



На правах рукописи

**Пупынин Кирилл Николаевич**

**Применение зарубежного опыта функционирования суверенных  
инвестиционных фондов для Резервного фонда и Фонда национального  
благополучия РФ**

**Специальность**

**08.00.14 – Мировая экономика**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**26 МАЙ 2011**

Москва  
2011

Работа выполнена на кафедре управления внешнеэкономической деятельностью Государственного университета управления.

Научный руководитель	Доктор экономических наук Якушкин Виктор Сергеевич
Официальные оппоненты	Доктор экономических наук, профессор Дякин Борис Георгиевич, Кандидат экономических наук Був Антон Николаевич
Ведущая организация	«Институт макроэкономических исследований» Минэкономки РФ

Защита состоится « 14 » июня 2011 года в 14-00 часов на заседании Диссертационного Совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 212.049.11 в Государственном университете управления, по адресу: 109542, Москва, Рязанский проспект, д. 99, зал заседаний Учёного совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления с авторефератом - на сайте ГУУ: <http://www.guu.ru>.

Автореферат разослан « 13 » июня 2011 года.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета Д 212.049.11  
Доктор экономических наук

В.С. Якушкин



## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

### Актуальность темы исследования

В настоящее время объем средств резервного фонда и фонда национального благосостояния составляют – 26.1 миллиард долларов<sup>1</sup> и 90.9 миллиардов долларов<sup>2</sup> соответственно, что составляет около 10% от ВВП России. Система управления средствами фонда является достаточно консервативной и предполагает инвестиции фонда лишь в государственные облигации, обладающие наивысшими рейтингами. Доходность по таким облигациям является достаточно низкой, около 3–4%. В период мирового финансового кризиса 2008-2009 годов данная инвестиционная стратегия полностью себя оправдывает, при этом по мере выхода России из кризиса необходимо разработать стратегию управления фондом, которая позволила бы не только сохранить средства фонда, но и преумножить их. Однако, для того, чтобы инвестиции российского фонда были приняты за рубежом сначала, необходимо устранить риски, связанные с непрозрачностью фонда. Особое внимание к себе суверенные инвестиционные фонды привлекают секретностью операций. Европейские страны а также США опасаются, что стратегические инвестиции суверенных фондов могут быть использованы для достижения политических целей правительствами арабских стран, Китая и России. Потому в развитых странах все чаще слышны голоса в поддержку протекционистских мер, которые бы ограничили деятельность таких фондов. Конечно, некоторые фонды, например в Норвегии, Малайзии, Сингапуре, фонды канадской провинции Альберта или американского штата Аляска, являются весьма прозрачными - они регулярно публикуют информацию о размере активов, норме прибыли и составе инвестиционного портфеля. Многие компании рассматривают эти фонды в качестве надежных инвесторов. Однако российский суверенный фонд к таким не относится. Согласно индексу прозрачности фондов, разработанному институтом суверенных фондов, российский фонд обладает индексом прозрачности равным 5<sup>3</sup> (наивысший индекс прозрачности 10), что является достаточно плохим показателем. Таким образом, мы можем прийти к выводу, что российские инвестиции попросту могут быть не допущены к западным рынкам. Для того чтобы повысить

<sup>1</sup> Министерство финансов Российской Федерации (<http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>)

<sup>2</sup> Министерство финансов Российской Федерации (<http://www1.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/statistics/volume/index.php?id4=6412>)

<sup>3</sup> Sovereign Wealth Fund Institute (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>)

прозрачность суверенного фонда благосостояния РФ необходимо разработать релевантную форму отчетности и транспарантную структуру управления фондом, это в свою очередь позволит устранить риски, связанные с недоверием запада.

Вышеизложенное свидетельствует о значимости исследования процессов и основ функционирования суверенных инвестиционных фондов. Диссертация выполнена в рамках научно – исследовательских работ, проводимых Государственным университетом управления.

### **Степень разработанности проблемы**

Различные аспекты функционирования суверенных инвестиционных фондов освещены в аналитических обзорах ведущих инвестиционных банков, таких как Morgan Stanley, Deutsche Bank, а также различных финансовых институтов, например, МВФ и Всемирный банк. Среди исследований зарубежных авторов можно выделить следующие: С.Джен, У. Фазано, А. Феделино, Д. Дэвис и другие.

В России отдельные вопросы, связанные с созданием суверенного фонда освещены в работах М.В. Данилиной, М.Ю. Копейкина, А.Л. Кудрина, А.В. Улюкаева.

Одним из наиболее значительных исследований в области функционирования суверенных фондов является работа Казакевича П.А., который является заместителем директора Департамента международных финансовых отношений, госдолга и государственных финансовых активов Министерства финансов РФ. В данной работе анализируются задачи суверенных фондов, различные типы организационных структур и инвестиционные стратегии фондов. Также, в работе приведены предложения по повышению эффективности управления средствами резервного фонда и фонда национального благосостояния РФ.

Как в российских, так и иностранных публикациях, посвященных тематике суверенных фондов, основной упор делается на выработку предложений по формированию и использованию средств фонда. Однако практически незаметным остается вопрос о рисках, связанных с непрозрачностью фондов. Обеспокоенные отсутствием открытости фондов, европейские страны, а также США срочно создают экономические барьеры на пути инвестиций суверенных фондов. Данная работа проделана именно для того, чтобы устранить имеющиеся недостатки, перечисленные выше.

### **Цель и задачи исследования**

**Целью** диссертационного исследования является разработка теоретико-методологических положений и методических рекомендаций для резервного фонда и фонда национального благосостояния РФ по устранению рисков, связанных с их непрозрачностью на основе мирового опыта суверенных фондов. Также в работе предложены новые возможные пути инвестирования средств фондов, направленные на повышение доходности на вложенный капитал. Для достижения этих целей были поставлены и решены следующие задачи:

- идентифицировать и систематизировать инвестиционные стратегии суверенных фондов во время мирового финансового кризиса 2008 – 2009 годов и провести сравнение со стратегиями фондов, используемых до кризиса; и на основании сравнительного анализа выявить причины диверсификации активов;
- систематизировать международный опыт отчетности суверенных фондов, обладающих наивысшим индексом прозрачности; выявить элементы отчетности фондов, влияющие на повышение уровня прозрачности;
- выявить и обосновать наиболее прозрачные структуры управления суверенными инвестиционными фондами в мировой практике;
- выявить общие элементы инвестиционных стратегий, характерных для наиболее крупных суверенных фондов;
- дать методологические рекомендации по устранению политических рисков, связанных с непрозрачностью суверенного фонда благосостояния РФ; разработать концептуальные основы и обосновать модель функционирования фонда.

#### **Объект и предмет исследования**

**Объектом исследования** являются суверенные фонды, выступающие как отдельные субъекты на мировом финансовом рынке капиталов.

**Предметом исследования** является механизм функционирования и деятельность суверенных фондов в мировой практике.

#### **Методологические и теоретические основы исследования**

В качестве эмпирической базы исследования были использованы доклады Организации Экономического Сотрудничества и Развития, Международного Валютного Фонда, аналитические разработки ведущих иностранных инвестиционных банков, таких как Morgan Stanley, Deutsche Bank,

Goldman Sachs, международный сайт суверенных инвестиционных фондов, сайт Министерства финансов РФ, Норвегии, Сингапура, Новой Зеландии и Аляски, а также статьи из периодических изданий в сети интернет.

### **Научная новизна исследования**

**Научная новизна работы** заключается в выявлении объективных причин и научном обосновании непрозрачности суверенного фонда благосостояния РФ, а также выработка предложений по классу активов, в которые могут инвестироваться его средства.

Новыми научными результатами, полученными лично автором и выносимыми на защиту, являются следующие положения:

- внесены дополнения в понятийный аппарат суверенных инвестиционных фондов; в отличие от других работ учтен тот факт, что к суверенным фондам не могут относиться хеджевые фонды, валютные резервы страны, государственные компании и пенсионные фонды;
- проведена систематизация инвестиционных стратегий суверенных фондов до и во время Мирового финансового кризиса, выявлены причины диверсификации активов в кризисный период;
- проанализирован ряд Сантьяго принципов, относящихся к управлению суверенными фондами и созданных для повышения их прозрачности; разработаны концептуальные основы для суверенного фонда благосостояния РФ по повышению уровня соответствия этим принципам; в отличие от других работ предложена четкая структура управления суверенным фондом РФ;
- в отличие от других работ в диссертации проводится анализ форм отчетности фондов, обладающих наивысшим рейтингом прозрачности, а также сравнение с отчетностью российского суверенного фонда; на основе сравнения фондов автором выявлены недостатки в отчетности фонда РФ и внесены методологические рекомендации по их устранению;
- в работе проведен анализ инвестиционных стратегий наиболее крупных и транспарентных суверенных инвестиционных фондов и проведено сравнение со стратегией инвестиционного фонда РФ; автором предложены методологические рекомендации по повышению прибыли на инвестированный капитал суверенного фонда благосостояния РФ;

### **Практическая значимость работы**

Теоретические выводы и рекомендации могут быть использованы Министерством финансов РФ, Центральным банком, а также иными органами осуществляющими надзор и управление суверенным фондом благосостояния РФ. К таким предложениям относятся:

- предложения, связанные с разработкой структуры управления суверенным фондом РФ;
- предложения, связанные с разработкой формы отчетности, применимой для фонда РФ;
- предложения по выработке инвестиционной стратегии для резервного фонда и фонда национального благосостояния РФ.

**Теоретическая значимость работы** заключается в обобщении и наращивании знаний об основах функционирования суверенных фондов, их роли на мировой финансовой арене, особенно в период Мирового финансового кризиса 2008 – 2009 годов, и деятельности фондов как независимых институциональных инвесторов.

Основные теоретические положения данной работы могут быть использованы в высших государственных учебных заведениях экономического профиля по таким дисциплинам как «Международные валютные отношения», «Мировая экономика», «Институциональная экономика».

### **Апробация и реализация результатов исследования**

Основные теоретические и практические положения диссертационной работы были доложены на научных конференциях: 16-й Всероссийский студенческий семинар «Проблемы управления» 2008г - Москва; Международные научно-практические конференции «Актуальные проблемы управления 2006 – 2009», Москва.

### **Публикации**

По проблематике диссертационного исследования опубликованы 4 научные работы авторским объемом 1 п.л., в которых отражены основные результаты исследования, в том числе 4 работы из перечня изданий, рекомендуемых ВАК.

### **Структура работы**

Структура диссертационной работы обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы.

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

**Во введении** обоснована актуальность темы диссертации, определены цель и задачи, выделены объект и предмет исследования, рассмотрена методологическая и информационная база исследования, раскрыта научная новизна и практическая значимость работы, представлена апробация результатов исследования.

В соответствии с поставленными целью и задачами в диссертации рассмотрены следующие группы проблем.

**Первая группа проблем** связана с тем, что на данный момент не существует единого определения Суверенного инвестиционного фонда (СИФ). Таким образом, остается непонятным, какие финансовые институты можно относить к суверенным фондам. Существует несколько определений, предложенных различными финансовыми институтами.

- Заместитель министра США по международным вопросам дает следующее определение: СИФ – это инвестиционное «орудие» государства, которое образовано за счет иностранных резервов и которое управляет ими, за исключением тех которые необходимы для стабилизационных целей;

- Определение МВФ: СИФ – специальный инвестиционный фонд, созданный государством, для того чтобы управлять иностранными резервами;

- Определение ОЭСР: СИФ – инвестиционный фонд, созданный государством за счет иностранных резервов;

Все определения, приведенные выше, концентрируют свое внимание на том, как основаны фонды (за счет иностранных активов) или на том, как активы СИФов управляются (отдельно от иностранных резервов).

Так как эти определения охватывают только некоторые черты, присущие фондам, то выглядят несколько неполными, в особенности, для того чтобы включить некоторые фонды в «клуб СИФов», такие как а) Инвестиционная корпорация Кореи и денежно-кредитное учреждение Гонконга; б) Темасек и SASCA (Китай) так как их активы преимущественно инвестируются внутри страны.

Более широкое определение было предложено Европейским центральным банком: СИФ – это государственные инвестиционные агентства, которые управляют частью иностранных активов государства.



Другое более широкое определение было предложено МВФ: некоторые государства создают 1) специальные государственные фонды, которые обычно называются СИФ; 2) чтобы инвестировать активы для долгосрочных целей; 3) средства, которые будут инвестироваться, возникают преимущественно от экспорта товаров и аккумулирования финансовых активов государством.

Остается непонятным, должны ли средства, находящиеся в таких специальных фондах квалифицироваться как резервы страны, или же показываться отдельно, МВФ дает разъяснение по поводу этого вопроса в работе «Состав валютных резервов страны». Согласно этому исследованию, страны должны сами определять включать ли активы СИФ в состав валютных резервов или же показывать отдельно как внешние активы. В некоторых случаях страны не раскрывают информацию о своих фондах. Анализируя выборку из 21 страны, в которых находятся СИФ, МВФ установил, что только 11 стран включили информацию о своих активах фондов в платежный баланс страны.

МВФ поясняет, что «одним из ключевых признаков, определяющих, относятся ли средства суверенных фондов к валютным резервам страны, является их доступность для государственных финансовых органов. Иначе говоря, если иностранные активы страны содержатся в специальных государственных фондах и компетентные государственные финансовые органы имеют законное право по осуществлению контроля над такими фондами, тогда принято включать такие активы в валютные резервы страны». С другой стороны, если средства в суверенных фондах управляются отдельно от государственных финансовых органов, тогда есть основание не включать их в валютные резервы страны, так как критерий «быстрой доступности» неприменим. В таких случаях, иностранные активы, содержащиеся в суверенных фондах, должны классифицироваться в финансовых отчетах и в международных инвестиционных заключениях в соответствии с функциональными категориями и финансовыми инструментами.

Для простоты Европейская комиссия дает определение СИФ, как – 1) фонд, которым владеет государство; 2) который в свою очередь управляет диверсифицированным портфелем внутренних и международных финансовых активов.

Более того Европейская комиссия подтверждает, что СИФ в основном (но не всегда), 1) основан за счет валютных резервов страны; 2) активы фонда

управляются отдельно от резервов страны (наибольший риск присущ вложениям фонда для достижения наибольшей доходности).

Однако, чтобы лучше отличать Суверенный фонд от других финансовых институтов – для того чтобы определить возможные меры регулирования инвестиций фондов – более точное определение необходимо.

В таком случае, наиболее приемлемый способ определения Суверенных фондов – способ исключения – полезная рекомендация, данная аналитиками инвестиционной компании State Street, согласно которой СИФ – это: 1) фонд, основанный государством; 2) который не является ни пенсионным фондом, ни традиционными валютными резервами страны.

Согласно этому определению, некоторые активы, которыми владеет государство, могут классифицироваться как Суверенные фонды в том случае, если они: 1) созданы для того, чтобы следовать общественным интересам, а не предназначены для политики поддержания валютно-обменных курсов и пенсионной системы; 2) не представляют валютные резервы страны.

Похожий подход был предложен Международной рабочей группой Суверенных инвестиционных фондов – состоящей из 26 стран-членов МФВ – для целей установления Международных принципов и правил (GAPP), которые группа пытается ввести в действие по отношению к СИФ. Эти правила позволят улучшить понимание Суверенных фондов как экономически и финансово ориентированных образований как внутри страны, так и за ее пределами. Согласно Международным принципам и правилам (GAPP) СИФ определяются как «специальные инвестиционные фонды, которыми владеет государство». Созданные для макроэкономических целей, Суверенные фонды владеют, управляют активами для достижения финансовых целей и используют различные инвестиционные стратегии. СИФ чаще всего образуются за счет доходов от экспорта природных ресурсов, официальных операций с иностранной валютой, избытков от проведения фискальной политики (сбор налогов) и операций с приватизацией.

Соответственно, следующие категории исключены из понятия Суверенных фондов: 1) валютные резервы, которыми управляют государственные финансовые органы и которые предназначены для целей монетарной политики государства; 2) традиционные операции принадлежащих государству компаний; 3) национальные пенсионные фонды с договорной ответственностью, которая не позволяет им быть использованными для макроэкономических целей; 4) активы, предназначенные для получения выгоды

индивидуальным лицам; 5) государственные кредитные учреждения; 6) банки, которыми владеет государство.

Автором предложено более широкое определение суверенного фонда. Суверенные фонды – это специальные государственные фонды, созданные за счет доходов от экспорта природных ресурсов, официальных операций с иностранной валютой, или за счет валютных резервов страны, правомерно и финансово обособленные от других государственных активов, средства которых предназначены для долгосрочных финансовых вложений в различные классы финансовых активов. Фонд должен предназначаться для удовлетворения общественных интересов, и определяться политическими органами, как актив не для проведения монетарной политики государства. К суверенным фондам не могут относиться хедж фонды, валютные резервы страны, государственные компании и пенсионные фонды.

**Вторая группа проблем** связана с непрозрачностью суверенных инвестиционных фондов, включая суверенный фонд РФ. Проанализирован международный опыт суверенных фондов в области формы отчетности и структуры управления и подготовлены предложения по повышению уровня прозрачности суверенного фонда РФ.

В ближайшее время усиление суверенных фондов станет одной из ключевых тенденций на финансовых рынках. При грамотном управлении эти фонды могут оказать достаточно серьезное воздействие на мировые финансовые рынки и цены на финансовые продукты. В ином случае такие крупные денежные потоки могут попросту дестабилизировать финансовый рынок.

Страшнее финансовых рисков выглядят риски политические. Этот мощный финансовый ресурс находится в руках развивающихся и, по большей части, авторитарных государств, которые настроены инвестировать в индустриальные экономики с демократическим режимом. Инвестиционные фонды могут под давлением правительства скупать активы стратегически важных предприятий за рубежом, давить на менеджмент компаний для принятия не всегда благоприятных для страны в целом решений, и, наконец, в руках потенциальных политических врагов может оказаться львиная доля западной индустрии. И это особенно напугало европейцев и американцев.

Немаловажно, что наибольшие финансовые ресурсы аккумулировали именно те страны, которые борются с Западом, в частности с США, за "мировое господство": Россия, Китай и страны ОПЕК. Все больше и больше

потребляемой Западом нефти поступает с Ближнего Востока и из России. Эти страны качают нефть, получая взамен огромное количество нефтедолларов. Рост цен на нефть до 100 долларов США за баррель еще больше ускоряет это перетекание богатств с Запада на Восток.

Основное внимание привлекли методы работы СИФ, которые имеют мало общего с традиционными вариантами размещения избыточных государственных капиталов. Ранее официальные инвесторы были представлены консервативными центральными банками, которые предпочитали низкорисковые или безрисковые инструменты. Государственные средства обычно вкладывались в госбумаги развитых стран либо хранились там же на банковских счетах. Такое спокойное существование всех вполне устраивало, пока не выяснилось, что ряд государств решил выйти на мировой рынок капитала с большими деньгами, чтобы зарабатывать по-настоящему, не ограничиваясь мизерными отдачами. Первая реакция на новых активных игроков, в основном со стороны западных политиков, была крайне негативной. В части стран Европы, США и других была инициирована подготовка антилиберальных протекционистских законопроектов, которые позволяли искусственно ограничивать возможности инвестиций для «новичков» из-за рубежа.

Таким образом, часть европейских стран уже определила свое отношение к суверенным инвестиционным фондам. Однако большинство стран запада еще не выработали новую стратегию и на всякий случай заняли превентивную оборонительную позицию. Их действия носят, скорее, предупредительный характер, сигнализируя, что любые попытки стратегического инвестирования будут жестко контролироваться властями. Последние по своему выбору будут решать, кого пускать на свой рынок, а кого нет. Их главными аргументами являются: фонды имеют некоммерческие интересы и являются непрозрачными.

Однако логика, лежащая в основе подобных обвинений, страдает одним серьезным изъяном. Никаких консенсусных критериев прозрачности, закрепленных в законодательстве какой-либо из стран-владельцев или стран-противников суверенных фондов, в настоящее время не существует. В общем, определение прозрачности выглядит следующим образом: прозрачность это показатель открытости компании (фонда), его публичности; показатель того, насколько полно компания (фонд) готова пропускать не только акционеров, но и

тех, кто желает получить информацию о бухгалтерской, управленческой и иной информации.

Институт суверенных инвестиционных фондов (SWI) и рабочая группа по суверенным фондам (IWG) в ответ на протекционистские меры и претензии со стороны западных стран разработали две методики оценки прозрачности СИФов. В соответствии с ними, фонды должны удовлетворять критериям, лежащим в основе этих методик. Расчет показателей прозрачности по обеим методикам является закрытой информацией, находящейся в собственности института суверенных фондов и рабочей группы по суверенным фондам.

Первая методика, разработанная институтом суверенных инвестиционных фондов, включает 10 показателей. Среди них можно выделить следующие:

1. доступность базовой информации о фондах;
2. публикация результатов ежегодного аудита независимыми аудиторскими организациями;
3. доступность информации о приобретениях фонда;
4. доступность информации о финансовых результатах фонда;
5. доступность информации о географическом распределении активов фонда;
6. раскрытие информации о внешних управляющих;
7. наличие постоянно обновляемого интернет-сайта;
8. открытость структуры управления фондом;
9. доступность информации об инвестиционных намерениях фондов;
10. доступность информации о целях создания фондов;

Однако все 10 показателей делятся на три большие группы: 1) показатели, относящиеся к отчетности фондов и доступности базовой информации; 2) показатели, относящиеся к управлению фондами; 3) показатели, относящиеся к инвестициям фондов.

На основе показателей приведенных выше был разработан индекс прозрачности суверенных фондов. Единица означает наименьшую степень прозрачности, десять – наивысшую. Наивысший индекс прозрачности получили фонды следующих стран: Новая Зеландия, Аляска и Норвегия. Российскому фонду присвоен индекс прозрачности равный 5 и считается, что рейтинг поставлен авансом. Объединенным Арабским Эмиратам – индекс равный трем.

Вторая методика, разработанная рабочей группой суверенных фондов, включает в себя принципы Сантьяго - 24 принципа, в соответствии с которыми 26 стран, их подписавшие в 2008 году будут стремиться к прозрачности, надлежащему управлению и стандартам отчетности своих инвестиционных структур. Принципы дают возможность фондам раскрыть свои инвестиционные намерения и причины создания. Однако, одно дело подписать их, другое – следовать им. Santiago Compliance Index (индекс соответствия принципам Сантьяго) использует доступные материалы, для того чтобы оценить уровень соответствия стран, подписавших договора всем 24 принципам. Предварительные результаты мало впечатляют, показывая незначительное соответствие фондов данным признакам. Некоторые Суверенные фонды близки к соответствию, однако же, большая часть не удовлетворяет требованиям даже 50% принципов. К таким фондам относятся российский, катарский фонды, а также фонд ОАЭ. К фондам, обладающим же наивысшим индексом прозрачности Сантьяго, относятся фонды Новой Зеландии, Австралии и Норвегии. Все 24 принципа Сантьяго делятся на 3 большие группы: 1) принципы, связанные с правовой основой, целями и согласованностью с макроэкономической политикой фондов; 2) принципы, относящиеся к институциональной основе и структуре управления фондов (делятся на принципы, относящиеся к структуре управления и отчетности фондов); 3) принципы, относящиеся к системе инвестирования и управления рисками.

Проанализировав форму отчетности 3 наиболее прозрачных суверенных фондов, а именно Норвегии, Сингапура и Новой Зеландии можно выделить следующие характеристики транспарентности, обуславливающие наивысший коэффициент открытости:

- раскрытие информации о внешних управляющих фонда, которым передается часть средств;
- раскрытие информации о направлениях инвестирования (инвестиции по сегментам рынка, по географическому положению, по отдельным компаниям);
- публикация данных о доходности фонда;
- фонды являются членами международной рабочей группы по суверенным фондам и, начиная с начала 2009 года, публикуют отчеты о применении Santiago principles; Santiago principles являются своего рода правилами поведения для суверенных фондов; примером

может служить принцип помощи в поддержании стабильности мировой финансовой системы и свободного притока капитала;

- каждые 5 лет проводится независимый обзор по управлению фондами; Министерство финансов каждой из стран владельцев фондами устанавливает критерии эффективности управления и назначает одного независимого человека, который и будет проверять фонды;

- проверка фондов независимыми аудиторами;
- подготовка следующих ежегодный отчетов: заявление о намерениях, ежегодный доклад о деятельности фонда и научно-исследовательские работы (касательно фонда Новой Зеландии).

- лист новостей, представленный на сайте; основные новости, связанные с деятельностью фонда представлены за 5 лет, начиная с 2006 года.

Проанализировав структуру управления 2 наиболее прозрачных суверенных фондов, а именно Норвегии и Новой Зеландии можно выделить следующие характеристики транспарентности, обуславливающие наивысший коэффициент открытости:

- операционный менеджмент фондов является независимым. Более того, существует четкое различие между собственником и лицом, который осуществляет управление фондом;

- обязанности собственника заключаются в постановке общих целей и надлежащим контролем; в лице собственника выступает правительство стран владельцев фондов;

- данные суверенные фонды раскрывают структуру управления фондом. Это дает понимание внешнему миру, чего фонды хотят достичь. Также, внешние заинтересованные лица смогут убедиться, что фонды управляются отдельно от собственников (правительства);

- суверенные фонды не используют инсайдерскую информацию, известную правительству – собственнику, для того чтобы гарантировать добросовестную конкуренцию среди частных финансовых институтов.

Следующие предложения, направленные на повышение индекса прозрачности суверенного фонда РФ, могут быть выдвинуты в части касающейся формы отчетности:

1. Проводить независимый (внешний) аудит фонда, данная функция может быть возложена на одну из аудиторских компаний «большой четверки»;

2. Стать членом международной рабочей группы Суверенных инвестиционных фондов и следовать Santiago principles; в рамках рабочей группы по суверенным фондам будет разработан документ, устанавливающий принципы и порядок инвестирования средств суверенных фондов; таким образом, страны входящие в состав рабочей группы должны будут следовать условиям документа, что повысит в свою очередь, прозрачность российского фонда;

3. Подготовка ежегодных отчетов о деятельности фонда, включающих в себя:

- Заявление о намерениях; должно создаваться в начале года и включать в себя такие пункты, как постановка задач на следующий финансовый год, оценка потенциальной доходности, оценку инвестиционных возможностей и прогноз показателей финансовой отчетности;

- Ежегодный отчет о деятельности фонда; отчет должен подготавливаться в конце года на основании реальных показателях фонда и сравниваться с заявлением о намерениях, все отклонения от ожидаемых должны быть объяснены; также отчет должен содержать проаудированную финансовую отчетность фонда, информацию об инвестиционной стратегии, направлениях вложений, полученных доходах и о политике оплаты труда сотрудников;

- Научно-исследовательские доклады; исследования инвестиционных возможностей фонда;

Вышеперечисленные документы должны быть в открытом доступе для всех заинтересованных лиц на сайте министерства финансов РФ в разделе Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, переведенные на английский язык.

4. Принятие кодекса поведения суверенных фондов, который разрабатывается МВФ; хотя кодекс носит рекомендательный характер, суверенные фонды должны будут подчиняться правилам, установленным в нем, иначе западными странами будут устанавливаться протекционистские меры в отношении фондов;



5. Соблюдение принципов Сантьяго в части, касающейся отчетности суверенных фондов.

Следующие предложения, направленные на повышение индекса прозрачности суверенного фонда РФ, могут быть выдвинуты в части касающейся структуры управления:

1. Создание комитета по выдвижению. Роль комитета будет заключаться в выдвижении кандидатов на пост руководителя агентства по управлению средствами суверенного фонда благосостояния РФ, а также кандидатов на пост руководителей департаментов агентства. Выглядеть это будет следующим образом: Министерство финансов сможет назначать руководителей агентства и департаментов не напрямую, а только из списка, предложенного и утвержденного комитетом по выдвижению. Таким образом, это добавит некоторый элемент независимости в общий процесс назначения.

2. Закреплением за Министерством финансов, как стратегическим управляющим, следующих функций:

- Подготовка ежеквартальных отчетов о деятельности фонда правительству;
- Подготовка ежегодных докладов;
- Периодические встречи министерства финансов с руководством агентства, управляющим средствами фонда;
- Подготовка заявления о намерениях (смотри предложения по отчетности фонда);
- Подготовка инвестиционных политик и стандартов, касающихся фонда;
- Выборочная встреча с руководителями департаментов агентства;
- Регулирование риск менеджмента и внутреннего контроля фонда; оценка финансовых результатов деятельности фонда и привлечение консультантов по риск менеджменту, когда необходимо.

Таким образом, Министерство финансов будет выполнять функцию контроля за деятельностью фонда, и не будет принимать участия в оперативном управлении, что повысит уровень независимости агентства по управлению средствами фонда.

3. Создание наблюдательного совета. Наблюдательный совет будет устанавливать положения по бухгалтерской отчетности агентства. Также, будет контролировать текущую деятельность агентства, и следить за выполнением инвестиционных политик и стандартов, разработанных министерством финансов и представлять отчеты последнему. Выбор внешнего аудитора и публикация отчетности, выданной аудитором, будет осуществляться также советом.

4. Создание комитета по этике при агентстве. Роль комитета будет заключаться в предоставлении министерству предложений по включению и не включению отдельных компаний в список потенциальных инвестиций на основе этических принципов. Например, комитет должен исключить из списка инвестиций компании, занимающиеся производством оружия. Министерство финансов в свою очередь должно выпустить инструкции касательно вывода данной компании из списка потенциальных инвестиций.

5. Создание 3 управляющих комитетов при агентстве:

- Комитет по вознаграждениям и политике;
- Комитет по риску и аудиту (внутренний);
- Комитет, отвечающий за инвестиции.

А также, создание 4 исполнительных комитетов:

- Комитет по инвестициям;
- Портфельный комитет;
- Комитет по управлению;
- Комитет во связям с общественностью.

6. Отдать часть средств фонда на аутсорсинг внешним управляющим. В список внешних управляющих можно включить такие инвестиционные банки как Morgan Stanley, J.P. Morgan, Goldman Sachs и другие известные инвестиционные структуры. Это необходимо сделать для того, чтобы получить опыт по управлению различными классами активов.

7. Оставить за агентством следующие функции:

- Инвестиционную стратегию, анализ и долгосрочное планирование;
- Подготовка отчетности владельцам фонда;
- Выбор внешних управляющих;

- Контроль за деятельностью внешних управляющих;
- Управление ликвидностью;
- Управление финансами агентства;
- Инвестиционный менеджмент оставшейся части средств фонда.

Таким образом, принимая во внимание предложения, приведенные выше, мы можем изобразить структуру управления суверенным фондом благосостояния РФ следующим образом:

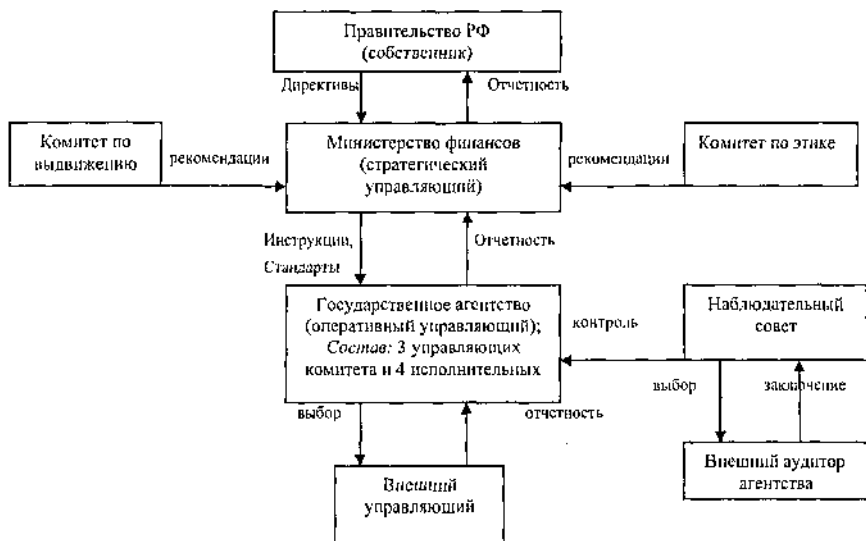


Рис.1. Предложенная схема управления суверенным фондом благосостояния РФ

Как мы видим, делегирование функций идет сверху вниз системы, а система отчетности о результатах наоборот, снизу вверх. Также на рисунке представлены органы, которые контролируют каждый уровень в структуре управления суверенным фондом благосостояния РФ. Таким образом, данная схема позволяет убедиться в том, что средства фонда управляются обособленно от собственника. Это дает уверенность в том, что инвестиции фонда будут носить экономический, а не политический характер.

**Третья группа проблем** посвящена анализу инвестиционных стратегий суверенных фондов и выработке предложений для суверенного фонда РФ по повышению доходности на вложенный капитал.

На первом плане инвестиционной стратегии фондов будущих поколений стоит задача максимизации доходности инвестируемых средств в долгосрочной перспективе. Поддержание умеренного уровня риска и широкая диверсификация вложений в различные классы активов являются необходимыми условиями ее достижения. В процессе управления средствами фондов будущих поколений наблюдается более высокая, чем у стабилизационных фондов, толерантность к риску: с увеличением горизонта инвестирования при должной диверсификации вложений уменьшается волатильность рыночной стоимости портфеля, соответственно растут возможности для получения положительного финансового результата. Толерантность к риску также проявляется и в том, что требование по поддержанию ликвидной структуры вложений, важное для стабилизационных фондов, является избыточным для инвестиционной стратегии фондов будущих поколений: возможности немедленной ликвидации позиций не предусмотрены, поскольку оперативное изъятие средств фондов будущих поколений противоречит условиям их создания. Таким образом, в качестве инвестиционной цели фондов будущих поколений можно определить максимизацию дохода в долгосрочной перспективе при условии обеспечения приемлемого уровня риска.

Средства фонда будущих поколений управляются в интересах будущих поколений граждан на коллективной основе. Инвесторы фонда будущих поколений, которыми являются граждане молодого и старого поколений, имеют различное отношение к риску, менее или более консервативны, соответственно, но сами лишены выбора инвестиционной стратегии. Следовательно, задача управления средствами фондов будущих поколений заключается в объединении этих позиций, поиске компромисса, тем более, что в условиях большой неопределенности относительно направлений и сроков использования фондов будущих поколений принятие дополнительного риска должно быть ограничено.

По критерию типа инвестиционной политики суверенные фонды делятся на стабилизационные фонды и суверенные фонды - портфельные инвесторы и прямые инвесторы.

Стабилизационные фонды ведут консервативную инвестиционную политику, вкладывая активы в низкодоходные, но и низкорисковые инструменты, в то время как суверенные фонды - портфельные инвесторы вкладывают средства в облигации, акции и альтернативные инструменты, но

избегают прямого участия в капитале, а суверенные фонды - прямыми инвесторы - наоборот, вкладываются главным образом в акции компаний.

В последние годы инвестиционная политика суверенных фондов претерпевает значительные изменения, и преобладающим становится смешанный тип инвестиционной политики. Практически все суверенные фонды ищут более выгодные варианты размещения своих средств, расширяют спектр активов для инвестирования, увеличивая долю высокорисковых вложений, о чем свидетельствуют данные, приведенные ниже.

По направлениям инвестирования с 1995 г. до середины 2008 г. 37% стоимости всех сделок по инвестициям СФНБ осуществлялись в предприятия Северной Америки и 32% — Европы. Выбор объяснялся тем, что эти рынки традиционно предоставляют широкие возможности инвестирования и высокий уровень ликвидности, а также способны обслуживать значительное количество институциональных инвесторов. В результате финансового кризиса СФНБ понесли потери по ценным бумагам, вложенным в страны ОЭСР. В результате СФНБ стали увеличивать долю инвестиций в национальные экономики. Однако, несмотря на это инвестиции в зарубежные активы в несколько раз превышают их вложения в национальные. Так, во II квартале 2008 г. это соотношение было 90% к 10%, в тот же период 2009 г. — 82% к 18%. Кроме того, СФНБ при инвестировании за рубеж начали отдавать предпочтение развивающимся и растущим экономикам. Отраслевой анализ деятельности СФНБ показывает, что в докризисный период их инвестиции преобладали в финансовом секторе, и при этом предпочтение отдавалось США. В период мирового финансового кризиса СФНБ сократили инвестиции в данный сектор из-за значительных потерь. Так, Китайская инвестиционная компания потеряла в 2008 г. на вложениях в Morgan Stanley 2,5 млрд. долл. США.

Что касается суверенного фонда РФ, то в основном средства российского фонда инвестируются в низкорисковые активы, такие как долговые обязательства правительств Австрии, Бельгии, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Португалии, Испании, Великобритании и США. По многочисленным оценкам независимых экспертов эффективность управления средствами Стабилизационного фонда России находится на крайне низком уровне. За 2006-2007 года потери денежных средств фонда составили около 133 млрд рублей,<sup>4</sup> что соизмеримо с объемом годового финансирования системы образования в 2005 году.

<sup>4</sup> <http://ru.wikipedia.org/wiki/%D1%F2%E0%E1%F4%EE%ED%E4>

Приводимый некоторыми экономистами аргумент о необходимости вложения средств суверенного фонда РФ в зарубежные активы для снижения инфляции, критикуется оппозиционными экономистами по следующим основаниям:

- для снижения инфляции в первую очередь необходимо развитие конкуренции, в то время как текущая государственная политика ведет к увеличению роли государства и не способствует снижению монополизации;
- ставки по вложениям в государственные облигации других стран в первую очередь в США, существенно ниже ставок, кредитов, привлекаемых государственными компаниями (Газпром, Роснефть и др.), таким образом, объем денег в экономике России не уменьшается, при этом увеличивается объем процентных расходов.

Таким образом, мы видим, что инвестиционная стратегия российского правительства в отношении суверенного фонда РФ является достаточно консервативной. Она предполагает вложения, в основном, за пределами страны в высоколиквидные активы, имеющие соответственно низкий уровень доходности. Безусловно, что в период Мирового финансового кризиса столь сдержанная инвестиционная стратегия была полностью оправдана, доходность фонда за декабрь 2007 кризисного года составила около 12 миллиардов долларов<sup>5</sup>, однако по мере выхода из кризиса необходимо разработать новую, более агрессивную стратегию, в соответствии с которой доходность по вложениям была бы выше.

Предложения по повышению доходности средств фонда национального благосостояния выглядят следующим образом:

- по географическому сегменту: необходимо рассмотреть рынки развивающихся стран, а именно стран Азии. На данный момент 100% инвестиций фонда уходит в страны запада. Рекомендуется для начала 5% инвестировать в Азию. Как показал опыт Temasek Holdings, инвестиции в рынки Азии обеспечивают достаточно высокую и стабильную доходность. По оценкам фондовых менеджеров JPMorgan Asset Management, китайская и индийская экономики продолжают развиваться довольно быстрыми темпами, даже, несмотря на существенное замедление экономик остальных стран Азии;

---

<sup>5</sup> <http://ru.wikipedia.org/wiki/%D1%F2%E0%E1%F4%EE%ED%E4>

- в разрезе сегментов рынка необходимо инвестировать в новый для российского фонда сегмент недвижимости. В период финансового кризиса 2008-2009 годов цены на недвижимость сильно упали, и таким образом, по мере выхода из кризиса недвижимость будет оставаться недооцененной первое время;

- в качестве инструментов инвестирования могут быть предложены:

1. высокодоходные облигации (корпоративные);
2. облигации компаний, занимающихся природоохранными мероприятиями;
3. акции компаний, котирующихся на фондовом рынке; увеличение доли вложений до 50%;
4. мировые финансовые индексы; в качестве примера могут быть предложены Morgan Stanley Capital International index и Brinson Partner Global Security Market Index. Данная мера, по мнению автора, поможет снизить уровень риска инвестиционного портфеля фондов. Это связано с тем, что в состав индексов входят акции и облигации из различных стран и отраслей, таким образом, ценные бумаги обладают низкой корреляцией и портфель менее подвержен волатильности.

- рекомендуется снизить нормативную валютную структуру средств суверенного фонда РФ в долларах с 45% до 40% в пользу активов, номинированных в японских йенах. Данный шаг будет способствовать диверсификации вложений и снижению уровня риска за счет того, что в портфель будут включены активы, на которые имеется устойчивый спрос со стороны институциональных инвесторов.

**В заключении** обобщаются результаты исследования, даются выводы.

**По теме диссертации опубликованы следующие работы:**

1. Пупынин К.Н. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования // Международная экономика.\* - М.2008. - № 10, с. 51-61(перечень ВАК).

2. Пупынин К.Н. Новые направления инвестиционной стратегии суверенного фонда национального благосостояния Российской Федерации // Вестник Университета ГУУ.\* - М.2010. - № 18, с. 213-216 (перечень ВАК).

3. Пупынин К.Н. Определение суверенных инвестиционных фондов с точки зрения различных финансовых институтов // Вестник Университета ГУУ.\* - М.2011. - № 9, с. 203-207 (перечень ВАК).

4. Пупынин К.Н. Аудит и отчетность фонда национального благосостояния РФ // Вестник Университета ГУУ.\* - М.2009. - №1(10), с. 85-87 (перечень ВАК).



---

Подп. в печ. 11.05.2011.

Формат 60x90/16.

Объем 1,0 п.л.

Бумага офисная.

Печать цифровая.

Тираж 50 экз.

Заказ № 376

---

ГОУВПО «Государственный университет управления»

Издательский дом ГОУВПО «ГУУ»

109542, Москва, Рязанский проспект, 99, Учебный корпус, ауд. 106

Тел./факс: (495) 371-95-10, e-mail: [diric@guu.ru](mailto:diric@guu.ru)

[www.guu.ru](http://www.guu.ru)