



◀ **Михаил МАЛИНОВСКИЙ,**
партнер, Legal Capital Partners

Екатерина УСМАНОВА, ▶
юрист, Legal Capital Partners



Суверенные фонды: приятного аппетита!

Резервные суверенные фонды, создаваемые государствами для накопления и увеличения активов, уже давно являются частью мировой экономики. Цели создания подобных структур вполне понятны. Если основным источником их средств служит сырьевая выручка, то, создавая такой фонд, государство прежде всего стремится обезопасить себя на случай, если запасы природных ресурсов подойдут к концу либо текущая цена сырья не будет гарантировать внешнеторгового баланса. Часто суверенные фонды также называют «фондами будущих поколений» или пенсионными, прогнозируя, что в скором времени численность работоспособного населения снизится, а средний возраст населения вырастет, что потребует больших затрат на социальное обеспечение. Кроме того, средства фондов служат покрытием дефицита бюджета. Однако собственно накопление средств из профицита государственного бюджета не имело бы смысла без эффективного управления ими.

Как правило, для каждого фонда назначается лицо или несколько лиц, которые отвечают за управление накапливающимися активами. Это может быть как государственный орган, так и компания со стопроцентным участием государства, довольно распространена практика назначения внешних менеджеров. Для фонда также создается регулирование, позволяющее определить активы, в которые разрешено инвестировать средства фонда. Поскольку эти ресурсы играют важную роль в экономике государства, в качестве объектов для инвестиций выбираются наиболее надежные активы. Так, для включения в инвестиционные декларации фондов инструменты с фиксированным дохо-

дом (fixed income), например, должны обладать очень высоким кредитным рейтингом. Поэтому предпочтение, как правило, отдается долговым инструментам государств, обладающих инвестиционным рейтингом. Ниже представлен анализ ряда фондов, политики которых допускают инвестиции в российские ценные бумаги (включая ипотечные ценные бумаги, рейтинг которых может на несколько порядков превышать государственный «потолок»).

Государственный пенсионный фонд Норвегии (The Government Pension Fund Global) является одним из самых крупных резервных суверенных фондов в мире (\$737.2 млрд). Он может вкладывать в облигации до 40% средств,

большая часть которых инвестируется в обязательства госсектора. С 2011 года фонду разрешено вкладывать средства в недвижимость с предельным порогом инвестиций 5%. Интересно, что инвестирование ограничено этическим руководством фонда: именно оно определяет список компаний (чья деятельность связана с загрязнением окружающей среды, использованием детского труда, нарушением прав человека и прочим), в активы которых запрещено вкладывать средства. Отсутствует возможность инвестирования в национальные активы. По официальным данным Норвежского инвестиционного банка (Norges Bank Investment Management), управляющего средствами фонда, фонд вкладывал средства в долговые обязательства следующих российских эмитентов: в 2008 году — Российская Федерация, в 2009 году — Дрезднер банк, «Газ Капитал», «ЛУКОЙЛ», ТНК-ВР, «ВТБ Капитал», Российская Федерация, в 2010 году — ОАО «Совкомфлот» и Российская Федерация, в 2011 году — ТНК-ВР, ОАО «Газпром», Российская Федерация, в 2012 году — ОАО «Газпром», Российская Федерация.

Государственный нефтяной фонд Республики Азербайджан (The State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan) рассматривает в качестве основной валюты активов, в которые производятся инвестиции, доллар США (50% от общей суммы), однако существует возможность инвестировать в активы и в другой валюту, в том числе в российских рублях. Не менее 85% средств вкладывается в долговые обязательства и инструменты денежного рынка. В инвестиционный портфель фонда могут входить долговые обязательства государств, международных финансовых организаций, коммерческих организаций с долгосрочным кредитным рейтингом агентств Standard & Poor's, Fitch или Moody's, долговые обязательства с долгосрочным кредитным рейтингом Standard & Poor's, Fitch или Moody's, выпущенные государством, международной финансовой организацией или коммерческой организацией. Также существует возможность вложить не более 5% от общей суммы средств фонда в долговые обязательства неинвестиционного уровня, имеющие кредитный рейтинг не менее BB- (Standard & Poor's или Fitch) или Ba3 (Moody's). По данным с официального сайта фонда, на послед-

Суверенный фонд	Размер фонда, \$ млрд	Активы, в которые возможно инвестирование	Требования к активам
Фонд будущего Австралии (The Australian Future Fund)	88.7	акции развивающихся рынков	MSCI Emerging Markets
		долговые обязательства	Barclays Capital Global Aggregate, Barclays Global High Yield Index
Инвестиционная корпорация Кореи (The Korea Investment Corporation)	56.6	акции	Morgan Stanley Capital International All Country
		облигации	Barclays Capital Global Aggregate
Сберегательный фонд наследия Альберты (Alberta Heritage Savings Trust Fund)	16.4	обязательства с фиксированным доходом	DEX Universe Bond Index
Суверенный инвестиционный фонд Нигерии (The Nigerian Sovereign Investment Authority)	1	казначейские векселя	валюта — доллар США; 91-Day Treasury Bill Index
		казначейские облигации	валюта — доллар США; срок погашения — не более трех лет
		корпоративные облигации	срок погашения — не более трех лет; рейтинг инструментов — не ниже BBB
		ценные бумаги	MSCI

нюю отчетную дату около 90% средств фонда было вложено в долговой рынок.

Инвестиционная корпорация Китая (The China Investment Corporation) инвестирует свои средства в акции, облигации и альтернативные им активы как развитых, так и развивающихся рынков. В 2012 году 32% из них пришлось на акции, в том числе акции Polyus Gold и Московской биржи, 9.1% — на облигации. Еще один китайский фонд — Национальный фонд социального обеспечения (The National Social Security Fund) позволяет инвестировать не более 10% как в корпоративные облигации, так и в акции.

Инвестиционный фонд Абу-Даби (The Abu Dhabi Investment Authority), размер которого составляет \$627 млрд, согласно внутренней политике может вкладывать в государственные облигации (10–20%), акции развитых рынков (32–42%), акции развивающихся рынков (10–20%). При этом требования касаются не только вида актива, но и региона их обращения, например, вложения в развивающиеся рынки могут составлять только 15–25%.

Пенсионный фонд Новой Зеландии (The New Zealand Superannuation Fund) является одним из немногих фондов, который имеет несырьевой источник формирования. В политике распределения инвестиционных рисков для фонда определены виды разрешенных для инвестирования активов. Среди них упоминаются долговые инстру-

Таблица 1
Суверенные фонды, декларации которых допускают инвестиции в российские ценные бумаги

■ ■ ■

В 2008–2013 ГОДАХ,
КРОМЕ ПРИОБРЕТЕНИЯ
ВАЛЮТЫ, РАЗМЕЩЕНИЯ
СРЕДСТВ НА ДЕПОЗИТ
ВО ВНЕШЭКОНОМБАНКЕ,
ИНЫЕ СПОСОБЫ
ИНВЕСТИРОВАНИЯ
СРЕДСТВ ФОНДА
НАЦИОНАЛЬНОГО
БЛАГОСОСТОЯНИЯ
НЕ ИСПОЛЬЗОВАЛИСЬ

менты, которые не конвертируются в акции, и предлагаются требования, которым они должны отвечать. В числе таких требований соответствие индивидуальному показателю, включающему в себя рыночную капитализацию, определенную совокупно с тремя индикаторами Barclays Capital.

Не стоит забывать и про российский Фонд национального благосостояния, которому разрешено вкладывать в долговые обязательства и акции юридических лиц, а также паи инвестиционных фондов. Предельные доли этих инструментов в совокупном объеме фонда ограничены соответственно 30% и 50%. Причем финансовые активы могут быть номинированы либо в разрешенной иностранной валюте, либо в российских рублях.

■ ■ ■

ПЕНСИОННЫЙ ФОНД НОВОЙ
ЗЕЛАНДИИ (THE NEW
ZEALAND SUPERANNUATION
FUND) ЯВЛЯЕТСЯ ОДНИМ
ИЗ НЕМНОГИХ ФОНДОВ,
КОТОРЫЙ ИМЕЕТ НЕСЫРЬЕВОЙ
ИСТОЧНИК ФОРМИРОВАНИЯ

Российские эмитенты долговых обязательств должны иметь рейтинг долгосрочной кредитоспособности не ниже уровня BBB— по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings или Standard & Poor's либо не ниже уровня Baa3 по классификации рейтингового агентства Moody's Investors Service. Сроки погашения выпусков долговых обязательств должны быть фиксированными, условия выпуска и обращения не могут предусматривать право эмитента на досрочное погашение обязательств. Ставка купонного дохода, а также номиналы долговых обязательств должны быть фиксированными. Выпуск облигаций должен проходить через публичное размещение.

Исходя из статистики, опубликованной на сайте Министерства финансов РФ, за 2008–2013 годы, кроме приобретения валюты, размещения средств на депозит во Внешэкономбанке, иные способы инвестирования не использовались. Широко обсуждается реализация этих возможностей, в том числе путем создания Росфинагентства, которое будет выполнять функции управления резервными средствами. Однако идея вложения средств в национальные инструменты часто подвергается критике в связи с опасениями, что это может вызвать повышение цен и грозить обесцениванием самого фонда вслед за обесцениванием национальных активов: то есть когда от фонда потребуются исполнение своего функционального предназначения — стабилизации, он не сможет справиться с этой задачей. ©

КОММЕНТАРИЙ



Антон НИКИТИН,
стратег по рынку облигаций, валюты и
процентным ставкам, «ВТБ Капитал»

Инвестиционная стратегия суверенных фондов РФ значительно отличается от аналогов других развивающихся стран. В частности, в Сингапуре, Китае, Кувейте суверенные фонды, кроме основных задач, выполняют также функцию института развития, в то время как задача суверенных фондов РФ — сохранение объема накопленных средств для финансирования дефицита федерального бюджета (Резервный фонд) в условиях ухудшения конъюнктуры сырьевых рынков. Кроме того, суверенные фонды РФ являются инструментом финансирования дефицита Пенсионного фонда на горизонте 10–20 лет, а также антикризисным инструментом (депозиты ФНБ и поддержка банковской системы в 2008–2009 годах). И только в последнее время рассматривается возможность использования средств на инфраструктурные проекты. Доля средств ФНБ, которые размещены на депозиты в ВЭБе (475 млрд руб. и \$6.25 млрд) и могут быть направлены на инфраструктурные проекты (ожидается — до 450 млрд руб.), достигнет 40%. С учетом таких задач средства Резервного фонда и ФНБ обязаны размещаться в наиболее ликвидных малорискованных инструментах, поэтому основной задачей правительства должно быть ограничение риска инвестиций в малоликвидные активы, стоимость которых проциклична с состоянием российской экономики. В соответствии с такими задачами историю управления российскими фондами можно считать достаточно успешной, поскольку объем рисков, накопленных в неликвидных активах, пока не превышает 10% и является скорее следствием антикризисных мер Правительства РФ в 2008–2009 годы.

Private Equity и Venture Capital в России и СНГ

PREQVECA
private equity Q venture capital

www.preqveca.ru

Поднимись
на вершину
карьеры
финансиста

