4. Соловьев А.И. Политология: политическая теория, политические технологии. М.: Аспект Пресс, 2003. – 559 с. 5. Merriam C. Civic Training in the United States. Chicago. University of Chicago Press, 1934.

6.Алмонд Г., Верба С. Гражданская культура. Политические установки и демократии пяти наций. М. Гардарики, 2009.

7. Heunks F., Hikspoors F. Political Culture 1960-1990// Values in Western Societies/ Ed by De Moor R. – Tilburg: Tilburg Univ. Press, 1995.

8. Алмонд Г., Верба С. Гражданская культура и стабильность демократии // Полис. – 1992.– №4.

9. Хайек Фридрих Август фон. Дорога к рабству. М.: Новое издательство, 2005.

10.Поппер К. Открытое общество и его враги. М.: Изд-во Международный фонд «Культурная инициатива», 1993.

11. Гавров С.Н. Модернизация России: постимперский транзит. М.: Изд-во МГУДТ, 2010.

УДК 336.13

*Ибраев Р.Х.*

**Инвестиционные стратегии суверенных фондов: анализ структуры управления**

*В статье представлен анализ структуры управления и особенностей формирования инвестиционной стратегии суверенных фондов государств. Описывается процесс формирования инвестиционного портфеля, основные риски, лежащие в основе управления активами суверенных фондов, а также наиболее характерные для фондов инструменты финансовых рынков.*

*Ключевые слова: Институциональные инвесторы, суверенные фонды благосостояния, стратегическое распределение активов, финансовые рынки.*

Посредством своих суверенных фондов правительства различных стран мира с избыточной ликвидностью стали одними из ключевых игроков на финансовых рынках. Несмотря на относительно долгое и неоднообразное историческое развитие, эти крупные государственные инвестиционные фонды с начала прошлого десятилетия стали активно вкладывать суверенный капитал в широкий спектр финансовых инструментов: акции, облигации, недвижимость, различные инвестиционные фонды.

Помимо крупных капиталовложений в банковский сектор США и Западной Европы на стыке 2007-2008 гг., суверенные фонды осуществляли не менее крупные инвестиции и в другие отрасли различных стран. Так, в 2009 году Инвестиционный совет Катара (Qatar Investment Authority) договорился о покупке 10% акций немецкого концерна Porsche за 10 млрд долл., а также предоставить автопроизводителю синдицированный кредит в размере 376 млн долл. [1]. Однако в условиях высокой волатильности на мировых финансовых рынках, в том числе при низкой ставке доходности по долговым инструментам, особое внимание суверенных фондов сегодня сконцентрировано на альтернативных инструментах, главным образом, недвижимости. В первую очередь, данный тип альтернативных инвестиций помогает лучше диверсифицировать портфели суверенных фондов, а с учетом специфических требований к их инвестициям, недвижимость таких крупных городов, как Нью-Йорк, Лондон, Мюнхен или Париж, более ликвидна по сравнению с другими городами, что объясняет особую заинтересованность в капиталовложениях на развитых рынках. Кроме того, именно инвестиции в недвижимость удовлетворяют основным критериям инвестиционной стратегии суверенных фондов – обеспечение невысокой, но стабильной доходности. Пока-

зательным примером может служить покупка в 2012 году Китайской инвестиционной корпорацией (China Investment Corporation) за 325 млн долл. штаб-квартиры «Дойче Банк» (Deutsche Bank) в лондонском Сити. В том же году азербайджанский Государственный нефтяной фонд (State Oil Fund) купил в Лондоне офисных зданий на 278 млн долл.

По своей сущности функционирование суверенных фондов на рынке капитала формировалось на фоне неоднообразного исторического контекста, а именно постоянно меняющейся ситуации на мировых рынках нефти и других природных ресурсов, выступающих ключевым фактором формирования фондов, а также событий, формировавших объем государственных накоплений, например, международных конфликтов. Так, с момента создания первых суверенных фондов, традиционно средства вкладывались в такие активы как гособлигации и депозиты международных банков западных стран. Вместе с тем, такая консервативная модель инвестиционной деятельности суверенных фондов с течением времени значительно преобразовалась. В частности, за последние несколько лет, данные фонды расширили свое присутствие в различных странах, тем самым стараясь диверсифицировать источники дохода и увеличить доходность своих вложений.

На сегодняшний день исследованию деятельности суверенных фондов благосостояния на мировых финансовых рынках, в том числе структуры и особенностей их инвестиционной политики, посвящено достаточное количество работ, среди которых можно выделить труды Р. Бэка, К. Болдинга, С. Джена, С. Берштейна, Т. Сана. [2-6]. Между тем, более глубокий анализ относительно влияния инвестиций суверенных фондов на стоимость финансовых активов можно найти в работах Б. Борлотти, Дж. Коттера, К. Девентера [7-9] и др.

В целом результат успешного функционирования суверенных фондов в турбулентных условиях современного глобального рынка капитала во многом объясняется тщательно продуманной и эффективной структурой управления, сфокусированной на достижение поставленных государственным аппаратом целей и задач фонда. По причине того, что суверенные фонды представляют собой крупный пул государственных финансов, а точнее часть национального богатства, управление фондами данного типа должно быть максимально транспарентным и основываться на детально продуманной инвестиционной стратегии. Кроме того, данный факт сопровождается наличием определенных рисков, присущих крупным институциональным инвесторам, которые заметно выше по сравнению с частными инвесторами.

В связи с этим управлявшие активами суверенного фонда, прежде всего, определяют приемлемый для себя уровень риска и доходности, уровень ликвидности, а также горизонт инвестирования. Как становится понятным, наравне с любым другим инвестором на мировом финансовом рынке суверенные фонды руководствуются универсальными правилами и методикой управления средствами. Так, инвестиционная деятельность суверенных фондов аналогична инвестиционной деятельности таких институтов, как пенсионные фонды, центральные банки, хедж-фонды, фонды прямых и взаимных инвестиций, страховые компании. Для всех указанных участников глобального рынка капитала можно выделить следующие основные характеристики:

- крупные активы под управлением, способные оказывать влияние на глобальный поток капитала;
- консервативный принцип управления (без учета хедж-фондов и других фондов, которые прибегают к рисковому управлению);
- долгосрочный инвестиционный горизонт.

Тем не менее, управлению активами суверенными фондами присуща своя специфика. Так, большинство этих фондов:

- управляют портфелями, состоящими во многом (зачастую и на 100%) из иностранных активов;

- не имеют четко выраженных обязательств;
- имеют наиболее схожий с пенсионными фондами консервативный принцип управления;
- на финансовых рынках во многом придерживаются долгосрочной стратегии (buy-and-hold), тем самым ограничивая операции спекулятивного характера;
- не используют механизм привлечения заемных средства (леверидж);
- инвестируют на новых сегментах и в новые инструменты с повышенным риском, полностью понимая их суть и связанные с ними неопределенности, что сопровождается жестким контролем над их деятельностью со стороны государственного аппарата;
- в течение длительного времени могут не фиксировать убыточные позиции в финансовых активах благодаря длинному инвестиционному горизонту и крупным активам под управлением;
- в большинстве случаев не фиксируют «короткие» позиции;
- инвестируют в различные активы, стремясь получить отдачу, превышающую безрисковую норму доходности.
- в отличие от международных фондов (например, МВФ) носят национальный характер и имеют специфику надзорной деятельности [10].

На сегодняшний день не существует единого мнения по поводу оптимальной инвестиционной стратегии для управления активами суверенного фонда, в том числе в части выбора пропорций размещения средств по классам и типам активов. Выбор оптимальной структуры вложений активов этих фондов заключается в поиске баланса между ограничениями, действующими в нормативно-правовой системе, и особенностями самого суверенного фонда [11]. Кроме того, определенное влияние на данную структуру оказывают профессиональные навыки инвесторов и компаний (в случае внешнего управления) [12].

Вместе с тем, формирование инвестиционных стратегий суверенными фондами, как правило, является сложным процессом и состоит из трех ключевых этапов:

1. **Определение профиля обязательств** (цели инвестирования, объемы инвестируемых средств, ориентиры и правила инвестирования);
2. **Оптимальное соотношение доходности и риска** (инструменты, инвестиционный горизонт, уровень доходности и риска);
3. **Стратегическое распределение активов** (по классам активов, странам и регионам, валютам, кредитным рейтингам, срокам инвестирования)[1].

Именно на первом этапе государственный аппарат определяет принцип управления суверенным фондов – будет ли он стабилизационным (резервным), либо ориентирован на более долгосрочные цели (например, в виде фонда национального благосостояния или сбережений). Итоговым результатом является формирование целей и задач управления, ориентиров параметра риска-доходности, а также обязательных ограничений и правил, по которым в дальнейшем будет управляться фонд. От того, насколько корректны будут эти правила и как будут расставлены приоритеты, будет завесить вся остальная работа по размещению средств.

Основной задачей второго этапа формирования инвестиционной стратегии суверенного фонда является определение и выбор оптимального соотношения двух ключевых параметров – риска и доходности. Эти показатели не обязательно отражены в нормативных или хотя бы публичных документах, однако управляющие фондами ориентируются на них при выборе финансовых инструментов и их комбинировании в совокупном портфеле, а

[1] Источник: данные суверенных фондов. Составлено автором.

также при выборе пассивных или активных способов реализации инвестиционной стратегии. При этом основное внимание здесь уделяется имеющемуся у фонда профилю обязательств, а регулятором вышеуказанных параметров является пул финансовых инструментов, предусмотренных для инвестирования на финансовых рынках. Утверждая основные принципы управления управляющие могут преследовать разные цели - либо максимизировать доходность, либо обеспечить максимальную сохранность средств, применяя более консервативный подход. Вместе с тем, одним из ключевых элементов второго этапа служит определение инвестиционного горизонта (*англ.* investment horizon). Промежуток времени, в течение которого фонд будет владеть ценными бумагами или иными финансовыми инструментами, в которые были осуществлены инвестиции. Инвестиционный горизонт используется, чтобы определить приемлемый уровень доходности и желаемый уровень риска.

Так, для одних фондов, например, фондов будущих поколений инвестиционный горизонт может быть относительно долгосрочным, в то время как для резервных (стабилизационных), как правило, краткосрочным.

Зачастую при определении инвестиционного горизонта управляющие суверенного фонда учитывают следующие важнейшие факторы (риски):

- неравномерность объема доходов от реализации природных ресурсов и неопределенность в их запасах и добыче;
- возможность наложения на суверенный фонд ранее не свойственных ему обязательств (иногда политически мотивированных).

В связи с этим представляется разумным следовать более консервативному подходу в управлении активами фонда, учитывая низкую вероятность достаточности поступлений, тем самым сокращая инвестиционный горизонт. Кроме того, управляющим активами в своих инвестиционных портфелях следует формировать инструменты хеджирования от негативного эффекта, вызванного такими скачками цен на нефть [13].

Наряду с вышеуказанными факторами при реализации суверенными фондами инвестиционной стратегии управляющие должны учитывать следующие ключевые риски, характерные для институциональных инвесторов:

- финансовые:

– рыночный риск (например, риск изменения процентных ставок и курса валют, стоимости ценных бумаг и товаров);

– кредитный риск (вероятность невыполнения эмитентом своих обязательств, контрагентом – расчетов);

– риск ликвидности;

- операционные:

– кадровый риск (например, некомпетентность и мошенничество, как внутреннего персонала, так и персонала внешних управляющих);

– риск нарушения процесса или деятельности фонда в целом;

– технологический и юридический риск;

- риски, связанные с регулированием;
- репутационные.

Если с финансовыми и операционными рисками все достаточно ясно, то репутационные риски и риски, связанные с регулированием, особенно характерны и не менее опасны для успешного функционирования суверенных фондов. Так, неопределенности, связанные с регулированием, вытекают из изменений законодательных и нормативно-правовых актов, определяющих деятельность суверенных фондов в странах происхождения, а также странах-реципиентах инвестиций. Между тем, потенциальные риски того, что негативное общественное мнение по отношению к инвестиционной деятельности суверенного фонда, независимо от того, справедливо оно или

нет, может привести к тому, что управляющие активами фонда будут вынуждены нести неоправданные расходы, что в свою очередь влечет к худшим последствиям. Речь идет о репутационных рисках, которые могут вызвать дорогостоящие судебные издержки, потерю партнеров (особенно за рубежом), а также ослабление международной позиции и авторитета страны, владеющим таким фондом.

Таким образом, управляющие суверенными фондами должны определить приемлемый уровень риска (*англ.* risk tolerance). Так, предпочтением того или иного выбора оптимального уровня риска может выступать как максимально допустимое отклонение реального финансового результата от ожидаемого, оцененное в конечной точке инвестиционного горизонта в момент изъятия средств с рынка. Однако зачастую управляющие недавно созданных суверенных фондов стремятся всяческими способами сохранить стоимость активов под управлением в реальном или номинальном выражении, что фактически означает нулевое значение приемлемого риска. Впоследствии при получении хотя бы сколько-нибудь значимого положительного результата, тем самым сокращая репутационный риск, управляющие таких фондов позволяют себе увеличить приемлемый уровень риска. Все же стоит учитывать, что суверенные фонды являются, в первую очередь, долгосрочными институциональными инвесторами, и ежедневная (относительно невысокая) волатильность инвестиционного дохода не должна быть причиной для обеспокоенности.

В целях проведения оценки и калькуляции ориентиров доходности и риска управляющие суверенных фондов используют такие показатели и инструменты, как минимальный уровень доходности (rate of return), максимальная дюрация портфеля (bond duration), предельная величина ошибки слежения (tracking error), стоимостная мера риска (value-at-risk models), кредитные рейтинги (credit ratings) и др.

После определения целей инвестирования, оптимального уровня риска и доходности управляющие суверенных фондов приступают к третьему этапу формирования инвестиционной стратегии, на котором разрабатывается стратегическое распределение активов (*англ.* strategic asset allocation) по классам активов, странам и регионам, валютам, кредитным рейтингам (согласно классификации различных международных рейтинговых агентств) и срокам инвестирования. На сегодняшний день на мировых финансовых рынках обращаются самые разные и концептуально новые финансовые инструменты, которые дают инвесторам с наличием определенных профессиональных знаний массу возможностей формировать и хеджировать свои инвестиционные портфели.

Стратегическое распределение активов обычно реализуется в формировании эталонного портфеля (бенчмаркинге), который отражает долгосрочные задачи, профиль суверенного фонда, инвестиционный горизонт, для которого установлены ожидаемые параметры доходности и риска, и характеристики различных классов активов. Зачастую бенчмарки суверенных фондов, как и многих других институциональных инвесторов, представлены в виде долгосрочного целевого распределения (*англ.* target distribution) или диапазона распределения (*англ.* range of distribution) средств по каждому классу активов.

Бенчмарки могут быть сформированы путем аналитического и технического инвестиционного анализа, например, путем использования методов моделирования активов и пассивов (*англ.* asset-liability modeling), а также определения косвенных бенчмарков (*англ.* implicit benchmarks). В свою очередь, бенчмарки утверждаются в целях:

1) ограничения риска вложений средств фонда путем диверсификации по различным классам активов;
2) оценки инвестиционной деятельности оперативных управляющих.

Согласно мнению некоторых исследователей, оптимальный портфель суверенных фондов должен состоять из комбинации таких финансовых активов, которые минимально или отрицательно коррелируют с ценами на нефть, особенно для фондов, формируемых преимущественно за счет реализации нефтяных ресурсов [13]. Поэтому зачастую в целях максимальной диверсификации инвестиционного портфеля фонда после согласования с основными макроэкономическими прогнозами и ориентирами происходит оценка различных вариантов сочетаний классов активов с наиболее низкой или отрицательной корреляцией.

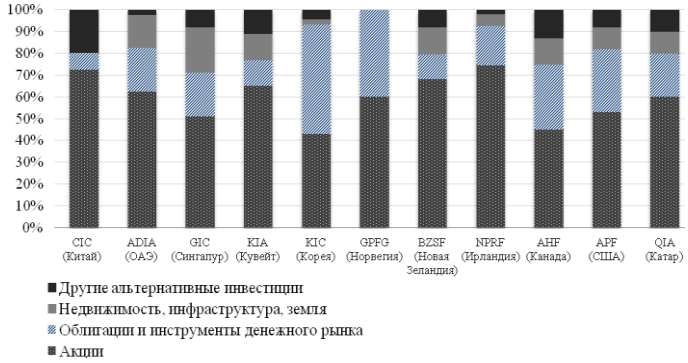
Как становится понятным, итоговым результатом стратегического распределения активов является определение доли (веса) различных классов активов, главным образом, соответствующих ключевым целям и задачам фонда. Кроме того, следует отметить, что стратегическое распределение активов базируется на прогнозах именно в долгосрочной перспективе и не предусматривает прогнозов, формируемых при тактическом распределении активов (*англ.* tactical asset allocation), ориентированного, прежде всего, на корректировку весов отдельных видов активов с учетом постоянно меняющейся конъюнктуры финансового рынка.

Само по себе стратегическое распределение осуществляется не одним выбранным подразделением, а всеми основными органами управления фонда, так как данный процесс должен учитывать все риски, лежащие в основе управления крупного капитала. Несмотря на то, что в мире функционирует порядка 70 суверенных фондов, в управлении кадого из них можно выделить три основных элемента: собственника (государство), стратегического управляющего (министерство финансов, совет управляющих, инвестиционный комитет) и оперативного управляющего (центральный банк). В соответствии с нормативно-правовыми актами или решением собственника управление средствами суверенного фонда осуществляют два ключевых органа – стратегический и оперативный управляющий.

На практике формирование долгосрочной инвестиционной стратегии среди суверенных фондов происходит по-разному. Так, для стабилизационных фондов характерно более консервативное управление в силу своего основного предназначения – выполнение функции хеджирования обязательств, которые были приняты бюджетами разных уровней. В связи с этим управление активами таких фондов осуществляется преимущественно с целью обеспечения максимальной сохранности и ликвидности инвестируемых средств, что идентично управлению валютными резервами центральных банков с жесткими ограничениями. Иными словами, инвестиционная стратегия реализуется таким образом, чтобы, прежде всего, фонд характеризовался наличием необходимой ликвидности в случае, когда это необходимо [14]. Таким образом, традиционными видами вложения средств под управлением резервных (стабилизационных) фондов являются высоконадежные банковские депозиты и высококлассные гособлигации (например, США), а также инструменты денежного рынка и казначейские векселя с погашением в течение одного года.

Другая ситуация обстоит с фондами, имеющими более долгосрочный инвестиционный горизонт, например, фонды национального благосостояния или будущих поколений, ориентированных именно на сохранение средств от их обесценения. Следовательно, фонды такого типа предполагают использование более широкого спектра финансовых инструментов, среди которых основными можно считать акции, корпоративные облигации, недвижимость (в том числе объекты инфраструктуры, земли и ресурсы), а также другие альтернативные инструменты (преимущественно венчурные инвестиции, хедж-фонды, взаимные фонды, биржевые фонды (ETFs), сырьевые товары). Именно эти инструменты глобального рынка характеризуют особенности инвестиционных стратегий суверенных фондов на сегодняшний день с точки зрения стремления к максимизации доходности и склонности к риску (см.рис.).

Рис. 1. Структура инвестиций по классам активов некоторых крупнейших суверенных фондов (по состоянию на январь 2013г.) [15]




Источник: данные суверенных фондов, составлено автором.

Согласно вышеприведенным данным, в среднем (среднее простое) не менее 55-60% активов суверенных фондов размещены в акциях, в то время как доля облигаций и инструментов денежного рынка составляет порядка 25%. Такая высокая доля акций (активов, связанных с достаточно высоким уровнем риска) в портфеле суверенного фонда объясняется несколькими причинами. Во-первых, рынок акций по своей природе менее волатилен по сравнению со стоимостью запасов нефти или газа в земле. Кроме того, финансовые активы характеризуются свойством восстанавливать свою стоимость с течением времени, а природные ресурсы являются невозобновляемым ресурсом. Во-вторых, правительство должно покрывать огромные затраты на содержание накопленного капитала, а в этом случае безрисковая норма доходности просто не может восполнить крупные потери на фоне обесценения национальной валюты.

Другой причиной, по которой суверенным фондам свойственно инвестировать в рисковые активы, может являться наличие премии доходности по сравнению с облигациями, свидетельствующие в пользу акций на очень длительных горизонтах. Так, согласно наиболее авторитетному исследованию London Business School дополнительная премия в доходности в акциях оценена в 3-3,5% в год в геометрической доходности и 4,25-4,5% в год арифметической доходности для глобального индекса [16]. Однако вместе с тем существует и скептицизм в отношении данного факта. Так, норвежский Государственный пенсионный фонд «Глобальный» за период с 1998 по 2012 гг. получил равную доходность от вложений своих активов в акции и облигации на уровне 5,05% (доля инструментов в структуре портфеля составляла порядка 60% и 40% соответственно) [17]. Это означает, что инвесторы не компенсировали риск, связанный с тем фактом, что стоимость акций имеет тенденцию к более высокой волатильности по сравнению с облигациями. При этом за указанный 15-летний период произошло несколько крупных финансовых кризисов, на фоне которых наблюдалось заметное снижение процентных ставок.

При этом стоит отметить, что на сегодняшний день вложения в акции находятся на исторических минимумах, что во многом объясняется увеличившимися рисками вследствие углубления финансового кризиса в западных странах, особенно в Европе. Как уже было сказано ранее, в последние несколько лет выгоды диверсификации и поиск более высокой доходности стали главным фактором роста вложений суверенных фондов в альтернативные инструменты. Необходимо учитывать, что зачастую пенсионные фонды в структуре вложений в альтернативные инвестиции могут классифицировать каждый актив по-разному. Так, некоторые из суверенных фондов интерпретируют инвестиции в инфраструктуру как вло-

жения в частные акции или инфраструктурные облигации. В связи с этим для определения доли альтернативных инвестиций в настоящей статье применяется наиболее универсальная классификация рассматриваемых активов. Кроме того, увеличению доли альтернативных инструментов способствовали благоприятные условия, вызванные ростом активов под управлением, тенденцией приватизации и меняющегося законодательства во многих странах. Стоит также отметить, что альтернативные инвестиции характеризуются меньшей ликвидностью, торгуются на менее эффективных рынках с большими транзакционными издержками и подразумевают более долгосрочный инвестиционный горизонт, чем публично торгуемые ценные бумаг.

В целом структура инвестиционного портфеля среднего суверенного фонда довольно схожа с более умеренной инвестиционной стратегией среднего пенсионного фонда, что подтверждается сходством их целей и задач создания. Кроме того, во многих странах, обладающих суверенными фондами, преобладает тенденция, при которой основной целью создания такого фонда становиться покрытие разрыва между установленными пенсионными отчислениями и реальными возможностями национального бюджета в будущем. Так, вложения 30 крупнейших пенсионных фондов мира в акции составляют большую часть среднего (среднее простое) инвестиционного портфеля (49,9% акций, 39,4% облигаций, 15,7% альтернативных инвестиций, 2% инструментов денежного рынка). Это данные пенсионных фондов, расчет автора (по состоянию на декабрь 2012г.).

Как и любому другому институциональному инвестору, суверенному фонду свойственно использование и других, более рисковых инструментов – деривативов (производных финансовых инструментов). Так, в целях минимизации рисков, связанных с высокой волатильностью акций, суверенные фонды могут воспроизводить не кассовые сделки, а покупают «колл» опционы (*англ.* call options).

Реализуя сбалансированную и эффективную макроэкономическую политику государственным аппаратом, направленную на ограничение роста курса национальной валюты и минимизацию инфляционного давления, средства под управлением суверенных фондов инвестируются, прежде всего, в зарубежные активы. Между тем, географическая диверсификация с использованием значительно большего спектра финансовых инструментов на развитых рынках позволяет намного эффективней управлять рисками. Таким образом, суверенный фонд напрямую учувствует в международной инвестиционной деятельности. С другой стороны, инвестирование средств государственного фонда в национальные финансовые активы вызывает смещение волатильности конъюнктуры мирового сырьевого рынка (в случае суверенных фондов, формирующиеся за счет реализации сырьевых товаров) в национальную экономику, в то время как суверенный фонд по своей сути призван сглаживать такие негативные эффекты. В то же время одной из функций суверенных фондов является его использование в неблагоприятные кризисные периоды, что в случае изъятия вложенных средств в национальные финансовые активы приведет к дестабилизации всего рынка, что впоследствии, вызовет снижение стоимости активов самого фонда, и как результат, подорвать его роль как стратегического резерва страны.

Зачастую средства суверенных фондов часто передаются в доверительное управление внешним управляющим (*англ.* assets managers), которые в свою очередь реализуют стратегию активного управления. Кроме того, внешние управляющие в силу своей специализации осуществляют инвестировании на более узкоспециализированных рынках, что увеличивает потенциальную выгоду (доходность) и снижает общие риски на контрагентов. Главным потенциальным преимуществом такого управления является наличие премии от внедрения активного управления по сравнению с индексным управлением. При этом внешний управляющий не должен обеспечивать полное совпадение реального распределения активов с эталонным (установленным при стратегическом распределении).

Согласно международному опыту сегодня практически все суверенные фонды одновременно реализуют как пассивное, так и активное управление. Однако зачастую в структуре самого суверенного фонда существуют разногласия относительно того, рационально ли использовать активное управление с привлечением внешних управляющих, осуществляя относительно высокую оплату за это управление (хотя и аналитически обоснованное). Данный факт является главным недостатком внешних управляющих, причем активное управление не всегда оправдывает ожидания стратегических управляющих, а результаты оказываются хуже по сравнению с пассивным управлением. Кроме того, в некоторых случаях управляющие фондов могут имитировать активное управление, фактически получая вознаграждение активного управляющего за инвестирование средств фонда согласно распределению наиболее распространенных международных индексов облигаций и акций, используемых в качестве эталонных портфелей большинством институциональных инвесторов.

Несмотря на это, внешние управляющие суверенных фондов пользуются большой популярностью. Весь процесс оформления происходит на законодательном уровне, а утверждаются они Советом управляющих фонда. При их выборе управляющие фондом предоставляют довольно жесткий регламент, относительно которого происходит отбор управляющих компаний, включая оценку результатов инвестирования за предыдущие годы. Согласно исследованию Гордона Кларка (Gordon Clark) и Эшби Монк (Ashby Monk), подавляющая часть внешних управляющих представляет собой высокопрофессиональных специалистов с большим опытом работы (более 10 лет), преимущественно из США и Великобритании. [19]

Вопрос привлечения внешних управляющих на сегодняшний день остается на усмотрение оперативного управляющего суверенным фондом, который, в свою очередь, должен исходить из наличия достаточной для работы с ними собственной инфраструктуры и опыта. Так, например, в случае если в качестве тактического (активного) управляющего выступает центральный банк, а его управление за анализируемый период является конкурентоспособным на рынке, которое, в свою очередь, требует сравнительно невысокое вознаграждение, то вопрос привлечения внешних управляющих остается сомнительным. В этой связи, наиболее оптимальным вариантом управления для суверенного фонда является использование сочетания недорого индексного (пассивного) управления на традиционных финансовых рынках и более затратного доверительного (активного) управления с использованием более сложных по своей структуре финансовых инструментов (или на тех рынках, где оперативный управляющий суверенного фонда не компетентно).

Таким образом, исследование зарубежного опыта управления суверенными фондами дает возможность сделать вывод о том, что пассивное управление (вложения в индексы) – основа инвестиционной стратегии суверенных фондов. Пассивное управление означает, что инвестиционный портфель фонда формируется путем вложения в индексы, причем не так важно, как именно реализована эта стратегия – через покупку всех акций, входящих в индекс (с соответствующими весами), через вложения в индексный взаимный фонд или через приобретение биржевых инвестиционных фондов (ETF). На практике, «пассивное» управление эффективнее, дешевле и надежнее, и на среднем и длинном временных горизонтах активное управление не может с большой вероятностью обеспечить доходность выше доходности индекса, особенно если это управление осуществляется в условиях ограничения рисков, характерное для суверенных фондов. Одним из наиболее удобных методов пассивного управления – вложения в индексные фонды, например, биржевые инвестиционные фонды (ETF). Кроме того, представляется разумным формировать стратегическое распределение активов фонда на основе долгосрочных прогнозах таких индикаторов, как инфляция и доходность по двум основным активам – акциям и облигациям (краткосрочное прогнозирование при этом осуществляется управляющими при реализации тактического

распределения активов). Вместе с тем, при определении и формировании инвестиционного портфеля суверенного фонда необходимо привлекать все основные органы управления суверенного фонда.

На сегодняшний день одной из ключевых и основополагающих задач для эффективного управления российскими суверенными фондами остается использование каждого из фондов согласно утвержденному профилю обязательств. А именно, исходя из целей и задач Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, необходимо осуществлять инвестирование средств данных фондов на основе продуманной и обоснованной инвестиционной стратегии консервативного и более рискового характера соответственно. Так, нормативно-правовым регламентом для Резервного фонда предусмотрены вложения в надежные и высококлассные инструменты, тогда как инвестиционный портфель ФНБ может включать акции и корпоративные облигации с более высокой ставкой доходности, так как последний имеет более длительный горизонт инвестирования. Поэтому, если существуют сомнения о необходимости увеличивать долю акций в структуре портфеля ФНБ, представляется разумным привлечь квалифицированных специалистов для выполнения данных задач, так как мировая практика показывает, что структура портфеля среднего мирового суверенного фонда состоит из двух основных инструментов – акций и облигаций.

Вместе с тем, целесообразно также в ближайшее время осуществить реорганизацию структуры управления, передав функции оперативного управляющего специально созданному институту (на сегодняшний день обсуждается вопрос о создании «Росфинагентства» - отдельное юридическое лицо, которое будет полностью или частично управлять средствами фондов), при этом Министерство финансов сохраняет за собой полномочия стратегического управляющего. Примером успешного функционирования такой архитектуры управления является Государственный пенсионный фонд Норвегии, который управляется обособленным Инвестиционным подразделением Центрального банка Норвегии (фактически занимается только инвестированием средств фонда) совместно со специально созданной компанией «Фолкетригдфонде» (Folketrygdfondet – *норв.* «Национальный фонд страхования»). Вместе с тем, норвежский фонд является одним из самых показательных примеров прозрачного функционирования суверенных фондов. Поэтому российским фондам также необходимо приложить усилия по повышению транспарентности своей деятельности.

В заключение можно сказать, что сегодня суверенные фонды представляют собой крупных и авторитетных институциональных инвесторов, которые играют все более заметную и значимую роль на глобальном рынке капитала. По мнению одного из руководителей Global Insight [20], суверенные фонды являются новейшей ведущей силой мирового финансового рынка, сменив центробанки в качестве крупнейших кредиторов. Поэтому структура управления и инвестиционная стратегия суверенными фондами сегодня требуют комплексного подхода, учитывающего состояние экономики, бюджетной и финансовой системы государства. Обладание таким инструментом является важным конкурентным преимуществом любой страны, а также важным фактором обеспечения устойчивости банковской системы и курса национальной валюты, проведения стабильной фискальной и монетарной политики, что особенно важно в условиях глобальной финансово-экономической нестабильности.

Литература

1. Porsche aids VW merger by selling stake to Qatar // The New York Times. – August 14, 2009 (http://www.nytimes.com/2009/08/15/business/global/15auto.html?_r=0).

2. Beck R., Fidora M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets // European Central Bank Occasional Paper, №91. – July.

3. Balding C. (2009). Framing Sovereign Wealth Funds: What We Know and Need to

Know // University of California, Irvine.

4. Jen S. (2007). How Big Could SWFs Be by 2015? // Morgan Stanley. – May; Jen S., Bindelli L. (2008). SWF's Impact on Financial Assets // Morgan Stanley. – May.

5. Bernstein S., Lerner J., Schoar A. (2009). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. Working Paper // Harvard Business School. – April.

6. San T., Hesse H. (2009). Sovereign Wealth Funds and Financial Stability // IMF Working Paper. – October.

7. Borlotti B., Fotak V., Megginson W. (2008). The financial Impact of SWF Investments in Listed Companies / University of Oklahoma, FEEM. – June.

8. Kotter J., Lel U. (2008). Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets. International Finance Discussion Papers, №940 // Board of Governors of the Federal Reserve System. – August.

9. Dewenter K., Han X., Malatesta P. (2009). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments / University of Washington, USA. – March.

10. Игнатова Т.В., Чекунов А.С. (2013)Управленческие и организационные приоритеты модернизации МВФ И ВТО //Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. 2013. №1.

11. Borlotti B., Fotak V., Megginson W. and Miracky W. (2009). SWF Investment Patterns and Performance / University of Oklahoma, Monitor Group, FEEM. – July.

12. Clark G., Monk A. (2009). Sovereign Wealth Funds' Asset Managers. The Oxford Survey // University of Oxford. – July.

13. Scherer B. (2009). A Note on Portfolio Choice for Sovereign Wealth Funds // Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 23, № 3. – September.

14. Guidelines for foreign exchange reserve management. Washington, D.C.: International Monetary Fund. – 2004.

15. Казакевич П.А. (2007). Стабилизационные фонды как особая категория участников рынка ценных бумаг // Финансы и кредит, № 29.

16.London Business School (2006).

17. Government Pension Fund Annual Report 2012 // Norges Bank Investments Management.

19.Clark G., Monk A. (2009). Sovereign Wealth Funds' Asset Managers. The Oxford Survey // University of Oxford. – July.

20. Global Insight (www.ihs.com).

УДК 321

*Попова А.А*

**Влияние политических режимов на легитимацию форм государственного управления**

*Для осуществления эффективного государственного управления важен уровень доверия граждан политической элите. Легитимность политической власти достигается за счет экономических, идеологических, правовых, социальных и культурных факторов. В идеале стабильное развитие различных сфер общества - залог признания, согласия и одобрения политической власти населением. Однако политическая власть всегда нуждается в легитимности, и особенно в сложные для государства переходные периоды, когда в рациональность выбранных программ развития необходимо верить. Поэтому легитимность политической власти следует сознательно формировать, а выбор средств, с помощью которых легитимность будет обеспечиваться, напрямую зависит от особенностей политического режима.*