

Казакевич П.А.,
Заместитель директора
Департамента международных финансовых отношений, государственного дол-
га и государственных финансовых активов,
Минфин России;
аспирант
Финансовой академии при Правительстве РФ

Организационные аспекты деятельности суверенных фондов благосостояния

В статье анализируется организационная структура суверенных фондов благосостояния и предложены меры по совершенствованию структуры управления российскими суверенными фондами – Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, направленные на повышение эффективности инвестирования их средств.

Залогом успешной деятельности суверенных фондов благосостояния, в особенности реализации их инвестиционной стратегии, является эффективная структура управления, ориентированная на достижение целей фондов. Задачей данного исследования является определение ключевых элементов структуры управления суверенным фондом благосостояния, распределение ролей, полномочий и ответственности между данными элементами, а также анализ взаимоотношений и связей, возникающих между ними в процессе управления фондом. На наш взгляд, использование международного опыта при совершенствовании структуры управления российскими суверенными фондами способно повысить эффективность инвестирования их средств.

По мнению большинства экспертов, создание суверенного фонда благосостояния должно быть четко зафиксировано в национальном законодательстве. Отражение основополагающих принципов управления средствами фонда в законодательстве в различных странах отличается подробностью изложения и степенью простоты, с которой это законодательство может быть изменено. В большинстве случаев основные принципы управления фондом зафиксированы в законе, как, например, в Норвегии, Альберте, Сан-Томе и Принсипи, Восточном Тиморе и Российской Федерации. Вместе с тем, фонды в Азербайджане и Казахстане были созданы на основе указов президентов. При создании Постоянного резервного фонда Аляски и Постоянного доверительного фонда полезных ископаемых Вайоминга потребовалось изменять конституцию штата. По мнению Дж. Джонсон-Калари, основополагающие принципы управления фондом должны быть отражены в законе, но инвестиционная стратегия не должна включаться в закон, поскольку необходимо иметь возможность оперативно адаптировать ее к постоянным изменениям на финансовых рынках.¹ Закон дол-

¹ Sovereign Wealth Management. Edited by J. Johnson-Calari, M. Rietveld. -London: Central Banking Publications, 2007.

жен, например, включать общие цели фонда, но не конкретные финансовые инструменты, разрешенные для инвестирования средств фонда, параметры портфеля, эталонные портфели или бенчмарки (benchmark).² Все перечисленные параметры лучше включить в инвестиционную стратегию, которая должна быть более гибкой для того, чтобы учитывать перемены, происходящие на финансовых рынках. В целом соглашаясь с мнением Дж. Джонсон-Калари, отметим, что, по нашему мнению, разрешенные классы финансовых активов все же лучше утверждать на уровне закона, поскольку возможность использования того или иного актива при управлении средствами суверенного фонда благосостояния во многом определяет финансовые результаты этого управления.

В законодательстве стран, имеющих суверенные фонды благосостояния, организационно-правовая форма фондов и их интеграция в бюджетную систему страны определяются по-разному.

По организационно-правовой форме суверенные фонды благосостояния можно разделить на фонды, существующие:

1. *в виде самостоятельных юридических лиц*
 - созданных на основе специального закона или иного нормативного акта, как, например, Государственный нефтяной фонд Азербайджана, Инвестиционное управление Кувейта, Корейская инвестиционная корпорация, Инвестиционное управление Катара и Инвестиционное управление Абу-Даби в ОАЭ;
 - созданных на основе общих норм корпоративного законодательства в виде компаний, принадлежащих государству, как, например, Государственная инвестиционная корпорация и компания Темасек (Temasek) в Сингапуре, Китайская инвестиционная корпорация;
2. *без создания самостоятельных юридических лиц, в виде отдельных денежных счетов (совокупности счетов), принадлежащих правительству*, как, например, в Норвегии, где Государственный пенсионный фонд «Глобальный» фактически представляет собой счет Минфина Норвегии в центральном банке страны, или в России, где средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния учитываются на счетах Федерального казначейства в Банке России.

По принципу **интеграции в бюджетную систему** можно выделить суверенные фонды благосостояния:

- § *входящие в состав бюджета страны*, как, например, в Норвегии, Казахстане и Российской Федерации;
- § *являющиеся внебюджетными*, как, например, в Азербайджане.

Несмотря на многообразие суверенных фондов благосостояния, **в структуре управления** каждого фонда, как правило, можно выделить **три основных элемента**: собственника, стратегического управляющего и оперативного управляющего. Примерная структура управления суверенным фондом благосостояния представлена на Рис. 1. Практика показывает, что для эффективной работы фонда необходимо, чтобы сферы принятия решений и ответственности

² От англ. «benchmark» - точка отсчета, контрольная точка.

за них между данными элементами были четко разграничены. Важность данного принципа отмечена в «Своде общепринятых принципов и практик суверенных фондов благосостояния» (Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices, GAPP), разработанном Международной рабочей группой по вопросам управления суверенными фондами благосостояния.³

Поскольку суверенные фонды благосостояния распоряжаются значительными государственными средствами, как правило, *собственниками* их средств, а, следовательно, и учредителями управления, выступают *правительства государств или отдельных регионов*. Основными *функциями собственника* фонда являются:

1. определение общих целей фонда (в пределах, установленных законом) и инвестиционной стратегии, соответствующей данным целям;
2. осуществление контроля для получения верного представления о том, насколько эффективно управляются средства фонда, отвечает ли управление целям фонда, каково его финансовое положение.

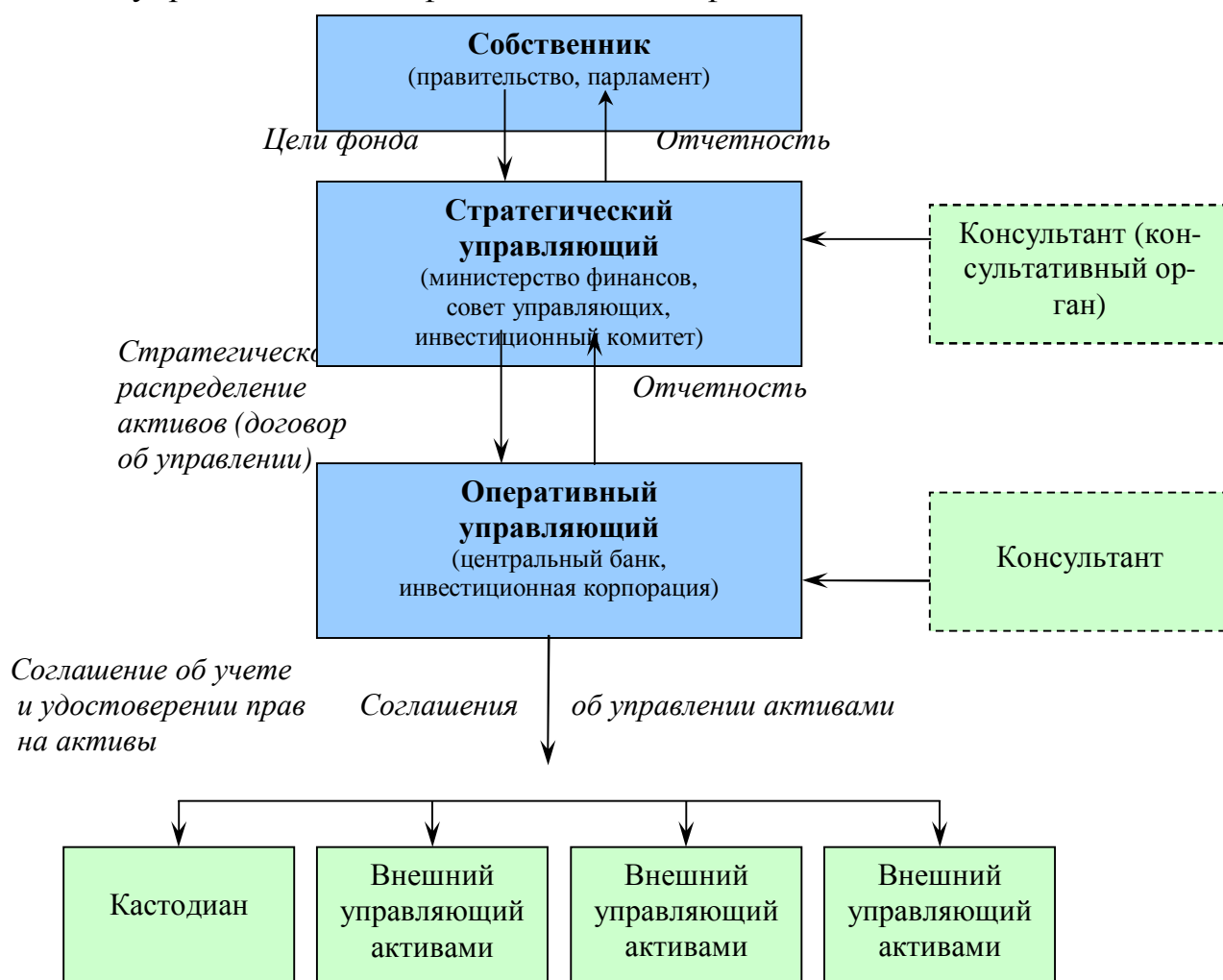


Рис. 1. Примерная структура управления суверенным фондом благосостояния

³ Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices («Santiago Principles») // International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) – 2008. – October.

В соответствии с законом или решением собственника управление средствами суверенного фонда благосостояния осуществляют стратегический управляющий и оперативный управляющий. При этом в соответствующих нормативных правовых актах, как правило, зафиксировано четкое разделение полномочий между управляющими по *стратегическому (пассивному)* и *оперативному (активному)* управлению, а также закреплены функции контроля.

В странах, где фонды благосостояния созданы в виде юридических лиц, **стратегический управляющий** может существовать в виде *совета управляющих (board of trustees)* как, например, в Австралии, Китае, Сингапуре, ОАЭ, Тринидаде и Тобаго, либо *инвестиционного комитета (investment committee)* или *комиссии* (например, в Ирландии и Корее). В странах, где фонды существуют без образования юридических лиц (Чили, Канада (Альберта), Мексика, Норвегия, Российская Федерация, Тринидад и Тобаго), собственник сам может осуществлять функции стратегического управляющего через один или более органов (министерство, парламентский комитет и т.д.). Как правило, в роли такого органа выступает министерство финансов или его структурное подразделение (как, например, в Канаде (Альберта), Мексике, Норвегии, Российской Федерации), реже - орган (органы управления) центрального банка (например, в Ботсване). В Азербайджане и Казахстане решение об инвестиционной политике принимается президентом по согласованию с наблюдательным советом и советом управляющих соответственно.

Во многих странах советы управляющих состоят из представителей правительства, центрального банка, а также общественных деятелей. При этом, наиболее успешная международная практика свидетельствует о целесообразности включения в состав советов представителей, являющихся экспертами в области финансов и инвестиций. Так, инвестиционную стратегию Постоянного фонда Аляски разрабатывает совет управляющих Корпорации Постоянного резервного фонда, состоящий из шести человек, назначаемых губернатором штата. При этом, законодательно оговорено, что в состав совета должны входить четыре общественных представителя, не имеющих отношения к государственной службе и обладающих признанным авторитетом в области финансов и инвестиций.

К **функциям стратегического управляющего** относится:

1. формирование долгосрочной инвестиционной стратегии фонда, направленной на достижение целей фонда (прежде всего, определение соотношения риска и доходности вложений фонда, а также стратегического распределения его активов);
2. согласование (реже – назначение) агентов для реализации оперативным управляющим инвестиционной стратегии фонда (внешних управляющих компаний, кастодиана, инвестиционного консультанта и пр.);
3. назначение и увольнение руководства фонда (в случае, если фонд является самостоятельным юридическим лицом);
4. рассмотрение и оценка результатов управления, достигнутых оперативным управляющим;
5. предоставление отчета собственнику о результатах управления.

Несмотря на то, что стратегический управляющий может полагаться на мнение внешних экспертов, окончательное решение в отношении инвестиционной стратегии фонда остается за ним и не может быть делегировано оперативному управляющему, роль которого заключается в реализации инвестиционной стратегии и стремлении увеличить инвестиционный доход за счет активного управления. Таким образом, стратегическому управляющему необходима команда специалистов для помощи в формулировании инвестиционной стратегии фонда, включающая экспертов в области количественных методов финансового анализа. Такая команда может быть создана внутри структуры стратегического управляющего или привлечена извне.

В целях разработки и адаптации разумной инвестиционной политики и правил инвестирования структура управления многих суверенных фондов благосостояния предусматривает также функционирование **консультативных структур** при органе, являющимся стратегическим управляющим (министерстве финансов, совете управляющих, президенте). Так, при министерстве финансов провинции Альберта (Канада) функционирует *комитет по инвестиционным операциям*, в полномочия которого входит разработка рекомендаций по проведению инвестиционной политики Трастового фонда наследственных сбережений.

При министерстве финансов Норвегии существует состоящий из семи членов *Совет по инвестиционной стратегии*, который по запросу министерства и по собственной инициативе готовит рекомендации по долгосрочной инвестиционной стратегии Государственного пенсионного фонда «Глобальный», в том числе по распределению средств между классами активов, странами и включению новых классов активов в состав инвестиционного портфеля фонда. Одновременно при указанном министерстве действует *Совет по этике*, в полномочия которого входит:

- § подготовка заключений о возможности осуществления инвестиции фонда исходя из этических норм;
- § подготовка рекомендации по исключению из инвестиционного портфеля ценных бумаг, выпущенных отдельными компаниями, не отвечающими этическим нормам.⁴

В Казахстане *совет по управлению Национальным фондом* при президенте этой страны является консультативно-совещательным органом по выработке инвестиционной стратегии фонда.

Успешной деятельности по стратегическому управлению фондами способствует работа **наблюдательных советов** фондов, которые осуществляют

⁴ Так, за счет средств фонда не приобретаются ценные бумаги компаний, связанных с производством различного рода вооружений (в том числе ядерного оружия), с серьезными нарушениями прав человека, наносящих серьезные ущерб окружающей среде и т.д. В 2002-2007 гг. в соответствии со строгими этическими принципами инвестиций, установленными Советом по этике Государственного пенсионного фонда «Глобальный», в «черный список» было включено 26 компаний, включая такие крупные компании оборонной промышленности как General Dynamics, Lockheed Martin и Boeing. В 2006 г. фонд продал акции супермаркетов Wall-Mart в сумме более 400 млн. долл. США и включил указанную компанию в «черный список» по ряду причин, в т.ч. из-за крайне напряженных отношений компании с профсоюзами и использования детского труда (www.norges-bank.no).

контроль за соблюдением фондами действующего законодательства, определяющего порядок их формирования, управления и использования.

При управлении средствами суверенных фондов благосостояния широкое распространение получила практика привлечения *независимых инвестиционных консультантов*. Данные консультанты могут наниматься стратегическим управляющим (министерствами финансов, советами управляющих и т.д.) как для дополнительного контроля над деятельностью фонда, так и для выработки инвестиционной политики. Такие консультанты могут также использоваться и оперативным управляющим. В *обязанности инвестиционных консультантов* входит:

1. подготовка предложений по стратегическому распределению активов исходя из целей фонда,
2. сравнительный анализ результатов управления с целевыми значениями,
3. разработка критериев для отбора внешних управляющих компаний,
4. оценка деятельности внешних управляющих компаний и т.д.

Оперативный управляющий отвечает за ежедневное управление средствами фонда и имеет полномочия принимать отдельные инвестиционные решения, направленные на практическую реализацию инвестиционной стратегии, определенной стратегическим управляющим или собственником фонда, и обеспечение наилучшего результата инвестирования. Как правило, между стратегическим управляющим (или собственником) и оперативным управляющим заключается специальный *договор об управлении средствами фонда* (как например, между министерством финансов и центральным банком Норвегии). В таком договоре оговариваются разрешенные классы финансовых активов и требования к ним, обязанности и ответственность оперативного управляющего, порядок предоставления им отчетности и выплачиваемое за управление вознаграждение. *Необходимыми условиями эффективной деятельности оперативного управляющего* являются:

- § законодательное закрепление полномочий оперативного управляющего по инвестированию средств фонда и совершению всех необходимых сделок;
- § возможность отклонения в определенных пределах от заданных параметров инвестиционной стратегии в целях поиска наиболее оптимального соотношения доходности и риска;
- § принятие инвестиционных решений и осуществление операций на основании экономических и финансовых соображений, соответствующих инвестиционной стратегии и целям фонда;
- § независимость отдельных инвестиционных решений оперативного управляющего по реализации инвестиционной стратегии, защита этих решений от политического вмешательства и влияния собственника (стратегического управляющего) в лице правительства, министерства финансов и т.д.

Оперативное управление средствами суверенных фондов благосостояния может осуществляться:

1. *центральным банком*

- *на своем балансе*

Центральный банк управляет фондом как частью своего инвестиционного портфеля в пользу учредителя управления и с учетом установленных им правил. При этом активы банка могут приводиться в соответствие с его обязательствами перед учредителем управления для исключения отрицательного влияния изменения цен активов на баланс банка (например, центральные банки Ботсваны и Российской Федерации).

- *в качестве агента*

Центральный банк управляет фондом на основании договора с учредителем управления за своим балансом. Как правило, такой договор разрешает банку привлекать для управления фондом внешние управляющие компании и кастодиана. В соответствии с данным договором банк обычно получает комиссионное вознаграждение за управление фондом.

2. *специализированным юридическим лицом*

Для управления фондом создается специальное агентство (инвестиционная корпорация). При этом законодательство некоторых странах разрешает доступ центрального банка к активам фонда для целей платежного баланса (например, Корейская инвестиционная корпорация, КИС).

3. *министерством финансов на своем балансе*

Министерство финансов может самостоятельно управлять средствами фонда как частью государственных финансовых активов с привлечением внешних доверительных управляющих. В данном случае указанная работа в министерстве, как правило, возлагается на отдельное структурное подразделение.

Согласно *первому подходу*, центральный банк управляет резервами как для осуществления денежно-кредитной, так и бюджетно-налоговой политики, при этом для решения соответствующих задач существует разделение резервов на два портфеля. Ликвидный портфель - для целей монетарной политики, инвестиционный – в целях размещения «излишних» резервов в нетрадиционной для центральных банков манере для повышения доходности от их инвестирования и обеспечения роста суверенного благосостояния. Преимущество данной модели заключается в том, что на базе существующих в центральном банке инфраструктуры и штата специалистов, необходимых для управления золотовалютными резервами, (при условии, конечно, что такая база достаточно развита) можно относительно быстро создать инфраструктуру, необходимую для инвестирования средств квази-фонда суверенного благосостояния. Вместе с тем, не следует исключать отрицательных последствий, возникающих в связи с потенциальным конфликтом интересов при решении центральным банком одновременно двух взаимоисключающих задач: проведения стабильной кредитно-денежной политики и максимизации дохода от инвестирования государственных активов.

Примером описанной выше модели служит деятельность созданного в 1997 г. Инвестиционного департамента Банка Норвегии (Norges Bank Investment Management), отвечающего за оперативное управление Государственным пенсионным фондом Норвегии «Глобальный». За годы своего существования данная структура, деятельность которой была изначально четко обособлена от других сфер деятельности банка, фактически превратилась в эффективный инвестиционный банк, лишь формально подчиняющийся руководству Банка Норвегии.

Второй подход предполагает, что «излишки» резервов центрального банка либо сами средства фонда суверенного благосостояния передаются под управление специально созданной компании. В целом международный опыт свидетельствует об успешном функционировании такого рода организаций в ряде стран. Наиболее авторитетными из них являются Инвестиционное управление Абу-Даби в Объединенных Арабских Эмиратах и Государственная инвестиционная корпорация в Сингапуре, аналоги существуют в США (Корпорация Постоянного резервного фонда Аляски), в Южной Корее (Корейская инвестиционная корпорация) и в ряде стран Ближнего Востока. В 2007 году была создана Китайская инвестиционная корпорация, в управление которой было передано около 200 млрд. долл. США из валютных резервов Китая, составляющих около 1,4 трлн. долл. США.⁵

В рамках рассмотрения моделей управления суверенными фондами благосостояния следует обратить внимание на **альтернативный подход** Трастового фонда наследственных сбережений канадской провинции Альберта. В полномочия министерства финансов указанной провинции входит разработка инвестиционной стратегии, стандартов и процедур при управлении средствами фонда. Ранее оперативное управление данным фондом осуществлялось Департаментом инвестиционного менеджмента министерства финансов провинции Альберта. Однако в 2008 году указанное подразделение было преобразовано в Инвестиционную управляющую компанию Альберты - государственную корпорацию провинции, осуществляющую управление широким спектром государственных финансовых активов. Как отмечается в бизнес-плане Трастового фонда наследственных сбережений Альберты на 2007-2010 гг., подготовленном Минфином Альберты, преимуществами такого преобразования являются повышение операционной гибкости, более эффективное организационное управление и сфокусированность на одной цели – на успешном управлении средствами фонда, а как результат – более высокая ожидаемая доходность фонда.⁶

Вне зависимости от избранного государством варианта оперативного управления средствами суверенных фондов благосостояния для привлечения и удержания высококвалифицированного персонала решающее значение имеет *заработная плата специалистов, непосредственно занятых управлением финансовыми активами*. Центральные банки и государственные инвестиционные корпорации, осознающие важность величины доходов от управления внуши-

⁵ Sovereign Wealth Fund Institute (www.swfinstitute.org).

⁶ Официальный сайт Министерства финансов провинции Альберта - Alberta Finance and Enterprise (www.finance.gov.ab.ca).

тельными финансовыми активами, часто вынуждены создавать для указанных специалистов специальные схемы вознаграждения, зависящие от результатов их деятельности.

Для успешной работы оперативному управляющему необходимо иметь от собственника фонда или стратегического управляющего четкие инструкции, а именно - инвестиционную декларацию. В настоящее время широкое распространение получил подход, при котором учредитель управления определяет стратегическое распределение активов для суверенного фонда посредством утверждения бенчмарков. В качестве бенчмарков могут использоваться как публикуемые фондовые индексы международных инвестиционных компаний, так и индексы, созданные специально для этих целей.⁷ **Эталонные портфели утверждаются в целях:**

1. ограничения риска вложений средств фонда;
2. оценки инвестиционной деятельности оперативных управляющих. При этом устанавливается так называемая *ошибка слежения (tracking error)*, которая определяет границы допустимых отклонений от показателей доходности эталонного портфеля. Указанная ошибка связана с объективными сложностями воспроизводства структуры бенчмарки в фактическом инвестиционном портфеле.

Задача оперативного управляющего сводится к максимизации дохода в рамках установленных эталонным портфелем ограничений на уровень риска. Таким образом, вводится элемент активного управления, при котором оперативный управляющий может тактически отклоняться от установленного эталонным портфелем стратегического распределения активов в целях превышения фактической доходности вложения средств над доходностью бенчмарки.

Оперативные управляющие суверенными фондами благосостояния в свою очередь активно прибегают к услугам частных компаний, осуществляющих деятельность по управлению финансовыми активами. Средства фондов передаются в доверительное управление *внешним управляющим компаниям* в целях повышения доходности инвестирования средств за счет активного управления, а также для доступа к финансовым активам, в которые оперативный управляющий не может инвестировать самостоятельно, например, из-за отсутствия опыта или необходимой инфраструктуры. Данная практика способствует оптимизации структуры управления фондом в целом и повышению квалификации сотрудников оперативного управляющего посредством тренингов, проводимых внешними управляющими компаниями. При работе с внешними управляющими чрезвычайно важно наличие эффективной системы контроля за ними и оценки их деятельности. Как правило, суверенные фонды благосостояния используют сочетание недорогого пассивного (индекс-

⁷ В соответствии с правилами осуществления инвестиционных операций Национального фонда Республики Казахстан эталонными портфелями для инвестирования средств указанного фонда в инструменты с фиксированной доходностью являются индексы компании Salomon Smith Barney, а для вложений в акции – индекс компании Morgan Stanley Capital International, исключая акции компаний энергетического сектора (www.nationalfund.kz). При управлении Государственным пенсионным фондом Норвегии «Глобальный» Банк Норвегии в качестве эталонных использует распределения, соответствующие индексам FTSE International для акций и Lehman Brothers для облигаций (www.nbim.no).

ного) управления на рынках традиционных активов и более затратного активного управления на рынках более сложных финансовых инструментов.

Международный опыт показывает, что не существует фондов, реализующих только пассивное или только активное управление. При этом, среди управляющих фондами существуют различные мнения относительно необходимости осуществления активного управления средствами фондов, в том числе, с использованием внешних управляющих компаний. Так, по мнению бывшего директора Инвестиционного департамента Банка Норвегии Кнута Къяра, часто выгоднее получать доход на вложения фонда за низкое вознаграждение доверительному управляющему (то есть осуществлять пассивное управление), чем платить высокую цену за активное, аналитически обоснованное управление.⁸ По его словам, даже без использования внешних управляющих Банк Норвегии в состоянии управлять активами, в два раза превышающими объем фонда «Глобальный», с помощью менее 100 человек за вознаграждение менее, чем 0,03 % от объема активов.

Функция по управлению финансовыми активами не является единственной функцией, которая передается оперативными управляющими средствами суверенных фондов благосостояния сторонним компаниям. Как правило, оперативные управляющие фондом пользуются услугами внешних *кастодианов*, а в ряде случаев привлекают компании для осуществления функций *бэк-офиса* (*back office*).

Кастодиан представляет собой финансовую организацию, часто банк, оказывающую услуги по учету и удостоверению прав на финансовые активы (прежде всего, ценные бумаги), проведению расчетов по сделкам с этими активами, получению для клиентов доходов по принадлежащим им активам (например, дивидендов по акциям и купонного дохода по облигациям), сбору и передачи клиентам информации о корпоративных действиях компаний-эмитентов ценных бумаг (например, о собраниях акционеров). Кастодиан не может принимать решения по распоряжению учитываемыми им финансовыми активами.

К функциям *бэк-офиса* относится проведение расчетов по сделкам с финансовыми активами, бухгалтерское оформление этих сделок, проверка их соответствия законодательству и внутренним правилам.

При управлении суверенным фондом благосостояния важна успешная реализация **функции контроля**, целью которого является своевременное получение достоверной информации о том, насколько эффективно управляются средства фонда, отвечает ли управление целям фонда, достигаются ли эти цели, каково финансовое положение фонда.

Контроль за деятельностью суверенного фонда благосостояния осуществляется на всех уровнях структуры управления. Оперативный управляющий предоставляет стратегическому управляющему (или собственнику) регулярные отчеты о результатах управления средствами фонда. Кроме того, деятельность

⁸ Kjaer K.N. From oil to equities. Speech at the Norwegian Polytechnic Society / Norges Bank Investment management – 2006. - 2 November (www.norges-bank.no).

оперативного управляющего должна регулярно проверяться *службой внутреннего контроля (внутренним аудитором)*, подчиняющейся непосредственно руководству оперативного управляющего. Результаты внутреннего аудита должны отражаться в регулярных отчетах, которые должны представляться не только руководству оперативного управляющего, но и собственнику или стратегическому управляющему.

В организационной структуре оперативного управляющего в обеспечении соответствия операции со средствами фонда установленным правилам существенную роль также играет *мидл-офис (middle office)* – подразделение, ответственное за управление рисками, расчет финансовых результатов и, как правило, за поддержку информационно-компьютерных систем. Независимую оценку рыночной стоимости активов фонда и доходности операций с его средствами могут осуществлять кастодианы.

Достоверность отчетов фонда часто подтверждается *внешним аудитором*. Внешнее аудиторское заключение подготавливается независимым аудитором из частного сектора и направляется собственнику или стратегическому управляющему. В отдельных случаях внешнее аудиторское заключение может быть подготовлено независимым контрольным институтом государства, установленным законом (например, в Российской Федерации – Счетной палатой, в Канаде (Альберта) – Генеральным ревизором).

В свою очередь стратегический управляющий подотчетен собственнику суверенного фонда благосостояния. В случае, если фонд существует без образования юридического лица, оперативный управляющий подотчетен напрямую собственнику (представляющему его органу). Собственник может быть подотчетен органам законодательной власти (например, в Ботсване, Канаде (Альберта), Чили, Мексике, Норвегии, Российской Федерации, Тринидаде и Тобаго).

Регулярное предоставление подробной и достоверной информации о деятельности суверенного фонда благосостояния важно не только в пределах структуры управления фондом, но и широкой общественности. Эффективным каналом раскрытия информации о суверенных фондах являются их официальные сайты в сети Интернет. Ряд из таких фондов, например, созданные оперативными управляющими фондами Норвегии, Новой Зеландии отличаются высокой подробностью раскрытия информации.⁹ Заметим, что уровень прозрачности суверенных фондов благосостояния имеет тенденцию к повышению, что во многом является защитной реакцией на протекционистские настроения в отношении данных фондов в Европе и США. Так, например, если в начале 2008 г. сайт Инвестиционного управления Абу-Даби представлял всего лишь одну страницу с контактами данной организации, то сейчас на сайте управления можно получить информацию об истории, организационной структуре, инвестиционной стратегии и других аспектах деятельности.¹⁰

По мнению экспертов, в частности, Б. Рубцова, уровень прозрачности суверенных фондов благосостояния определяется особенностями политиче-

⁹ См. Norges Bank Investment Management (www.nbim.no), New Zealand Superannuation Fund (www.nzsuperfund.co.nz).

¹⁰ См. Abu Dhabi Investment Authority (www.adia.ae).

ского устройства той или иной страны и степенью развитости демократических институтов.¹¹ Как правило, чем выше степень развития демократических институтов, тем более открыта для общественности информация о деятельности фонда.

Особое значение имеет информирование о деятельности суверенного фонда благосостояния граждан страны, в которой он создан. Для адекватного восприятия информации о деятельности фонда необходимо прикладывать усилия по повышению уровня финансовой грамотности населения, уделять время регулярному общению представителей фонда со средствами массовой информации. Для граждан вполне объяснимо стремление немедленно использовать накопленные государством финансовые ресурсы с целью повышения уровня своей жизни. Для многих из них необходимость создания суверенных фондов благосостояния неочевидна. Поэтому представители собственника, стратегического и оперативного управляющего должны постоянно разъяснять преимущества наличия в стране суверенного фонда благосостояния, связь его целей, будь то сокращение зависимости страны от экспорта невозможных природных ресурсов или облегчение непомерной нагрузки на пенсионную систему в будущем, с обеспечением стабильного развития национальной экономики и повышением уровня жизни граждан. В случае отсутствия описанной выше работы в сфере связей с общественностью вероятность безоглядного, необоснованного расходования накопленных в фонде средств заметно возрастает.

Анализ международного опыта организации деятельности суверенных фондов благосостояния позволяет предложить ряд мер, направленных на совершенствование структуры управления Резервным фондом и Фондом национального благосостояния. В настоящее время часть функций по оперативному управлению основной частью средств российских суверенных фондов выполняет Банк России. При этом банк не осуществляет активное управление фондами, то есть не принимает на себя дополнительный риск в целях обеспечения более высокой доходности по сравнению с эталонными портфелями. Обязательства Банка России заключаются в начислении и выплате по итогам года процентов, эквивалентных доходу, полученному от вложений средств, находящихся на счетах фондов, согласно установленным Минфином России эталонным портфелям. Все инвестиционные решения, определяющие результаты размещения фондов, фактически принимаются Правительством и Минфином. В соответствии с законодательством Российской Федерации Банк России не имеет ни возможности проведения операций с корпоративными ценными бумагами, ни передачи средств в доверительное управление, а, следовательно, не обладает ни опытом, ни соответствующей инфраструктурой для проведения указанных операций. Кроме того, при использовании Банка России в качестве оперативного управляющего средствами суверенных фондов высока вероятность возникновения конфликта интересов при решении Банком России двух взаимоисключающих задач: реализации денежно-кредитной политики, являющейся

¹¹ Стабилизационный фонд Российской Федерации: генезис развития / под ред. Пановой Г.С. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 224 с.

его приоритетной целью, и обеспечения приемлемого дохода от инвестирования государственных активов.

Как и Банк России, Минфин России не имеет опыта, соответствующей инфраструктуры и кадровых ресурсов для проведения необходимых операций на финансовых рынках. Тем не менее, в настоящее время Минфин России фактически совмещает правоустанавливающую функцию и функцию по управлению активами, т.е. функции стратегического и оперативного управляющего, что представляет собой потенциальный источник конфликта интересов.

Таким образом, отсутствие инфраструктуры, необходимой для размещения средств в долговые обязательства и акции юридических лиц, паи инвестиционных фондов, т.е. финансовые инструменты, более доходные и рискованные, чем активы, используемые в настоящее время, а также нечеткое разграничение функций по стратегическому и оперативному управлению ограничивают возможности формирования и реализации эффективной инвестиционной стратегии российских суверенных фондов благосостояния.

По нашему мнению, в течение 2009-2010 гг. функции Минфина России по оперативному управлению средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния целесообразно передать самостоятельному юридическому лицу - специализированному государственному институту в виде государственной корпорации (далее - Агентство), сохранив за министерством функции нормативно-правового регулирования управления средствами фондов, т.е. функции стратегического управляющего. Форма госкорпорации позволит избежать ограничений, свойственных структурам, созданным в иных организационно-правовых формах, обеспечив операционную гибкость и финансовую самостоятельность Агентства, необходимые для эффективной работы на финансовых рынках. В то же время данная организационно-правовая форма даст возможность осуществлять эффективный контроль со стороны государства за деятельностью Агентства.

Создание Агентства обладает следующими преимуществами: концентрацией исключительно на реализации инвестиционной политики Резервного фонда и Фонда национального благосостояния; отсутствием конфликтов интересов, которые возможны при управлении средствами фондов Банком России; повышением оперативности управления; возможностью нанимать и «удерживать» высококвалифицированных специалистов, предлагая за их работу конкурентное вознаграждение; возможностью использовать в своей деятельности современные технологии торговли, управления рисками и обмена информацией, внедрение которых требует немалых затрат.

Политическое вмешательство в инвестиционную деятельность Агентства должно быть строго ограничено, для чего в нормативные акты о его создании должны быть включены соответствующие положения, а сфера ответственности Агентства - четко обозначена.

После того, как Агентство успешно наладит работу по оперативному управлению средствами фондов, целесообразно рассмотреть вопрос о наделении его функциями по управлению другими государственными финансовыми активами и государственным долгом.

В период создания Агентства Минфин России будет вынужден самостоятельно осуществлять функции по оперативному управлению средствами данных фондов, которые неизбежно усложнятся. В данной связи потребуется усиление соответствующего направления деятельности в Минфине России путем привлечения дополнительных кадров и существенного улучшения технического обеспечения. Поскольку возможности для осуществления этих мер могут быть ограничены, следует активнее привлекать для осуществления ряда функций по управлению средствами суверенных фондов благосостояния России внешние компании на договорной основе.

В целях разработки эффективной инвестиционной политики Резервного фонда и Фонда национального благосостояния целесообразно создать при Минфине России на постоянной основе независимый Консультативный совет из признанных экспертов в области управления финансовыми активами, решения которого будут носить исключительно рекомендательный характер. В данный совет по решению министерства финансов могут быть включены бывшие и действующие высшие должностные лица российских и иностранных банков и инвестиционных компаний, иностранных суверенных фондов благосостояния, представители научных кругов.

В целях создания для Резервного фонда и Фонда национального благосостояния благоприятной инвестиционной среды за рубежом и адекватного понимания важности их функционирования для страны гражданами России, а, следовательно, и достижения поддержки со стороны широкой общественности, необходимо повышать транспарентность деятельности фондов, обеспечивая более подробное раскрытие информации и улучшая ее доступность. Для этого необходимо соответствующим образом доработать разделы о функционировании Резервного фонда и Фонда национального благосостояния на официальном сайте Минфина России в сети Интернет, оперативно обновлять информацию в данных разделах, создать версии этих разделов на английском языке, по объему раскрытия информации не отличающиеся от разделов на русском языке. Кроме того, целесообразно проводить регулярные пресс-конференции высших должностных лиц Минфина России, отвечающих за управление фондами; разработать и опубликовать прозрачную методику расчета доходности размещения средств российских суверенных фондов благосостояния, дающую возможность сопоставления результатов управления их средствами с результатами, полученными другими институциональными инвесторами на соответствующих финансовых рынках.

Список литературы

1. Стабилизационный фонд Российской Федерации: генезис развития / под ред. Пановой Г.С. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 224 с.
2. Kjaer K.N. From oil to equities. Speech at the Norwegian Polytechnic Society / Norges Bank Investment management – 2006. - 2 November (www.norges-bank.no).

3. Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices («Santiago Principles») // International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) – 2008. – October.
4. Sovereign Wealth Management. Edited by J. Johnson-Calari, M. Rietveld. -London: Central Banking Publications, 2007.
5. Национальный фонд Республики Казахстан (www.nationalfund.kz).
6. Abu Dhabi Investment Authority (www.adia.ae).
7. Alberta Finance and Enterprise (www.finance.gov.ab.ca).
8. Sovereign Wealth Fund Institute (www.swfinstitute.org).
9. New Zealand Superannuation Fund (www.nzsuperfund.co.nz).
10. Norges Bank (www.norges-bank.no).
11. Norges Bank Investment Management (www.nbim.no).