

© 2014 г.

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук

старший научный сотрудник Института экономики РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

РОСТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

В условиях нынешней нестабильности влияние мировых валютных резервов и деятельности суверенных фондов на мировую экономику и финансы предугадать трудно. Финансовые кризисы, наблюдавшиеся в 1990-х годах в странах Азии и Латинской Америки, продемонстрировали значение валютных резервов, заставив эти страны усиленно накапливать их. Увеличение валютных резервов развивающихся стран привело к быстрому росту численности и экономической мощи суверенных фондов, которые представляют собой государственные инвестиционные фонды.

Поскольку системное влияние суверенных фондов постоянно усиливается, они становятся объектом пристального внимания со стороны многих международных организаций, включая МВФ, членов «семерки» (G7), результатом чего явилось создание Международной рабочей группы по суверенным фондам (Groupe de travail international sur les fonds souverains). В конце 2013 г. группа по согласованию с представителями экономически развитых стран и МВФ сформулировала 24 принципа для суверенных фондов, которыми эти фонды должны руководствоваться при осуществлении своей инвестиционной стратегии. Подобные попытки направлены на то, чтобы повысить эффективность суверенных фондов, обеспечить прозрачность их финансовых целей и расширить инвестиционную базу фондов за счет ценных бумаг, не эмитированных государством.

Ключевые слова: миграция капитала, международные резервы, суверенные инвестиционные фонды, финансовый кризис, мировой финансовый рынок, инвестиционные стратегии суверенных фондов.

Одной из важнейших тенденций развития мирового рынка капитала в последние годы стало заметное изменение роли ведущих развивающихся стран в системе глобальных финансовых потоков. Эти государства, традиционно позиционировавшиеся главным образом как реципиенты инвестиций из более богатых западных стран, сегодня постепенно превращаются в крупных экспортеров капитала, активно вкладывающих средства в предприятия и финансовые активы по всему миру. Данная трансформация отражает общее укрепление позиций развивающихся государств в мировой экономике и финансах на современном этапе, опре-

деляемое быстрым возрастанием их экономической мощи и инвестиционного потенциала. Учитывая новые возможности и задачи, стоящие перед национальной экономикой, ряд развивающихся стран выработали и последовательно реализуют комплексную стратегию международного инвестирования, исходящую из долгосрочных приоритетов их социально-экономического развития.

Значительная часть зарубежных инвестиций развивающихся стран осуществляется через созданные ими суверенные фонды, в которые направляются избыточные поступления от национального экспорта. Активы этих фондов быстро растут, постепенно изменяется и их финансовая политика, которая становится все более наступательной, нацеленной на повышение доходов от инвестиций. Деятельность этих фондов сегодня вызывает оживленную дискуссию в западных странах, с одной стороны, заинтересованных в получении средств фондов, с другой стороны, озабоченных их непрозрачностью и возможным наличием политических мотивов в инвестиционных решениях.

Динамика мирового рынка капитала и позиции на нем развивающихся стран. Характерной особенностью развития мировой экономики на современном этапе стал быстрый рост трансграничных потоков капитала. Так, по данным ЮНКТАД и Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в 1990–2013 гг. объем притока иностранных инвестиций (ПИИ) увеличился в 7,2 раза, даже несмотря на резкий спад в начале 2000-х годов и 2008–2009 гг., вызванный финансовыми кризисами сначала в Юго-Восточной Азии, а впоследствии в США и в целом в мировой экономике¹. Одновременно ускоренными темпами росли внешние банковские активы и объем международного рынка облигаций. По статистике Банка международных расчетов, в 1990–2013 гг. они увеличились соответственно в 5,54 раза (до 61,8 трлн долл. в 2013 г.) и 12 раз (до 237,1 трлн долл.). Для сравнения: мировой ВВП за тот же период увеличился только в 1,8 раза, то есть динамика финансовых трансакций между странами в несколько раз опережала показатели роста мировой экономики в целом.

Увеличение объемов международного инвестирования является одним из наиболее заметных проявлений глобализации мировой экономики и финансовой сферы, стремительно развивающейся с начала 1990-х годов прошлого века. К числу основных факторов, стимулирующих процессы финансовой глобализации, относятся²:

- либерализация трансграничного движения капитала, произошедшая во всех развитых и многих развивающихся странах мира;

¹ UNCTAD. World Investment Report. New York and Geneva. 2012.

² Chavanieux Ch. 78400 Multinationales // Alternatives écon. – P., 2007. – N 263. – P. 70.

- практически полное снятие барьеров в международной торговле финансово-банковскими услугами в рамках Всемирной торговой организации;
- бурный прогресс информационных технологий, создающий техническую возможность для осуществления финансовых операций по всему миру.

Помимо увеличения объемов трансграничного финансирования, в последние годы происходят серьезные изменения в региональной структуре движения инвестиций, определяемые прежде всего более активным участием в этих процессах ведущих развивающихся стран, причем не только в качестве реципиентов ресурсов, но и как все более значимых инвесторов на мировых рынках капитала. В частности, согласно статистике Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), доля развивающихся государств в финансировании прямых инвестиций за рубежом в 1990–2013 гг. выросла более чем в 3 раза – с 5,2% до 15,8%. Всего, по данным Международного валютного фонда (МВФ), в 1995–2013 гг. вывоз капитала из развивающихся стран увеличился в 7,2 раза и достиг к концу 2013 г. 111,78 млрд долл. В то же время показатели притока инвестиций выросли только в 3,3 раза до 421,13 млн долл. В результате развивающиеся страны из чистых импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его нетто-экспортеров¹.

Расширение международной инвестиционной активности развивающихся стран определяется в первую очередь быстрым ростом их экономики и национального экспорта. Среднегодовые темпы увеличения ВВП указанных стран в 2000–2013 гг. составили 6,1%, более чем в 4 раза опережая рост экономики развитых государств. По статистике ОЭСР, в 2013 г. развивающиеся страны обеспечили около двух третей прироста реального мирового производства, а совокупная доля этих стран в глобальной экономике достигла 43,6%.

Благодаря высокой динамике экспорта², составившей в 2000–2013 гг. в среднем 9,8% в год, развивающимся странам удалось более чем в пять раз увеличить свои валютные резервы, общий размер которых, по данным

¹ UNCTAD (<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>) и International Financial Statistics, 2013.

² Спецификой развивающихся рынков является то, что активное сальдо по текущим операциям и накопление валютных резервов не сопровождаются вывозом за рубеж частного капитала, как это происходит в большинстве развитых стран. Часть развивающихся государств богаты сырьевыми ресурсами и получали высокие доходы от их экспорта. Эти страны откладывали доходы для будущих поколений, поскольку сырьевые ресурсы постепенно истощаются. Другая группа государств (в основном азиатских) накапливали резервы за счет несырьевого экспорта, поддерживаемого управляемым режимом обменного курса национальной валюты, что позволяло большинству из них сохранять заниженный курс своей валюты по отношению к доллару.

Организации экономического сотрудничества и развития, достиг к концу 2013 г. 5,2 трлн СДР. Крупнейшими валютными резервами в мире обладает Китай (2,4 трлн СДР, или 3,7 трлн долл.). К мировым лидерам по этому показателю относятся также страны Ближнего Востока (0,76 трлн СДР), Индия (0,18 трлн СДР) и Бразилия (0,23 трлн СДР). По прогнозу МВФ, к концу 2015 г. валютные резервы развивающихся стран вырастут еще почти в полтора раза и составят 7,1 трлн СДР, что, безусловно, еще более повысит их инвестиционный потенциал. Это приводит к росту концентрации валютных резервов в отдельных странах: например, доля Китая возросла с 9% в 1999 г. до 31% в 2013 г.¹

В результате стремительного роста резервов Китай сегодня стал одним из крупнейших инвестором в мире, на которого, по статистике МВФ, в 2013 г. приходилось 12,1% глобального чистого экспорта капитала. Кроме того, в число ведущих экспортеров ресурсов входят нефтедобывающие страны Персидского залива (Саудовская Аравия, Кувейт и Катар), а также Россия и некоторые другие развивающиеся страны.

Большая часть (около 70%) инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые при размещении быстрорастущих валютных запасов, а также активов суверенных инвестиционных фондов, в которые многие страны направляют часть избыточных бюджетных доходов. Валютные резервы преимущественно вкладываются в высоконадежные финансовые инструменты (государственные, муниципальные и корпоративные облигации, банковские депозиты) США, стран зоны евро и Великобритании. Инвестиции суверенных фондов имеют более диверсифицированный характер, включая акции, доли участия, недвижимость. Еще порядка 15–17% экспорта капитала из развивающихся стран приходится на размещаемые за рубежом кредиты и депозиты негосударственных финансовых институтов.

Прямые инвестиции из развивающихся стран. Наряду с государственными и частными вложениями в финансовые активы в последние годы росли и прямые инвестиции из развивающихся государств. Их годовой объем, начиная с 1990 г., увеличился, по данным ЮНКТАД, почти в 20 раз и составил в 2013 г. 426,08 млн долл. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 12 раз – со 146 до 4459 млрд долл. К числу лидеров по прямым инвестициям относятся Гонконг, страны БРИКС, а также Сингапур, Мексика и некоторые страны Ближнего Востока².

¹ International Financial Statistics, 2013.

² International Financial Statistics, 2013 (http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/sa/sa_figure1.pdf).

Наращиванию прямых инвестиций способствует, в первую очередь, укрепление корпоративного сектора крупнейших развивающихся стран. Благодаря устойчиво высокому внутреннему спросу и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре, в том числе на мировых финансовых рынках, компании из этих стран накопили значительные финансовые ресурсы, позволяющие им проводить активную международную экспансию, вкладывая средства в создание и покупку зарубежных филиалов и дочерних предприятий.

В 2013 г. около 20 тыс. компаний из развивающихся стран имели дочерние структуры за рубежом (в 1992 г. таких компаний было в пять раз меньше), причем более 100 из них располагали иностранными активами, превышающими 1 млрд долл., входя по этому показателю в число ведущих корпораций мира. Как отмечается в Докладе о мировых инвестициях – 2013, подготовленном ЮНКТАД, транснациональные компании из развивающихся государств в своей деятельности охватывали максимально широкий диапазон отраслей, не концентрируясь, как можно было бы ожидать, в добывающей промышленности. Так, в список 100 крупнейших ТНК из развивающихся стран по итогам 2013 г. входили только 18 сырьевых предприятий, в то время как количество компаний, работающих в сфере телекоммуникаций и производстве электроники, превышало 25.

Прямые инвестиции из развивающихся стран идут как в новые проекты и предприятия (Greenfield projects), так и на покупку действующих компаний. В 2013 г. число новых проектов с участием компаний из этих стран достигло 2678, увеличившись по сравнению с 2002 г. почти в три раза. Все более заметны предприятия из развивающихся государств и на рынке международных сделок М&А (сделки по слиянию и поглощению)¹, общий объем которого в 2005 г. составил 638,0 млрд долл., а в 2013 г. – около 832,2 млрд долл. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2013 г. превысила 103 млрд долл.

Примечательно, что компании из бывших стран «третьего мира» в последние годы стремятся все более активно инвестировать в иностран-

¹ С начала 90-х годов инвесторы переориентировались с традиционных (создание зарубежных филиалов и фирм-трансплантатов и т.д.) или рискованных (продажа лицензий и т.д.) форм ПИИ на операции по финансированию внешнего роста фирм за счет приобретения участия в капитале действующих предприятий и установления контроля над ними. Подобные операции позволяют компаниям быстро достичь критического размера, обеспечивающего им эффективное функционирование на региональном или мировом рынках. Большую роль в увеличении рассматриваемых операций сыграл процесс приватизации в странах с переходной экономикой [Alcabas A.M., Bourcieu E., Valersteinas B. Les Nouvelles Formes de l'IDE // Problemes econ. – P., 2000. – 12 avr. – № 2660. – P.19 – 23.].

ные высокотехнологичные предприятия, используя в дальнейшем приобретаемые технологии и ноу-хау для развития внутренних производств. Один из примеров – покупка в начале 2008 г. индийским автоконцерном Tata Motors у американской корпорации Ford за 2,8 млрд долл. двух известных английских компаний Land Rover и Jaguar, включая их исследовательские центры. В результате сделки индийская компания получила доступ к современным технологиям по производству двигателей, на самостоятельную разработку которых ей могли бы потребоваться годы. В Великобритании данное событие было оценено как «символическое», отражающее происходящую смену лидеров в мировой экономике в пользу новых стран, включая Индию.

Необходимо, однако, отметить, что прямые инвестиции из развивающихся государств в высокотехнологичные отрасли, а также инфраструктурные и некоторые другие активы, направляемые в США и ЕС, в последнее время сталкиваются с растущим противодействием со стороны властей этих стран, которые с подозрением относятся к подобным капиталовложениям, усматривая в них потенциальную угрозу для национальной экономики и оборонной сферы. Характерна в этой связи позиция США, принявших в 2007 г. новый закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности, ужесточивший правила допуска зарубежных инвесторов в капитал американских компаний. В соответствии с законом, иностранным покупателям может быть отказано, если имеются достоверные свидетельства того, что ими могут быть предприняты действия, угрожающие национальной безопасности США. На основании данного закона, допускающего самое широкое толкование, уже был заблокирован ряд крупных сделок с участием инвесторов из развивающихся стран. Так, в начале 2008 г. крупной китайской компании Huawei Technologies было отказано в приобретении миноритарного пакета акций компании 3Com, занимающейся компьютерными разработками, даже несмотря на то, что по условиям сделки покупатель не получал доступа к секретным разработкам 3Com. Возможность принятия аналогичных нормативных актов, создающих формальную основу для недопущения нежелательных инвестиций, в настоящее время активно прорабатывается в ЕС.

В условиях усиления протекционизма и глобальной конкуренции за все виды перспективных ресурсных и промышленных активов все большее количество развивающихся стран используют практику активной государственной поддержки прямых инвестиций национальных компаний. Причины заинтересованности государств в развитии и регулировании этого направления внешнеэкономической деятельности понятны – эффективные капиталовложения в иностранные предприятия и проекты обеспечивают доступ к новым источникам ресурсов и технологиям, более глубокую ин-

теграцию национального хозяйства в мировое, а также улучшение платежного баланса страны за счет увеличения поступлений по статье «доходы от инвестиций».

Обычно используются следующие формы государственного содействия прямому инвестированию за рубежом:

- оказание политической и административной поддержки приоритетным инвестиционным сделкам со стороны руководства страны;
- государственная финансовая поддержка прямых инвестиций путем предоставления национальным компаниям кредитов, гарантий и страховок для осуществления международных операций, а также, в некоторых случаях, совместного инвестирования государством и частным капиталом в зарубежные активы (такая практика, в частности, существует в Бразилии, Сингапуре, Марокко);
- заключение двусторонних межгосударственных соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений, улучшающих режим обращения национального капитала в других странах (например, у Китая такие соглашения в 2013 г. были заключены со 120 государствами);
- предоставление налоговых льгот и преференций для компаний, осуществляющих зарубежные капиталовложения.

Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают Китай, Индия, Малайзия, ЮАР, Бразилия и Мексика¹. Указанные страны выработали и последовательно реализуют системные стратегии расширения международного бизнеса национальных предприятий, основанные на общих приоритетах их социально-экономического развития. Так, в Китае в 2000 г. был провозглашен переход к активной внешнеэкономической стратегии «идти во вне» («Going Global»), основными целями которой были определены, в том числе, освоение природных ресурсов других государств и формирование собственных транснациональных корпораций, способных эффективно участвовать в усиливающейся глобальной конкуренции. Для стимулирования прямых инвестиций за рубежом используется разнообразный инструментарий, в том числе долгосрочное кредитование и страхование международных сделок и проектов китайских компаний Экспортно-импортным банком Китая и государственной страховой компанией Sinosure. Приоритет отдается проектам, расширяющим доступ национальных предприятий к природным ресурсам, особенно энергетическим, а также иностранным исследованиям и технологическим разработкам.

¹ Balding C. Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics. Oxford, UK: Oxford University Press, 2012. – 208 P.

При этом возможность осуществлять зарубежные капиталовложения в Китае имеют не только крупнейшие китайские корпорации, но и средние предприятия, что обеспечивает высокую географическую и отраслевую диверсификацию инвестиций, повышая их экономическую эффективность. Во многом благодаря целенаправленной государственной политике ежегодный экспорт прямых инвестиций из Китая вырос с 915 млн долл. в 2000 г. до 67,4 млрд долл. (или 0,75% к ВВП страны) в 2012 г., а объем накопленного за рубежом капитала – с 52,76 млрд долл. до 502,750 млрд долл. (или 6,1% к ВВП страны)¹.

Виды и динамика активов суверенных фондов. В последние годы все большее значение для мирового рынка капитала приобретает деятельность суверенных инвестиционных фондов (СИФ, далее – суверенные фонды, или Фонды), называемых также фондами национального благосостояния (Sovereign Wealth Funds – SWF). Такие фонды сегодня сформированы более чем в тридцати странах мира, главным образом, развивающихся, с целью аккумуляции и долгосрочного инвестирования части валютных резервов и избыточных бюджетных доходов, получаемых от экспорта сырья и другой продукции. По своему назначению фонды обычно разделяют на стабилизационные, призванные смягчать неблагоприятные последствия для национальной экономики в случае ухудшения мировой экономической конъюнктуры, например, снижения цен на экспортируемое сырье, и сберегательные, позволяющие накапливать государственные ресурсы для решения долгосрочных социально-экономических задач². На практике, однако, фонды многих стран являются многоцелевыми и не могут быть однозначно отнесены к одной из указанных групп. Средства СИФов вкладываются в различные зарубежные и внутренние активы, в том числе акции, доли участия в предприятиях, недвижимость и т.д. СИФы могут функционировать как в виде юридически обособлен-

¹ Лидерами экономического роста и инвестиционной экспансии в 2013 г. стали Китай и Япония. В Китае инвестиции, большая часть которых приходится на отрасли, ориентированные на экспорт, составили 45% ВВП. Индия, продолжая наращивать свои экспортные мощности и сектор высоких технологий, одновременно активизировала развитие обрабатывающих отраслей. Обе страны начали делать существенные капиталовложения за рубежом, подготавливая почву для будущей товарной экспансии. Правительства Китая и Индия, обеспокоенные излишней ориентацией на экспорт и спекулятивным характером роста, приняли в 2013 г. административные и денежно-кредитные меры, направленные на охлаждение экономики, что, однако, не дало ожидаемых результатов.

² Blancheton B., Jegourel Y. Les Fonds Souverains: un Nouveau Mode de Régulation du Capitalisme Financier? // Rev. de la regulation. – P., 2009. – N 5. – Mode of access: <http://regulation.revues.org/index7461.html>.

ной имущественной массы, находящейся под управлением национальных финансовых властей или привлеченных управляющих организаций, так и в качестве самостоятельных институтов. Контроль над фондами, как правило, осуществляет государство.

В том или ином виде СИФы существуют с 1950-х годов прошлого века. Более трети ныне действующих фондов было создано до 1990 г. В последние годы появление новых фондов и рост их активов значительно ускорилось, что было обусловлено быстрым наращиванием торгового профицита и валютных резервов в ряде стран – крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось двадцать СИФов с суммарными активами в 500 млрд долл., то к концу 2013 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз – до 6,3 трлн долл., что превышает ВВП Франции¹. Только в 2013 г. активы фондов выросли на 8%.

Большинство аналитиков прогнозирует сохранение высоких темпов роста СИФов в ближайшие годы. В частности, по оценке Лондонского международного агентства по финансовым услугам (International Financial Services, London), к 2015 г. совокупный объем активов суверенных фондов достигнет 10 трлн долл., а к 2020 г. – превысит 13–15 трлн долл.². Эксперты Deutsche Bank настроены более осторожно: они ожидают увеличения общих активов фондов до 8 трлн долл. в течение ближайших 5 лет и превышения ими отметки в 12 трлн долл. через 10 лет.³

Традиционно основной объем активов суверенных фондов приходится на так называемые сырьевые фонды, формирующиеся главным образом за счет доходов от экспорта нефти и газа⁴. К ним относятся фонды стран Персидского залива, а также Норвегии, России, Нигерии, Венесуэлы, Индонезии и некоторых других государств, активно вывозящих сырье. Такие фонды создаются как для поддержания финансово-экономической стабильности государств-экспортеров в случае резкого снижения мировых цен на энергоресурсы, так и с целью обеспечения будущих поколений дополнительными источниками доходов при истощении природных запасов.

¹ Ибраев Р.Х. Роль суверенных фондов на современном глобальном рынке капитала // Российский внешнеэкономический вестник. 2013. № 9. С. 91–105.

² Truman E. Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, 2010. – 186 P.

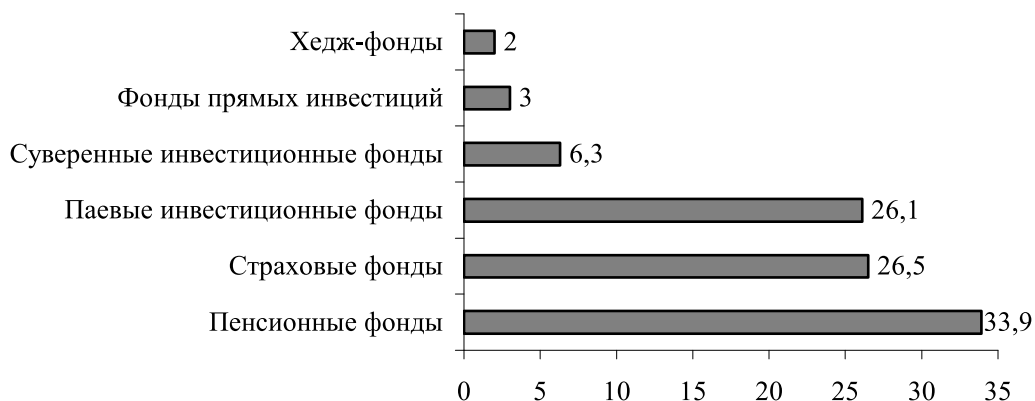
³ 70% совокупных активов суверенных фондов приходится на долю пяти Фондов: «Abu Dhabi Investment Authority» (ADIA) (ОАЭ), «Government of Singapore Corporation» (GIC) (Сингапур), «Government Pension Fund – Global» (GPF) (Норвегия), «Kuwait Investment Authority» (KIA) (Кувейт) и «China Investment Corporation» (CIC) (Китай).

⁴ El Hafdi R. A L'origine des Fonds Souverains // Problèmes écon. – P., 2008. – N 2951. – P. 3–8.

Благодаря росту мировых цен на нефть активы сырьевых фондов за последние 10 лет удвоились, в том числе за последние 3 года они увеличились примерно на 18%. В 2013 г. активы сырьевых фондов составили 3,8 трлн долл., или почти 60% общего объема накоплений СИФов.

Рисунок 1

**Общие мировые активы СИФов и других фондов,
в 2013 г., трлн долл.**



Источник: The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2013>)

Вместе с тем все больший вес приобретают суверенные фонды неминерального происхождения, формируемые государствами за счет доходов от экспорта несырьевой продукции, а также бюджетных и налоговых поступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации¹. В 2013 г. совокупные активы таких фондов достигли 2,5 трлн долл., увеличившись за последние 3 года в два раза вследствие ускоренного роста экспорта и валютных запасов азиатских стран, прежде всего Китая (включая Гонконг) и Сингапура. Доля несырьевых фондов в общих объемах СИФов в 2002–2013 гг. выросла почти втрое – с 13% до 36% и, по прогнозам, достигнет 50% к 2015 г.

Суммарный объем активов суверенных фондов пока относительно невелик на фоне таких финансовых институтов, как пенсионные и паевые инвестиционные фонды, но уже превышает активы хедж-фондов и фондов прямых инвестиций. Учитывая, однако, опережающие темпы роста масштабов СИФов, многие эксперты предполагают, что уже к 2015–2020 гг. объемы суверенных фондов будут сопоставимы с совокупными резервами

¹ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты // Экспертно-аналитический журнал. ВТБ. 2008. Июнь.

страховых компаний мира, что выведет их в число крупнейших игроков на мировом рынке капитала¹.

Таблица 1

Крупнейшие суверенные фонды в 2013 г.

Страна	Название фонда	Активы, млрд долл.	Год созда- ния	Вид фонда
Норвегия	Government Pension Fund – Global	\$818	1990	Сырьевой
ОАЭ	Abu Dhabi Investment Authority	\$773	1976	Сырьевой
Саудовская Аравия	SAMA Foreign Holdings	\$676	1952	Сырьевой
Китай	China Investment Corporation	\$576	2007	Несырьевой
Китай	SAFE Investment Company	\$568	1997	Несырьевой
Кувейт	Kuwait Investment Authority	\$410	1953	Сырьевой
Китай-Гонконг	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$327	1993	Несырьевой
Сингапур	Government of Singapore Investment Corporation	\$285	1981	Несырьевой
Сингапур	Temasek Holdings	\$173	1974	Несырьевой
Катар	Qatar Investment Authority	\$170	2005	Сырьевой
Китай	National Social Security Fund	\$161	2000	Несырьевой
Австралия	Australian Future Fund	\$89	2006	Несырьевой
Россия	National Wealth Fund	\$88	2008	Сырьевой
Россия	Reserve Fund	\$87	2008	Сырьевой
Казахстан	Samruk-Kazyna JSC	\$78	2008	Несырьевой
Казахстан	Kazakhstan National Fund	\$69	2006	Сырьевой
ОАЭ	International Petroleum Investment Company	\$66	1984	Сырьевой
Ливия	Libyan Investment Authority	\$65	2006	Сырьевой
Иные фонды		\$821		
Итого		\$6300		

Источник: The CityUK (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>)

Суверенные, пенсионные и хеджевые фонды образуют, по мнению специалистов, «три опоры международных финансов», от деятельности которых во все большей мере зависит поведение таких традиционных операторов финансовых рынков, как банки, страховые компании и различные

¹ Зубченко Л.А. Суверенные инвестиционные фонды выходят на рынки капиталов // Банковское дело. 2008. № 6. С. 40–43.

инвестиционные фонды. В настоящее время объем мирового финансового рынка оценивается в 100 трлн долл., исключая рынок недвижимости, на котором суверенные фонды также осуществляют вложения. Как предполагается, через 10 лет доля суверенных фондов на мировом финансовом рынке возрастет с 2 до 9%, а по некоторым оценкам, и до 17%. Различают два типа суверенных фондов¹.

– стабилизационные фонды, которые преследуют две главные цели: обеспечение безопасности и ликвидности в условиях циклических экономических колебаний. Именно поэтому они предпочитают вкладывать свои средства в облигации американского Казначейства, которые считаются весьма ликвидными, хотя и приносят низкие доходы;

– фонды будущих поколений, цель которых состоит в том, чтобы сберечь для будущих поколений часть доходов от экспорта истощающихся природных ресурсов. Первым из таких фондов был созданный в 1953 г. в Кувейте фонд «Kuwait Investment Authority» (KIA), по модели которого в последующем были созданы фонды в других странах – экспортерах нефти. Такие фонды заинтересованы в более долгосрочных вложениях, в том числе в акции и облигации частных компаний и банков. Так, норвежский фонд GPFG участвует в капитале более 3 тыс. компаний, при этом его участия не превышают 1% капитала каждой компании. В целом 40% активов фонда помещены в акции и 60% – в облигации².

Суверенные фонды каждого из названных типов преследуют особые цели. Так, стабилизационные фонды, создаваемые в странах – экспортерах невозобновляемого сырья или энергоносителей, призваны компенсировать будущую неопределенность экспортных доходов. Такие фонды вкладывают свои средства в ликвидные и низкорисковые ценные бумаги. Остальные типы фондов могут предпочитать стратегию более долгосрочных инвестиций, чтобы диверсифицировать экономику страны своего происхождения. Стабилизирующее влияние суверенных фондов на финансовую систему связано не столько с длительным инвестиционным горизонтом или стратегией управления активами, сколько с разумными финансовыми целями. По данным опроса МВФ, 29% респондентов суверенных фондов заявили, что преследовали долгосрочные финансовые цели, а 42% – что проводили политику динамичного управления активами. При этом суверенные фонды обычно не стремились к мажоритарному участию в капитале и в большинстве случаев

¹ Du Grannut Ch. Les Fonds Souverains ou la Profonde Mutation des Relations Économiques Internationales // Problèmes écon. – P., 2008. – N 2951. – P. 8–15; Une Menace Pour la Stabilité Financière // Problèmes écon. – P., 2008. – N 2951. – P. 16–19

² Truman E. Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, 2010. – 186 P.

оставались «пассивными» инвесторами, не обладавшими правом голоса и не участвовавшими в работе правлений. Все это давало основание рассматривать суверенные фонды как «идеальных инвесторов» в отличие от тех инвесторов, которые использовали леверидж для финансирования своих вложений, что стало одной из причин финансового кризиса 2007–2009 гг. Исходя из этого некоторые специалисты стали рассматривать суверенные фонды одновременно как следствие международных экономических и финансовых диспропорций и как условие возвращения к равновесному состоянию. Однако, как подчеркивают французские специалисты Б. Бланшетон и И. Жегурель, было бы ошибочным полагать, что суверенные фонды реализуют исключительно стабилизирующую стратегию. Некоторые из них, например сингапурский фонд «Temasek Holdings» или фонды ОАЭ, стали проводить довольно агрессивную финансовую политику.

Сырьевой характер формирования основной части суверенных фондов определяет региональную структуру их происхождения. В 2013 г. 35% активов СИФов приходилось на нефтедобывающие страны Ближнего Востока. Еще 40% активов принадлежала фондам других стран Азии, образованным в основном за счет несырьевых доходов. На европейские государства (Норвегия, Россия, Ирландия) приходилось около 17% общих активов СИФов, но лишь в Ирландии суверенный фонд носил несырьевой характер (рис. 1). В число стран, обладающих крупнейшими в мире фондами национального благосостояния, в настоящее время входят ОАЭ, Норвегия, Сингапур, Саудовская Аравия и Кувейт (табл. 1).

Однако особняком стоят суверенные фонды Китая, которые в отличие от фондов других стран с формирующимся рынком преследуют одновременно экономические и политические цели. Как писала 10 августа 2007 г. газета «Daily Telegraph», пекинский режим рассматривает свои огромные валютные резервы (сегодня превышающие 3 трлн долл.) как «финансовое ядерное оружие»¹. Китай, противостоящий США по таким вопросам, как защита прав человека, расширение китайского экспорта, торговля контрафактной продукцией и т.д., является единственной страной, которая может использовать свою «поражающую финансовую силу» для достижения политических целей.

Инвестиционная стратегия суверенных фондов. Как отмечает большинство экспертов, суверенные фонды, хотя и значительно разнятся по направлениям и способам вложения капитала, определяемым стоящими перед ними задачами, имеют ряд общих особенностей инвестиционной политики, отличающих их от других государственных инвестиционных ин-

¹ Warde I. Fonds Souverains: Prédateurs, Sauveurs ou Dupes? // Monde diplomatique. – П., 2008. – А. 55, N 650. – П. 1; 8–9.

ституты, в том числе пенсионных фондов, банков и фондов развития. Важнейшей из них является стратегический характер инвестиций, ориентированных на долгосрочный результат и, как правило, не предусматривающих цели получения спекулятивной прибыли. Средства суверенных фондов инвестируются преимущественно в долговые ценные бумаги с длительными сроками погашения, акции и доли участия в компаниях, объекты недвижимости. Доля краткосрочных инвестиций достаточно высока только в СИФах стабилизационного характера, нуждающихся в запасе ликвидных активов, которые при возникновении кризисных явлений можно было бы оперативно и без потерь трансформировать в наличные средства¹.

Кроме того, в отличие от ряда других финансовых институтов, в частности, пенсионных фондов, деятельность которых жестко регулируется национальным законодательством, СИФы обычно пользуются определенной свободой принятия решений с точки зрения выбора инструментов, валюты и географии инвестирования. Это дает возможность фондам увеличивать доходность своих инвестиций за счет вложения средств в относительно рискованные виды активов, например, акции и доли участия в компаниях. Здесь суверенные фонды до некоторой степени напоминают хедж-фонды, а также нацеленные на финансовый результат и не связанные жесткими правовыми нормами. По сравнению с хедж-фондами, однако, в операциях СИФов существенно меньшее значение имеют спекулятивные мотивы.

Анализ инвестиционной стратегии СИФов, как правило, связан со значительными трудностями. Большинство фондов, на которые приходится основная часть мировых активов СИФов, непрозрачны, информации по структуре их инвестиций крайне мало. Особенно это относится к фондам, принадлежащим монархическим династиям мусульманского мира (ОАЭ, Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Бруней и Оман), а также фондам государств, традиционно предоставляющих ограниченные сведения о деятельности своих правительств (Китай, Венесуэла, Иран, Алжир). Так, веб-сайт крупнейшего в мире СИФа Abu Dhabi Investment Authority представляет собой всего лишь одну страницу с указанием адреса и контактного телефона. Своего рода исключения представляют СИФы Норвегии, Австралии, Новой Зеландии, американского штата Аляска и канадской провинции Альберта, регулярно публикующие информацию о размере активов, норме прибыли и структуре инвестиционного портфеля. Однако суммарная доля активов указанных СИФов сравнительно невелика (15–16% общих активов суверенных фондов), и по их инвестиционной стратегии нельзя судить о действиях всех фондов.

¹ Gasparro V., Pagano M. Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007–09 Financial Crisis // Financial Analysts Journal. 2010. Vol. 66. No. 3. P. 92–103.

Несмотря на отмеченные проблемы, экспертами периодически предпринимаются попытки проанализировать состояние инвестиционных портфелей СИФов и выявить закономерности их формирования. Так, по оценкам McKinsey Global Institute, нефтяные фонды стран Ближнего Востока предпочитают инвестировать в зарубежные активы, на которые в 2013 г. приходилось около 80% их капиталовложений. При этом почти половина (46%) указанных средств было инвестировано в портфели акций иностранных компаний, еще 42% – в высоконадежные финансовые инструменты (ценные бумаги с фиксированной доходностью и банковские депозиты), и только 12% направлено в прямые иностранные инвестиции, недвижимость, хедж-фонды и другие аналогичные активы с повышенной доходностью и рисками. Географическая структура капиталовложений нефтяных фондов в 2013 г. выглядела следующим образом: 55% приходилось на США, 18% – Европу, 22% – на страны Арабского Востока и Азии.

Выявить общие тенденции инвестирования средств несырьевых фондов довольно сложно, учитывая страновую специфику каждого фонда. Как отмечают специалисты Deutsche Bank, в основу своих инвестиционных стратегий большинство этих СИФов традиционно закладывают приобретение американских ценных бумаг, в первую очередь облигаций ФРС США. По оценкам Банка, в долларовых инструментах сегодня по-прежнему сосредоточено более половины активов несырьевых СИФов, хотя в последние годы их удельный вес постепенно уменьшается в пользу инвестиций в евро и других валютах.

Кроме того, ряд несырьевых фондов значительные средства инвестируют внутри своих стран. Так, Temasek Holdings (Сингапур) вкладывает в национальные компании около одной трети своих ресурсов, а China Investment Corporation более половины своего капитала размещает в настоящее время в Китае. Данная особенность несырьевых СИФов, очевидно, определяется их региональным происхождением: большинство таких фондов создано в государствах Юго-Восточной Азии с быстрорастущей экономикой, требующей значительных инвестиций, в связи с чем часть средств национальных СИФов направляется на цели внутреннего развития. Целесообразность такой инвестиционной политики определяется еще и тем, что доходность капиталовложений на бурно развивающихся рынках азиатских стран существенно выше, чем при работе с американскими и европейскими активами.

Инвестиционная политика суверенных фондов развивающихся стран в условиях дестабилизации мировых финансовых рынков. В 2007 г., в условиях развивающегося кризиса ипотеки subprime в США и усиления турбулентности на мировых рынках капитала, СИФы ряда развивающихся стран привлекли к себе всеобщее внимание, совершив несколько масштабных сделок с крупными пакетами акций ведущих американских и европейских финансовых институтов. Фонды из этих стран и раньше до-

статочно активно вкладывали средства в акции, направляя в них, по разным оценкам, в среднем около 40% активов, однако по своему характеру это в основном было портфельное инвестирование, когда приобретаемые пакеты акций составляли менее одного процента капитала компании-эмитента. Сделки с относительно крупными акционерными пакетами, в результате которых покупатель получал бы возможность оказывать влияние на компанию, выпустившую акции, носили единичный характер. Большая их часть совершалась арабскими фондами, а также сингапурским Temasek Holdings, который в 2005 г. приобрел в Китае 5,1% China Construction Bank Corp. за 2,5 млрд долл. и 5% Bank of China за 1,6 млрд долл., а в 2006 г. – 11,55% британского Standard Chartered Bank за 4 млрд долл.¹

Во второй половине 2007 г. – начале 2008 г. суверенные фонды из Сингапура, Саудовской Аравии, ОАЭ, Кувейта и Китая инвестировали в капитал ведущих американских и европейских банков, наиболее пострадавших от ипотечного кризиса в США, в общей сложности более 55 млрд долл., войдя, таким образом в число их крупнейших акционеров² (табл. 2). Фактически фонды воспользовались проблемами указанных институтов, которые в условиях глобального кризиса ликвидности по сути не имели иных серьезных альтернатив, кроме СИФов, для оперативного восполнения огромных финансовых потерь по ипотеке subprime³. Для фондов инвестиции в крупнейшие международные банки, безусловно, носили стратегический

¹ По словам американского профессора И. Ярда, в эпоху приватизации, глобализации и «победы рынка» создание суверенных фондов представляет собой парадокс. Как показал опыт, только суверенные фонды проявили готовность помочь терпящим бедствие гигантам западного бизнеса. 27 ноября 2007 г. фонд из Абу-Даби ADIA объявил о приобретении за 7,5 млрд долл. 4,9% капитала крупнейшего банка в мире «Citigroup». Несколько позже сингапурский фонд GIC внес 10 млрд долл. в капитал швейцарской банковской группы UBS, занимающей второе место в мире. В декабре 2007 г. китайский фонд CIC за 10 млрд долл. приобрел 9,9% капитала ведущего американского инвестиционного банка «Morgan Stanley». В целом за несколько недель до начала 2008 г. суверенные фонды инвестировали в финансовый сектор Запада более 60 млрд долл. Однако в условиях нынешней рецессии они понесли значительные потери от своих вложений. Так, сингапурский фонд GIC потерял 55% своих вложений в капитал швейцарского банка UBS, а фонд Абу-Даби ADIA – 40% вложений в «Citigroup». Такой дорогой стала плата суверенных фондов за взятие «финансовых крепостей».

² Суверенные фонды воздерживаются от инвестиций в такие высокорисковые и сложные инструменты, которые лежали в основе финансового кризиса 2007–2009 гг. Хотя из-за непрозрачности фондов точные данные о составе их портфелей отсутствуют, можно полагать, что большая часть их ресурсов вложена в акции, облигации и в такие гибридные инструменты, как конвертируемые облигации.

³ Окончательные выводы о результатах подобной политики делать пока преждевременно, можно предположить, что она отражает приспособленческую стратегию суверенных фондов, а не их стремление способствовать спасению международной банковской системы.

характер, позволяя им существенно укрепить свои позиции в глобальной финансовой системе.

Таблица 2

**Вложения суверенных фондов в капитал
ведущих западных банков в 2007–2008 гг.**

Западный банк	Страна	Суверенный фонд	Страна	Дата	Сумма (в млрд долл.)
Barclays	Великобритания	Temasek	Сингапур	25.07.2007	2,05
Barclays	Великобритания	China Development Bank	Китай	25.07.2007	3,08
Barclays	Великобритания	QIA	Катар	31.10.2008	11,74
Citigroup	США	Abu Dhabi Investment	ОАЭ	26.11.2007	7,5
Citigroup	США	GIC	Сингапур	15.01.2008	8,9
Citigroup	США	KIA,	Кувейт	15.01.2008	5,6
Credit Suisse	Швейцария	QIA	Катар	16.10.2008	8,71
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.12.2007	4,4
Merill Lynch	США	KIC, KIA	Ю. Корея, Кувейт	15.01.2008	8,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.02.2008	0,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	28.07.2008	0,8
Morgan Stanley	США	China Investment Corp.	Китай	19.12.2007	5,58
UBS	Швейцария	GIC	Сингапур	10.12.2007	9,75
UBS	Швейцария	Фонд не определен		10.12.2007	1,77
Unicredit	Италия	Libyan Investment Authority	Ливия	17.10.2008	1,61

Источник: ЕЦБ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>)

Помимо инвестиций в капитал банков, в 2007–2008 гг. СИФы из развивающихся стран совершили еще целый ряд заметных сделок по покупке долей участия в известных финансовых институтах, в том числе Лондонской фондовой бирже (LSE), американской бирже NASDAQ, шведской бир-

же ОМХ, американских фондах прямых инвестиций Blackstone и Carlyle.¹ Около двух третей капиталовложений в зарубежные банки и другие финансовые институты в 2012 г. – начале 2013 г. поступило из суверенных фондов стран Азии (из них 13% из Китая), еще одна треть – из ближневосточных СИФов. Больше других стран – около 30 млрд долл. – на эти цели инвестировал Сингапур через свои два СИФа.

Приобретение суверенными фондами доли в капитале крупных западных компаний и банков, испытывающих трудности в условиях кризиса, вызвало неоднозначную реакцию. Как заявил один из западных аналитиков, «должны ли мы соглашаться на то, чтобы коммунисты или террористы становились собственниками наших банков?» Другие на это отвечали: «Поскольку мы находимся в отчаянном положении, не имеет значения, кто будет вести дела». В целом если банки были не против «массивных, пассивных и терпеливых» инвестиций из стран Азии и Ближнего Востока, то многие западные политические деятели и СМИ проявляли беспокойство по поводу растущих инвестиций суверенных фондов. На Западе все чаще проявлялись признаки усиления протекционизма в отношении иностранных инвестиций. Так, Комитет по иностранным инвестициям США (Committee on Foreign Investment) получил право рекомендовать президенту «блокировать иностранные инвестиции, которые могут создавать угрозу для национальной безопасности страны»².

Однако потребность в ликвидных средствах заставляет Запад проявлять определенную сдержанность в отношении суверенных фондов. В этих условиях наблюдалась следующая эволюция: если до финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции суверенных фондов «членами очень закрытого клуба высоких финансов»³ не приветствовались, то сегодня они допускаются в капитал ведущих компаний и банков. Правда, при этом им навязываются определенные условия (например, отсутствие представительства в правлениях, определенный процент участия в капитале и т.д.), что явно противоречит принципам дерегулирования и является признаком усилива-

¹ В сентябре 2007 г. катарский фонд QIA приобрел 20% акций Лондонской биржи, а государственный холдинг «Bourse Doubaï» – о приобретении 19,9% капитала американской биржи НАСДАК. Среди других значительных приобретений, осуществленных в 2007 г., можно назвать покупку дубайским фондом «Istithmar» за 942,3 млрд долл. сети крупных магазинов «Barneys» в Нью-Йорке. В июле 2007 г. китайский банк «China Development Bank» вместе с сингапурским фондом «Temasek» приняли участие в размере 13 млрд евро в капитале английского банка «Barclays» [L'essor des Fonds Souverains Raviv les Protectionnnismes // Mondeéconomie. – P., 2007. – 2 oct. – P. 2–3.].

² Une Menace Pour la Stabilité Financière // Problèmes écon. – P., 2008. – N 2951. – P. 16–19.

³ Цит. по: De discrètes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes // Mondeéconomie. – P., 2007. – 2 oct. – P. 3.

ющего протекционизма. Резкие изменения в отношении западных политиков к суверенным фондам стали наблюдаться осенью 2007 г., когда встал вопрос о спасении терпящих бедствие западных банков. Вместе с тем особое беспокойство на Западе по-прежнему вызывает то, что, осуществляя свои инвестиции, суверенные фонды могут преследовать не только финансовые, но и политические, и стратегические цели, т.е. перестать быть пассивными инвесторами, а начать активно участвовать в принятии решений.¹

Деятельность суверенных фондов может способствовать ускорению экономического развития стран их происхождения, повышению уровня занятости и благосостояния населения, приобретению новейших технологий и управленческого опыта. Вместе с тем быстрое возрастание их роли в сфере международных финансов создает дополнительные риски для мировой финансовой системы. Кроме того, по мнению некоторых политиков, расширение вложений суверенных фондов в капиталы частных компаний «может сковать их творческие силы»². Так, президент Эстонии Т.Х. Ильвес назвал суверенные фонды «новой формой государственного капитализма», который может свести на нет успехи процесса приватизации в странах с переходной экономикой³. Все эти и другие соображения лежат в основе требований разработать меры по регулированию деятельности фондов, сохранив при этом открытый характер мировой финансовой системы.⁴

¹ Подобные попытки направлены на то, чтобы повысить эффективность суверенных фондов, обеспечить прозрачность их финансовых целей и потенциально позитивное влияние на международные рынки капиталов. Они призваны способствовать расширению инвестиционной базы Фондов за счет ценных бумаг, не эмитированных государством (таких как облигации и акции частного сектора, вложения в активы стран с развивающимися рынками, в сырьевые отрасли и т.д.), а также более эффективной диверсификации и распределению рисков в мировых масштабах.

² Wes M., Lankes H. FDI in Economies in Transition: M. a. as versus Greenfield Investment // *Transnat. corp.* – N.Y., 2001. – Vol.10, № 3. – P. 113–129; Yasemin, Yalta A. Effect of Capital Flight on Investment: Evidence from Emerging Markets // *Emerging Markets Finance and Trade*. November/December 2010. Vol. 46. Issue 6. P. 46–51.

³ Цит. по: Redon J., Thaler J. Fonds Souverains: Le Retour du Capitalisme d'Etat // *Problèmes écon.* – P., 2008. – N 2951. – P. 20–23.

⁴ В начале 2000-х годов быстрый рост фондов из-за непрозрачности их деятельности и планов стал восприниматься принимающими их инвестиции странами как угроза. С началом финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции фондов в западные банки стали приветствоваться. Некоторые специалисты, например члены финансовой комиссии Сената США, посчитали, что «суверенные фонды играют стабилизирующую роль в международной финансовой системе» [Blancheton B., Jegourel Y. Les Fonds Souverains: un Nouveau Mode de Régulation du Capitalisme Financier? // *Rev. de la regulation.* – P., 2009. – N 5. – Mode of access: <http://regulation.revues.org/index7461.html>.]. Ряд экспертов увидели в инвестициях фондов проявление новой формы финансового капитализма, при котором государство играет существенную роль.

Мнения экспертов о дальнейшем развитии инвестиционной стратегии суверенных фондов развивающихся стран сегодня разделились. Ряд аналитиков считает, что период «крупных покупок» близится к завершению, и вскоре эти СИФы вернутся к традиционной консервативной политике, ориентированной главным образом на портфельное инвестирование в акции и высоконадежные долговые инструменты.

Многие специалисты, однако, полагают, что наблюдаемое резкое увеличение инвестиций СИФов из развивающихся государств в крупные пакеты акций ведущих западных корпораций, в частности, финансовых, является не просто краткосрочной тенденцией, стимулированной благоприятной для них ситуацией на рынке¹. Оно отражает постепенный переход указанных СИФов к более агрессивной стратегии размещения средств, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и на более активное продвижение интересов своих стран в мировой экономике и финансовом секторе. Данная смена инвестиционной парадигмы фондов, в свою очередь, определяется отмеченным выше усилением позиций ведущих развивающихся государств в современной глобальной экономике, предполагающим, в том числе, расширение внешней экспансии их национальных финансовых институтов, включая СИФы.

Вопросы регулирования деятельности СИФов на международном уровне. Быстрое увеличение активов суверенных фондов развивающихся стран, а также реализованные ими в 2007–2013 г. крупные инвестиционные сделки, явно продемонстрировавшие новые финансовые возможности и устремления СИФов, вызвали серьезную озабоченность в политических и деловых кругах западных стран². Росту протекционистских настроений по отношению к фондам не помешал даже тот факт, что именно инвестиции СИФов позволили крупнейшим международным банкам существенно выправить свое финансовое положение, повысить уровень ликвидности и в целом способствовали стабилизации глобальных рынков капитала, пострадавших от чрезмерного увлечения американских и европейских банкиров спекулятивной высокорисковой ипотекой.

Основное беспокойство в США и европейских странах вызывают два обстоятельства, связанных с СИФами. Во-первых, эта высокая информационная закрытость и непрозрачность деятельности фондов, противоречащая принятой на Западе практике ведения финансового бизнеса. Данный

¹ Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing / ed. by Bolton P., Samama F., Stiglitz J. Columbia University Press, 2012. – 288 P.

² O'Brien J. Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Funds // The International Lawyer. 2008. Vol. 42. No. 4. P. 1231–1257.

факт делает СИФы своего рода «черными ящиками», чьи операции трудно оценить и спрогнозировать. Учитывая огромные объемы капитала, контролируемые СИФами, непрозрачность и непредсказуемость их действий рассматривается как серьезная угроза стабильности мировой финансовой системы¹.

Во-вторых, многие критикуют тесную связь СИФов с правительствами своих стран, далеко не все из которых относятся к числу «друзей Запада». В сочетании с непрозрачностью операций это позволяет усматривать в деятельности фондов не только обычные коммерческие мотивы, но и совершенно определенные геополитические интересы. Высказываются серьезные опасения, что инвестиции фондов в такие стратегические отрасли экономики США и ЕС, как телекоммуникации, инфраструктура, энергетика, финансовый сектор, могут обеспечить их странам мощный рычаг давления на западные государства и превратиться тем самым в значимую угрозу их национальной безопасности.

Указанные соображения побудили некоторые государства и международные организации приступить к разработке требований и рекомендаций к инвестиционной политике СИФов и порядку их допуска на национальные финансовые рынки. Так, в феврале 2012 г. Еврокомиссия подготовила предложения для руководящих органов ЕС (*A common European approach to Sovereign Wealth Funds*), в которых формируются общие принципы регулирования деятельности зарубежных СИФов в странах Евросоюза.² Основным из них является принцип взаимной открытости (симметрии): суверенный фонд может свободно работать в ЕС, если в его стране нет существенных ограничений на европейские инвестиции.

¹ Quadrio Curzio A., Miceli V. *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-Owned Investment Funds*. Harriman Finance Essentials, 2010. – 233 P.

² Экспансия суверенных фондов вызвала острую реакцию официальных кругов на Западе, усилив протекционистские тенденции. Бывший президент США Дж. Буш в 2008 г. призвал изучить последствия участия «Bourse Doubaï» в капитале американской биржи NASDAQ с точки зрения его воздействия на национальную безопасность. 10 сентября 2007 г. французский президент Н. Саркози и канцлер Германии А. Меркель заявили о том, что Европейский союз должен уделять особое внимание тем областям, где конкуренция искажается из-за действий суверенных фондов. А. Меркель при этом отметила, что Германия намерена создать государственный фонд для того, чтобы противостоять враждебным захватам немецких предприятий и банков [*De discrètes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes // Mondeéconomie*. – P., 2007. – 2 oct. – P. 3.]. Во Франции Орган по регулированию финансовых рынков (*Autorité des marchés financiers*) имеет право запросить у иностранного инвестора, намерен ли он осуществить публичное предложение на приобретение акций французской компании. В случае отсутствия ответа на этот вопрос такая операция будет запрещена в течение шести месяцев.

Значительное внимание в документе Еврокомиссии также уделено вопросам управления и повышения транспарентности фондов. Фондам рекомендуется, в частности:

- публиковать свою инвестиционную политику, раскрывая в ней цели и направления капиталовложений;
- применять только общепринятые процедуры покупки активов и отказаться от «серых» схем вхождения на финансовый рынок ЕС;
- повысить прозрачность деятельности за счет ежегодной публикации данных об инвестиционной позиции и структуре активов, источниках финансирования операций и другой информации.

Для снятия подозрений о наличии политических мотивов в деятельности СИФов странам – их владельцам предлагается обеспечить операционную независимость фондов, четко определив при этом правила управления ими и порядок взаимодействия фондов с государственными властями.

Указанные принципы и требования к суверенным фондам Евросоюз предполагает закрепить в двусторонних соглашениях со странами – их владельцами. Переговоры по вопросам заключения таких соглашений Еврокомиссия планирует провести в течение 2013–2015 гг. В то же время, по заявлениям руководства ЕЦБ, Евросоюз пока не готовит нормативных актов, которые напрямую бы ограничивали деятельность фондов третьих стран в Европе.

Важное значение для регулирования операций СИФов в глобальном масштабе будет иметь принятие Декларации по оптимальной практике деятельности суверенных фондов, подготавливаемой в настоящее время в МВФ. Ожидается, что в этом документе, как и в предложениях Еврокомиссии, основной упор будет сделан на вопросах независимости управления и транспарентности фондов. Еще одна международная организация – ОЭСР, в свою очередь, работает над добровольным кодексом для стран, получающих инвестиции СИФов. Предлагается, в частности, чтобы эти страны избегали протекционистской политики и поддерживали справедливые и прозрачные инвестиционные сделки суверенных фондов.

В США, как отмечалось выше, в качестве превентивной меры по недопущению в страну нежелательных инвестиций в 2007 г. был принят специальный закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности. Данный закон применим и к операциям зарубежных суверенных фондов, сделки которых с акциями американских компаний и финансовых институтов могут быть заблокированы, если, по мнению американских властей, они угрожают интересам национальной безопасности США. Контроль за поступлением внешнего капитала, в том числе средств СИФов, осуществляет специальный правительственный орган – Комитет по иностранным инвестициям в США (CFIUS).

Как считают некоторые эксперты, усиление протекционизма связано с боязнью того, что цели суверенных фондов, приобретающих зарубежные активы, выходят за пределы поиска высоких финансовых доходов. Развитые страны опасаются, что эти инвестиции могут затронуть такие важные вопросы, как условия конкуренции, утрата защищаемой технологии и стратегических активов в таких отраслях, как энергетика или финансовая система. Органы ЕС, в частности Еврокомиссия, предлагают разработать общую политику защиты европейской экономики, чтобы «единый рынок не был фрагментирован, если каждая страна – участница ЕС будет проводить собственную политику защиты от нашествия третьих стран».

В последнее время «символом экономического патриотизма» стал энергетический сектор, который в большинстве даже самых глобализированных стран защищен как стратегическая отрасль национальной экономики. Так, в США в 2005 г. конгресс не допустил приобретения нефтяной компании Unocal китайской компанией «Споос». Недавний случай: запрет на приобретение российским Сбербанком немецкой компании Opel под тем предлогом, что Сбербанк находится под контролем государства.¹ Менее известный, но показательный пример – покупка в 2009 году «Сургутнефтегазом» 21% пакета венгерской нефтяной компании MOL.² Данный пакет был приобретен у австрийской компании OMV по цене, вдвое превышающей рыночную. «Сургутнефтегаз» столкнулся с жестким противодействием менеджмента компании, которое было всецело поддержано венгерским правительством, а затем и Европарламентом, увидевшим в сделке угрозу европейской энергетической безопасности. В итоге «Сургутнефтегаз» так и не смог стать полноправным собственником MOL и получить доступ к документации по Nabucco, не говоря уже об установлении контроля над венгерским концерном³.

¹ Развитые страны вряд ли смогут полностью закрыть двери перед инвестициями стран с формирующимся рынком, которые к тому же финансируют их дефициты. В 2013 г. США, Великобритания и страны зоны евро выпустили облигации государственных займов на сумму 1461 млрд долл., большая часть которых была приобретена инвесторами из стран с формирующимся рынком. Вместе с тем центральные банки этих стран стремятся к диверсификации активов, приобретаемых за счет растущих валютных резервов, что делает инструменты, обращающиеся на биржах развитых государств, привлекательными для таких инвестиций.

² MOL – крупнейшее в Венгрии нефтегазовое предприятие, занимающееся разведкой и добычей, транспортировкой углеводородов, эксплуатацией сети магистральных газопроводов протяженностью 5200 км. и управляющее более 400 АЗС в Венгрии Австрии, Италии, Словении, Хорватии, Словакии и Румынии. Кроме того, MOL является ключевой компанией в реализации проекта Nabucco – конкурента российского «Южного потока».

³ Квашнина И. Влияние зарубежных инвестиций на инновационное развитие российской экономики // Электронный каталог Института экономики РАН. 2011.

В перспективе следует ожидать усиления давления на суверенные фонды развивающихся стран со стороны США и ЕС, чтобы, с одной стороны, сделать их более транспарентными и предсказуемыми, с другой стороны, попытаться направить инвестиции фондов в нужное для принимающих стран русло, например, в их государственные облигации.

Как уже было сказано выше, принятие жестких протекционистских мер по отношению к СИФам сегодня маловероятно, учитывая постоянно растущую зависимость экономики западных стран, и особенно США, от капиталовложений из развивающихся государств. Таким образом, фонды, которые хотя бы формально смогут выполнить основные требования европейских и американских властей, прежде всего, в части независимости управления и прозрачности, сохранят хорошие возможности для работы на рынках капитала США и Европы.

В свою очередь, ОЭСР, МВФ и Всемирный банк начали разработку кодекса хорошего поведения для суверенных фондов, в основе которого должны лежать два принципа: принцип прозрачности, предполагающий регулярную публикацию данных о структуре, обязательствах, вложениях и целях фонда; принцип ответственности фонда за свою деятельность. Кодекс направлен на то, чтобы сделать инвестиции фондов предсказуемыми, поскольку они могут руководствоваться не только принципами экономической рациональности, но и различными неэкономическими (политическими, социальными, военными и т.д.) соображениями правительств стран их происхождения. Однако даже неожиданный массированный приток средств, нацеленный на получение прибыли, может вызвать нарушение равновесия на рынках капиталов и подорвать стабильность мировой финансовой системы.

* * *

Таким образом, в течение 2007–2013 гг. суверенные фонды вошли в капитал множества ведущих западных компаний и банков. Хотя окончательные выводы о результатах подобной политики делать пока преждевременно, можно предположить, что она отражает приспособленческую стратегию фондов, а не их стремление способствовать спасению международной банковской системы.

Наибольшую активность во вхождении в капитал и рекапитализации западных банков проявляли суверенные фонды азиатских стран и стран Персидского залива. На долю фондов стран Персидского залива приходится около 30% участия в капитале западных банков, столько же приходится на долю двух азиатских фондов («Temasek Holdings» и GIC из Сингапура). Они участвуют в капитале ведущих мировых банков – «Citigroup», «Morgan

Stanley», «Merrill Lynch», «Barclays», «Crédit Suisse» и UBS. Характерно, что суверенные фонды не участвовали в капитале немецких, французских, итальянских и испанских банков, которые также нуждались в дополнительных капиталах. Развивающиеся страны стремились вкладывать средства в наиболее рентабельные банки.

Риск системного заражения был бы гораздо выше, если бы суверенные фонды не вкладывали капиталы в западные банки, не выступили как инвесторы, пришедшие на помощь крупным банкам. Когда в декабре 2007 г. американский банк «Merrill Lynch» объявил о необходимости привлечь 12,8 млрд долл., суверенные фонды вложили в него 9 млрд долл., а остальная сумма поступила от других инвестиционных и пенсионных фондов.

Активы, управляемые суверенными фондами, пока невелики: они представляют всего 3% суммы мировой биржевой капитализации. Кроме того, сумма их вложений в период кризиса относительно невелика по сравнению с суммами, выделенными ФРС и Европейским центральным банком для спасения финансовой системы (соответственно 24 млрд долл. и 94,8 млрд евро). В сентябре 2008 г. Министерство финансов США выделило для спасения ипотечных агентств «Fannie Mae» и «Freddie Mac» 200 млрд долл.

В конце 2007 г. и в начале 2008 г. участие суверенных фондов в капитале западных банков имело определенное стабилизирующее воздействие, но вместе с тем было направлено на получение доходов. Более того, наиболее активные суверенные фонды прибегали с этой целью к услугам управляющих активами компаний, что исключало какие бы то ни было политические амбиции правительств стран происхождения суверенных фондов. Приобретая доли участия в капитале банков, развивающиеся страны исходили из того, что с начала финансового кризиса стоимость их активов снизилась и что можно рассчитывать на повышение этой стоимости в долгосрочном плане. Однако в последующем в связи с продолжающимся снижением цен на банковские активы указанные страны замедлили процесс вхождения в капитал западных банков. Так, фонд ADIA, будучи акционером «Citigroup», отказался участвовать в его спасении.

Потери, понесенные суверенными фондами от падения стоимости банковских активов, заставили их руководство изменить инвестиционную стратегию. Правительственные органы Китая решили переориентировать деятельность своих фондов на финансирование национальных проектов и банковского сектора. По этому пути пошли и фонды стран Персидского залива, ставшие уделять внимание инвестированию в финансово-банковский сектор соседних стран.

Характерно, что ведущие банки Швейцарии и Великобритании, нуждающиеся в увеличении собственных капиталов (рекапитализации), пред-

почитают пользоваться для этого услугами суверенных фондов, а не помощью со стороны своего государства, хотя последняя может обходиться дешевле. Это объясняется стремлением банковского руководства сохранять независимость от государства и возможность брать на себя риски, а также выплачивать высокое вознаграждение своим топ-менеджерам и трейдерам.

Хотя стабилизирующее влияние деятельности суверенных фондов на финансовую систему не следует отрицать, мотивы их участия в капитале западных банков в целом не отличаются от мотивов частных инвестиционных фондов. Вместе с тем эволюция суверенных фондов свидетельствует о развитии многополярности в финансовом мире, в реформировании которого страны с развивающимися рынками со временем неизбежно будут играть большую, чем сегодня, роль.
