PCL, Thoresen Thai Agencies PCL zbog nanošenja značajne štete okolišu te kršenja ljudskih prava, JBS SA zbog korupcije, AECOM, BAE Systems Plc, Fluor Corp, Huntington Ingalls Industries Inc zbog proizvodnje određenih tipova oružja, a Luthai Textile Co i Atal SA zbog kršenja ljudskih prava.[62]

Postoje 3 principa koje članovi radne skupine moraju slijediti, a unutar svakog od njih su i podprincipi koji ga pobliže nadopunjuju:[63]

1. Usklađenost – potrebno je ugraditi razmatranja u vezi s klimatskim promjenama koja su usklađena s investicijskim horizontom državnih investicijskih fondova u proces donošenja odluka prilikom ulaganja.
    - Državni investicijski fondovi prepoznaju kako će klimatske promjene imati učinak na financijskim tržištima;

[61] One Plannet Summit Sovereign Wealth Funds (2018) [online] *The One Planet Sovereign Wealth Fund Framework.* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/One_Planet_Sovereign_Wealth_Fund_Framework.pdf [27.7.2019.] str. 3.

[62] Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Respsonbile Investment.* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/e1632963319146bbb040024114ca65af/responsible-investment_2018.pdf [2.8.2019.] str. 113.

[63] One Plannet Summit Sovereign Wealth Funds: op.cit., str. 9.

- Državni investicijski fondovi prepoznaju kako klimatske promjene predstavljaju financijske rizike i prilike koje moraju biti inkorporirane u investicijski okvir i
- Državni investicijski fondovi bi trebali izvještavati o svom pristupu klimatskim promjenama.

2. Vlasništvo – poticati poduzeća u rješavanju problema s klimatskim promjena u svom upravljanju, poslovnoj strategiji i planiranju, upravljanju rizicima i javnom izvještavanju.
    - Državni investicijski fondovi očekuju da odbori poduzeća razumiju posljedice njihove poslovne prakse za klimatske emisije te postavljanje jasnih prioriteta suočavanja s problemima klimatskih promjena;
    - Državni investicijski fondovi očekuju da poduzeća planiraju različite klimatske scenarije te uključe materijalne klimatske rizike u strateško planiranje, upravljanje rizicima i izvještavanje;
    - Državni investicijski fondovi potiču javnu objavu poduzeća o tome kako klimatske promjene mogu utjecati na poslovanje fonda u budućnosti te koje aktivnosti poduzimaju u vezi toga i
    - Državni investicijski fondovi trebaju poticati razvoj i usvajanje dogovorenih standarda i metoda koje promoviraju objavu podataka povezanih s klimatskim promjenama.
3. Integracija – državni investicijski fondovi bi trebali integrirati rizike i investicijske prilike u upravljanje fondom kako bi poboljšali otpornost dugoročnog investicijskog portfelja.
    - Državni investicijski fondovi bi trebali identificirati, procijeniti i upravljati rizikom portfelja generiranog od očekivane tranzicije prema ekonomiji s niskom emisijom;
    - Državni investicijski fondovi mogu koristiti i razvijati analitičke alate kako bi donijeli odluke o alokaciji portfelja i investicijskim odlukama;
    - Državni investicijski fondovi bi trebali uzeti u obzir investicijske prilike koje proizlaze iz svjetskih napora o prikazivanju učinaka klimatskih promjena;
    - Državni investicijski fondovi bi trebali razmotriti pristupe smanjivanja izloženosti portfelja klimatski povezanim rizicima i

- Državni investicijski fondovi mogu promovirati istraživanja o problemima povezanim s financijskim implikacijama klimatskih promjena.

Okolišni program Ujedinjenih naroda kategorizira ključne barijere prema porastu zelenih ulaganja državnih investicijskih fondova na sljedeći način:[64]

1. Poteškoće oko spoznavanja prilika za zelena ulaganja, informacija i mjerenja u okolišu. Izazovi proizlaze iz oskudno opaženih prilika za zelena ulaganja, poteškoća u njihovom integriranju u strategiju za alokaciju imovine, troškovima suradnje i udruživanja s poduzećima;

2. Zabrinutost da će usmjeravanje pozornosti na ESG kriterije ugroziti financijske povrate na uložena sredstva. Oprečne naznake i mišljenja glede ESG kriterija ili indeksnih fondova baziranih na čistoj energiji potencijalno mogu spriječiti spremnost vlasnika imovine na prelazak na zelenija ulaganja i

3. Nedostatak jasnoće u državnoj investicijskoj politici i socijalnim zahtjevima. Kako su državni investicijski fondovi snažno izloženi javnom mišljenju, u zemljama gdje klimatske promjene nisu politički prioritet nazire se vrlo skup problem za buduće generacije.

Uzimajući u obzir da državni investicijski fondovi zauzimaju dugoročan horizont ulaganja, brige oko održivosti moraju biti usklađene s njihovim mandatima, s obzirom kako će navedeno utjecati i na povrate na uložena sredstva. U današnje vrijeme, mnogi fondovi gledaju na klimatska ulaganja vrlo oportunistički, stoga se pravi pomak mora dogoditi i eksterno (od strane države i njezinih stanovnika) i interno (od odbora direktora prema menadžerima i upraviteljima ulaganja). Konkretni koraci moraju biti uzeti u obzir kako bi se razvila fiskalna pravila koja olakšavaju dekarbonizaciju, promoviraju poboljšanje transparentnosti te izgrađuju snažnije interne investicijske kapacitete. Konačno, državni investicijski fondovi mogu razviti opipljive ciljeve ulaganja i strategije integrirajući odgovarajuće kriterije oko odluka za alokaciju portfelja ili pridružujući se održivim platformama za ulaganje.[65]

Državni investicijski fondovi razvijenih zemalja poput Australije, Francuske, Irske, Novog Zelanda i Norveške implementiraju investicijsku strategiju povezanu s klimatskim promjenama, ali samo Norveška i Novi Zeland imaju integrirane klimatske rizike u njihovim ulagačkim procesima. Za sada, glavna strategija prihvaćena od strane fondova razvijenih

[64] United Nations Environment Programme: op.cit., str. 3.

[65] Ibid., str. 3.

zemalja je dekarbonizacija portfelja. Državni investicijski fondovi zemalja u razvoju poput Kine, Maroka, Saudijske Arabije, Singapura i Ujedinjenih Arapskih Emirata također ulažu značajna sredstva u zelenu infrastrukturnu imovinu. Međutim, njihovi investicijski procesi tek moraju uključiti klimatske strategije. Fond Mubadala iz Ujedinjenih Arapskih Emirata je značajan investitor u obnovljive izvore energije. Kroz svoju podružnicu Masdar uložili su više od 2,7 milijarde dolara u projekte sa čistom energijom ukupnog kapaciteta 1 GW te s još 0,7 GW u planu.[66]

Najaktivniji od svih fondova u vezi s klimatskim promjenama je svakako Fond Novog Zelanda. 2016. godine fond je dizajnirao strategiju prema tranziciji njihovog pasivno upravljanog portfelja prema niskoj izloženosti ugljenu. U kolovozu 2017. godine fond je objavio strategiju s obzirom na klimatske promjene koja je usmjerena na njihov portfelj i predstavlja 40% ukupnog portfelja. Fond je do danas prodao pasivne udjele u više od 300 poduzeća koji su procijenjeni na 693 miljuna dolara što predstavlja 3,1% vrijednosti portfelja fonda prije dekrabonizacije.[67]

Klimatska strategija Fonda Novog Zelanda ima za cilj učiniti fond otpornijim na klimatski povezane rizike te se sastoji od 4 dijela:[68]

1. Smanjiti → fond teži značajnom smanjenju izloženosti rezervama fosilnih goriva te emisiji ugljika. Ta smanjenja mogu biti postignuta kroz stalni angažman s poduzećima, izgradnju ugljičnih mjera u investicijski model te ciljano dezinvestiranje iz visoko-rizičnih poduzeća;
2. Analizirati → razmatranja u vezi klimatskih promjena moraju biti uključena u investicijske analize i odluke;
3. Angažirati → fond će nastaviti upravljati klimatskim rizicima kao aktivni investitor što uključuje usmjeravanje fond menadžera da glasaju prema uputama o odlukama o klimatskim promjenama i

---

[66] United Nations Environment Programme (2018) [online] *Financing sustainable development: the role of sovereign wealth funds for green investment*. Dostupno na: http://www.greenfiscalpolicy.org/wp-content/uploads/2018/01/Policy-brief-SWF-2018.pdf [6.8.2019.] str. 8.

[67] Ibid., str. 53.

[68] New Zealand SuperFund [online] *Climate change strategy*. Dostupno na: https://nzsuperfund.nz/how-we-invest-balancing-risk-and-return-climate-change/climate-change-strategy [27.8.2019.]

4. Istraživati → fond će pojačati svoje napore k aktivnom traženju novih investicijskih prilika u područjima alternativnih izvora energije i energetske učinkovitosti.

Investicijska uprava Norveške banke djeluje pod strategijom odgovorni investitor od 2004. godine kada su osnovali Etičko vijeće te se složili oko kompleta etičkih smjernica koja uključuju kriterije za kršenja. 2015. godine u smjernice su nadodani novi kriteriji koji isključuju poduzeća odgovorna za djela i propuste koji na razini poduzeća dovode do neprihvatljivih emisija stakleničkih plinova. Godinu kasnije Norveška banka predstavila je novi kriterij koji isključuje Investicijsku upravu Norveške banke od ulaganja u poduzeća koja se bave rudarenjem ugljena koja ili sama ili putem podružnica kontroliraju 30% ili više prihoda od termalnog ugljena ili baziraju 30% svog poslovanja na termalnom ugljenu. Od travnja 2016. godine, dezinvestirali su svoja ulaganja iz 69 poduzeća koja se bave ugljenom ili rudarenjem navedenog minerala. Jedna trećina tih poduzeća imaju sjedišta u SAD-u (21), druga najpogođenija zemlja je Kina (uključujući i Hong Kong) sa 14 izlazaka iz ulaganja, a slijede Indija (7) i Japan (6). Procijenjeni iznos udjela poduzeća čiju je vlasničku strukturu Investicijska uprava Norveške banke napustila iznosi 2,1 milijarde dolara što ju čini najvećom strategijom dekarbonizacije ikada poduzetom u nekom državnom investicijskom fondu.[69]

Mubadala fond je vodeći u svijetu što se tiče zelenih i održivih ulaganja. Fond podržava solarne projekte velikih razmjera na razvijenim tržištima i tržištima u razvoju kroz svoju podružnicu Masdar, čija je divizija za specijalne projekte razvila solarne panele u najslabije razvijenim zemljama poput Afganistana ili zemljama Pacifičkog otočja. Investicijska uprava Abu Dhabija je prvi strani institucionalni investitor koji podržava Nacionalni investicijski i infrastrukturni fond Indije koji je usmjeren na razvijanje infrastrukture koja udovoljava ESG kriterijima.[70]

[69] United Nations Environment Programme: op.cit. str. 54.

[70] Ibid., str. 57.

4. TRŽIŠTE DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

4.1. Kretanje ukupne imovine državnih investicijskih fondova u svijetu

S obzirom kako dvije trećine imovine državnih investicijskih fondova potječe od zemalja bogatim određenim resursima, cijena nafte je ključna točka prilikom razumijevanja aktivnosti fondova te njihove investicijske strategije. Nakon naftnog šoka i povijesnog minimuma dosegnutog krajem 2015. godine, cijena nafte se oporavila tijekom 2016. godine te se kretala u rasponu od 50 dolara u prvom kvartalu 2017. godine. Sporazum potpisan od strane zemalja članica Organizacije zemalja izvoznica nafte i onih koje to nisu vezano uz smanjenje proizvodnje krajem 2016. godine se počeo isplaćivati. Poboljšani makroekonomski uvjeti su dopustili pojedinim zemljama da se vrate u svoje uobičajeno stanje početkom 2017. godine, nakon perioda u kojem su državni investicijski fondovi bili korišteni kako bi se nadoknadila praznina u državnom proračunu. Zahvaljujući povećanom trgovinskom višku, dolazi do nastavka akumuliranja deviznih rezervi te se državni investicijski fondovi mogu fokusirati na dugoročno investiranje s ciljem očuvanja bogatstva za buduće generacije.[71]

U prvom kvartalu 2017. godine u okviru Sovereign Investment Laba analizirano je 16 državnih investicijskih fondova koji su zaključili 53 direktne investicije s ukupnom javno objavljenom vrijednošću od 14,9 milijardi dolara. Na godišnjoj razini, ta vrijednost pokazuje porast od 14% i 23% u ukupnom broju i ukupnoj vrijednosti transakcija u odnosu na 2015. godinu. Prosječna vrijednost jedne transakcije iznosila je 337 milijuna dolara, konsolidirajući opadajući trend te pomak prema diverzifikaciji i razboritijem pristupu ulaganju. Aktivnost državnih investicijskih fondova u 2017. počela je snažno u siječnju zahvaljujući 21 transakciji i ukupnoj vrijednosti od 11 milijardi dolara, ponajviše zbog akvizije ruske energetske kompanije Rosneft od strane Investicijske uprave Katara u vrijednosti od 5,3 milijarde dolara. Investicijska uprava Katara se u tom poslu udružila s robnim konglomeratom Glencore u uspješnoj transakciji stjecanja udjela od 19,5%. Ova složena transakcija predstavlja najveću izravnu stranu investiciju u Rusiju od Ukrajinske krize te prvu veliku investiciju od strane Investicijske uprave Katara.[72]

---

[71] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter May 2017*. Dostupno na: http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2018/07/SWF-Newsletter-May-2017.pdf [24.7.2019.] str. 3.

[72] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: May 2017, op.cit., str. 4.

Zadnjih godina došlo je do porasta ulaganja državnih investicijskih fondova u start-upove i inovativne tehnološke kompanije, a zadnji podaci potvrđuju takve trendove. S 18 akvizicija primarno u Sjedinjenim Američkim Državama, navedeni sektor je ostvario najveći broj transakcija u sagledanom razdoblju. Sa 16 javno objavljenih transakcija ukupne vrijednosti 4,5 milijarde dolara, u prvom kvartalu 2017. godine ulaganja državnih investicijskih fondova u nekretnine, infrastrukturu i uslužne djelatnosti zaslužna su za 30% i ukupnih ulaganja i vrijednosti. S druge strane, glavnina ukupnog udjela registriranog u sektoru nafte i plina je zbog transakcije Rosnefta koja je sama po sebi zaslužna za 36% ukupnog ulaganja u svijetu. Osim prethodno navedene transakcije, nije zabilježeno niti jedno drugo ulaganje u energetski sektor koji zadnjih godina gubi na važnosti, kako u apsolutnim tako i u relativnim terminima. Drugi sektor koji bilježi opadanje je bankarska industrija koja je zaslužna za 3% ukupne vrijednosti transakcija u kvartalu.[73]

Investicijska uprava Katara je u prvom kvartalu 2017. godine bila najaktivniji fond po vrijednosti, s dvjema objavljenim transakcijama u vrijednosti 40% od ukupne vrijednosti svih ulaganja. Navedeni kvartal je također bio značajan za dva singapurska fonda, Government of Signapore Investment Corporation i Temasek holdinge, koji su zajedno kompletirali 24 transakcije ukupne vrijednosti 6,6 milijardi dolara, predstavljajući 45% od ukupnih ulaganja i vrijednosti. Zanimljivo je za navesti kako ključni, veliki igrači u industriji, Investicijska uprava Abu Dhabija i Kineska investicijska korporacija nisu premašili vrijednost od milijardu dolara u svojim ulaganjima. Ovaj razborit pristup može biti vođen time kako nije bilo kvalitetnih investicijskih prilika, povećanom nesigurnosti u Europi, ali i teškom makroekonomskom situacijom u tim zemljama.[74]

Tablica 3. Deset najvećih državnih investicijskih fondova na svijetu

Fond	Godina osnivanja	Vrijednost (u milijardama dolara)	Izvor
Državni globalni mirovinski fond Norveške	1990	$ 1.072.840.000,000	Nafta

[73] Ibid., str. 6.

[74] Ibid., str. 7.

Kineska investicijska korporacija	2007	$ 941.417.000,000	Nerobni izvori
Investicijska uprava Abu Dhabija	1976	$ 696.660.000,000	Nafta
Investicijska uprava Kuvajta	1953	$ 592.000.000,000	Nafta
Hongkonška uprava za upravljanje monetarnim portfeljem i investiranjem	1993	$ 509.353.000,000	Nerobni izvori
Državna investicijska korporacija	1981	$ 440.000.000,000	Nerobni izvori
Nacionalni socijalno-sigurnosni fond	2000	$ 437.900.000,000	Nerobni izvori
SAFE investicijska kompanija	1997	$ 417.844.700,460	Nerobni izvori
Temasek holdinzi	1974	$ 375.383.000,000	Nerobni izvori
Javni investicijski fond	1971	$ 320.000.000,000	Nafta

Izvor: *Sovereign Wealth Fund Institute [online] Fund Rankings.* Dostupno na: https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund, obrada autora

Prema ukupnoj imovini s kojom raspolažu, Državni globani mirovinski fond Norveške je navjeći fond na svijetu s imovinom većoj od bilijun dolara nakon kojeg slijede Kineska investicijska korporacija s 941 milijarde dolara imovine, Investicijska uprava Abu Dhabija sa 696 milijardi dolara te Investicijska uprava Kuvajta s 592 milijarde dolara imovine pod upravljanjem.

U drugom i trećem kvartalu 2017. godine 13 analiziranih državnih investicijskih fondova od strane Sovereign Investment Laba zaključila su 102 direktne investicije s ukupnom javno

objavljenom vrijednošću od 15,7 milijardi dolara. Na godišnjoj razini, to predstavlja pad od 14% u vrijednosti transakcija u odnosu na isti period godinu dana ranije, iako se broj transakcija značajno povećao za 52% te je prosječna vrijednost transakcija značajno niža na razini od 174 milijuna dolara. Takve brojke zasigurno podupiru cilj državnih investicijskih fondova u diverzificiranju portfelja te potrebe za razboritim pristupom investicijskoj strategiji. Kineska investicijska korporacija i Government of Singapore Investment Corporation udružili su se s Brookfield Infrastructure i British Columbia Investment Management Corporation u stjecanju udjela od 90% u Nova Transportadora do Sudeste, sustavu prijenosa prirodnog plina na jugoistoku Brazila za 5,2 milijarde dolara. Transakcija je objavljena u rujnu 2016. godine te je prvotni plan bio zaključivanje transakcije do veljače 2017., ali je njegovo izvršavanje odgođeno zbog suspenzije suda.[75]

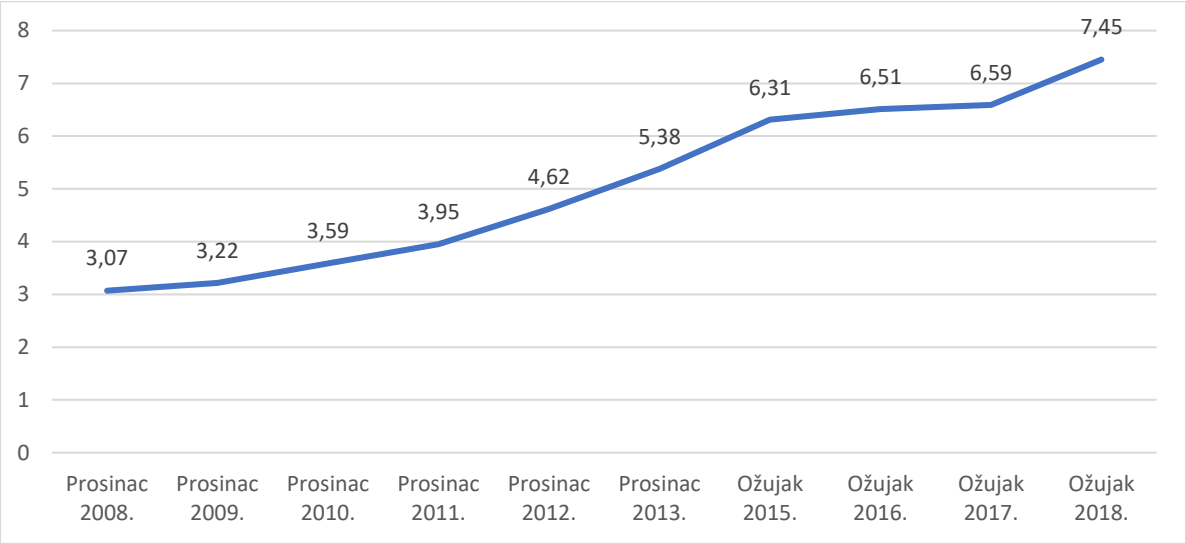
Government of Singapore Investment Corporation i Temasek holdinzi su zajedno zaključili 58 transakcija u vrijednosti nešto većoj od 9 milijardi dolara, skoro 60% od ukupnih investicija kao i investicijske vrijednosti. Kineska investicijska korporacija je u drugom i trećem kvartalu 2017. godine po ukupnoj vrijednosti ulaganja bila na trećem mjestu primarno zbog transakcija Nova Transportadora do Sudeste te Everbright Bank, iako su u terminu aktivnosti zabilježili samo 7 ulaganja. Državni investicijski fondovi bazirani na robnim izvorima su dovršili samo 31 transakciju ukupne vrijednosti 3,2 milijarde dolara. Od aktivnih robnih fondova jedino je Investicijska uprava Abu Dhabija premašila vrijednost od milijardu dolara u ulaganjima. Gledajući broj ulaganja, Državni globalni mirovinski fond Norveške i Investicijska uprava Abu Dhabija su vodeći s 9, odnosno 7 transakcija. Državni globalni mirovinski fond je bio fokusiran na tržište nekretnina te taj sektor čini 6 od 9 transakcija, dok je Investicijska uprava Abu Dhabija imala diverzificiraniji pristup sa snažnim fokusom na Indiju koja je primila 6 od 7 njihovih investicija.[76]

---

[75] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter January 2018.* Dostupno na*:* http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/b6043064-4ba9-479c-b0d5-636e1b23d725/SWF+Newsletter+January+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mhaBrmX [25.7.2019.] str. 4.

[76] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: January 2018, op.cit., str 7.

Dijagram 4. Kretanje ukupne imovine pod upravljanjem državnih investicijskih fondova od 2008. do 2018. (bilijun dolara)



Izvor: *Preqin Sovereign Wealth Fund review (2018)*, obrada autora

Imovina pod upravljanjem državnih investicijskih fondova bilježi eksponencijalan rast od 2008. godine s razine od 3,07 bilijuna američkih dolara sve do ožujka 2015. godine kada ona iznosi 6,31 bilijuna američkih dolara. Trenutno se imovina svih državnih investicijskih fondova u svijetu kreće na razini većoj od 7 bilijuna američkih dolara.

U zadnjem kvartalu 2017. i prvom 2018. godine 18 odabranih državnih investicijskih fondova zaključila su 148 investicija s ukupnom javno objavljenom vrijednošću od 32,6 milijardi dolara, što navedeno razdoblje čini najsnažnijim za državne investicijske fondove u povijesti. Kada ga usporedimo s prijašnjim analiziranim razdobljem, investicijska vrijednost se udvostručila te je došlo do porasta transakcija od 45%. Zahvaljujući velikoj aktivnosti u četvrtom kvartalu, državni investicijski fondovi su zaključili 2017. godinu s ukupnim ulaganjima od 56,8 milijardi dolara što predstavlja prekretnicu nakon dvogodišnjeg radzbolja opadanja. Značajan dio uložene vrijednosti u u četvrtom kvartalu dolazi od akvizicije poduzeća Logicor od strane Kineske investicijske korporacije koja je kupila 100% udjela za 14 milijardi dolara što ju čini najvećim inozemnim kineskim preuzimanjem ikada zabilježenim.[77]

[77] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter June 2018.* Dostupno na: http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/d19f0468-ff00-4fbf-9845-7a13bc621030/SWF+newsletter+June+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mhawPjP [26.7.2019.] str. 6.

Tablica 4. Pet najvećih transakcija prema ukupnoj vrijednosti u drugom i trećem kvartalu 2018. godine

Fond	Ime mete	Zemlja mete	Sektor	Vrijednost transakcije (u milijardama dolara)	Udio
Kineska investicijska korporacija	Agricultural Bank of China	Kina	Bankarstvo, osiguranje, trgovanje	6.022,96	2,88%
Temasek holdinzi	Bayer AG	Njemačka	Zdrastvena njega, oprema i farm. proizvodi	3.070,00	3,60%
Investicijska uprava Kuvajta	North Sea Midstream Partners	Ujedinjeno Kraljevstvo	Infrastruktura	1.700,30	100%
Government of Singapore Investment Corporation	Vingroup	Vijetnam	Nekretnine	1.300,00	-
Government of Singapore Investment Corporation, Khazanah i Temasek holdinzi	ANT Financial Services Group	Kina	Osobne i poslovne usluge	14.000,00 (ukupna vrijednost runde financiranja)	-

Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018,* obrada autora

U drugom i trećem kvartalu 2018. godine najveća transakcija bila je ona od strane Kineske investicijske korporacije u Agricultural Bank of China u vrijednosti nešto većoj od 6 milijardi američkih dolara. Zanimljivo je vidjeti kako su se fondovi Government of Singapore Investment Corporation, Khazanah i Temasek holdinzi udružili u financiranju poduzeća ANT Financial Services Group.

Globalna aktivnost državnih investicijskih fondova u drugom i trećem kvartalu 2018. godine pokazuje znakove oporavke. Ulaganja su porasla, kao i ukupan broj zaključenih transakcija, prosječna te ukupna vrijednost transakcija, a takvi rezultati potaknuti su globalnim rastom te rastućim cijenama nafte. Aktivnost državnih investicijskih fondova u Kini je bila vrlo impresivna čineći tu zemlju najatraktivnijom destinacijom za ulaganja fondova. Vrijedi izdvojiti i rastuće tenzije između SAD-a i Kine. Rizik eskalacije hladnog rata između tih dviju zemalja koje su zaslužne za 40% svjetskog BDP-a ne smije biti podcijenjen kao utjecaj na međunarodnu trgovinu i tokove kapitala. Nedavno nametnute carine i tarife u vrijednosti od 200 milijardi dolara iz Kine na uvoz proizvoda u SAD mogu značajno ograničiti daljnji rast. Nadalje, nove tehnologije transformiraju prirodu proizvoda kojom je trgovano putem granica, a mnogi od tih pothvata financirani su od strane državnih investicijskih fondova tražeći veće povrate na uložena sredstva. Zabrinutosti oko nacionalne sigurnosti trenutno ograničavaju izvoz tih proizvoda kao i mnogobrojne sankcije koje su zemlje uvele međusobno što svakako utječe i na poslovanje poduzeća, posebice ona iz sve više razvijenog tehnološkog sektora.[78]

U drugom i trećem kvartalu 2018. godine 16 odabranih državnih investicijskih fondova zaključila su 108 ulaganja u kapital poduzeća te se vrijednost tih ulaganja procjenjuje na 28,9 milijardi dolara. Kada se usporedi s istim razdobljem godinu dana ranije to predstavlja porast od 6% u broju zaključenih transakcija te porastom u prosječnoj vrijednosti transakcija i ukupnoj vrijednosti transakcija u iznosu od 66%, odnosno 84%. Važno je za napomenuti kako je porast cijena nafte u visini od 50% dao poticaj robnim državnim investicijskim fondovima.[79]

Državni investicijski fondovi bazirani na nerobnim izvorima su zaključili 77 transakcija u vrijednosti od 21,2 milijarde dolara te su zaslužni za 71% svih transakcija u navedenom razdoblju te 73% ukupne vrijednosti ulaganja. Temasek holdinzi su bili najaktivniji fond u tom razdoblju zaključivši 41 transakciju ukupne vrijednosti 7,2 milijarde dolara. Government of Singapore Investment Corporation je bio drugi gledajući broj dovršenih transakcija s 24 transakcije ukupne vrijednosti 6,3 milijarde dolara. Zajedno su ta dva fonda zaslužna za 47%

---

[78] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018.* Dostupno na: http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/92d03d71-60cd-49df-b6be-106a8eff9466/SWF+newsletter+December+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mwK6CNb [28.7.2019.] str. 2.

[79] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: January 2018, op.cit., str. 4.

ukupne vrijednosti ulaganja te 60% svih zabilježenih transakcija. Porast cijena nafte najviše je zaslužan za takvu aktivnost državnih investicijskih fondova baziranim na robnim izvorima s obzirom kako su uložili 7,6 milijarde dolara što predstavlja porast od 69% u odnosu na ranije razdoblje.[80]

Tablica 5. Aktivnost državnih investicijskih fondova prema vrijednosti ulaganja u drugom i trećem kvartalu 2018. godine (u milijardama dolara)

1. Temasek holdinzi	7.236
2. Kineska investicijska korporacija	6.449
3. Governement of Singapore Investment Corporation	6.355
4. Javni investicijski fond Saudijske Arabije	2.073
5. Investicijska uprava Kuvajta	1.700
6. Mubadala investicijska kompanija	1.264
7. Khazanah fond	1.077
8. Investicijska uprava Abu Dhabija	944
9. Državni globalni mirovinski fond	778
10. Investicijska uprava Katara	750
11. Australski fond za budućnost	67
12. Fond Novog Zelanda	65
13. Investicijska korporacija Dubaija	63
14. Direktni investicijski fond Rusije	34
15. Investicijska agencija Bruneja	23
UKUPNO	28.799

Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018.) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018*, obrada autora

[80] Ibid., str. 8.

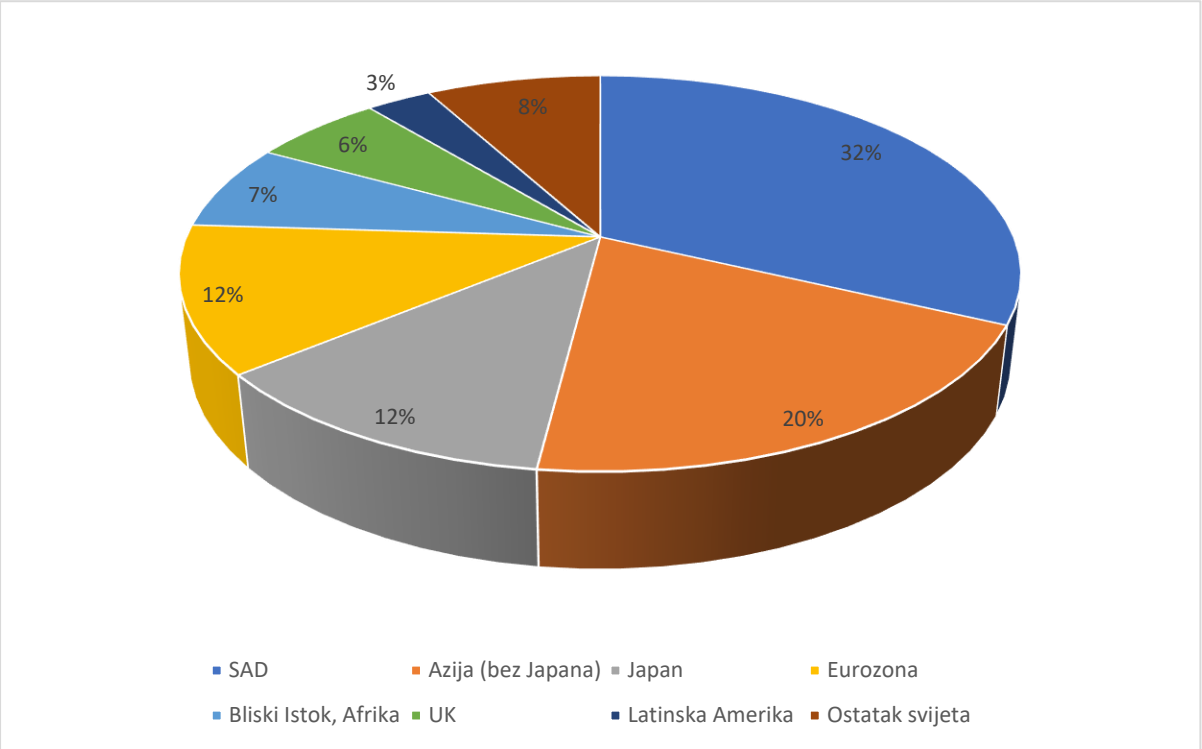
Najaktivniji fondovi prema vrijednosti ulaganja u drugom i trećem kvartalu 2018. godine bili su Temasek holdinzi sa 7,236 milijardi, Kineska investicijska korporacija sa 6,449 milijardi, Government of Singapore Investment Corporation sa 6,355 milijardi američkih dolara ulaganja dok Investicijska uprava Abu Dhabija i Državni globalni mirovinski fond Norveške nisu premašili vrijednost od milijardu dolara ulaganja.

4.2. Geografska distribucija imovine državnih investicijskih fondova

Geografska podjela izravnih investicija u kapital pokazuje sklonost prema razvijenim zemljama. Prvi kvartal 2017. godine, doduše, otkriva snažnu tendenciju prema tržištima u razvoju koja su zadužena za skoro 70% ukupne vrijednosti transakcija, s jakim fokusom na Rusiju i Češku. S 20 transakcija ukupne vrijednosti 4,7 milijarde dolara, Sjedinjene Američke Države i Ujedinjeno Kraljevstvo – unatoč izglasanom Brexitu i izlasku iz Europske Unije – ostaju jedine relevantne destinacije za ulaganja državnih investicijskih fondova u razvijenim zemljama početkom 2017. godine. Zemlje središnje i istočne Europe su kroz godine bile na radaru državnih investicijskih fondova. U prvom kvartalu, Government of Singapore Investment Corporation sklopila je dva značajna posla u Češkoj: akvizicija tvrtke P3, bazirana u Pragu, koja je vlasnik i upravitelj logističkih objekata i kupovina udjela od 4,2% u Moneti. Zadnja transakcija predstavlja najveću europsku transakciju u nekretnine te ujedno i drugu najveću akviziciju od strane državnih investicijskih fondova u prvom kvartalu 2017. godine.[81]

[81] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: May 2017, op.cit. str. 4.

Dijagram 5. Geografska struktura portfelja fonda Government of Singapore Investment Corporation



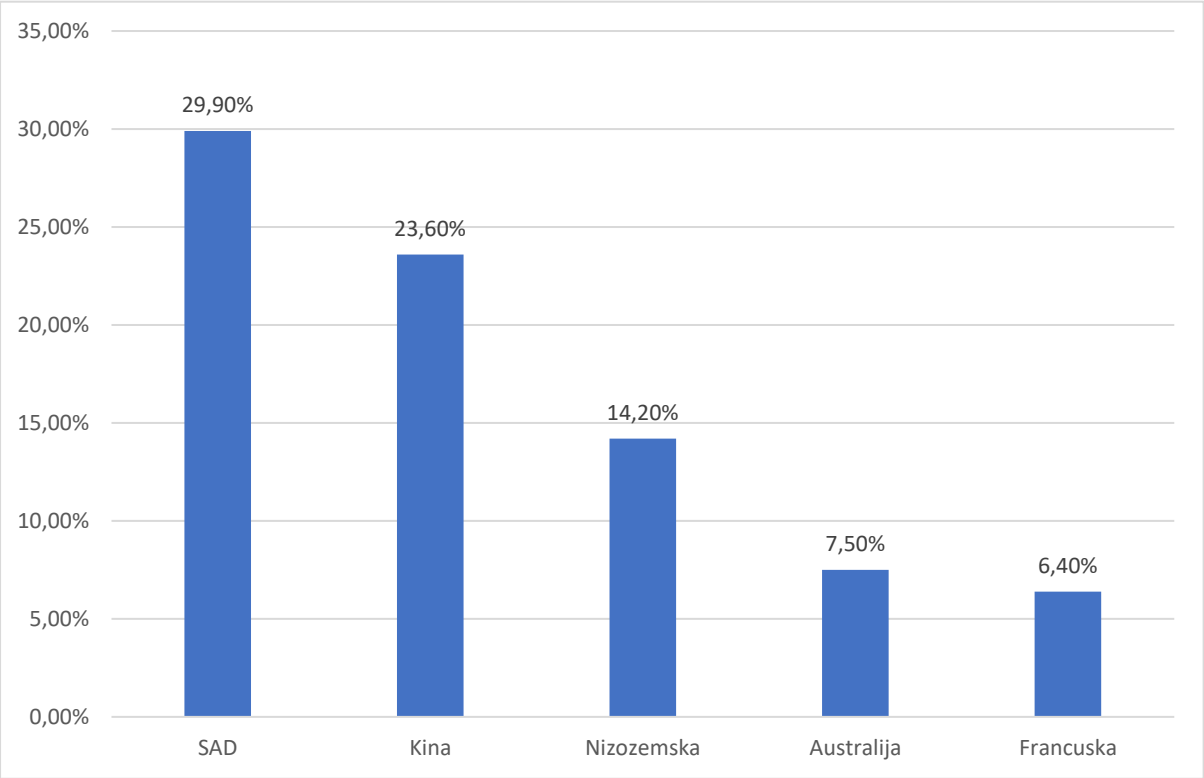
Izvor: Government of Singapore Investment Corporation [online] *Investment Performance*, obrada autora

Geografsku strukturu portfelja fonda Government of Singapore Investment Corporation najviše su sačinjavala ulaganja na tržištu Sjedinjenih Američkih Država nakon kojeg slijedi tržište Azije (bez Japana), a Eurozona je privukla 12% ukupnog ulaganja fonda.

Sjedinjene Američke Države su u drugom i trećem kvartalu 2017. ponovno predstavljale najaktivnije tržište u svijetu te su privukle 31 transakciju kombinirane vrijednosti oko 6,3 milijarde dolara predstavljajući 40% ukupne vrijednosti svih transakcija u navedenom razdoblju. Ukoliko se te brojke kombiniraju s onima iz prvog kvartala 2017. godine, može se reći kako je SAD na putu prema privlačenju još više investicija nego 2016. godine. S ulaganjem u visini od 1,7 milijarde dolara, Australija zauzima drugo mjesto po visini ulaganja u razvijenim zemljama. Španjolska i Ujedinjeno Kraljevstvo su također bile zanimljive investitorima s obzirom na uložena sredstva u visini od 860, odnosno 717 milijuna dolara. Tržišta u razvoju, s druge strane, su bila manje privlačna u odnosu na prvi kvartal 2017. godine. Indija također bilježi porast ulaganja kao jedno od ključnih područja na tržištima u razvoju

gledajući investicije državnih investicijskih fondova koja je s 23 zaključene transakcije druga prema ukupnom broju zaključenih transakcija.[82]

Dijagram 6. Pet zemalja s najvećim ulaganjima državnih investicijskih fondova u 2018. godini

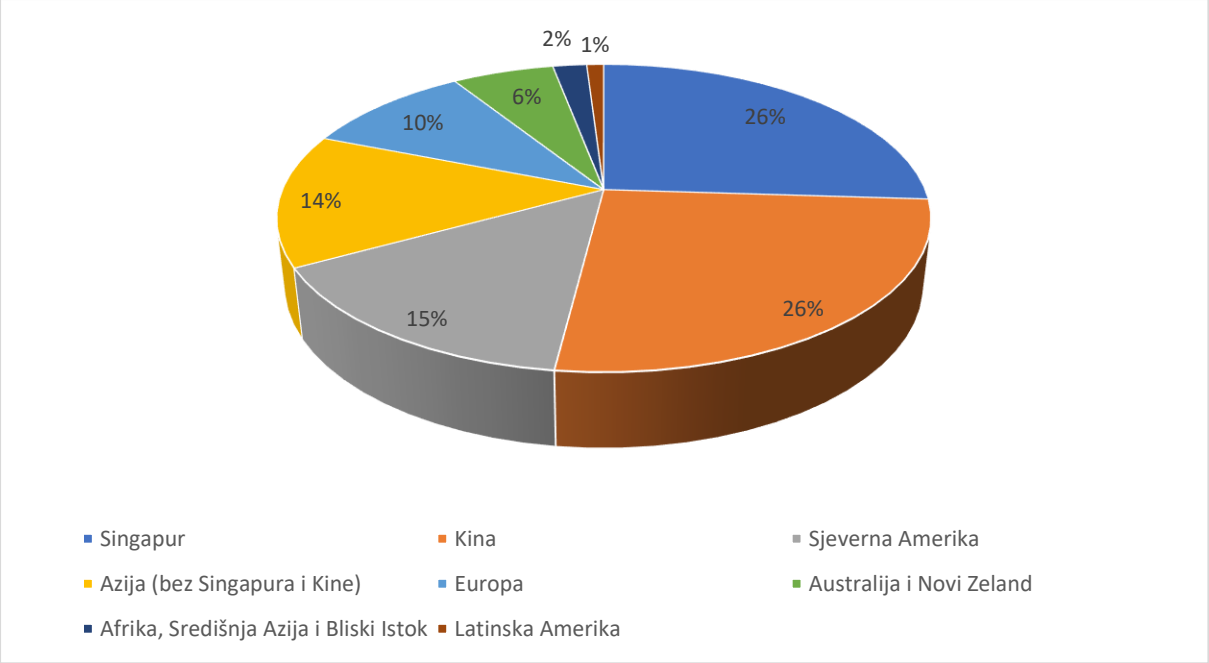


Izvor: IE Foundation (2018) *Sovereign wealth funds 2018*, obrada autora

U 2018. godini Sjedinjene Američke Države su bile najprivlačnije investitorima u pogledu postotka od ukupne vrijednosti svih zabilježenih transakcija s 29,9%, a na popisu su svoja mjesta pronašla i Nizozemska i Francuska sa 14,2%, odnosno 6,4% vrijednosti svih transakcija.

[82] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: January 2018, op.cit. str. 5.

Dijagram 7. Geografska struktura portfelja fonda Temasek holdinga u 2019. godini



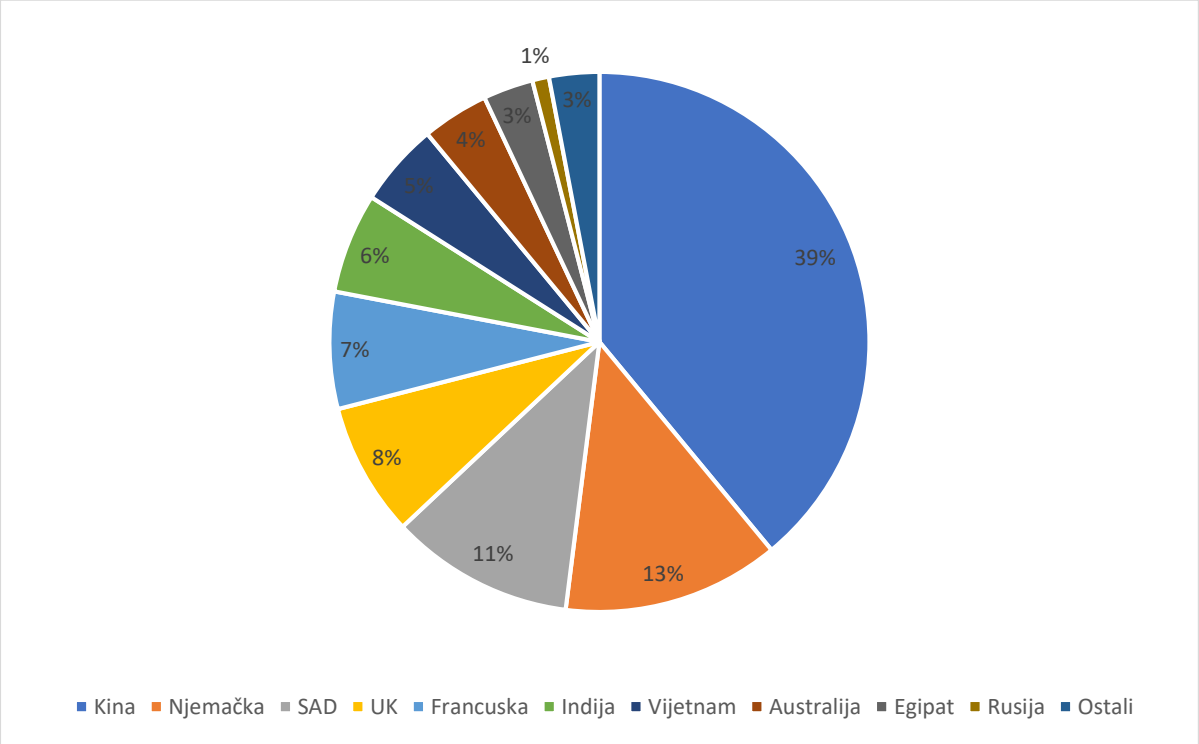
Izvor: Temasek holdings [online], *Our portfolio*. Dostupno na https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/our-portfolio.html, obrada autora

Temasek holding je državni investicijski fond sa sjedištem u Singapuru koji je osnovan 1974. godine, a trenutno upravlja s 313 milijardi dolara imovine, a vrijedi istaknuti ulaganja u vodeća svjetska poduzeća kao što su Alibaba, Dell, Tencent, Visa, PayPal, Mastercard i Bayer. Geografska struktura portfelja fonda Temasek holdinzi sastoji se najviše od ulaganja na domaćem, singapurskom tržištu i tržištu Kine s 26% ulaganja, dok najmanji postotak sačinjavaju ulaganja na području Afrike i Latinske Amerike s 2%, odnosno 1%.

Tržišta u razvoju su privukla rekordan broj investicija u drugom i trećem kvartalu 2018. godine. S vrijednošću ulaganja od 16,6 milijardi dolara koja je bila izvršena kroz 59 transakcija premašili su razvijene ekonomije kako u broju transakcija tako i u ukupnoj vrijednosti ulaganja. Najveći dio ulaganja je bio usmjeren prema Kini koja je zabilježila 11,3 milijardi dolara vrijednosti ulaganja državnih investicijskih fondova što na globalnoj razini od svih fondova čini impresivnih 40% svih ulaganja. Kina je također bila privlačna zemlja za državne investicijske fondove ostavivši iza sebe Njemačku s 3,7 milijardi dolara ulaganja te SAD s 3 milijarde dolara. Indija i Vijetnam su ostala dva tržišta u razvoju koje su zabilježila značajna ulaganja državnih investicijskih fondova u vrijednosti od 1,8 i 1,4 milijardi dolara ulaganja. Gledajući Europu, državni investicijski fondovi su uložili 8,1 milijardi dolara što tu regiju

smještava na drugo mjesto iza azijsko-pacifičke sa 14,1 milijardi dolara vrijednosti ulaganja. S 22 zaključene transakcije u vrijednosti od 11,3 milijarde dolara Kina je bila destinacija broj jedan za ulaganja državnih investicijskih fondova. U jednoj od najvećih rundi prikupljanja kapitala u povijesti, Ant Financial uspjela je prikupiti približno 14 milijardi dolara, a u kojoj su sudjelovala tri državna investicijska fonda, Government of Singapore Investment Corporation i Temasek holdinzi kao i malezijski Khazanah. Druga impresivna transakcija je ona Agricultural Bank of China koja je prikupila 15,8 milijardi dolara u privatnom plasmanu.[83]

Dijagram 8. Vrijednost transakcija državnih investicijskih fondova po zemljama u drugom i trećem kvartalu 2018. godine



Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018,* obrada autora

Najvrijednije transakcije u drugom i trećem kvartalu zabilježene su na području Kine nakon koje slijede Njemačka, Sjedinjene Američke Države, a Egipat i Rusija u sagledanom razdoblju nisu bila toliko atraktivna investitorima s obzirom na privučena ulaganja.

[83] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group:December 2018, op.cit., str. 5.

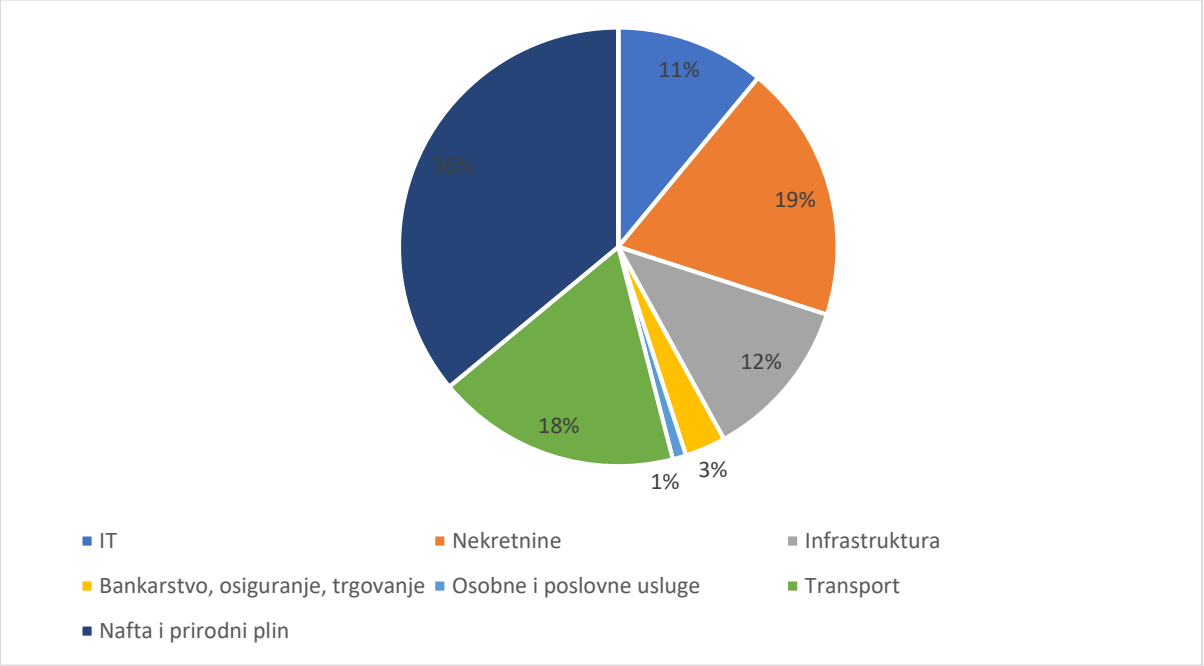
4.3. Struktura ulaganja državnih investicijskih fondova

Državni investicijski fond Government of Singapore Investment Corporation osnovan je 1981. godine, a portfelj fonda se sastoji od sljedećih imovinskih klasa prema udjelu u portfelju:[84]

1. Nominalne obveznice i gotovina → 25-30%;
2. Dionice razvijenih tržišta → 20-30%;
3. Dionice tržišta u razvoju → 15-20%;
4. Privatne dionice → 11-15%;
5. Nekretnine → 9-13% i
6. Obveznice korelirane s inflacijom → 4-6%.

Na dan 31. ožujka 2019. godine, struktura portfelja Government of Singapore Investment Corporation je diverzificirana na sljedeći način: nominalne obveznice i gotovina činile su 39% portfelja, dionice razvijenih tržišta 19%, dionice tržišta u razvoju 18%, privatne dionice 12%, nekretnine 7% i obveznice korelirane s inflacijom 5%.

Dijagram 9. Ukupna vrijednost transakcija po sektorima u prvom kvartalu 2017. godine

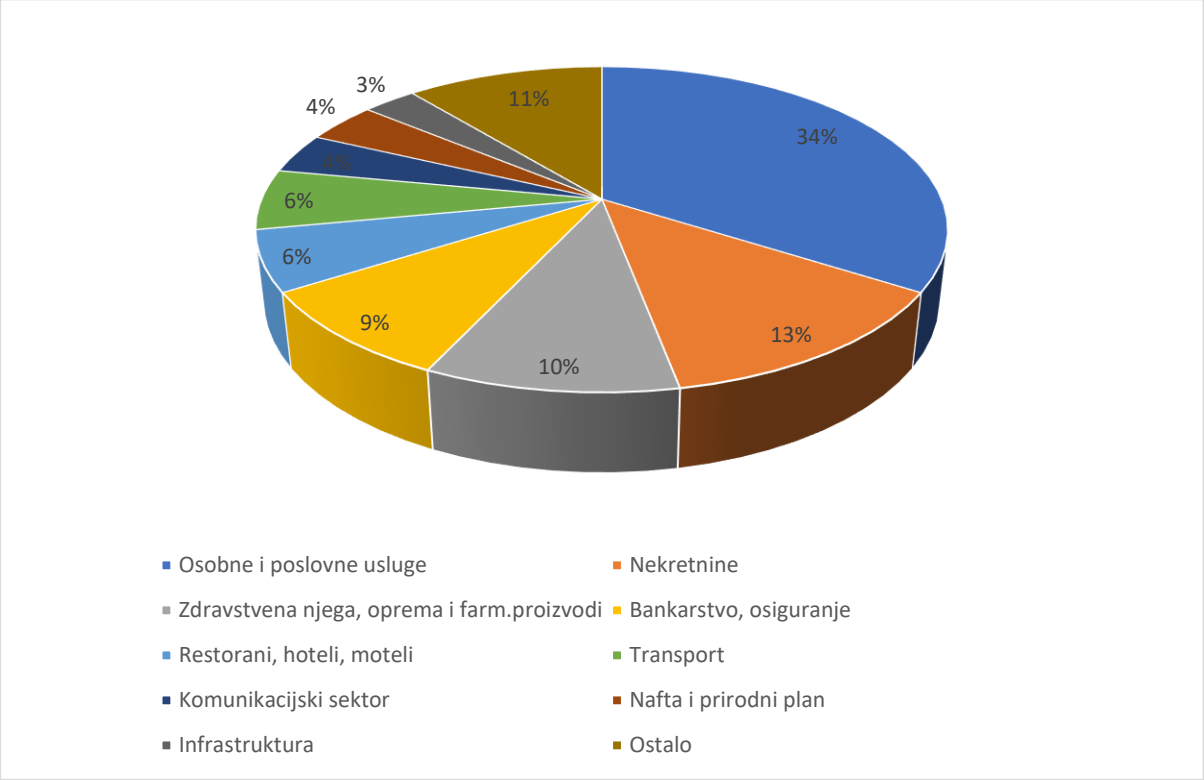


Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter May 2017*, obrada autora

[84] Government of Singapore Investment Corporation [online] *Investment Framework*. Dostupno na: https://www.gic.com.sg/investments/investment-framework/ [27.8.2019.]

Analizirajući vrijednost transakcija po sektorima u prvom kvartalu 2017. godine, očito je kako je sektor nafte i prirodnog plina bio najprivlačniji investitorima s 36% od ukupne vrijednosti svih zabilježenih transakcija u navedenom razdoblju, a iza njega su tržište nekretnina s 19%, sektor transporta s 18%, a sektor osobnih i poslovnih usluga zabilježio je samo 1% od svih transakcija.

Dijagram 10. Ukupan broj transakcija državnih investicijskih fondova po sektorima u drugom i trećem kvartalu 2018. godine



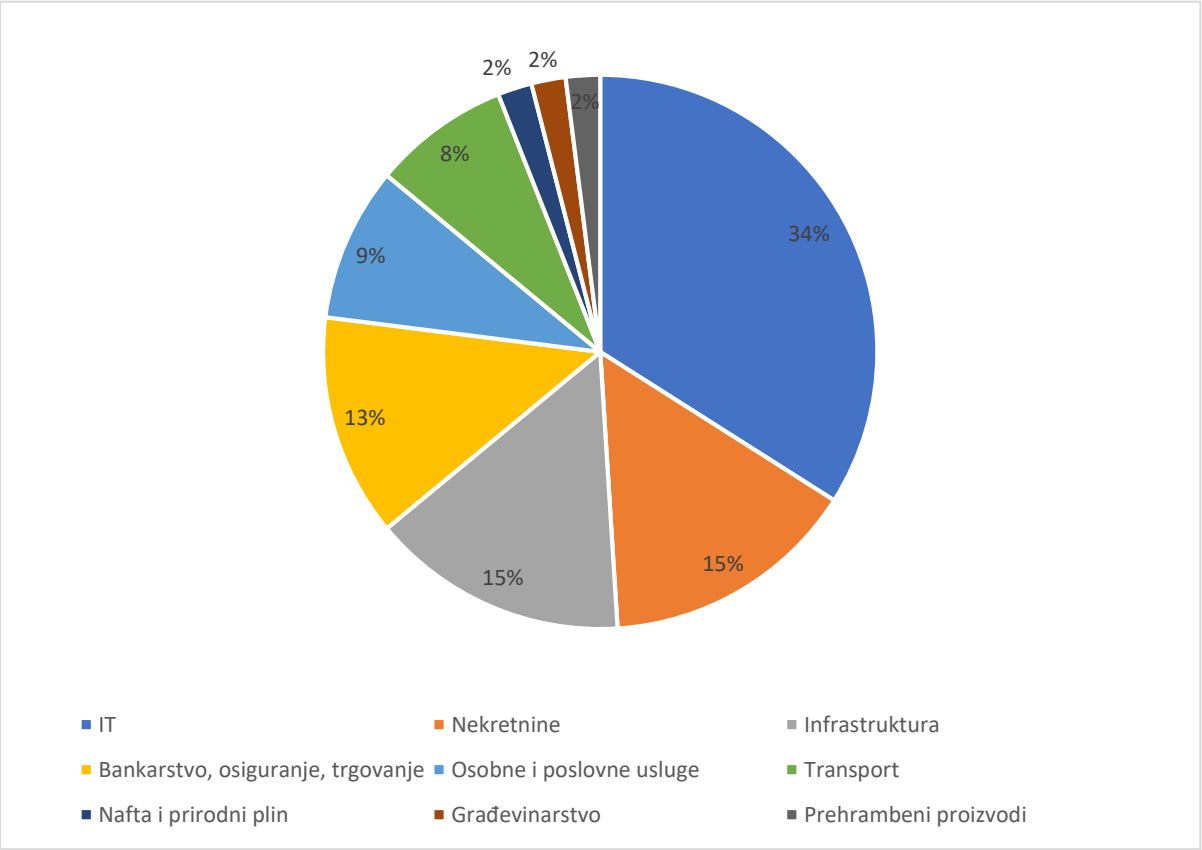
Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018*, obrada autora

Drugi i treći kvartal 2018. godine u aktivnosti državnih investicijskih fondova najprivlačniji je bio u sektoru osobnih i poslovnih usluga kao i uobičajeno atraktivnom sektoru tržišta nekretnina. Podjednak broj transakcija zabilježen je u sektorima restorana, hotela i motela, transportu, komunikacijskom sektoru te sektoru nafte i prirodnog plina.

Investicijska uprava Katara je osnovana od strane države Katar 2005. godine s ciljem ojačavanja gospodarstva te zemlje diverzificirajući svoj portfelj u nekoliko imovinskih klasa, a cilj fonda je očuvati ogromno bogatstvo te države u prirodnim resursima. Prema izvještaju iz 2016. godine, struktura portfelja Investicijske uprave Katara sastojala se na sljedeći način:

ulaganja u dionice na burzi ili privatne dionice u rasponu od 50-80%, fiksni dohodak 10-25%, nekretnine 15-25% dok se na multistrategiju (pretežito alternativna ulaganja) odnosi do 5% svih ulaganja.[85]

Dijagram 11. Ukupan broj transakcija po sektorima u prvom kvartalu 2017. godine



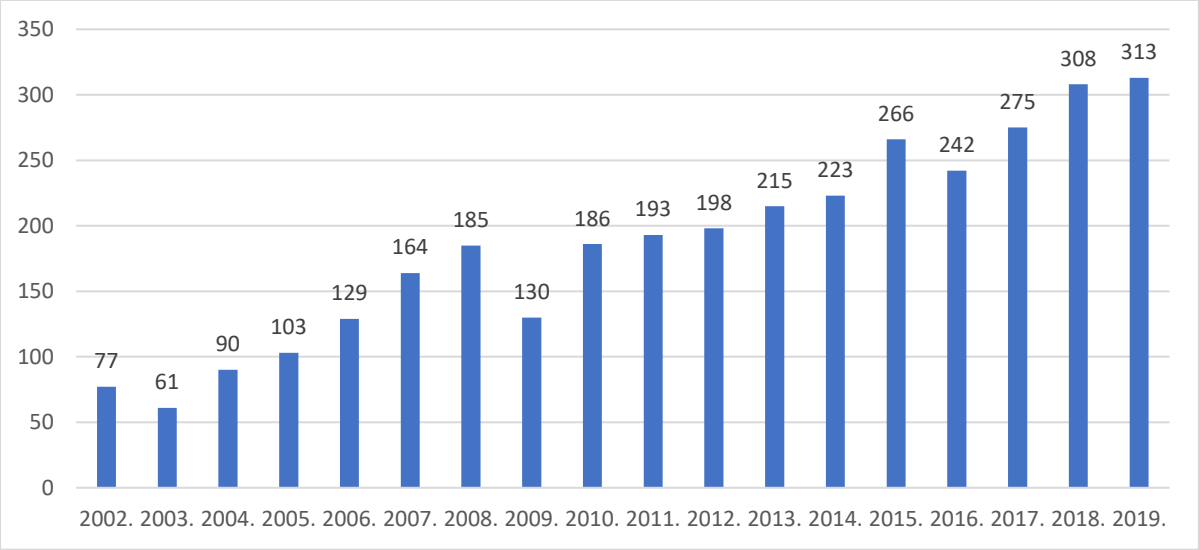
Izvor: Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter May 2017*, obrada autora

Prvi kvartal 2017. godine bio je najaktivniji za državne investicijske fondove koji su uložili sredstva u poduzeća iz tehnološkog sektora, sektor tržišta nekretnina kao i infrastrukturni sektor uz neizostavan sektor bankarstva, osiguranja i trgovanja vrijednosnim papirima.

[85] Qatar Investment Authority (2017) [online] *Annual Report 2016* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/annual-reports/QIA%202016_0.pdf [19.8.2019.] str. 36.

4.4. Profitabilnost državnih investicijskih fondova

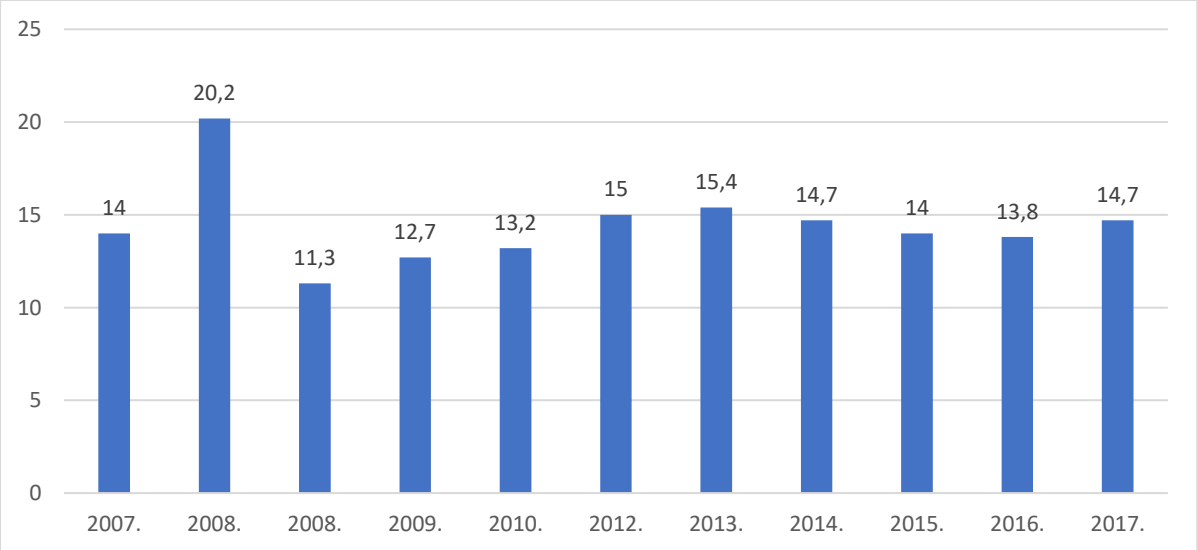
Dijagram 12. Neto vrijednost portfelja fonda Temasek holdinga (milijarda dolara)



Izvor: Temasek holdings [online], *Portfolio performance*, dostupno na: https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/portfolio-performance.html, obrada autora

Singapurski Temasek holdinzi od svog osnivanja 1974. bilježe pozitivne rezultate u svome portfelju kao što se može vidjeti i na priloženom dijagramu. Fond od 2004. godine konstantno billježi porast vrijednosti izražen u milijardama dolara izuzev 2009. godine i 2016. godine kada je neto vrijednost zabilježila blagi pad u odnosu na godinu dana ranije.

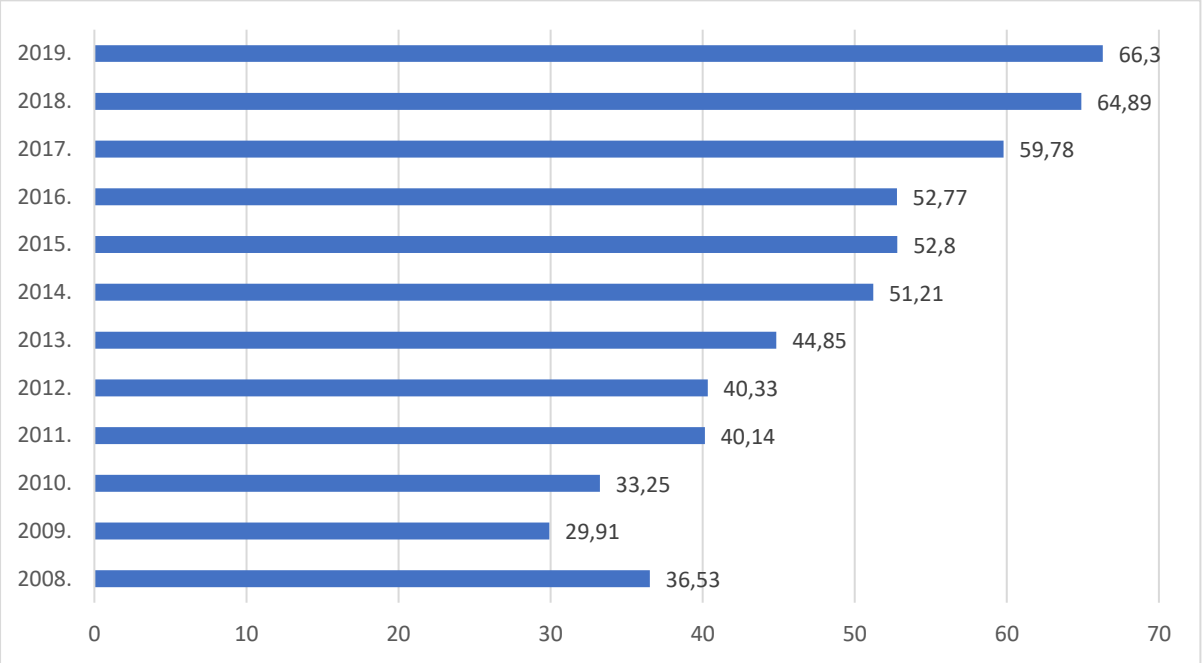
Dijagram 13. Profitabilnost portfelja Ekonomskog i stabilizacijskog fonda Čilea (milijarda dolara)



Izvor: Ministry of Finance (2017) *Annual report sovereign wealth funds*, obrada autora

Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea osnovan je 2007. godine s inicijalnim doprinosom od 2,58 milijardi američkih dolara od kojih je glavnina tog iznosa (2,56 milijardi dolara) potakla iz starog stabilizacijskog fonda temeljenog na bakru kao prirodnom resursu bogatom na području Čilea. Ekonomski i stabilizacijski fond Čilea ulaže sredstva na financijskom tržištu kako bi utjecao na financiranje fiskalnog deficita i amortizacije javnog duga u Čileu.[86]

Dijagram 14. Kretanje imovine pod upravljanjem Trajnog fonda Aljaske (milijarda dolara)



Izvor: Alaska Permanent Fund Corporation [online], *Performance*, dostupno na: https://apfc.org/our-performance/, obrada autora

Trajni fond Aljaske osnovan je 1980. godine te je trenutno najveći državni investicijski fond takve vrste na području Sjedinjenih Američkih Država s obzirom na imovinu pod upravljanjem. Fond je vrijednost od 10 milijardi dolara dosegao 1989. godine, dvije godine nakon sloma dioničkog tržišta te se od tada vrijednost fonda kreće uzlaznim trendom kao što se može vidjeti i na dijagramu gdje je fond prvi put 2014. godine premašio razinu od 50 milijardi američkih

[86] Economic and Social Stabilization Fund Chile [online] Dostupno na: https://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/economic-and-social-stabilization-fund.html [27.8.2019.]

dolara, a trenutno se imovina kreće oko 66,3 milijardi američkih dolara čime su značajan sudionik na globalnom financijskom tržištu.

Tablica 6. Vrijednost portfelja Trajnog fonda Aljaske

Imovinska klasa portfelja	Vrijednost na dan 15. kolovoz 2019.
Dionice	$ 2.782.300,000
Obveznice	$ 14.998.300,000
Nekretnine	$ 5.625.900,000
Privatne dionice	$ 8.716.000,000
Hedge fondovi	$ 3.788.500,000
Infrastruktura i realna imovina	$ 2.448.400,000
Gotovina	$ 1.496.800,000
Ostalo	$ 3.960.300,000
UKUPNO	$64.816.500,000

Izvor: Alaska Permanent Fund Corporation [online], *Performance*, Dostupno na: https://apfc.org/our-performance/,obrada autora

Iz prikazane tablice vrijednosti portfelja Trajnog fonda Aljaske na dan 15. kolovoza 2019. godine vidljiva je diverzifikacija portfelja prema različitim imovinskim klasama od kojih vrijednost obveznica čini najviši udio od približno 15 milijardi dolara, dok su gotovinska i dionička ulaganja nešto veća od 1,5 milijardi američkih dolara, odnosno 2,78 milijardi američkih dolara.

Australski fond za budućnost je na dan 30. lipnja 2018. godine imao vrijednost od 145,8 milijardi dolara što predstavlja povrat fonda od 9,3% u 2018. u odnosu na godinu dana ranije. Desetogodišnji povrat na uložena sredstva fonda iznosi 8,7%, ukupno zarađena sredstva, odnosno prihodi iznosili su 12,4 milijardi dolara dok je Australski fond za budućnost od svoga osnivanja 2006. godina dodao novu vrijednost fondu od 85,3 milijardi dolara.[87]

[87] Australia Future Fund (2019) [online] *Annual Report 2017-18* Dostupno na: https://www.futurefund.gov.au/about-us/annual-reports [17.8.2019.] str. 3.

5. IZABRANI PRIMJERI DRŽAVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

5.1. Kineska investicijska korporacija

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 ulaganja te bez tekućih obveza.[88] Kompanija je osnovana kao instrument diverzifikacije kineskih deviznih rezervi te 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. CIC International je osnovan u rujnu 2011. godine s mandatom investiranja i upravljanja prekograničnom imovinom te je zadužen za ulaganje u obveznice, hedge fondove, tržište nekretnina, ulaganja u privatne dionice i ostala manjinska ulaganja. CIC Capital je inkorporiran u siječnju 2015. godine s mandatom specijalizacije u direktnim investicijama te s ciljem upravljanja portfeljem i povećanja ulaganja u dugoročnu imovinu. Central Huijin ulaže u kapital poduzeća u ključnim financijskim institucijama u državnom vlasništvu u Kini. Bez uplitanja u svakodnevne operacije institucija u koje se ulaže, Central Huijin ostvaruje prava dioničara i izvršava svoje obveze u visini uloženog kapitala kako bi očuvao i unaprijedio vrijednost financijske imovine u državnom vlasništvu.[89] Trenutna imovina pod upravljanjem Kineske investicijske korporacije kreće se oko 940 milijardi dolara.

Na kraju 2007. godine, za 67 milijardi dolara Kineska investicijska korporacija je kupila Central Huijin od Peoples Bank of China te je time postala podružnica u stopostotnom vlasništvu Kineske investicijske korporacije. Važno je za napomenuti kako je Central Huijin osnovan u prosincu 2003. godine, a njegova uloga bila je ubrizgavanje kapitala u komercijalne banke u državnom vlasništvu kako bi se olakšao proces restrukturiranja poslovanja.[90]

---

[88] Blanchard, J.M.F. (2014) *The China Investment Corporation: Power, Wealth or Something Else* China: An International Journal 12(3) str. 155.-175.

[89] China Investment Corporation [online] *Overview of CIC.* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Who_We_Are.shtml [27.8.2019.]

[90] Zhang, M. i He, F. (2009) *China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges* str. 5.

Kao državni investicijski fond u vlasništvu jedne od svjetski najveće zemlje u razvoju, Kineska investicijska korporacija je pridobila pažnju diljem svijeta. Vlade razvijenih zemalja, posebice Sjedinjene Američke Države i europske zemlje, 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 te osigurava slabo otkrivanje potrošnje javnosti, 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.[91]

Tri upravna tijela Kineske investicijske korporacije su Odbor direktora, Nadzorni odbor i Izvršni odbor. Odbor direktora ima ovlasti nadgledanja poslovanja kompanije, procjenjivanja njihove ukupne izvedbe te pregledavanja i odobravanja razvojne strategije kompanije. Nadzorni odbor je odgovoran za praćenje etičkog ponašanja direktora i izvršnog odbora kao i učinkovitost postupaka nadzora unutar kompanije te je zadužen za određivanje vanjskih revizora kao i nadgledanje računvodstvenih i financijskih funkcija Kineske investicijske korporacije. Djelokrug poslovanja fonda uključuje domaća ulaganja u dužničke vrijednosne papire denominirane u stranoj valuti, prekogranična ulaganja u dužničke vrijednosne papire, dionice, fondove, financijske derivative i ostale financijske proizvode, prekogranična ulaganja putem vanjskih fond menadžera, upravljanje povjerenom međunarodnom imovinom, osnivanje dioničkih investicijskih fondova te ostale poslove odobrene od nadležnih državnih tijela.[92]

Investicijske aktivnosti Kineske investicijske korporacije slijede četiri principa:[93]

- Ulaganje na komercijalnoj osnovi → cilj je ostvarivanje maksimalnog povrata za dioničare kompanije unutar prihvatljive razine rizika;
- Financijski investitor koji ne traži kontrolu nad kompanijama u svojem portfelju;

---

[91] Zhang, M. i He, F.: op.cit., str. 7.

[92] China Investment Corporation [online] *Board of Directors* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/Governance/Board_of_Directors.shtml [27.8.2019.]

[93] China Investment Corporation [online] *Investment Philosophies* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Investment_Philosophies.shtml [27.8.2019.]

- Odgovoran investitor koji se pridržava zakona i regulacije Kine kao i zakona zemalja u koje ulaže i
- Ulaganje temeljeno na detaljnom istraživanju kako bi se osigurao razborit i discipliniran proces donošenja odluka.

Postoje određena pitanja vezana uz kapital Kineske investicijske korporacije, odnosno je li početni kapital od 200 milijardi dolara kapital fonda? Određeni zagovornici koji kažu da nije navode kako je razlog tomu da fond mora plaćati kamate na imovinu od 200 milijardi dolara Ministarstvu financija. Naime, 200 milijardi dolara u deviznim rezervama je kupilo Ministarstvo financija od Peoples Bank of China, a to je učinjeno izdavanjem specijalnih državnih obveznica. No, Ministarstvo financija nije dioničar Kineske investicijske korporacije te ministarstvo traži od fonda plaćanje kamata za državne obveznice. Ukoliko fond mora plaćati kamate za obveznice, nameće se zaključak kako 200 milijardi dolara nije kapital već dug Kineske investicijske korporacije te je fond pod velikim pritiskom ostvarivanja vrhunskih rezultata i ulaska u rizičnije investicije kako bi bio u mogućnosti platiti glavnicu i kamate od trenutka osnivanja. Kako bi ublažio pritisak plaćanja kamata na izdanje državnih obveznica, Kineska investicijska korporacija je pripojila Central Huijin, a kao rezultat toga uloga fonda kao tipičnog financijskog investitora je uništena te je fond suočen s kritikama i strogim regulacijama pa je čak bio odbijen od strane razvijenih zemalja jer ga se klasificira kao strateškog investitora.[94] Još jedan problem Kineske investicijske korporacije je upravljačka struktura koja se sastoji od vladinih dužnosnika od kojih većina njih nema prikladne profesionalne vještine ni tržišnog iskustva. Za takve dužnosnike, posao u Kineskoj investicijskoj korporaciji je samo privremen dok se ne vrate na pozicije u vladi u budućnosti. Zbog pritiska drugih birokratskih institucija, kompenzacije koju dobivaju za svoj rad nije na razini ostalih rukovoditelja u industriji. Ukoliko je kompenzacija koju članovi dobivaju vrlo niska, ne može se očekivati da će fond privući prvoklasne menadžere.[95]

[94] Zhang, M. i He, F.: op.cit., str. 9.

[95] Ibid., str. 10.

Tablica 7. Izvedba međunarodnog portfelja Kineske investicijske korporacije (američki dolari)

GODINA	NETO KUMULATIVNI GODIŠNJI POVRAT	NETO GODIŠNJI POVRAT
2008	-2,1%	-2,1%
2009	4,1%	11,7%
2010	6,4%	11,7%
2011	3,8%	-4,3%
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%

Izvor: China Investment Corporation, [online], *Portfolio management*, dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Portfolio_Management.shtml, obrada autora

Kineska investicijska korporacija je jedan od transparentnijih fondova prema Linaburg-Maduell indeksu transparentnosti kao što je vidljivo u tablici 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 10 godina kreće od pozitivnog prinosa od 17,59% 2017. godine, ali i negativnog od 2,96% tri godine ranije.

Kineski pristup je bio vrlo oprezan i studiozan: na početku je Kineska investicijska korporacija primila injekciju od 200 milijardi dolara u kapital fonda za ulaganja te su se s tom financijskom injekcijom svrstali u deset najvećih državnih investicijskih fondova u to vrijeme. Iako se taj iznos čini vrlo visokim, to je zapravo vrlo mala količina u odnosu na ogromnu veličinu kinesekih deviznih rezerviu visini od 1.433,6 milijardi dolara u rujnu 2007. godine kada je ujedno i osnovana Kineska investicijska korporacija. Takav oprez je bio opravdan velikim gubicima nastalima u fondu uslijed jedne od prvih prekograničnih investicija, nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers te kolapsa dioničkog tržišta u rujnu 2008. godine. U

listopadu 2008. godine udio od 3 milijarde dolara u Blackstone Group izgubio je 2/3 inicijalne vrijednosti ulaganja. Kineska investicijska korporacija je skoro pretrpjela 80% (nerealiziranog) gubitka na investiciju u vrijednosti od 5 milijardi dolara u investicijskoj banci Morgan Stanley.[96] 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, putem svoje podružnice Central Huijin, 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 bankovnih cijena dionica te osiguravanje državnog interesa u tim trima bankama. Dokapitalizacija kineskih financijskih institucija kao i stabilizacija lokalnog tržišta dionica predstavljaju glavne zadatke fonda za vrijeme krize.[97]

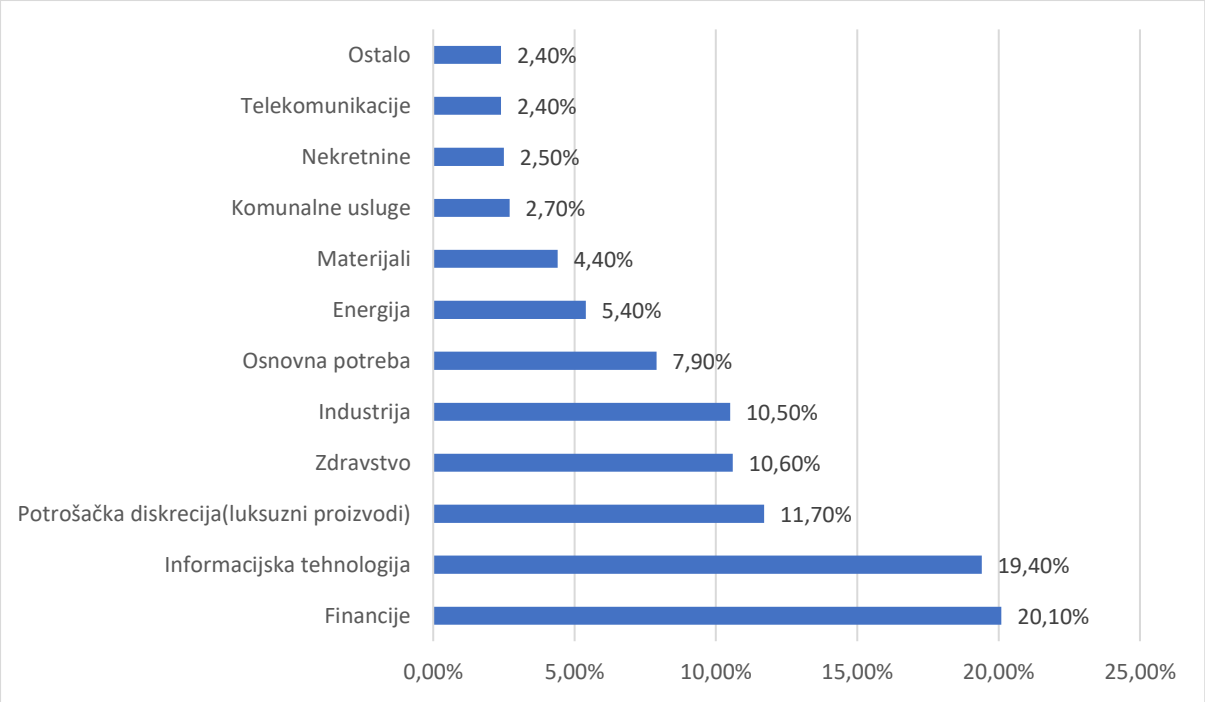
Mnogi financijski analitičari su izazvali zabrinutost oko Kineske investicijske korporacije netom nakon osnivanja, djelomično zato što je bio vrlo velik državni investicijski fond, u vlasništvu države te jer je odgovarao izravno Državnom vijeću. Neki promatrači su smatrali kako će kineska vlada koristiti navedeni fond i njegova sredstva za stjecanje kontrole nad strateški važnim prirodnim resursima, dobivanje pristupa osjetljivim informacijama i tehnologiji i/ili poremetiti svjetska financijska tržišta. Navedene tvrdnje su odbačene od strane fonda objavljujući kako će se njihova investicijska strategija prilagoditi međunarodnim standardima tražeći samo maksimiziranje riziku prilagođenog financijskog povrata.[98]

[96] Raymond, H.: op.cit., str. 126.

[97] Ibid., str. 127.

[98] Martin, M. F. (2010) *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications* Cornell University, sažetak

Dijagram 15. Ulaganja Kineske investicijske korporacije po sektorima



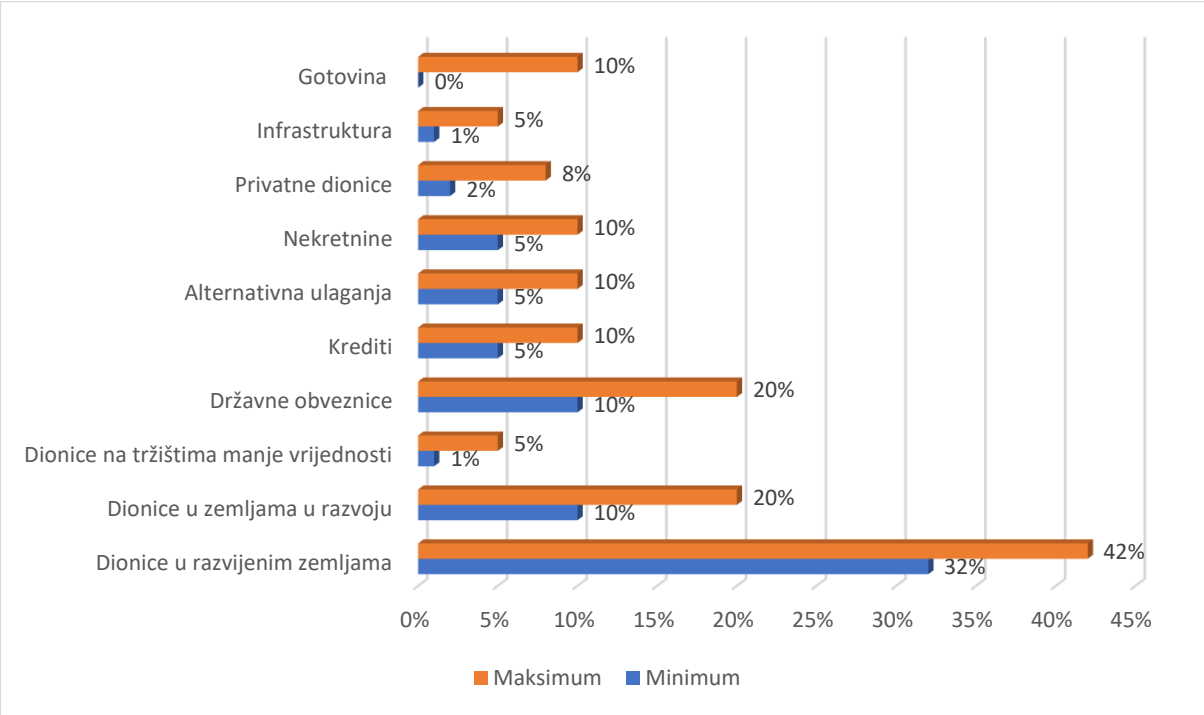
Izvor: China Investment Corporation (2017) *Annual report 2017*, obrada autora

Kineska investicijska korporacija ima vrlo diverzificiran portfelj imovine kao što se može vidjeti i na dijagramu gdje je, zaključno s 2017. godinom, najviše uloženo u financijski sektor nakon kojeg s podjednakim udjelom slijedi tehnološki sektor.

5.2. Investicijska uprava Abu Dhabija

Investicijska uprava Abu Dhabija jedan je od sedam državnih investicijskih fondova na području Ujedinjenih Arapskih Emirata, a ostali fondovi su Investicijska korporacija Dubaija, Investicijska kompanija Mubadala, Investicijska uprava Emirata, Međunarodna naftna investicijska kompanija, Investicijsko vijeće Abu Dhabija i Investicijska uprava Ras Al Khaimah. Investicijska uprava Abu Dhabija osnovana je 1976. godine kao javna i nezavisna investicijska institucija od strane Vlade Abu Dhabija. Fond nikada nije javno objavio koliko imovine ima pod upravljanjem, prema Sovereign Wealth Fund Instituteu iznos se kreće oko 700 milijardi dolara, dok neke procjene i brojke govore kako je taj iznos puno veći i u rasponu od 800 do 870 milijardi dolara. Fond se financira iz viškova naftnih rezervi.

Dijagram 16. Struktura portfelja Investicijske uprave Abu Dhabija prema imovinskim klasama



Izvor: Abu Dhabi Investment Authority (2019) *Annual Review 2018*, obrada autora

Investicijska uprava Abu Dhabija svoj portfelj prikazuje na malo drugačiji način s obzirom kako su odredili maksimalnu i minimalnu vrijednost udjela po pojedinim imovinskim klasama u 2018. godini. Tako su sredstva u dionice u razvijenim zemljama uložena u rasponu od 32-42%, a jednaki udjeli u nekretnine, alternativna ulaganja te kredite u rasponu od 5-10%.

Prema mjestu ulaganja, Investicijska uprava Abu Dhabija najviše sredstava ulaže na području Sjeverne Amerike (35-50% svih ulaganja), zatim na području Europe (20-35%) dok ulaganja u razvijene azijske zemlje čine 10-20%, a ulaganja na rastućim tržištima sačinjavaju 15-25%. Dvadesetogodišnji i tridesetogodišnji povrati su u 2018. iznosili 5,4%, odnosno 6,5%.[99] Investicijska uprava Abu Dhabija je izradila i prihvatila dokument Opće prihvaćeni principi i prakse te je jedna od šest članica osnivača One Planet Sovereign Wealth Funds čiji je cilj razvoj okvira za integraciju klimatskih promjena u upravljanju dugoročnim fondovima i njihove investicijske procese.

[99] Abu Dhabi Investment Authority (2018) [online] *2018 Review Prudent Global Growth* Dostupno na: https://www.adia.ae/en/pr/2018/ui/downloads/ADIA_Review_2018.pdf [12.8.2019.] str. 3.

Investicijska uprava Abu Dhabija ima discipliniranu investicijsku strategiju koja za cilj ima generiranje stabilnih povrata u dugom roku unutar utvrđenih parametara rizika. Njihov pristup osigurava da su ulaganja fonda usko povezana s kratkoročnim, srednjoročnim i dugoročnim ciljevima, a to sve započinje s jasnom definiranim prihvatljivim razinama rizika putem referentnog portfelja. Ključnu ulogu u investicijskom procesu ima Odjel za strategiju i planiranje koji je odgovoran za razvoj, održavanje te periodičan pregled Strateške raspodjele imovine (eng. *Strategic Asset Allocation* – SAA) preko više od desetak imovinskih klasa i podkategorija. Odjel za strategiju i planiranje odgovoran je za osiguravanje da aktivnosti fonda ostanu usko usklađene s njezinom misijom i dugoročnim ciljevima, a sam Odjel je podijeljen u nekoliko funkcijskih područja, a to su:[100]

- Investicijska strategija – diverzificirana strateška alokacija imovine u skladu s misijom i investicijskim ciljevima;
- Struktura portfelja – pruža kvantitativnu i operacijsku podršku procesu investicijske strategije te također razvija, održava i poboljšava optimizaciju portfelja;
- Investicijski rizik – odgovoran za razumijevanje i analizu izloženosti tržištu, ulaganjima, likvidnosti i riziku zemlje;
- Globalno istraživanje – stvara detaljna izvješća i analize o ekonomskim, energetskim i političkim pitanjima;
- Organizacijski razvoj – poboljšanje organizacijskih kapaciteta Investicijske uprave Abu Dhabija što uključuje upravljačka tijela kako bi se implementirala misija i ostvarili investicijski ciljevi;
- Odjel za projektni menadžment – odgovoran za podršku strateškim ciljevima Investicijske uprave Abu Dhabija i
- Odjel za komunikaciju i odnose s javnošću – podrška vodstvu i odjelima fonda s misijom zaštite reputacije Investicijske uprave Abu Dhabija te jačanje odnosa s dioničarima.

Jedno od najvećih ulaganja Investicijske uprave Abu Dhabija je ulaganje u američku banku Citigroup u iznosu od 7,5 milijardi dolara 2007. godine u zamjenu za kupnju udjela od 4,9%. Citigroup je jedna od najvećih banaka u Sjedinjenim Američkim Državama uz Bank of

[100] Abu Dhabi Investment Authority [online] *Investment Strategy*. Dostupno na: https://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx [18.8.2019.]

America, JP Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs i Morgan Stanley. 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.[101]

5.3. Fond Novog Zelanda

Svi stanovnici Novog Zelanda koji su stariji od 65 godina primaju mirovinske uplate koje su financirane od strane sadašnjih poreznih obveznika. U narednih nekoliko desetljeća, populacija Novog Zelanda će značajno ostarjeti, a statistike predviđaju da će populacija osoba u dobi od 65 godina ili više premašiti jedan milijun kasnih 2020-ih, uspoređujući s 2009. godinom kada je ta brojka iznosila 550 000. Do kraja 2050-ih, svaki četvrti stanovnik Novog Zelanda bit će stariji od 65 godina. To znači kako će Novi Zeland imati više ljudi u mirovini nego ikad prije i manje radno sposobnih ljudi koji mogu plaćati poreze s ciljem financiranja rastućeg troška isplate mirovina.[102]

Slijedom svega navedenog, u dokumentu iz 2001. godine pod nazivom *„New Zealand Superannuation and Retirement Income Act“* osnovan je Fond Novog Zelanda izvornog imena New Zealand Superannuation Fund kao i zaštitnike fonda zaduženog za upravljanje fondom te povećanje vrijednosti fonda u dugom roku ulaganjem doprinosa države. Državni doprinosi fondu bili su obustavljeni između 2009. i 2017. godine, a ponovno su nastavljeni u prosincu 2017. godine s inicijalnom uplatom od 500 milijuna dolara planiranom za financijsku 2018. godinu. Od otprilike 2035./2036. godine, država će početi s povlačenjem sredstava iz fonda kako bi pomogla platiti mirovine stanovnika Novog Zelanda, a očekuje se da će fond nastaviti s rastom sve dok ne dosegne vrhunac u 2070-ima. Doprinosi će se povećavati u iduće četiri

[101] Majher, J.: op.cit., str. 30.

[102] New Zealand SuperFund [online] *Purpose and Mandate*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate [17.8.2019.]

godine, s milijardom dolara u 2019. godini, 1,5 milijardi dolara u 2020. godini te 2,2 milijarde dolara u 2021. godini.[103]

Unutar akta u kojemu je reguliran Fond Novog Zelanda, važno je izdvojiti određene stavke koje se tiču poslovanja i aktivnosti fonda:[104]

- Fond se sastoji od kapitalnih doprinosa, novca koji je potreban kako bi se pokrili neto troškovi mirovina u tekućoj godini, investicija fonda i novca koji pritječe od ulaganja fonda;
- Fond mora biti održavan sa svrhom isplate mirovina stanovnika Novog Zelanda;
- Novac može biti isplaćen iz fonda kako bi se platila bilo kakva naknada investicijskom menadžeru ili skrbniku, ispunile bilo kakve obveze direktno povezane s operacijama fonda ili platile porezne obveze u skladu s fondom;¸
- Ministarstvo mora svake financijske godine izračunati potreban iznos godišnjih doprinosa fondu kao i pretpostavke na kojima su kalkulacije o iznosu rađene;
- Ukoliko država namjerava platiti manje od potrebnog godišnjeg kapitalnog doprinosa, ministar mora u izvješću objasniti razloge smanjenja kapitalnog doprinosa kao i iznos koji će uplatiti u fond navedene godine;
- Ministar mora osigurati da je dostatan iznos novca prebačen u fund svake financijske godine kako bi se podmirili neto troškovi prava na mirovinu stanovnika Novog Zelanda koji se isplaćuju iz fonda tijekom te godine;
- Nije dopušteno izvlačenje kapitala iz fonda u bilo kojoj financijskoj godini sve do 2028./2030. godine;
- Zaštitnici moraju ulagati sredstva fonda na razboritoj i komercijalnoj osnovi i maksimizirati povrate na uložene sredstva bez nepotrebnog rizika;
- Zaštitnici moraju osigurati da su financijska izvješća fonda pripremljena za svaku financijsku godinu.

---

[103] New Zealand SuperFund [online] *Purpose and Mandate*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate [28.8.2019.]

[104] Ministry of Social Development and Treasury (2019) *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001* Wellington: NZ Government

Fond ima izvršnog direktora kao i odjel interne revizije, odbor direktora, odbor upravljanja rizicima te investicijski odbor. Članovi odbora su imenovani od strane generalnog guvernera na prijedlog ministra financija. U svako vrijeme odbor se mora sastojati od pet do sedam članova, a svi izabrani članovi moraju posjedovati iskustvo, znanje i stručnost u upravljanju investicijama. Svaki član odbora izabran je na razdoblje od pet godina nakon kojeg može biti ponovno izabran.[105]

Poduzeća koja su izravno uključena u sljedeće aktivnosti su izuzeta od ulaganja fonda:[106]

- Proizvodnja kazetnih bombi;
- Proizvodnja ili testiranje nuklearnih eksplozivnih naprava;
- Proizvodnja protupješačkih mina;
- Proizvodnja duhana;
- Obrada kitovskog mesa i rekreacijskog kanabisa i
- Proizvodnja civilnog automatskog i poluautomatskog oružja i dijelova.

2018. godine zaštitnici su stekli certifikat Odgovorno ulaganje. Navedeni program je prvi takve vrste u svijetu te je upravljan od strane Udruženja za odgovorno ulaganje Australoazije. Simbol certifikata označava kako je fond uzeo u obzir ESG i etičke kriterije uz financijske povrate.[107] Fond je dobitnik brojnih nagrada i priznanja od koji vrijedi izdvojiti onu aiCIO časopisa iz 2012. godine za najinovativniji državni investicijski fond na svijetu te nagradu JP Morgana iz 2015. godine za državni investicijski fond s najboljim rezultatima na svijetu, nastavno na globalno istraživanje o izvedbi fonda u razdoblju od pet godina.[108]

---

[105] New Zealand SuperFund [online] *Governance*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/governance [16.8.2019.]

[106] New Zealand SuperFund [online] *Exclusions*. Dostupno na: https://nzsuperfund.nz/how-we-invest-responsible-investment/exclusions [16.8.2019.]

[107] New Zealand SuperFund [online] *Responsible Investment*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/how-we-invest/responsible-investment [17.8.2019.]

[108] New Zealand SuperFund [online] *Performance awards*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/performance/awards [17.8.2019.]

Tablica 8. Profitabilnost Fonda Novog Zelanda

GODINA	POVRAT FONDA	VELIČINA FONDA (NOVOZELANDSKI DOLARI)
2003./2004.	7,69%	3.985.400,000
2004./2005.	14,13%	6.613.500,000
2005./2006.	19,21%	10.108.700,000
2006./2007.	14,58%	13.149.500,000
2007./2008.	-4,92%	14.128.400,000
2008./2009.	-22,14%	13.352.600,000
2009./2010.	15,45%	15.625.200,000
2010./2011.	25,05%	19.032.500,000
2011./2012.	1,21%	18.996.200,000
2012./2013.	25,83%	22.970,810,000
2013./2014.	19,36%	26.437.110,000
2014./2015.	14,64%	29.541.920,000
2015./2016.	1,89%	30.104.490,000
2016./2017.	20,71%	35.373.070,000
2017./2018.	12,43%	39.368.890,000
2018./2019. YTD	2,69%	41.182.160,000

Izvor: New Zealand SuperFund [online] *Monthly returns*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/performance-investment/monthly-returns, obrada autora

Fond Novog Zelanda bilježi konstantno povećanje vrijednosti imovine u zadnjih 15 godina do trenutne razine veće od 41 milijarde dolara s prinosima koji su se često mjerili u dvoznamenkastim brojevima, a najveći je bio 2013. godine kada je iznosio čak 25,83% u jednoj godini.

Tablica 9. Izdvojena ulaganja Fonda Novog Zelanda

KOMPANIJA	SEKTOR	VRIJEDNOST U MILIJUNIMA NOVOZELANDSKIH DOLARA NA DAN 30.6.2018.
Alibaba	Internet softver i usluge	79.521,822
Nestle	Hrana	114.289,606
Tencent Holdings	Internet softver i usluge	106.490,897
Airbus	Zrakoplovstvo i obrana	29.992,270
BNP Paribas	Bankarstvo	35.057,147
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	Luksuzna dobra	41.265,976
Sanofi	Farmacija	44.871,561
Allianz	Osiguranje	42.334,158
Alphabet	Internet softver i usluge	317.320,238
Amazon	Internet prodaja	316.521,062
Apple	Kompjuteri i mobiteli	422.593,512
JP Morgan Chase	Diverzificirane financijske usluge	170.078,778

Izvor: New Zealand SuperFund [online], *Equity listings*, dostupno na: https://nzsuperfund.nz/publications/annual-equity-listings obrada autora

Fond je diverzificirao ulaganja u mnoge prvoklasne dionice svjetski poznatih poduzeća u različite sektore od kojih vrijedi izdvojiti ulaganja u Alibabu, Nestle, Apple, Amazon te JP Morgan Chase.

5.4. Norveški državni mirovinski fond

Podrijetlo Norveškog naftnog fonda seže do 1963. godine kada je Vlada na čelu s tadašnjim premijerom Einarom Gerhardsenom proglasila suverenost nad kontinentalnim zaljevom u Sjevernom moru te su određenim naftnim kompanijama dale licence za istraživanje tog teritorija koji bi mogao biti bogat prirodnim resursima poput nafte, ali uz napomenu da je

Norveška ostala vlasnikom tog teritorija. Istraživanje je počelo 1966. godine, a u iduće četiri godine svi pokušaji su bili neuspješni sve do 23. prosinca 1969. kada je Phillips Petroleum konačno naišao na naftu nakon više od 200 eksploatacija. Ekofisk naftno polje postalo je jedno od najvećih naftnih polja ikada otkrivenih te je u godinama nakon počela proizvodnja i na nekoliko drugih naftnih polja u tome području. Prihodi od nafte su bili ogromni i imali su velik učinak 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 vlasništu norveškog naroda, a njegova misija je očuvati financijsko bogatstvo za buduće generacije. Od tada pa do danas bilo je nekoliko promjena vlasti u Ministarstvu financija, ali neovisno o tome tko je u određenom razdoblju vladao državom, svi su se složili oko glavnih pravila i principa fonda.[109]

Norveški državni mirovinski fond sastoji se od dva odvojena državna investicijska fonda:[110]

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

Drugi dio norveškog investicijskog fonda je Državni mirovinski fond koji je osnovan 1967. godine. Za razliku od Državnog globalnog mirovinskog fonda, koji je najveći državni investicijski fond na svijetu, manje je vrijednosti pa je tako na kraju 2018. godine pod upravljanjem imao oko 239 milijardi norveških kruna. Fond ulaže svoja sredstva isključivo u domaće kompanije, a na njega se primjenjuju isti princip upravljanja i etičke smjernice kao i kod Državnog globalnog mirovinskog fonda.[111]

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 koji je vlasnik fonda. Ministarstvo određuje investicijsku strategiju fonda na prijedlog Investicijske uprave norveške banke te rasprava u parlamentu. Ministarstvo

[109] Norges Bank Investment Management [online] *About the fund*. Dostupno na: https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/ [13.8.2019.]

[110] Majher, J.: op.cit., str. 21.

[111] Majher, J.: op.cit., str. 28.

financija redovito transferira kapital prema fondu od državnog prihoda nafte. Kapital fonda je investiran na međunarodnim financijskim tržištima kako bi se izbjeglo pregrijavanje norveške ekonomije te kako bi ih se zaštitilo od učinaka fluktuacije cijena nafte. Fond ulaže u međunarodne dionice te na tržištima fiksnog dohotka kao i na tržištu nekretnina na većini globalnih tržišta, zemalja i u valutama kako bi postigli široko izlaganje globalnom ekonomskom rastu. Cilj ulaganja je postići visok dugoročni povrat unutar prihvatljive razine rizika kao odgovoran investitor te putem efikasne organizacije. Fond je osnovan kako bi se pružilo državi dovoljno manevarskog prostora u fiskalnoj politici ukoliko i kada dođe do pada cijena nafte kao i prihoda od nafte te kao alat za upravljanje financijskim izazovima starenja populacije.[112] Parlement Norveške je postavio formalni okvir za fond u Zakonu o državnom mirovinskom fondu, Ministarstvo financija je odgovorno za fond te izdaje smjernice za menadžment fonda, Norveška banka je zadužena za upravljanje fondom, dok je Investicijska uprava norveške banke odgovorna za upravljanje fondom s misijom očuvanja financijskog bogatstva za buduće generacije.[113]

11. travnja 2018. godine Vlada Norveške je objavila odluku kako neće proširivati svoj mandat na ulaganje u neizlistane dionice poduzeća. Navedena odluka je bila prezentirana od strane ministrice financija Siv Jensen, rekavši kako Ministarsvo financija vjeruje da bi neizlistane dionice dovele u pitanje ključne karakteristike trenutnog modela upravljanja fondom poput niskih troškova upravljanja imovinom, uskog praćenja referentnog modela fonda te visok stupanj transparentnosti.[114] Takva odluka je bila pomalo neočekivana iz dva razloga. Prvi je zato što trenutno postoji povećano zanimanje državnih investicijskiih fondova za ulaganja u privatne i neizlistane dionice. Primjeri se mogu vidjeti u raznim dijelovima svijeta, uključujući zajednički pothvat o osnivanju infrastrukturnog fonda u vrijednosti od 40 milijardi dolara između Javnog investicijskog fonda Saudijske Arabije i Blackstone Group ili odluku državnog investicijskog fonda Paname veličine 1,4 milijarde dolara za početak ulaganja u neizlistane dionice do kraja 2018. godine s ciljanom alokacijom od 5-10% imovine. Drugo, državna odluka

---

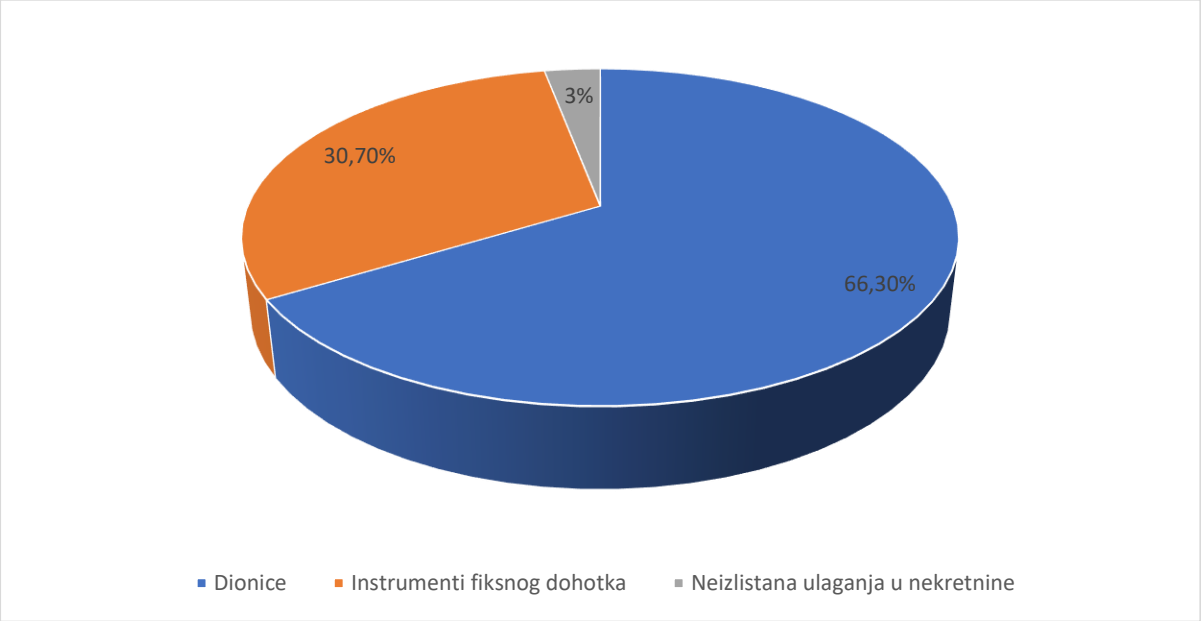
[112] Norges Bank Investment Management [online] A*bout the fund.* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/ [13.8.2019.]

[113] Norges Bank Investment Management [online] *Organisation* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/organisation/ [13.8.2019.]

[114] Norwegian Ministry of Finance (2018) *The Government Pension Fund 2018* Oslo: MOF str. 9.

je stigla unatoč prijedlozima od strane Investicijske uprave norveške banke i grupe stručnjaka imenovanih od strane vlade da razmotre mogućnosti proširivanja djelokruga mandata fonda izvan javne imovine i tržišta nekretnina.[115]

Dijagram 17. Alokacija ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda



Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Return and risk 2018*, obrada autora

Najveći državni investicijski fond na svijetu svoj portfelj je diverzicirao na način da je 66,3% sredstva na kraju 2018. bilo uloženo u dionice, 30,7% u instrumente koji donose fiksni dohodak, a preostalih 3% odnosilo se na neizlistana ulaganja u nekretnine.

Etičke smjernice fonda postavilo je Ministarstvo financija 2004. godine, a podrijetlo smjernica je stiglo na prijedlog deseteročlanog odbora imenovanog od strane Vlade 2002. godine koji su iznijeli svoja mišljenja u izvješću pod nazivom Graver Report po profesoru koji je bio predsjedatelj odbora. Smjernice su pružile za uporabu dvije različite akcije, a to su ostvarivanje prava vlasništva te izuzeće od određenih poduzeća u portfelju. Za odlučivanje o izuzeću određenih poduzeća zaduženo je Ministarstvo financija na temelju savjeta Etičkog vijeća koje je osnovano 2004. godine.[116] Vijeće provodi redovite operacije nadgledanja poduzeća ukoliko

[115] Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group: June 2018, op.cit., str. 3.

[116] Regjeringen (2003) [online] *The Report from the Graver Committee* Dostupno na: https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/Regjeringen-Bondevik-II/fin/tema-og-redaksjonelt-innhold/graverutvalget2/Report-on-ethical-guidelines/id420232/ [3.9.2019.]

njihove aktivnosti krše određene kriterije kao što su proizvodnja oružja, ugljena i duhana kao i korupcija, kršenje ljudskih prava te zagađenje okoliša. Ukoliko postoje dokazi o određenim neetičkim aktivnostima, Vijeće kontaktira poduzeće te ih ispituje pitanja i zahtijeva dokumentaciju o njihovim radnjama. Nakon analize odgovora iz poduzeća, članovi Vijeća određuju ukoliko prijedlog izuzeća treba biti proslijeđen Središnjoj banci Norveške.[117] Prijedlozi Vijeća doveli su do izuzeća 21 poduzeća u duhanskom sektoru. Nadalje, poduzeća koje je Etičko vijeće opisalo kao ona koja proizvode značajne štete okolišu (kao što je slučaj s Rio Tintom u 2008. godini), ona koja sustavno krše ljudska prava (najpoznatiji je slučaj Walmart s izuzećem u svibnju 2006. godine) ili proizvodnja nuklearnog oružja (EADS, Boeing i Lockheed Martin) su također bila izuzeta iz portfelja Državnog globalnog mirovinskog fonda.[118] Osim što je trenutno najveći državni investicijski fond na svijetu, Državni globalni mirovinski fond je poznat kao vrlo transparentan te dobro upravljan institucionalni investitor. Dobio je maksimalnih 10 bodova na Linaburg-Maduell indeksu transparentnosti, što je objavljeno od strane Sowereign Wealth Fund Institutea i 98 od 100 bodova na Trumanovoj ljestvici transparentnosti.[119]

Tablica 10. Najveća ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda (milijuni kruna)

Ime	Sektor	Dionice	Obveznice	Ukupno
Apple Inc	Tehnološki	62.740	7.176	69.915
Microsoft Corp	Tehnološki	64.715	1.853	66.568
Alphabet Inc	Tehnološki	57.634	792	58.426
Amazon.com Inc	Potrošačke usluge	54.771	2.985	57.756
Nestlé SA	Potrošačka dobra	53.914	2.291	56.205

[117] Wirth, E. (2018) *The Norwegian Government Pension Fund Global, Corporate Social Responsibility and Climate Change*. Revista de Economia Mundial str. 186.

[118] Capape, J. i Guerrero, T. (2014) *Equity investments of Norway´s GPFG: A European sovereign wealth fund for Europe*. str. 53.

[119] Wirth, E.: op.cit., str. 188.

Royal Dutch Shell Plc	Nafta i plin	51.274	1.627	52.902
Novartis AG	Zdravstvena njega	39.494	3.505	42.999
Roche Holding AG	Zdravstvena njega	39.573	1.968	41.541
Berkshire Hathaway Inc	Financijski	33.423	4.936	38.359
JP Morgan Chase & Co	Financijski	24.913	12.972	37.885

Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Return and Risk 2018*, obrada autora

Državni globalni mirovinski fond Norveške sredstva je uložio u mnoga poznata poduzeža diljem svijeta kao što su Apple, Microsoft, Alphabet te Berkshire Hathaway Inc, poduzeće s najvećom cijenom dionice na burzi.

Poduzeće Freeport McMoRan Copper je bilo prvo poduzeće koje je zabranjeno od strane Etičkog vijeća i izuzeto iz portfelja zbog nanošenja velike štete okolišu. To je rudarska kompanija sa sjedištem u Sjedinjenim Američkim Državama te upravlja jednim od najvećih rudnika bakra na svijetu na otoku Nova Gvineja u Indoneziji. DRD Gold je južnoafričko poduzeće koje upravlja s rudnikom zlata Tolukuma u Papua Novoj Gvineji. U navedenim slučajevima rijeke su korištene kao mjesto odlagališta otpada te stvarale veliku štetu bioraznolikosti. Iako su Papua Nova Gvineja i Indonezija jedine nacije kojima je dopušteno odlaganje otpada u rijeke, Etičko vijeće je razmatralo i donijelo odluku kako je odlaganje otpada u rijeke neprihvatljivo zato što dovodi do dugoročne štete okolišu. Nakon provedene istrage o poslovanju navedenih kompanija, oba poduzeća nisu pokazala dobru volju i namjeru mijenjanja do sada uvaženih principa odlaganja otpada. Britanska kompanija Vedanta Resources SA sa svojim podružnicama Sterlite Industries i Madras Aluminium Company koje se bave proizvodnjom cinka, aluminija i bakra su zabranjene u Indiji zbog kršenja ljudskih prava te okolišnih propisa. Poduzeća su također bila umiješana u premještanje lokalnih plemena stoga poslovanje navedenih kompanija nije moglo ispuniti vrlo visoke zahtjeve i

kriterije koje nalažu principi poslovanja fonda.[120] Do danas je iz portfelja fonda izuzeto 105 poduzeća, a samo u 2018. godini izuzeto je 13 poduzeća pa su tako poduzeća PacifiCorp, Tri-State Generation & Transmission Association izuzeta zbog vađenja ugljena ili proizvodnje električne energije temeljene na ugljenu, Evergreen Marine Corp Taiwan, Korea Line Corp, Precious Shipping PCL, Thoresen Thai Agencies PCL zbog nanošenja značajne štete okolišu te kršenja ljudskih prava, JBS SA zbog korupcije, AECOM, BAE Systems Plc, Fluor Corp, Huntington Ingalls Industries Inc zbog proizvodnje određenih tipova oružja, a Luthai Textile Co i Atal SA zbog kršenja ljudskih prava.[121]

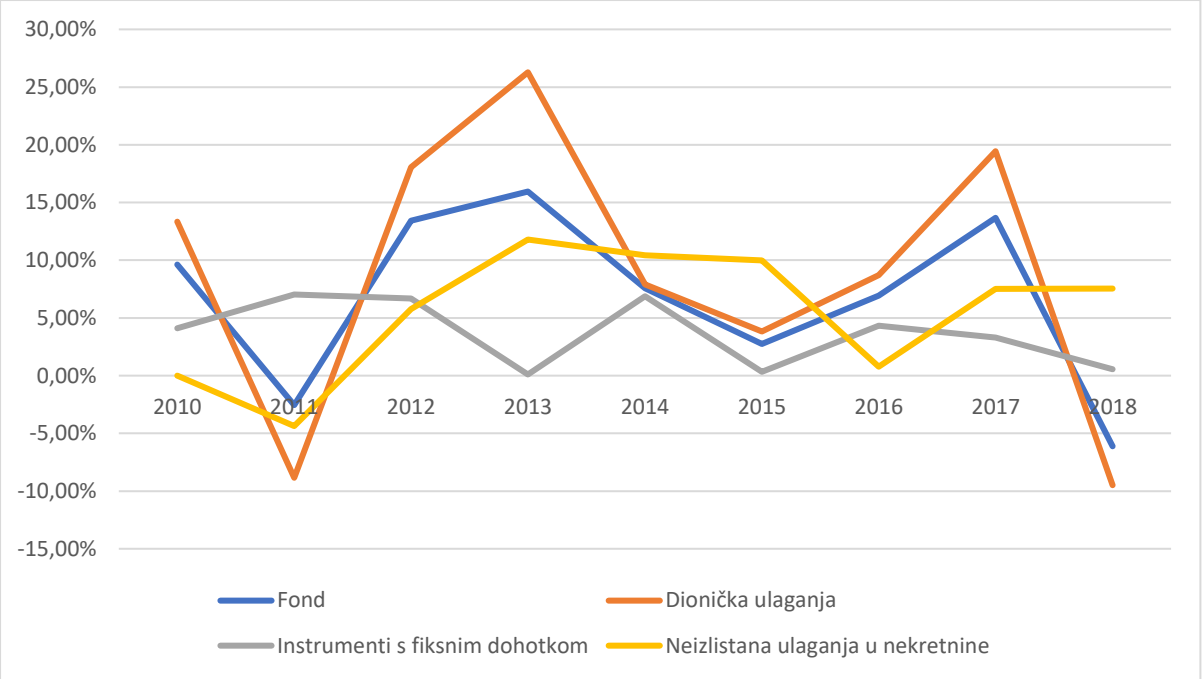
Sredstva fonda su uložena u 3 imovinske klase: dionice, instrumente s fiksnim dohotkom te neizlistane nekretnine. 41% dioničkog portfelja odnosi se na ulaganja u Sjevernu Ameriku, 34% na Europu te 22,2% na Aziju i Oceaniju. 89% dioničkih ulaganja izvršena su na razvijenim tržištima, a 11% na tržištima u razvoju. Ulaganja u obveznice denominirana su u 26 različitih valuta, a struktura je sljedeća: 45,7% u američkim dolarima, 26,3% u eurima, 10,1% u japanskim jenima te 4,3% u britanskoj funti.[122]

[120] Reiche, D. (2008.) *Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy* str. 18. Wuppertal Institute for Climate, Environment and Energy str. 3573.

[121] Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Respsonbile Investment* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/e1632963319146bbb040024114ca65af/responsible-investment_2018.pdf [14.8.2019.] str. 113.

[122] Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Return and risk* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/195a5c9e401b4a4e8d3345f828d87414/return-and-risk-2018.pdf [15.8.2019.] str. 10.

Dijagram 18. Apsolutni povrati po godinama Državnog globalnog mirovinskog fonda



Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Return and Risk*, 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.

Državni globalni mirovinski fond je imao tržišnu vrijednost od 8.256.000,000 milijardi kruna na kraju 2018. godine, a trenutna vrijednost fonda je 9.429.000,000 milijardi kruna. Dionice su ostvarile negativan povrat od -9,5%, obveznice 0,6%, a neizlistane nekretnine 7,5%. Povrat fonda u 2018. godini bio je drugi najniži od 1998. godine. Povrat na dionička ulaganja u 2018. godini bio je četvrti najniži od 1998. godine, nakon povrata od -40,7% u 2008. godini, -24.4% u 2002. godini te -14.6% u 2001. godini. Kada se pogleda razdoblje od 1998. do 2018. godine, godišnji povrat na uložena sredstva fonda iznosi 5,5%.[123] Postojale su značajne fluktuacije u vrijednosti fonda tijekom 2018. godine, s najnižom razinom od 7.952.000,000 milijardi kruna na dan 23. ožujka te s najvećom razinom od 8.740.000,000 milijardi kruna na dan 29. kolovoza. U lipnju 2018. godine fond je primio prvu uplatu od države od zadnjeg puta 2015. godine, a

[123] Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Government Pension Fund Global Annual Report 2018* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/02bfbbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf [9.8.2019.] str. 9.

ukupan priljev sredstava bio je 33.800.000,000 milijardi kruna. Norveška vlada prvi put je transferirala kapital u fond u svibnju 1996. godine, a od tada do danas ukupna vrijednost transfera iznosi 3.371.000,000 milijardi kruna.[124] Fond trenutno drži udjele u više od 9 000 poduzeća, točnije s krajem 2018. godine sredstva su uložena u 9 158 poduzeća, od kojih fond u 1 406 poduzeća drži udjele veće od 2%, a u 34 poduzeća udjele veće od 5%.[125]

Tablica 11. Najveća ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda po zemljama

Zemlja	Ukupno	Dionice	Fiksni dohodak	Neizlistane nekretnine
SAD	38,8%	25,4%	12,0%	1,4%
Japan	9,1%	5,8%	3,3%	0,0%
UK	8,5%	6,1%	1,7%	0,7%
Njemačka	6,0%	3,2%	2,7%	0,1%
Francuska	5,1%	3,3%	1,3%	0,5%
Švicarska	3,6%	2,9%	0,6%	0,1%
Kanada	2,9%	1,4%	1,5%	-
Kina	2,5%	2,4%	0,1%	-
Australija	2,2%	1,4%	0,8%	-
Španjolska	1,8%	1,1%	0,7%	0,0%

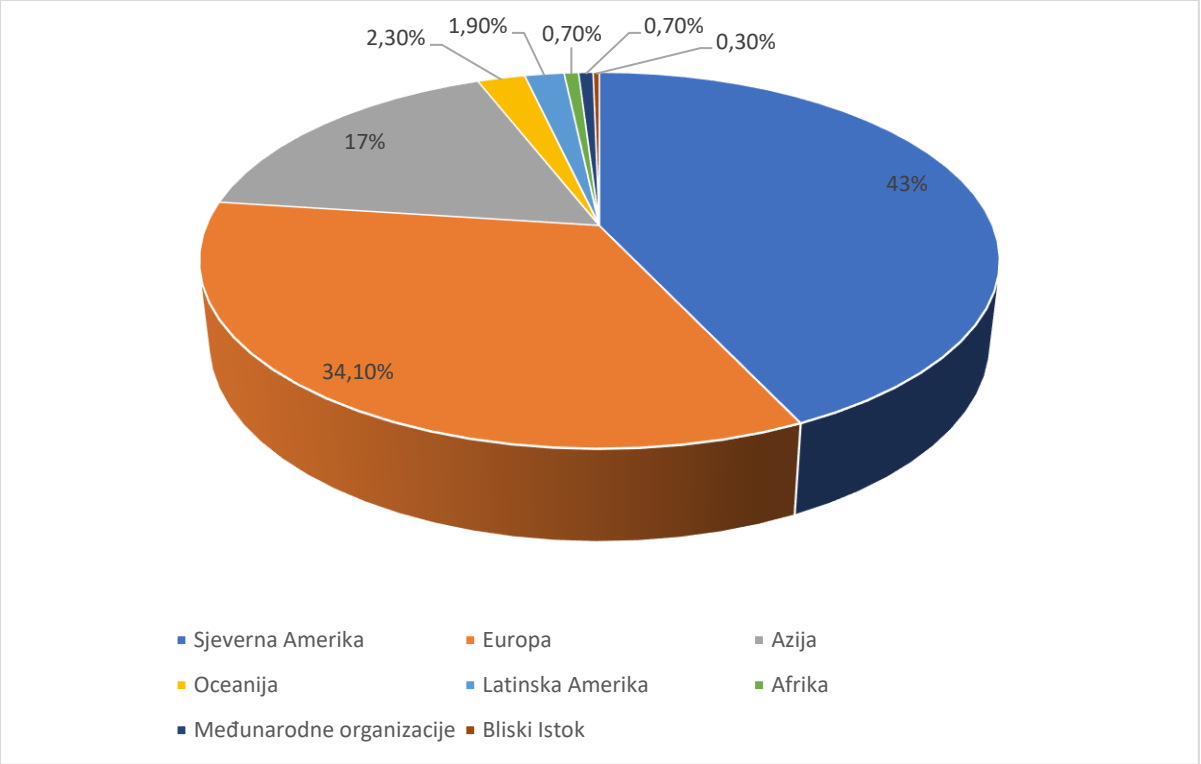
Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Annual Report 2018*, obrada autora

Prema zemljama, Državni globalni mirovinski fond Norveške najviše sredstva uložio je na najrazvijenije svjetsko financijsko tržište, a to je ono Sjedinjenih Američkih Država sa čak 38,8% izloženosti nakon kojeg slijede Japan (9,1%), Ujedinjeno Kraljevstvo (8,5%), a zanimljivo je kako je samo 2,5% uloženo na tržištu Kine.

[124] Norges Bank Investment Management: Annual Report 2018, op.cit., str 13.

[125] Ibid., str. 29.

Dijagram 19. Geografska distribucija ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda



Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Annual Report 2018*, obrada autora

Gledajući geografsku strukturu ulaganja po kontinentima, 43% ulaganja odnosi se na ona na području Sjeverne Amerike, 34,1% na područje Europe te 17% na azijsko tržište. Ostala tržišta su vrlo malo zastupljena u portfelju Državnog globalnog mirovinskog fonda Norveške.

Tablica 12. Najveći obvezнички udjeli Državnog globalnog mirovinskog fonda

Izdavač obveznica	Zemlja podrijetla	Vrijednost (milijuni kruna)
SAD	SAD	638.715
Vlada Japana	Japan	237.179
Federalna republika Njemačka	Njemačka	106.116
Vlada Ujedinjenog Kraljevstva	Ujedinjeno Kraljevstvo	64.844
Republika Francuska	Francuska	47.998
Vlada Južne Koreje	Južna Koreja	43.366
Vlada Meksika	Meksiko	42.594

Vlada Španjolske	Španjolska	41.388
Republika Italija	Italija	36.517
Vlada Australije	Australija	36.399

Izvor: Norges Bank Investment Management (2019) *Annual Report 2018*, obrada autora

Obveznička struktura ulaganja je bez prevelike izloženosti rizika s obzirom kako su najzastupljenija ulaganja u obveznice Sjedinjenih Američkih Država što se smatra jednim od najsigurnijih vrsta ulaganja trenutno na svijetu, a takav pristup je primijenjen i na europodručje gdje obveznice Njemačke zauzimaju značajnu vrijednost u portfelju fonda.

Norveški parlament je odlučio, kako bi izbjegao inflaciju te 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.[126]

Na kraju prvog kvartala 2019. godine, struktura ulaganja fonda je bila sljedeća: 69,2% ulaganja u dionice, 28% ulaganja u instrumente s fiksnim dohotkom te 2,8% u neizlistana nekretninska ulaganja. Dionička ulaganja su na kraju kvartala zabilježila povrat od 12,2% te su se oporavila u odnosu na kraj 2018. godine s pozitivnim povratom u svim uloženim sektorima. Dionice tehnološkog sektora su ostvarile najveći povrat od 17,6% na valu jačanja prodaje internetskih i softverskih kompanija, a snažan porast od 14,1% je zabilježio i sektor nafte i plina za koji su ponajviše zaslužne više cijene nafte djelomično zbog vjerojatnog smanjenja proizvodnje članica Organizacije zemalja izvoznica nafte i Rusije kao i Venezuele zbog političkih nemira. Fond je sudjelovao u 18 inicijalnih ponuda dionica u prvom kvartalu 2019. godine, a najveći je bio onaj poduzeća Lyft.[127]

Državni globalni mirovinski fond u svom portfelju drži i određene udjele u dionicama na tržištu Republike Hrvatske. Ukupna ulaganja, s 31. prosinca 2018. godine, iznose 34,5 milijuna američkih dolara, a sredstva su uložena u 12 odabranih poduzeća: Adris Grupa d.d., AD Plastik d.d., Arena Hospitality Group d.d., Atlantic Grupa d.d., Dalekovod d.d., Hrvatski Telekom d.d., Ledo d.d., Petrokemija tvornica gnojiva d.d., Podravka d.d., Valamar Riviera d.d., Viro

[126] Reiche, D.: op.cit., str. 3571.

[127] Norges Bank Investment Management (2019) *Government Pension Fund Global 1Q Report* Oslo: NBIM str. 7.

tvornica šećera te Zagrebačka banka d.d.. Najveći iznos uložen je u Adris Grupu (10,7 milijuna dolara) zatim slijede Hrvatski Telekom sa 7,5 milijuna dolara, Atlantic Grupa sa 7,1 milijuna dolara te Arena Hospitality Group sa 4,1 milijun dolara.[128]

5.5. Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo – HMID

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 vlasniku strukturu Kapitalnog fonda, 99,992% odnosi se na Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, a 0,008% na samo Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo. Kapitalni fond osnovan je 1999. godine, a od svog osnutka do 31. prosinca 2018. godine ostvario je rast neto imovine od 223,8% ili 827,7 milijuna kuna s prosječnim godišnjim prinosom od 8%. Prema udjelima u portfelju fonda, pet najzastupljenijih zemalja čine Hrvatska (57,5%), Slovenija (14,6%), Rumunjska (6,9%), Austrija (6,3%) i Nizozemska (1,7%).[129] Neto dobit HMID-a je najveću razinu dosegla 2007. kada je fond ostvario 36,6 milijuna kuna dobiti, a 2018. ostvareno je 18,4 milijuna kuna dobiti. Neto imovinska vrijednost Kapitalnog fonda na dan 31. prosinca 2018. iznosila je 1,197 milijardi kuna, a u 2018. godini Kapitalni fond ostvario je neto dobitak od 10,25 milijuna kuna.[130]

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 vrlo niskoj razini s malim prometom, postavlja se pitanje diverzifikacije portfelja fonda u ostvarivanju značajnih financijskih povrata na uložena sredstva. Državni investicijski

---

[128] Norges Bank Investment Management [online] *Fund holdings as at 31.12.2018.* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018/?fullsize=true [27.8.2019.]

[129] Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo [online] Dostupno na: https://www.hmid.hr/fondovi/#o-kapitalnom-fondu [6.9.2019.]

[130] Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (2019.) *Izvješće o radu i poslovanju Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje za 2018.* Zagreb:HZMO

fondovi su u svojoj biti snažno izloženi valutnom riziku te imaju vrlo visoku toleranciju na rizik, a gledajući valutnu strukturu fonda to je pretežito hrvatska kuna. Republika Hrvatska je prema Indeksu percepcije korupcije iz 2018. godine imala rezultat od 48 bodova što ju čini jednom od zemalja u Europi u kojima je korupcija vrlo izražen čimbenik u svakodnevnom životu stoga se postavlja pitanje koliko bi uspješan fond bio u ostvarivanju visokih prinosa bez uplitanja političke strukture u poslovanje fonda, što se uz transparentnost nameće kao jedna od najvećih zamjerki i kritika poslovanju državnih investicijskih fondova. Nameće se zaključak kako bi, imajući u vidu recentna događanja na globalnom financijskom tržištu, osnivanje jednog takvog na području Republike Hrvatske po uzoru na Fond Novog Zelanda bio financijski dobar potez s obzirom na rastuće troškova mirovina te financiranje budućih umirovljenika kao i manjak radno sposobnih ljudi koji bi bili u mogućnosti plaćati prethodno navedene troškove mirovina.

6. ZAKLJUČAK

Državni investicijski fondovi su fondovi osnivane od strane države i pod njezinom kontrolom, a najčešće se osnivaju putem robnih rezervi kao što je nafta ili putem nerobnih izvora poput velikog iznosa deviznih rezervi. Prvi fondovi osnivani su u 1950-ima, ali navedeni oblik investicijskog fonda pažnju šire javnosti i interes zadobio je 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 mišljenja i kritike kako državni investicijski fondovi zapravo nisu financijski investitori koji nastoje uložiti svoja sredstva s ciljem ostvarivanja najvećeg povrata na ulaganja 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 državnih investicijskih fondova kao i kontrola izravnih stranih ulaganja u pojedine zemlje. 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 svoga poslovanja i slijediti navedene smjernice, posebice glede transparentnosti koja je jedna od kritika za pojedine državne investicijske fondove. U današnjem vremenu velik je naglasak stavljen i na održiva ulaganja te njihove različite vrste koje su prikazane u ovome radu kao i konkretna dezinvestiranja ukoliko su ona na bilo koji način štetna kako za okoliš tako i za zajednicu. Bitno je i za reći da su državni investicijski fondovi za vrijeme zadnje globalne financijske krize 2008. godine uložili značajnu količinu kapitala te time ublažili posljedice krize. Usporedbom državnih investicijskih fondova koji su prikazani u ovome radu, konkretno na primjeru izabranih Kineske investicijske korporacije, Investicijske uprave Abu Dhabija, Fonda Novog Zelanda te Državnog globalnog mirovinskog fonda Norveške može se vidjeti i zaključiti kako državni investicijski fondovi postaju sve značajniji sudionici na globalnom financijskom tržištu te je njihov kapital kao i imovina pod upravljanjem u stalnom porastu u zadnjem desetljeću te se kreće u visini od nekoliko bilijuna američkih dolara. Trenutno najveći državni investicijski fond na svijetu je Državni globalni mirovinski fond Norveške čija imovina pod upravljanjem iznosi više od bilijun dolara, a iza kojeg slijede Kineska investicijska korporacija s 941 milijardom dolara imovine, Investicijska uprava Abu Dhabija sa 696 milijardi dolara te Investicijska uprava Kuvajta s 592 milijarde dolara.

Popis literature

1. Abudallah et al. (2013) [online] *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management.* Dostupno na:https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf
2. Abu Dhabi Investment Authority [online] *Investment Strategy.* Dostupno na: https://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx
3. Abu Dhabi Investment Authority (2018) [online] *2018 Review Prudent Global Growth* Dostupno na: https://www.adia.ae/en/pr/2018/ui/downloads/ADIA_Review_2018.pdf [12.8.2019.]
4. ADEC Innovations [online] *What is ESG investing?* Dostupno na: https://www.esg.adec-innovations.com/about-us/faqs/what-is-esg-investing/
5. Aizenman, J. i Glick, R. (2008) [online] *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance.* Dostupno na: https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp08-33bk.pdf
6. Australia Future Fund (2019) [online] *Annual Report 2017-18* Dostupno na: https://www.futurefund.gov.au/about-us/annual-reports
7. Balding, C. (2012) *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics* New York: Oxford University Press
8. Barbary, V. i Bartolotti, B. (2012) [online] *Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment.* Dostupno na: http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/2012115123994SWFPolRisk.pdf
9. Beck, R. i Fidora, M. (2008) [online] *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf
10. Bernstein, S. i Lerner, J. i Schoar, A. (2009) [online] *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds.* Dostupno na: http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-112.pdf
11. Blanchard, F. J. - M. (2014) *The China Investment Corporation: Power, Wealth, or Something Else* China: An International Journal, 12 (3), str. 155. - 175.
12. Bortolotti, B., Fotak, V. i Megginson W. L. (2014) [online] *The rise of sovereign wealth funds: definition, organization and governance.* Dostupno na:

https://www.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/fbd0c50e-0402-4992-9a2f-0a46d3105261/SWF-PPP-Palgrave-1.pdf?MOD=AJPERES

13. Capape, J. i Guerrero, T. (2014) *Equity investments of Norway's GPFG: A European sovereign wealth fund for Europe.*
14. China Investment Corporation (2018) *Annual report 2017* Beijing: CIC
15. China Investment Corporation [online] *Board of Directors* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/Governance/Board_of_Directors.shtml
16. China Investment Corporation [online] *Investment Philosophies* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Investment_Philosophies.shtml
17. China Investment Corporation [online] *Overview of CIC.* Dostupno na: http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Who_We_Are.shtml
18. Congressional Research Service (2019) [online] *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)* Dostupno na: https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf
19. Deutsche Bank Research (2008) *SWFs and foreign investment policies - an update.* Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG
20. Economic and Social Stabilization Fund Chile [online] Dostupno na: https://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/economic-and-social-stabilization-fund.html
21. Epstein, A. R. i Rose, A. M. (2009) [online] *The regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow* Dostupno na: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2354&context=journal_articles
22. European Commission (2008) [online] *A common European approach to Sovereign Wealth Funds.* Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0115:FIN:EN:PDF
23. European Sustainable Investment Forum (2016) [online] *European SRI Study* Dostupno na: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf
24. Gomes, T. (2008) [online] *The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability.* Dostupno na: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/dp08-14.pdf
25. Government of Singapore Investment Corporation [online] *Investment Framework.* Dostupno na: https://www.gic.com.sg/investments/investment-framework/

26. Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo [online] Dostupno na: https://www.hmid.hr/fondovi/#o-kapitalnom-fondu
27. Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (2019.) *Izvješće o radu i poslovanju Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje za 2018.* Zagreb:HZMO
28. International Forum of Sovereign Weatlh Funds [online] *About us* Dostupno na: https://www.ifswf.org/about-us
29. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008) [online] *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices „Santiago Principles".* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf
30. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2009) [online] *Kuwait Declaration* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/2010%20Kuwait%20Meeting%20-%20Kuwait%20Declaration.pdf
31. Invest Europe [online] *Long-term investment funds – ELTIFS.* Dostupno na: https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/manager-fund-regulation/eltifs/
32. Investment Company Institute (2019) [online] *Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*. Dostupno na: https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf
33. Journal of the European Union (2015) [online] *Regulation (EU) 2015/760 of the Euopean Parliament and of the Council on European long-term investment funds* Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0760&from=EN
34. Latham & Watkins (2011) [online] *SEC's Investigation Request Reveals Scope of Sweep of Advisory Firms Regarding Relationships With Sovereign Wealth Funds* Dostupno na: https://www.lw.com/thoughtLeadership/sec-investigates-advisory-firms-sovereign-wealth-funds
35. Lipsky, J. (2008) [online] *Sovereign Wealth Funds: Their Role and Significance.* Dostupno na: http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/090308.htm
36. Majher, J. (2012) *Državni investicijski fondovi.* Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet

37. Martin, M. F. (2010) *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications* Cornell University
38. Ministry of Social Development and Treasury (2019) *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001* Wellington: NZ Government
39. Monitor Group (2009) [online] *Weathering the Storm: Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008, SWF Annual report 2008.* Dostupno na: https://www.feem.it/m/publications_pages/20091161532464Monitor-FEEM_SWF_AnnualReport2008.pdf
40. New Zealand SuperFund [online] *Climate change strategy.* Dostupno na: https://nzsuperfund.nz/how-we-invest-balancing-risk-and-return-climate-change/climate-change-strategy
41. New Zealand SuperFund [online] *Exclusions.* Dostupno na: https://nzsuperfund.nz/how-we-invest-responsible-investment/exclusions
42. New Zealand SuperFund [online] *Governance.* Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/governance
43. New Zealand SuperFund [online] *Performance awards.* Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/performance/awards
44. New Zealand SuperFund [online] *Purpose and Mandate*. Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate
45. New Zealand SuperFund [online] *Responsible Investment.* Dostupno na: https://www.nzsuperfund.nz/how-we-invest/responsible-investment
46. Norges Bank Investment Management [online] *About the fund.* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/
47. Norges Bank Investment Management (2019) [online] *Government Pension Fund Global Annual report 2018.* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/02bfbbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf
48. Norges Bank Investment Management (2019) *Government Pension Fund Global 1Q Report* Oslo: NBIM
49. Norges Bank Investment Management [online] *Fund holdings as at 31.12.2018.* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018/?fullsize=true

50. Norges Bank Investment Management [online] *Organisation* Dostupno na: https://www.nbim.no/en/organisation/
51. Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Respsonbile Investment* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/e1632963319146bbb040024114ca65af/responsible-investment_2018.pdf
52. Norges Bank Investment Management (2018) [online] *Return and risk* Dostupno na: https://www.nbim.no/contentassets/195a5c9e401b4a4e8d3345f828d87414/return-and-risk-2018.pdf
53. Norwegian Ministry of Finance (2018) *The Government Pension Fund 2018* str.9. Oslo: MOF
54. OECD Investment Committee Report (2008) *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries Policies*. Dostupno na: https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/40408735.pdf
55. One Plannet Summit Sovereign Wealth Funds (2018) [online] *The One Planet Sovereign Wealth Fund Framework.* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/One_Planet_Sovereign_Wealth_Fund_Framework.pdf
56. Preqin (2013) [online] *Preqin Special Report: Sovereign Wealth Funds.* Dostupno na: https://docs.preqin.com/reports/Preqin_Special_Report_Sovereign_Wealth_Funds.pdf
57. Preqin (2018) [online] *Sovereign Wealth Fund Review*
58. PricewaterhouseCoopers (2016) [online] *Sovereign Investors 2020* Dostupno na: https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/sovereign-investors-2020.pdf
59. Pruchnicka-Grabias, I. (2010) [online] *Sovereign Wealth Funds – The Activity And Its Consequences For The Global Economy* Dostupno na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/journl/PDF/InterdisciplinaryManagementResearchVI/IMR6a38.pdf
60. Qatar Investment Authority (2017) [online] *Annual Report 2016* Dostupno na: https://www.ifswf.org/sites/default/files/annual-reports/QIA%202016_0.pdf
61. Raymond, H. (2010) [online] *Sovereign wealth funds as domestic investors of last resort during crises.* Dostupno na: https://www.cairn.info/revue-economie-internationale-2010-3-page-121.htm#

62. Regjeringen (2003) [online] *The Report from the Graver Committee* Dostupno na: https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/Regjeringen-Bondevik-II/fin/tema-og-redaksjonelt-innhold/graverutvalget2/Report-on-ethical-guidelines/id420232/
63. Reiche, D. (2008) *Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy* Wuppertal Institute for Climate, Environment and Energy
64. Rose, P. (2014) *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: An Assessment of Its Impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises* The Ohio State Universtiy Moritz College of Law
65. Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter December 2018.* Dostupno na: http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/92d03d71-60cd-49df-b6be-106a8eff9466/SWF+newsletter+December+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mwK6CNb
66. Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter January 2018.* Dostupno na: http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/b6043064-4ba9-479c-b0d5-636e1b23d725/SWF+Newsletter+January+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mhaBrmX
67. Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter June 2018.* Dostupno na: http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/d19f0468-ff00-4fbf-9845-7a13bc621030/SWF+newsletter+June+2018.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mhawPjP
68. Sovereign Investment Lab i Boston Consulting Group (2018) [online] *Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter May 2017.* Dostupno na: http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2018/07/SWF-Newsletter-May-2017.pdf
69. Sovereign Wealth Fund Institute [online] *Research: Linaburg-Maduell Transparency Index.* Dostupno na: https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index
70. Steinitz, M. i Ingrassia, M. (2009) [online] *The Impact of Sovereign Wealth Funds on the Regulation of Foreign Direct Investment in Strategic Industries: A Comparative View*. Dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685934
71. Stone, S. E. i Truman, E. M. (2016) [online] *Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability.* Dostupno na: https://www.piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf

72. The Forum for Sustainable and Responsible Investment [online] *SRI Basics* Dostupno na: https://www.ussif.org/sribasics
73. Thomsen Chatman L. (2008) [online] *Testimony Concerning Sovereign Wealth Funds and Public Disclosure* Dostupno na: https://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts020708lct.htm
74. Truman, E. M. (2008) [online] *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices.* Dostupno na: https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb08-3.pdf
75. United Nations Environment Programme (2018) [online] *Financing sustainable development: the role of sovereign wealth funds for green investment.* Dostupno na: http://www.greenfiscalpolicy.org/wp-content/uploads/2018/01/Policy-brief-SWF-2018.pdf
76. United Nations Environment Programme (2018) [online] *Policy Brief: Financing the SDGs: the Role of Sovereign Wealth Funds for Green Investment.* Dostupno na: https://sites.tufts.edu/sovereignet/files/2018/02/Policy-brief-Capape%CC%81-SWF-Green-Investments-2018-1.pdf
77. United States Government Accountability Office (2009) [online] *Sovereign Wealth Funds: Laws Limiting Foreign Investment Affect Certain U.S. Assets and Agencies Have Various Enforcement Processes.* Dostupno na: https://www.gao.gov/new.items/d09608.pdf
78. US Department of Treasury (2008) [online] *Appendix: Sovereign Wealth Funds* Dostupno na: https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/052008_appendix.pdf
79. US Department of Treasury (2010) [online] *Composition of CFIUS.* Dostupno na: https://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Pages/cfius-members.aspx
80. Wirth, E. (2018) *The Norwegian Government Pension Fund Global, Corporate Social Responsibility and Climate Change.* str. 186. Revista de Economia Mundial
81. Zhang, M. i He, F. (2009) [online] *China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges.* Dostupno na https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1749-124X.2009.01133.x

Popis tablica

Tablica 1. Karakteristike alokacije imovine stabilizacijskih i štednih fondova.....7
Tablica 2. Linaburg – Maduell indeks transparentnosti.....8
Tablica 3. Deset najvećih državnih investicijskih fondova na svijetu.....45
Tablica 4. Pet najvećih transakcija prema ukupnoj vrijednosti u drugom i trećem kvartalu 2018. godine.....49
Tablica 5. Aktivnost državnih investicijskih fondova prema vrijednosti ulaganja u drugom i trećem kvartalu 2018. godine (u milijardama dolara).....51
Tablica 6. Vrijednost portfelja Trajnog fonda Aljaske.....62
Tablica 7. Izvedba međunarodnog portfelja Kineske investicijske korporacije (američki dolari) 66
Tablica 8. Profitabilnost Fonda Novog Zelanda.....74
Tablica 9. Izdvojena ulaganja Fonda Novog Zelanda.....75
Tablica 10. Najveća ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda (milijuni kruna).....79
Tablica 11. Najveća ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda po zemljama.....83
Tablica 12. Najveći obvezнички udjeli Državnog globalnog mirovinskog fonda.....84

Popis dijagrama

Dijagram 1. Razdoblja osnivanja državnih investicijskih fondova 11
Dijagram 2. Pregled državnih investicijskih fondova prema imovini pod upravljanjem 12
Dijagram 3. Ciljevi državnih investicijskih fondova 15
Dijagram 4. Kretanje ukupne imovine pod upravljanjem državnih investicijskih fondova od 2008. do 2018. (bilijun dolara) 48
Dijagram 5. Geografska struktura portfelja fonda Government of Singapore Investment Corporation 53
Dijagram 6. Pet zemalja s najvećim ulaganjima državnih investicijskih fondova u 2018. godini 54
Dijagram 7. Geografska struktura portfelja fonda Temasek holdinga u 2019. godini 55
Dijagram 8. Vrijednost transakcija državnih investicijskih fondova po zemljama u drugom i trećem kvartalu 2018. godine 56
Dijagram 9. Ukupna vrijednost transakcija po sektorima u prvom kvartalu 2017. godine . 57
Dijagram 10. Ukupan broj transakcija državnih investicijskih fondova po sektorima u drugom i trećem kvartalu 2018. godine 58
Dijagram 11. Ukupan broj transakcija po sektorima u prvom kvartalu 2017. godine 59
Dijagram 12. Neto vrijednost portfelja fonda Temasek holdinga (milijarda dolara) 60
Dijagram 13. Profitabilnost portfelja Ekonomskog i stabilizacijskog fonda Čilea (milijarda dolara) 60
Dijagram 14. Kretanje imovine pod upravljanjem Trajnog fonda Aljaske (milijarda dolara) 61
Dijagram 15. Ulaganja Kineske investicijske korporacije po sektorima 68
Dijagram 16. Struktura portfelja Investicijske uprave Abu Dhabija prema imovinskim klasama 69
Dijagram 17. Alokacija ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda 78
Dijagram 18. Apsolutni povrati po godinama Državnog globalnog mirovinskog fonda 82
Dijagram 19. Geografska distribucija ulaganja Državnog globalnog mirovinskog fonda .. 84

Životopis studenta

Osnovne informacije

- Ime i prezime: Matej Findri
- Datum rođenja: 9. studeni 1995.
- Adresa: Zagrebačka 76a, 10360 Sesvete
- Mobitel: 099 503 07 20
- e-mail: matej.findri@gmail.com

Obrazovanje

- Listopad 2018 – danas: diplomski studij financija na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu, Sveučilište u Zagrebu
- Listopad 2014 – Rujan 2018: prvostupnik ekonomije na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu, Sveučilište u Zagrebu
- Rujan 2010 – Lipanj 2014: XVI. Gimnazija (jezična), Križanićeva 4a, Zagreb

Radno iskustvo

- Rujan 2015 – danas: **Udruga zagrebačkih košarkaških sudaca**

  Košarkaški sudac.
- Rujan 2016 – danas: **Findri d.o.o.**

  Administrativni poslovi, marketing.
- Lipanj 2018 – Rujan 2018: **IMAP Ascendant d.o.o.**

  Asistent u odjelu investicijskog bankarstva.

Vještine

- IT vještine: Microsoft Office (Excel, Word, Power Point), 4D Wand
- Strani jezici: engleski (C1 razina), francuski (B1 razina)
- Dodatno: Vozačka dozvola B kategorije

Ostalo

- Rujan 2016 – Lipanj 2018: član studentske udruge Financijski Klub
- Lipanj 2017: Rektorova nagrada za sudjelovanje u organizaciji European Money Weeka
- Prosinac 2017: Posebna Dekanova nagrada za sudjelovanje u organizaciji University Trading Tournamenta

- Lipanj 2018: Rektorova nagrada za osvojena priznanja tijekom studentske univerzijade u Moskvi
- Prosinac 2018: Posebna Dekanova nagrada za osvojena priznanja tijekom studentske univerzijade u Moskvi