ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Финансовая система

ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ СУВЕРЕННЫМИ ФОНДАМИ КАК ИСТОЧНИК ОБЕСПЕЧЕНИЯ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ*

Андрей Игоревич МАСТЕРОВ

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра финансовой политики
Департамента общественных финансов
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
andrey-masterov@yandex.ru

История статьи:
Принята 18.07.2016
Принята в доработанном виде 01.08.2016
Одобрена 16.08.2016

УДК 338.1, 338.2
JEL: E22, E61, H54

Ключевые слова: суверенные фонды, инвестиционная политика, инвестиционная стратегия, Резервный фонд, Фонд национального благосостояния

Аннотация

Предмет. Текущая экономическая ситуация в России отличается крайней нестабильностью и обусловлена действием ряда негативных факторов. В вопросе решения важных задач и вызовов, стоящих в этих условиях перед российским обществом и экономикой, особую роль приобретает эффективное управление и распоряжение средствами накопленных суверенных фондов.

Цели. Исследование зарубежной практики управления суверенными фондами. Анализ качества управления российскими суверенными фондами. Разработка рекомендаций, направленных на повышение эффективности использования средств суверенных фондов, в целях обеспечения условий для структурной перестройки и развития российской экономики.

Методология. В процессе исследования деятельности зарубежных и отечественных суверенных фондов использовались методы логического, статистического, факторного анализа.

Результаты. Активная инвестиционная стратегия суверенных фондов связана с повышенным уровнем риска и доходности и при грамотной инвестиционной политике может принести успех в виде существенного роста объемов фонда. До настоящего времени управление Резервным фондом и Фондом национального благосостояния отличалось высокой степенью консервативности. Если для Резервного фонда такой подход оправдан ввиду его стабилизационного назначения, то управление Фондом национального благосостояния должно основываться на более активной инвестиционной политике, направленной на более высокую доходность его средств и включающей мероприятия по снижению рисков реализуемых инвестиционных проектов.

Выводы. Инвестиционная стратегия Фонда национального благосостояния должна учитывать как успешные примеры зарубежного опыта инвестирования средств суверенных фондов, так и текущие реалии, связанные со сложной мировой геополитической обстановкой и необходимостью поддержки российской экономики и ее отраслей. При этом принимаемые инвестиционные решения должны быть тщательно проработаны и иметь качественное информационно-аналитическое обоснование.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Текущая экономическая ситуация в России характеризуется значительной нестабильностью и обусловлена действием ряда негативных факторов экономического и геополитического характера.

1. Рост геополитической напряженности в последние годы, связанный с событиями на Украине и Ближнем Востоке, привел к осложнению отношений между Россией и западными странами и вводом против России ряда экономических санкций. Данные меры дестабилизируют и без того сложную ситуацию в российской экономике.

2. Продолжительное и глубокое падение нефтяных котировок на мировых рынках начиная с 2014 г., что весьма болезненно сказывается на российской экономике и бюджетной системе, с каждым годом усугубляющей свою зависимость от экспорта энергоресурсов. Данные тенденции обусловлены действием совокупности факторов экономического и геополитического характера, при этом, как отмечается [1], основная угроза мировому рынку нефти исходит от прежнего драйвера спроса – Китая. Снижение темпов роста китайской экономики или ее погружение в рецессию может способствовать дальнейшей негативной динамике цен на нефть.

* Статья выполнена в рамках государственного задания Правительства Российской Федерации Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации в части проведения НИР по теме «Концепция использования нефтегазовых доходов для государственной финансовой поддержки инвестиционного развития отраслей экономики, ориентированных на импортозамещение и не сырьевой экспорт».

3. Стагнация и недофинансирование российской экономики, падение рентабельности. Ситуация в ряде отраслей усугубляется тем, что стоимость кредитных ресурсов не позволяет предприятиям рассчитывать на рентабельную деятельность.

4. Усиление нагрузки на бюджетную систему в условиях снижения поступлений вследствие падений цен на энергоресурсы, с одной стороны, и необходимость поддержки социальной сферы, обеспечения обороноспособности страны, а также сохранения условий для экономического роста и занятости населения [2] – с другой.

В сложившейся ситуации, вызванной необходимостью поддержания макроэкономической стабильности и сохранения условий для экономического роста и модернизации российской экономики, поиск источников финансирования для решения ряда социально-экономических задач приобретает огромное значение. В связи с этим особая роль отводится вопросам эффективного управления и распоряжения средствами накопленных российских суверенных фондов.

Суверенные фонды представляют собой фонды, находящиеся в собственности государств – накопленные резервы, которые инвестируются в финансовые активы других государств в целях обеспечения их сохранности, а также получения определенного уровня доходности. При этом, как отмечается [3], суверенные фонды являются финансовым инструментом, находящимся в собственности государства, которое аккумулирует, управляет и распоряжается общественными средствами, инвестируя в широкий круг активов различного типа.

В качестве основных целей создания суверенных фондов выделяют следующие [4]:

- стабилизация бюджетов при резких колебаниях цен на сырьевые ресурсы;
- формирование накоплений для будущих поколений, то есть конверсия невозобновляемых активов в диверсифицированные портфели облигаций и акций;
- создание корпораций для резервного инвестирования, активы которых используются для роста резервов;
- финансирование национальных проектов, способных содействовать расширенному росту национальной экономики.

Наиболее распространенными целями создания суверенных фондов являются первые две, поэтому, как правило, в зависимости от цели создания суверенные фонды подразделяются на два типа[1]:

- сберегательные фонды – фонды, нацеленные на обеспечение будущих поколений и создающие в этих целях портфели, которые обеспечат доходы при исчерпании невозобновляемых природных ресурсов;
- стабилизационные фонды – фонды, направленные на обеспечение антициклической политики в условиях резких колебаний цен на ресурсы и, как следствие, доходов бюджета.

Помимо указанных двух типов выделяют также следующие типы суверенных фондов [5]:

- корпорации по инвестированию резервов;
- фонды развития;
- пенсионные резервные фонды.

В настоящее время суверенные фонды играют все большую роль на мировых финансовых рынках, что обусловлено как быстрым ростом их объема, так и все более активной инвестиционной стратегией ряда фондов. Резкий рост объемов суверенных фондов, повышение степени агрессивности их инвестиционной политики стали отличительной особенностью феномена суверенных фондов, характерного для последних 10–15 лет. До недавнего времени большинство суверенных фондов вкладывали средства главным образом в финансовые инструменты, связанные с низкой степенью риска, такие как облигации финансового казначейства США. Подобная стратегия поведения сегодня оценивается как консервативная и характерна главным образом для суверенных фондов стабилизационного назначения.

Отличительная особенность последнего времени связана с тем, что целый ряд суверенных фондов стал придерживаться более агрессивной инвестиционной стратегии, заключающейся в

[1] *Цвирко С.Э.* Анализ функционирования суверенных фондов в условиях финансового кризиса // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. № 15. С. 27–33.

приобретении финансовых активов с высокой степенью риска – прежде всего акций и производных финансовых инструментов. В результате уровень участия суверенных фондов в капитале ведущих западных компаний и банков стал значительно возрастать.

В решении задач по защите экономики от циклических колебаний, волатильности цен на углеводороды и нестабильности мировых рынков сырья суверенные фонды приобретают колоссальное значение. Однако не менее актуальными являются вопросы снижения зависимости самих суверенных фондов от волатильности сырьевых цен и рынков. В противном случае существует значительный риск того, что при наступлении продолжительного периода неблагоприятной конъюнктуры, связанной с затяжным периодом низких цен на нефть, страна, экономика которой характеризуется высокой сырьевой зависимостью, довольно быстро столкнется с тем, что ее суверенные фонды будут исчерпаны. Как следствие, возможности структурной перестройки экономики, перевода производства на инновационные рельсы, поддержки институтов развития и предпринимательства будут сильно ограничены.

Поэтому стремление ряда суверенных фондов обеспечить рост за счет несырьевой составляющей – путем применения активной (а в ряде случаев – агрессивной) инвестиционной стратегии, способствующей значительному росту доходности средств фондов, – представляется логичным шагом.

Выход суверенных фондов на рынок инвестиций повысил актуальность вопросов качества управления суверенными фондами, чье эффективное функционирование требует наличия оптимальной структуры управления фондом, в которой соответствующие полномочия и ответственность четко распределены между участниками процесса в соответствии с их задачами и функциями. Выделяют два типа моделей организации и управления суверенными фондами: менеджерскую модель и модель инвестиционной компании [6].

В рамках ***менеджерской модели*** собственник активов, учреждающий суверенный фонд (в лице правительства или министерства финансов), предоставляет право (инвестиционный мандат) на управление фондом менеджеру активов. При этом возможны следующие формы организации управления средствами фонда:

- делегирование прав управления правительством центральному банку;
- делегирование прав управления правительством специально созданной организации;
- делегирование прав управления одному или нескольким внешним (частным) инвестиционным менеджерам.

При организации управления суверенным фондом в формате менеджерской модели не создаются самостоятельные юридические лица, суверенные фонды находятся в подчинении правительства, и такими фондами руководят уполномоченные лица или организации. В качестве примера можно привести Норвегию, где Государственный пенсионный фонд «Глобальный» фактически представляет собой счет Минфина Норвегии в центральном банке страны[2] или Россию, где средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния учитываются на счетах Федерального казначейства в Банке России.

В рамках ***модели инвестиционной компании*** правительство в качестве собственника учреждает компанию, во владение которой передаются активы фонда. Данный подход является более дорогостоящим и сложным и применяется в случаях, когда помимо доходности средств фонда требуется достижение и других целей – осуществление прямых инвестиций в проекты внутри страны, имеющие социально-экономический эффект [6]. Примерами таких инвестиционных компаний являются: Государственный нефтяной фонд Азербайджана, Инвестиционное управление Абу-Даби в ОАЭ, Китайская инвестиционная корпорация и др.

Управление активами суверенных фондов может преследовать разные задачи:

- обеспечить максимальную сохранность и ликвидность имеющихся средств, чтобы при необходимости они могли быть оперативно привлечены для решения разных неотложных задач (например, для финансирования бюджетного дефицита);

[2] *Савчук А.М.* Организационные аспекты деятельности суверенных фондов благосостояния // Известия Пензенского государственного педагогического университета им. В.Г. Белинского. 2012. № 28. С. 514–521.

- обеспечить как можно большую доходность имеющихся активов путем формирования различных инвестиционных портфелей, обладающих повышенным уровнем доходности и риска.

В зависимости от решаемых задач выбирается определенная инвестиционная стратегия. Выделяют следующие типы подобных стратегий: пассивная (консервативная), смешанная (умеренно-агрессивная) и активная [7].

В рамках *пассивной (консервативной) стратегии* активы фонда инвестируются в высоколиквидные финансовые инструменты, способные обеспечить фиксированный доход с минимальным уровнем риска (облигации). Вместе с тем данные инструменты обладают невысоким уровнем доходности. Консервативной стратегии придерживаются, как правило, фонды стабилизационного назначения, специфика которых предполагает максимальную сохранность и ликвидность средств. Стратегии российских суверенных фондов – Резервного фонда и Фонда национального благосостояния – имеют преимущественно консервативный характер.

Смешанная (умеренно-агрессивная) стратегия предполагает создание диверсифицированных портфелей активов, обеспечивающих более высокую доходность, но и сопряженных с более высоким, чем при пассивной стратегии, уровнем риска. В этом случае портфель активов формируется из акций компаний, котирующих свои долевые ценные бумаги на бирже, и из активов с фиксированным доходом и минимальным риском. Данный тип стратегии наиболее часто используется суверенными фондами, прежде всего фондами сберегательного типа, такими как норвежский государственный пенсионный фонд «Глобальный», Резервный пенсионный фонд (Новая Зеландия) и др. Смешанная стратегия при грамотном управлении способствует достижению доходности средств фонда на уровне выше среднестатистического в долгосрочном периоде.

При следовании *активной стратегии* осуществляются прямые инвестиции в международные компании путем приобретения значительных пакетов акций и участия в управлении этими компаниями. В рамках активной стратегии также могут иметь место вложения в недвижимость. Активной стратегии, как правило, придерживаются фонды, организованные в качестве инвестиционных корпораций, основная деятельность которых направлена на непрерывный рост активов. В качестве примера можно привести Китайскую инвестиционную корпорацию, Инвестиционное управление Абу-Даби в ОАЭ и др.

Одним из ярких примеров эффективного инвестиционного управления средствами суверенного фонда является уже упоминавшийся ранее норвежский государственный пенсионный фонд «Глобальный». Он был создан в 1990 г., его формирование предполагалось за счет части поступающих в бюджет страны нефтяных доходов. Первые средства в фонд были направлены лишь в 1996 г., а к 2012 г. он стал крупнейшим суверенным фондом в мире [8], сохраняя этот статус и в данный момент. Только за последние шесть лет объем его активов увеличился почти вдвое.

Концепция фонда «Глобальный» заключается в максимизации «международной» покупательной способности активов при допустимых уровнях рисков [8]. Изначально инвестиционная деятельность фонда ограничивалась покупками облигаций, однако с 1998 г. в декларацию были внесены изменения, предусматривающие инвестиции в акции в размере до 40% средств фонда. В 2007 г. спектр активов, в которые осуществлялось инвестирование средств, был увеличен, а максимальный объем инвестиций в акции увеличился до 60% средств фонда. Позднее фонд расширил спектр своих инвестиций введением портфеля недвижимости в размере до 5% его стоимости за счет снижения доли облигаций.

Проанализируем информацию о структуре активов названного пенсионного фонда и ее динамику за 2005–2015 гг. (табл. 1).

В 2005–2008 гг. в структуре активов преобладали инвестиции в финансовые инструменты с фиксированным доходом. Однако уже в 2008 г. уровень активов с более высоким доходом и повышенным риском (акций) практически сравнялся с уровнем финансовых инструментов с фиксированным доходом, а с 2009 г. у них оказалась преобладающая роль в портфеле активов (около 60%).

Также рассмотрим динамику доходности инвестиций фонда в 2005–2015 гг. как в целом, так и по отдельным видам активов (табл. 2).

Очевидно, что акции характеризуются более высокой доходностью, при этом показатель доходности акций намного более волатилен, что приводит к серьезным убыткам по акциям в период кризисов (–40,71% в 2008 г.) и делает их более рискованным финансовым инструментом. В то же время с 2009 г., после прохождения пика финансового кризиса и перехода ведущей роли в портфеле активов к акциям, доходность средств фонда заметно возросла и стала в среднем более высокой, чем в 2005–2007 гг., показав, однако, отрицательное значение в 2011 г.

Покажем и динамику доходности активов пенсионного фонда «Глобальный» (табл. 3). Представлен также факторный анализ показателей – по отдельным видам активов продемонстрирован вклад (в процентах) произошедших изменений в общую динамику активов фонда.

Несмотря на отрицательную доходность активов фонда в отдельные годы, общий объем его средств постоянно рос. Наиболее значительный рост был достигнут в 2009–2010 гг. и 2013–2015 гг., то есть в те годы, когда в структуре активов преобладали инвестиции в акции, характеризующиеся более высоким уровнем доходности и риска. Следует отметить, что в 2008 г., когда акции и инвестиции с фиксированным доходом были представлены среди активов примерно в равных соотношениях, существенного снижения темпов роста общего уровня активов фонда не произошло. В то же время вследствие резкого падения доходности акций в 2011 г. общий уровень активов фонда показал наименьший рост за все 10 лет (+7,3%).

Таким образом, на примере приведенной статистики можно сделать вывод о том, что выбор более активной стратегии с инвестированием в финансовые инструменты с повышенной доходностью и риском позволяет значительно увеличить доходность активов суверенного фонда. Вместе с тем она сопряжена с высоким риском, что создает опасность резкого падения доходности активов и потери части средств фонда в кризисные периоды.

Развитие суверенных фондов в России можно разделить на два основных этапа. Первый был ознаменован созданием в 2004 г. Стабилизационного фонда. Основное его назначение заключалось в выполнении роли стабилизатора национальной экономики и бюджетной системы на случай негативных изменений экономической конъюнктуры.

На втором этапе, с 01.01.2008, произошло разделение Стабилизационного фонда на два вновь созданных: Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

Резервный фонд, как и Стабилизационный, является типичным суверенным фондом, цель создания которого заключается в поддержке отечественной экономики в неблагоприятных условиях.

Представим информацию об объеме и динамике активов Резервного фонда РФ в 2008–2016 гг. по состоянию на начало каждого года (табл. 4).

Отметим, что наибольший объем активов Резервного фонда РФ достигался к моменту начала развития неблагоприятных изменений в российской экономике в 2008 и 2014 гг., а после этого начинал сокращаться.

В целях преодоления последствий мирового финансового кризиса, затронувшего российскую экономику в 2008–2009 гг., и реализации мер по поддержке национальной экономики и бюджетной системы, происходило активное расходование средств фонда в 2009–2010 гг. В результате, к началу 2011 г. уровень средств фонда сократился более чем в четыре раза.

Активное расходование средств в целях реализации антикризисных мер в кризисные 2008–2009 гг. было характерно для многих суверенных фондов. Даже фонды, не предусматривавшие ранее расходование средств на стабилизационные мероприятия, осуществляли в период кризиса поддержку национальной экономики (например, Национальный резервный фонд Ирландии и др.). При этом Россия являлась лидером как по абсолютному размеру средств, направленных из суверенных фондов в национальную экономику, так и по доле расходования в общей стоимости фондов в период кризиса (после Казахстана и Азербайджана). Как отмечается [9], это свидетельствует, с одной стороны, о значимости накопленных средств фонда для экономики страны в период кризиса, с другой – о нерационально быстром их расходовании.

Начиная с 2011–2012 гг. объем активов Резервного фонда начал постепенно увеличиваться и к началу

2015 г. несколько превысил предкризисный уровень (в номинальном выражении). Однако новое ухудшение экономической ситуации, начавшееся в 2014 г., снова потребовало активных мер, направленных на поддержку отечественной экономики. В результате за 2015 г. объем средств Резервного фонда сократился на четверть.

Основным источником наполнения Резервного фонда в 2008–2012 гг. выступала часть нефтегазовых доходов, превышающих утвержденную на соответствующий год величину нефтегазового трансферта (объем нефтегазовых доходов, который может быть направлен на финансирование расходных статей бюджета) [10]. Доходы, превысившие нефтегазовый трансферт, шли в Резервный фонд, максимальный объем которого был установлен в размере 10% ВВП. После достижения Резервным фондом данного уровня нефтегазовые доходы поступали в Фонд национального благосостояния.

С 01.01.2013 вступило в действие так называемое новое бюджетное правило. Данным правилом в качестве источника финансирования суверенных фондов называются дополнительные нефтегазовые доходы, которые определяются как разница между фактически поступившими и планируемыми нефтегазовыми доходами, рассчитанными исходя из базовой цены на нефть (цены отсечения) плюс расчетный дефицит бюджета (не должен превышать 1% ВВП). В свою очередь базовая цена на нефть определяется расчетным путем исходя из средней цены на нефть за предшествующий трехлетний период.

По достижении объемом активов Резервного фонда нормативной величины – 7% от прогнозируемого ВВП на соответствующий год, оставшаяся часть дополнительных нефтегазовых доходов направляется в Фонд национального благосостояния и на реализацию инфраструктурных проектов.

Федеральным законом от 30.09.2015 № 273-ФЗ «Об особенностях составления и утверждения проектов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации на 2016 год, о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившей силу статьи 3 Федерального закона «О приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации» было приостановлено действие бюджетного правила в части определения общего объема расходов и использования нефтегазовых доходов федерального бюджета.

В соответствии с этим правилом расчетная цена нефти на 2016 г. должна составить 87 долл. США за баррель. Такой уровень цены существенно превышает текущие консенсус-прогнозы ведущих аналитических центров на среднесрочную перспективу. Заморозка действия бюджетного правила позволила повысить гибкость параметров федерального бюджета на 2016 г., сделать его более реалистичным и устранить ряд рисков исполнения бюджета по доходам [11].

Фонд национального благосостояния РФ представляет собой сберегательный суверенный фонд (фонд будущих поколений) и изначально создавался в целях поддержки пенсионной системы РФ. Предполагалось, что его основное назначение будет заключаться в обеспечении софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан, а также обеспечения сбалансированности бюджета Пенсионного фонда РФ.

В условиях сложной экономической ситуации, сложившейся в последние годы, средства Фонда национального благосостояния стали рассматриваться как источник для осуществления инвестиционных проектов при поддержке государства, в том числе ряда крупных инфраструктурных проектов.

Рассмотрим информацию об объеме и динамике активов Фонда национального благосостояния в 2008–2016 гг. по состоянию на начало каждого года (табл. 5).

Согласно имеющимся сведениям основное наполнение Фонда национального благосостояния происходило в 2008–2009 гг. и 2014–2015 гг. В 2010–2013 гг. объем средств данного фонда увеличивался или снижался незначительно – не более чем на 8%.

До 2013 г. структура активов Резервного фонда и Фонда национального благосостояния была во многом схожей и состояла преимущественно из низкорискованных активов, размещенных в иностранной валюте – обязательств международных финансовых организаций, депозитов в иностранных банках, государственных облигациях. Кроме того, средства Фонда национального благосостояния были размещены

на депозитах Внешэкономбанка. При этом доходность размещенных средств снизилась в 2013–2015 гг. по сравнению с 2010–2012 гг. Как отмечается, такая ситуация была во многом обусловлена тем, что произошло ухудшение динамики цен низкорискованных активов – иностранных государственных облигаций, входящих в инвестиционный портфель[3]. Это было связано со сворачиванием властями США монетарных мер стимулирования экономики на фоне ее постепенного восстановления и переориентации инвесторов на вложения в более рискованные и доходные активы.

В 2013 г. средства Фонда национального благосостояния были вложены в покупку государственных облигаций Украины на сумму 3 млрд долл. США с погашением до 20.12.2015 с доходностью 5% годовых. При этом данное решение расценивается как весьма рискованное как по экономическим причинам (средства были вложены в высокорискованные, спекулятивные облигации) [12], так и по политическим.

И лишь в 2015 г. средства Фонда национального благосостояния были инвестированы в российские государственные инфраструктурные проекты, а также в привилегированные акции кредитных организаций.

Таким образом, инвестиционная стратегия российских суверенных фондов отличалась высокой степенью консервативности. Основное наполнение фондов происходило за счет нефтегазовых доходов, при этом существенных доходов от инвестиционной деятельности, как это имеет место в ряде случаев с зарубежными фондами, получено не было.

Для Резервного фонда, являющегося по своей сути стабилизационным, такая стратегия оправдана необходимостью размещения средств в высоколиквидных низкорискованных активах, которые могут быть оперативно мобилизованы для реализации мер по поддержке национальной экономики и бюджетной системы. Как видно из представленной информации (табл. 4), средства данного фонда активно использовались в этих целях для реализации антикризисных мер в 2008–2009 и 2014–2015 гг.

Вместе с тем управление средствами Фонда национального благосостояния на текущем этапе сложно назвать эффективным. Несмотря на заявленные цели, задачи и инвестиционную стратегию, характерные для сберегательных фондов (фондов будущих поколений), инвестиционная политика отечественного фонда имела крайне консервативный характер и характеризовалась низкой доходностью [6]. Лишь относительно недавно средства стали использоваться для финансирования инвестиционных проектов. Речь идет в первую очередь о ряде инфраструктурных проектов, имеющих большое значение для развития отечественной экономики: модернизация и развитие железнодорожной инфраструктуры в разных регионах страны, в том числе – Байкало-Амурской и Транссибирской железнодорожной магистрали, строительство Центральной кольцевой автомобильной дороги и др.

В то же время ряд вложений в текущие инфраструктурные проекты связан со значительной степенью риска. Например, по ряду проектов не установлен срок окупаемости размещенных средств, что сделает труднореализуемым осуществление действенного контроля за своевременным возвратом инвестированных средств Фонда. По некоторым из проектов установлена очень низкая доходность, а по другим она и вовсе не установлена.

Другим недочетом является также излишняя концентрация средств в разных проектах, инициатором которых является одно юридическое лицо. Так, ОАО «Российские железные дороги» одновременно является инициатором пяти утвержденных проектов, вследствие чего возможно нарушение принципа рационального размещения средств суверенного фонда [13].

Одной из основных проблем, возникающей в ходе реализации крупных инфраструктурных проектов в российской практике, является изменение фактических расходов (в основном рост по сравнению с утвержденным размером) и увеличение сроков реализации. Подобные проблемы возникают как из-за недостатков механизма планирования, предварительного отбора и контроля хода реализации, так и вследствие недооценки рисков [7].

Следует также отметить, что несмотря на то что Резервный фонд и Фонд национального

[3] Информационное сообщение Министерства финансов РФ о доходности средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в 2013 г. URL: http://minfin.ru/ru/document/index.php?id_4=20967

благосостояния функционируют уже более восьми лет, механизм эффективного использования их средств для целей долгосрочного развития экономики страны остается слабо проработанным [14].

С учетом отмеченных обстоятельств обеспечение возвратности вложенных средств и сохранность средств Фонда национального благосостояния вызывает некоторую обеспокоенность, поскольку недостаточно продуманная политика инвестирования средств Фонда может привести к его исчерпанию.

В свою очередь возникновение подобной ситуации может снизить надежность российской валютной системы, поскольку средства Фонда учитываются на валютных счетах Банка России в составе международных валютных резервов. Кроме того, в таком случае снизится общая ликвидность средств Фонда национального благосостояния и возможность его использования в качестве дополнительной страховки российской бюджетной системы в случае исчерпания средств Резервного фонда [15].

При рассмотрении возможностей повышения эффективности управления средствами суверенных фондов и прежде всего Фонда национального благосостояния нельзя оставить без внимания успешный опыт инвестирования ряда зарубежных суверенных фондов в финансовые активы иностранных государств. Ранее была приведена статистика по инвестиционной деятельности и доходности норвежского пенсионного фонда «Глобальный». Кроме того, отдельные страны нередко используют суверенные фонды исключительно как инструмент для инвестирования свободного капитала в различные финансовые активы (Инвестиционное управление Абу-Даби, Китайская инвестиционная корпорация, Сингапурская государственная инвестиционная корпорация) [16].

Таким образом, инвестиции средств российских суверенных фондов в финансовые активы иностранных государств – в первую очередь Фонда национального благосостояния – в случае разработки грамотной инвестиционной политики могут стать источниками значительного роста объема активов Фонда, которые впоследствии могут быть направлены на модернизацию национальной экономики, а также поддержку пенсионной системы. Кроме того, такие инвестиции создают базу для получения доступа к современным технологиям и адаптации их в российских условиях. Успешный опыт ряда крупных зарубежных суверенных фондов во многом базируется на активной инвестиционной стратегии.

Однако в настоящее время ряд отраслей национальной экономики испытывает острую потребность в капитальных вложениях. Последние годы отмечаются негативным инвестиционным климатом в стране, в условиях которого происходит масштабный вывоз капитала из России. Это ослабляет ресурсную базу роста внутри страны, препятствуя скорейшей модернизации национальной промышленности. В таких условиях прямые инвестиции российских компаний и суверенных фондов в активы зарубежных компаний усугубляют сложившуюся ситуацию, способствуя дальнейшему росту сырьевой зависимости российской экономики.

Следует также учитывать тот факт, что в последнее время прямые инвестиции из развивающихся государств в высокотехнологичные отрасли, а также инфраструктурные и некоторые другие активы США и Европейского союза сталкиваются с растущим противодействием со стороны этих стран [17].

Значительное беспокойство руководства ряда западных стран было вызвано государственной принадлежностью суверенных фондов, осуществляющих масштабные инвестиции в капитал ряда крупных западных компаний. Такое положение вещей создавало риск того, что некоторые инвестиции могли преследовать определенные политические цели. Были высказаны опасения, что связь суверенных фондов с правительствами создает потенциальную возможность их использования для оказания политического давления, манипулирования рынками или для подрыва экономических конкурентов [18].

Беспокойство по поводу неконтролируемого притока инвестиций со стороны суверенных фондов привело к попыткам систематизации и стандартизации их деятельности, введения норм их поведения на уровне международных финансовых организаций. В итоге был разработан

и согласован ряд принципов деятельности суверенных фондов, эти правила объединены в документ, получивший название «Принципы Сантьяго»[4].

Помимо попыток ряда стран создать на международном уровне систему регулирования деятельности суверенных фондов, отдельные страны приняли ряд протекционистских мер, направленных на ограждение своих национальных рынков от чрезмерного участия инвесторов из развивающихся стран.

Так, в 2007 г. в США были приняты поправки к Закону о защите производства[5]. Данными поправками предусматривался контроль за осуществляемыми сделками слияния и поглощения в стратегически важных отраслях, если такие сделки осуществляются с участием иностранных инвесторов. При этом объектом особого контроля стали операции, контролируемые иностранными государствами, то есть осуществляемые в интересах иностранных государств или органами, действующими от их имени и в их интересах. Такая постановка вопроса в формулировках предполагала, что данные меры распространяются и на суверенные фонды.

Ограничительные и контролирующие меры в отношении инвестиций суверенных фондов принимались и со стороны стран Евросоюза – Франции, Германии и т.д.

Как показывает практика, попытки осуществления российских инвестиций в капитал компаний западных стран зачастую сталкиваются с серьезными препятствиями и протекционистскими мерами, не позволяющими в полной мере реализовать задуманные инвестиционные планы и снижающими эффективность зарубежных капиталовложений [19]. Срыв сделки ПАО «Сбербанк» – Opel – Magna, случившийся в спокойной геополитической обстановке, показал, что на пути приобретения нашей страной современных технологий будут ставиться всевозможные барьеры [20].

Отмеченные особенности текущей ситуации должны учитываться при разработке инвестиционной стратегии Фонда национального благосостояния, которая нуждается в серьезном усовершенствовании. Она должна быть значительно более активной, чем существующая, и преследовать ряд задач:

- повышение доходности средств Фонда национального благосостояния и рост объема его активов;
- поддержку национальной экономики, модернизацию ее производственного потенциала и снижение ресурсной зависимости;
- поддержку национальной пенсионной системы.

Ключевое значение для решения вопросов поддержки национальной экономики и пенсионной системы играет повышение доходности средств Фонда и обеспечение их возвратности и сохранности. С нашей точки зрения, инвестиционная стратегия Фонда национального благосостояния должна предусматривать как инвестиции в активы зарубежных компаний – в случае нахождения разумного компромисса с властями соответствующих зарубежных стран и руководством компаний, так и инвестиции в российские инфраструктурные проекты, играющие наиболее важную роль для модернизации и развития национальной экономики.

При этом в целях снижения рисков невозврата средств Фонда, ускорения окупаемости и роста доходности, следует ужесточить требования к финансово-аналитическому обоснованию проектов, которое должно включать следующие обязательные для выделения средств Фонда элементы:

- тщательно проработанные сметы и техническую документацию проектов;
- детальный план реализации проекта с четким указанием этапов и сроков его реализации;
- систему мониторинга хода реализации проекта в целях обеспечения условий для эффективного контроля;
- указание ответственных за реализацию проектов и соблюдение установленных сроков;
- меры стимулирующего характера, направленные на создание заинтересованности в соблюдении

[4] *Цвирко С.Э.* Анализ функционирования суверенных фондов в условиях финансового кризиса // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. № 15. С. 27–33.

[5] Section 721 of the Defense Production Act of 1950, 50 U.S.C. App. 2170 (as amended by the Foreign Investment and National Security Act of 2007) URL: https://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Documents/Section-721-Amend.pdf

установленных планов, смет и сроков, а также порядок привлечения к ответственности в случае срыва сроков и нецелевого расходования выделенных средств;

- планово-аналитические расчеты и обоснования социально-экономической эффективности проекта, а также оценки, касающиеся его окупаемости и доходности.

Средства Фонда национального благосостояния могут также направляться на поддержку отдельных отраслей национальной экономики и предприятий, испытывающих острую нехватку финансирования и имеющих большое значение для структурной перестройки экономики. В то же время данные инвестиции должны сопровождаться тщательной проработкой на этапе планирования инвестиционных проектов, направленной на снижение риска невозврата средств и рост доходности инвестиций.

Активная роль в вопросах обеспечения прямых инвестиций в российские предприятия и отрасли промышленности должна также отводиться Российскому фонду прямых инвестиций. Он предназначен для софинансирования иностранных инвестиций в российскую экономику. Одновременно с этим, как отмечается [21], названный фонд не является традиционным суверенным, а представляет собой классический фонд прямых инвестиций. Основной приоритет Российского фонда прямых инвестиций заключается в обеспечении максимальной доходности на капитал, инвестированный им и соинвесторами.

Таким образом, если текущая политика по управлению средствами Резервного фонда в целом соответствует сложившейся ситуации и носит стабилизирующий характер, то инвестиционная стратегия Фонда национального благосостояния вызывает вопросы и требует значительной проработки в целях повышения ее эффективности.

Доработанная стратегия должна учитывать как успешные примеры зарубежного опыта инвестирования средств суверенных фондов, так и текущие реалии, связанные со сложной мировой геополитической обстановкой и необходимостью поддержки российской экономики и ее отдельных отраслей. Вместе с тем принимаемые решения должны быть тщательно проработаны и иметь качественное информационно-аналитическое обоснование. В противном случае существует значительный риск того, что накопленные Россией суверенные фонды не принесут желаемой пользы и могут быть утрачены без возможности восстановления в ближайшей перспективе.

Таблица 1

Структура активов норвежского пенсионного фонда «Глобальный» в 2005–2015 гг.

Table 1

The asset structure of Norwegian Pension Fund 'Global' in 2005–2015

Год (по состоянию на 31 декабря)	Инвестиции в акции		Инвестиции в финансовые инструменты с фиксированным доходом		Инвестиции в недвижимость, млрд крон	Итого, млрд крон
	Сумма, млрд крон	Удельный вес, %	Сумма, млрд крон	Удельный вес, %		
2005	582	41,6	817	58,4	–	1 399
2006	726	40,7	1 058	59,3	–	1 784
2007	958	47,4	1 061	52,6	–	2 019
2008	1 129	49,6	1 146	50,4	–	2 275
2009	1 644	62,3	996	37,7	–	2 640
2010	1 891	61,5	1 186	38,5	–	3 077
2011	1 945	58,9	1 356	41,1	–	3 301
2012	2 336	61,6	1 455	38,4	–	3 791
2013	3 107	61,7	1 879	37,3	52	5 038
2014	3 940	61,3	2 350	36,5	141	6 431
2015	4 572	61,2	2 668	35,7	235	7 475

Источник: данные инвестиционного управления Норвежского банка; Norges Bank Investment Management: Market Value. URL: https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/

Source: Norges Bank Investment Management data. Available at: https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/

Таблица 2

Динамика доходности инвестиций норвежского пенсионного фонда «Глобальный» в 2005–2015 гг., %

Table 2

Norwegian Pension Fund 'Global': A change in investment yield in 2005–2015, %

Год	Доходность акций	Доходность финансовых инструментов с фиксированным доходом	Общая доходность фонда
2005	22,49	3,82	11,09
2006	17,04	1,93	7,92
2007	6,82	2,96	4,26
2008	–40,71	–0,54	–23,31
2009	34,27	12,49	25,62
2010	13,34	4,11	9,62
2011	–8,84	7,03	–2,54
2012	18,06	6,68	13,42
2013	26,28	0,1	15,95
2014	7,9	6,88	7,58
2015	3,83	0,33	2,74

Источник: данные инвестиционного управления Норвежского банка; Norges Bank Investment Management: Returns. URL: https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/

Source: Norges Bank Investment Management data. Available at: https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/

Таблица 3

Факторный анализ динамики активов норвежского пенсионного фонда «Глобальный» в 2006–2015 гг.

Table 3

Factor analysis of the Norwegian Pension Fund 'Global' assets dynamics in 2006–2015

Год (по состоянию на 31 декабря)	Изменения в инвестициях в акции к предыдущему году (+, –)		Изменения в инвестициях в финансовые инструменты с фиксированным доходом к предыдущему году (+, –)		Изменения в инвестициях в недвижимость к предыдущему году (+, –)		Изменение общей суммы активов к предыдущему году	
	Сумма, млрд крон	Вклад, %	Сумма, млрд крон	Вклад, %	Сумма, млрд крон	Вклад, %	Сумма, млрд крон	%
2006	144	37,4	241	62,6	–	0	385	27,5
2007	232	98,7	3	1,3	–	0	235	13,2
2008	171	66,8	85	33,2	–	0	256	12,7
2009	515	141,1	–150	–41,1	–	0	365	16
2010	247	56,5	190	43,5	–	0	437	16,6
2011	54	24,1	170	75,9	–	0	224	7,3
2012	391	79,8	99	20,2	–	0	490	14,8
2013	771	61,8	424	34	52	4,2	1 247	32,9
2014	833	59,8	471	33,8	89	6,4	1 393	27,6
2015	632	60,5	318	30,5	94	9	1 044	16,2

Источник: рассчитано автором на основе данных табл. 1

Source: Authoring, based on *Table 1* data

Таблица 4

Динамика активов Резервного фонда РФ в 2008–2016 гг.

Table 4

The Reserve Fund of the Russian Federation: A change in assets in 2008–2016

Год (по состоянию на 1 января)	Объем активов, млрд руб.	В процентах к ВВП, %	Изменение к предыдущему году (+, –)	
			млрд руб.	%
2008 (1 февраля)	3 057,85	7,4	–	–
2009	4 027,64	9,8	970	31,7
2010	1 830,51	4,7	–2 197	–54,6
2011	775,21	1,7	–1 055	–57,7
2012	811,52	1,4	36	4,7
2013	1 885,68	2,8	1 074	132,4
2014	2 859,72	4	974	51,7
2015	4 945,49	6,1	2 086	72,9
2016	3 640,57	4,6	–-1 305	–26,4

Источник: данные Министерства финансов РФ; Резервный фонд: статистика – объем средств фонда. URL: http://minfin.ru/ru/perfomance/reservefund/statistics/volume/index.php

Source: Ministry of Finance of the Russian Federation data; *Rezervnyi fond: statistika – ob"em sredstv fonda* [Reserve Fund: Statistics. The Fund's asset volume]. Available at: http://minfin.ru/ru/perfomance/reservefund/statistics/volume/index.php. (In Russ.)

Таблица 5

Динамика активов Фонда национального благосостояния РФ в 2008–2016 гг.

Table 5

The National Welfare Fund of the Russian Federation: A change in assets in 2008–2016

Год (по состоянию на 1 января)	Объем активов, млрд руб.	В процентах к ВВП, %	Изменение к предыдущему году (+, –)	
			млрд руб.	%
2008 (1 февраля)	783,31	1,9	–	–
2009	2 584,49	6,3	1 801	229,9
2010	2 769,02	7,1	185	7,1
2011	2 695,52	5,8	–74	–2,7
2012	2 794,43	4,7	99	3,7
2013	2 690,63	4	–104	–3,7
2014	2 900,64	4,1	210	7,8
2015	4 388,09	5,4	1 487	51,3
2016	5 227,18	6,6	839	19,1

Источник: данные Министерства финансов РФ; Фонд национального благосостояния: статистика – объем средств фонда. URL: http://minfin.ru/ru/perfomance/nationalwealthfund/statistics/

Source: Ministry of Finance of the Russian Federation data; *Fond natsional'nogo blagosostoyaniya: statistika – ob"em sredstv fonda* [National Welfare Fund: Statistics. The Fund's asset volume]. Available at: http://minfin.ru/ru/perfomance/nationalwealthfund/statistics/. (In Russ.)

Список литературы

1. *Понкратов В.В*. Цена на нефть. В поисках дна // Мир новой экономики. 2016. № 1. С. 32–37.

2. *Понкратов В.В.* Антикризисный план и бюджетный маневр 2015 // Вестник Финансового университета. 2015. № 2. С. 70–75.

3. *Алекторская М.М., Пахомов А.В., Пахомова Е.А.* Анализ суверенного фонда Российской Федерации // Проблемы региональной экономики. 2013. № 21. С. 3–7. URL: http://www.regec.ru/articles/2013/vol1/1.pdf.

4. *Бондарец М.С.* Инвестиционные суверенные фонды: сущность и направления развития // Ученые записки Института управления, бизнеса и права. Серия: Экономика. 2010. Т. 1. № 11. С. 49–53.

5. *Мезенцев В.В.* Виды и классификация суверенных фондов // Государственный аудит, право, экономика. 2014. № 2. С. 18–25.

6. *Цвирко С.Э.* Моделирование управления суверенными фондами // Известия Волгоградского государственного технического университета. 2016. № 1. С. 147–155.

7. *Сангинова Л.Д.* Инвестирование средств Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты: возможности и риски // Экономика и предпринимательство. 2015. № 9-2. С. 45–57.

8. *Бирюков Е.С.* Инвестиционные стратегии институциональных инвесторов: суверенные инвестиционные фонды vs эндаументы // Вестник МГИМО Университета. 2013. № 6. С. 117–126.

9. *Левченко А.В.* Суверенные инвестиционные фонды как стабилизаторы национальных экономик // Вестник Финансового университета. 2011. № 1. С. 67–75.

10. *Навой А.В., Шалунова Л.И.* Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России в международной системе суверенных фондов // Деньги и кредит. 2014. № 2. С. 26–33.

11. *Понкратов В.В.* Формирование и использование нефтегазовых доходов федерального бюджета в условиях низких цен на энергоресурсы и отсутствия бюджетного правила // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 2. С. 104–111.

12. *Васин Е.А.* Оценка эффективности инвестирования средств российских суверенных фондов // Вестник Финансового университета. 2014. № 1. С. 153–166.

13. *Сангинова Л.Д.* Роль Фонда национального благосостояния в реализации инфраструктурных проектов: опыт и перспективы // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 1. С. 72–80.

14. *Дуплинская Е.Б.* Суверенные фонды России: анализ ситуации // Вестник Омского университета. Серия Экономика. 2015. № 1. С. 13–18.

15. *Шмиголь Н.С., Румянцев И.М.* Современные подходы к использованию средств суверенных фондов в обеспечении инвестиционного развития экономики // Экономика. Налоги. Право. 2015. № 1. С. 72–78.

16. *Сангинова Л.Д., Керимов И.В.* Повышение эффективности управления средствами суверенных фондов Российской Федерации // Экономика и предпринимательство. 2015. № 12-2. С. 180–191.

17. *Чебанов С.В.* Суверенные инвестиционные фонды: новый феномен мировой экономики? // Мировая экономика и международные отношения. 2008. № 10. С. 12–22.

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

19. *Кондратов Д.И.* Российский капитал в системе глобальных инвестиционных потоков: новые тенденции и возможности // Белорусский экономический журнал. 2015. № 2. С. 33–63.

20. *Бирюкова О.В.* Российские наукоемкие услуги в мировой торговле // Проблемы прогнозирования. 2014. № 1. С. 99–108.

21. *Цвирко С.Э.* Суверенные фонды как источник ресурсов для инвестирования в экономику России // Экономика. Налоги. Право. 2013. № 5. С. 63–66.

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Financial System

ENHANCING THE MANAGEMENT OF SOVEREIGN FUNDS AS A SOURCE OF THE RUSSIAN ECONOMY'S DEVELOPMENT

Andrei I. MASTEROV

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
andrey-masterov@yandex.ru

Article history:
Received 18 July 2016
Received in revised form
1 August 2016
Accepted 16 August 2016

JEL classification: E22, E61, H54

Keywords: sovereign fund, investment policy, investment strategy, Reserve Fund, National Welfare Fund

Abstract

Importance The current unstable economic situation in Russia necessitates efficient management and disposal of assets accumulated by sovereign wealth funds to deal with the challenges faced by the Russian society and economy.

Objectives The objectives are to review the foreign practice of sovereign wealth fund management, analyze the Russian practice, work out recommendations on enhancing the efficiency of management to create conditions for structural transformation and development of Russian economy.

Methods The paper employs methods of logical, statistical, and factor analysis.

Results Active investment strategy of sovereign wealth funds involves a higher level of risk and profitability, and under a competent investment policy, it may be successful. Until recently, the management of the Russian Reserve Fund and National Welfare Fund has been conservative. If such an approach is justified by virtue of stabilization purpose of the former, the management of the latter should be based on more active investment policy aimed at higher profitability of assets and risk mitigation.

Conclusions and Relevance The investment strategy of the National Welfare Fund should consider successful examples of asset investment by foreign sovereign funds, the current geopolitical environment and the need to support the Russian economy and its branches. Investment decisions should be carefully elaborated and informed.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

Acknowledgments

The article is prepared as part of State job of the Government of the Russian Federation assigned to the Financial University under the Government of the Russian Federation to perform research activity on *The Concept of Using Oil and Gas Revenues for State Financial Support to Investment Development of Industries Focused on Import Substitution and Non-Raw Material Export*.

References

1. Ponkratov V.V. [Oil price. In search of the bottom]. *Mir novoi ekonomiki = The World of New Economy*, 2016, no. 1, pp. 32–37. (In Russ.)

2. Ponkratov V.V. [A crisis management plan and a budget maneuver 2015]. *Vestnik finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2015, no. 2, pp. 70–75. (In Russ.)

3. Alektorskaya M.M., Pakhomov A.V., Pakhomova E.A. [Analysis of the sovereign wealth fund of the Russian Federation]. *Problemy regional'noi ekonomiki*, 2013, no. 21, pp. 3–7. (In Russ.) Available at: http://www.regec.ru/articles/2013/vol1/1.pdf.

4. Bondarets M.S. [Investment sovereign wealth funds: The nature and areas of development]. *Uchenye zapiski Instituta upravleniya, biznesa i prava. Seriya: Ekonomika = Scientific Papers of Institute of Management, Business and Law*, 2010, vol. 1, no. 11, pp. 49–53. (In Russ.)

5. Mezentsev V.V. [Types and classification of sovereign wealth funds]. *Gosudarstvennyi audit, pravo, ekonomika = Government Audit, Law, Economy*, 2014, no. 2, pp. 18–25. (In Russ.)

6. Tsvirko S.E. [Sovereign wealth funds management modeling]. *Izvestiya Volgogradskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta = Izvestia VSTU*, 2016, no. 1, pp. 147–155. (In Russ.)

7. Sanginova L.D. [Investing the assets of the National Welfare Fund in infrastructure projects: Opportunities and risks]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2015, no. 9-2, pp. 45–57. (In Russ.)

8. Biryukov E.S. [Investment strategies of institutional investors: Sovereign investment funds vs endowments]. *Vestnik MGIMO Universiteta = Vestnik MGIMO-University*, 2013, no. 6, pp. 117–126. (In Russ.)

9. Levchenko A.V. [Sovereign investment funds as national economy stabilizers]. *Vestnik finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2011, no. 1, pp. 67–75. (In Russ.)

10. Navoi A.V., Shalunova L.I. [Reserve Fund and National Welfare Fund of Russia in the international system of sovereign wealth funds]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2014, no. 2, pp. 26–33. (In Russ.)

11. Ponkratov V.V. [Formation and utilization of Federal budget revenues from the oil and gas sector under low price for energy resources and absence of budgetary rule]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economy. Taxes. Law*, 2016, no. 2, pp. 104–111. (In Russ.)

12. Vasin E.A. [Estimating the investment performance of Russian sovereign wealth funds]. *Vestnik finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2014, no. 1, pp. 153–166. (In Russ.)

13. Sanginova L.D. [The role of the National Welfare Fund in infrastructure project realization: Experience and perspectives]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economy. Taxes. Law*, 2016, no. 1, pp. 72–80. (In Russ.)

14. Duplinskaya E.B. [Russian sovereign wealth funds: A case study]. *Vestnik Omskogo universiteta. Seriya Ekonomika = Herald of Omsk University, Series: Economics*, 2015, no. 1, pp. 13–18. (In Russ.)

15. Shmigol' N.S., Rumyantsev I.M. [Modern approaches to sovereign wealth funds' assets use for investment development of economy]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economy. Taxes. Law*, 2015, no. 1, pp. 72–78. (In Russ.)

16. Sanginova L.D., Kerimov I.V. [Enhancing the efficiency of Russian sovereign wealth fund management]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2015, no. 12-2, pp. 180–191. (In Russ.)

17. Chebanov S.V. [Sovereign investment funds: Is it a new phenomenon of world economy?]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2008, no. 10, pp. 12–22. (In Russ.)

18. Zubchenko L.A. [Sovereign investment funds enter capital markets]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2008, no. 6, pp. 40–43. (In Russ.)

19. Kondratov D.I. [Russian capital in the system of global investment flows: New trends and opportunities]. *Belorusskii ekonomicheskii zhurnal = Belarusian Economic Journal*, 2015, no. 2, pp. 33–63. (In Russ.)

20. Biryukova O.V. [Russian knowledge-intensive services in the world trade]. *Problemy prognozirovaniya = Problems of Forecasting*, 2014, no. 1, pp. 99–108. (In Russ.)

21. Tsvirko S.E. [Sovereign wealth funds as a source of resources for investment in the Russian economy]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economy. Taxes. Law*, 2013, no. 5, pp. 63–66. (In Russ.)