

**О. Неплях**, здобувач

*Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України*

## **МОЖЛИВОСТІ ПОКРАЩЕННЯ ВЗАЄМОДІЇ СУВЕРЕННИХ ФОНДІВ ТА КРАЇН-РЕЦИПІЄНТІВ ІНВЕСТИЦІЙ**

*Стаття висвітлює основні ризики, що можуть бути спричинені діяльністю суверенних фондів, а також механізми їх мінімізації, зокрема, зобов'язання до прозорого функціонування та розробки добровільного кодексу поведінки.*

**Ключові слова:** суверенні фонди, країни-реципієнти інвестицій, транспарентність, протекціонізм, ризики.

*Неплях О. Проблематика взаимодействия суверенных фондов и стран-реципиентов инвестиций.*

*Статья освещает основные риски, которые могут быть вызваны деятельностью суверенных фондов, а также механизмы их минимизации, в частности, обязательства по прозрачному функционированию и разработке добровольного кодекса поведения.*

**Ключевые слова:** суверенные фонды, страны-реципиенты инвестиций, транспарентность, протекционизм, риски.

*Neplyakh O. Problems of cooperation between sovereign wealth funds and recipient countries of investments.*

*The paper highlights the key risks that may result from the activity of sovereign wealth funds, as well as mechanisms for their minimization, in particular, commitments to transparency of functioning and development of a voluntary code of conduct.*

**Key words:** sovereign wealth funds, host countries, transparency, protectionism, risks.

Розвиток глобальної економіки супроводжується появою нових суб'єктів та диверсифікацією їх інвестиційних стратегій. Останнім часом у суспільному розвитку дедалі більшу роль відіграють суверенні фонди, або фонди суверенного розвитку (далі СФ). Дані фонди пов'язані з державним капіталом і прямо або опосередковано контролюються державами, що породжує багато дискусій щодо політичних мотивів їх створення, ефективності використання ресурсів, гіпотетичних загроз і глобальних механізмів контролю, а також забезпечення

транспарентності їх функціонування. Багато держав-реципієнтів інвестицій суверенних фондів, зокрема, Німеччина та США, намагаються в односторонньому порядку обмежити їх діяльність на внутрішньому ринку, у тому числі шляхом заборони окремих транзакцій, що породжує ризики для досконалої конкуренції та вільного міжнародного руху капіталу. У свою чергу це спричиняє контрзаходи з боку СФ, які прагнуть обійти протекціоністські обмеження. Ескалація протистояння між фондами та країнами-реципієнтами може бути суттєвим дестабілізуючим фактором у рамках усєї глобальної економічної системи. Тому дослідження і детальне вивчення ризиків та загроз, пов'язаних із діяльністю суверенних фондів, а також пошук шляхів їх мінімізації може бути корисним у випадку приходу СФ в економіку України.

Суверенні фонди – інвестиційні фонди, акціонером або власником яких є держава і які зазвичай створюються в умовах бюджетного профіциту та незначного суверенного боргу. З метою уникнення перегріву національної економіки частина ліквідності інвестується на міжнародних ринках. СФ часто створюють країни, основним джерелом валютних надходжень (та бюджету в цілому) яких є експорт сировини, і таким чином акумулюють кошти для наступних поколінь. Функціонування суверенних інвестиційних фондів може бути взаємовигідним для країн базування і для країн-реципієнтів інвестицій. Проте в сучасних економічних умовах феномен суверенних фондів є предметом для багатьох дискусій щодо основних мотивів їх створення, а також можливих загроз.

Аналіз діяльності СФ дозволив виділити й сформулювати основні загрози, що асоціюються з їх розвитком:

1. Неєфективне використання ресурсів (у тому числі за рахунок використання корупційних схем), що може призвести до негативних економічних і соціальних наслідків як для країни-власника суверенного фонду, так і для глобальної фінансової системи в цілому. Дана загроза виступає основним аргументом на користь створення універсальних методів регулювання суверенних фондів для країни базування фонду.

2. Загроза національній безпеці країни-реципієнта, зокрема, через імовірність використання активів суверенних інвестиційних фондів з метою дестабілізації їх фінансової системи.

Як приклад можна навести скоординовану атаку на британський фунт стерлінгів у 90-х рр. минулого століття з боку приватних хедж-фондів.

3. Використання непублічних джерел інформації, що надає можливість для проведення інсайдерських транзакцій.

4. Використання ресурсів СФ з політичних мотивів, на шкоду економічним інтересам, а іноді – національній безпеці приймаючих країн.

5. Конфлікт інтересів національного регулятора фінансових ринків та суверенного фонду.

6. Загроза стабільності міжнародної фінансової системи внаслідок різних і непередбачених змін тактики операцій фондів на світових ринках, зокрема, через відсутність інформації щодо інвестиційної стратегії СФ.

Наведений перелік потенційних загроз не є повним, проте достатнім для усвідомлення необхідності забезпечення певних стандартів взаємовідносин між СФ та країнами-реципієнтами їх інвестицій. Незважаючи на відносно тривалу історію існування СФ (перший такий фонд сировинного типу було створено в Кувейті в 1953 р.), нагальна потреба формування окремої правової бази для них виникла лише нещодавно, оскільки більшість із зазначених загроз спричинено значним збільшенням масштабу та відповідно впливу СФ на глобальний фінансовий ринок. Активи суверенних фондів досягли 3 976 млрд дол. у 2008 р. порівняно з 830 млрд дол. у 1999 р. У 2009 р. активи СФ зменшилися до 3 809 млрд дол., але наприкінці 2010 р. зросли до 4 111 млрд дол. (для порівняння загальний обсяг активів фондів прямих інвестицій на кінець 2009 р. становив близько 2,7 трлн дол., а хедж-фондів – відповідно 1,7 трлн). Обсяг транзакцій за участю суверенних фондів збільшився з 4 млрд дол. у 2000 р. до 109 млрд дол. у 2008 р. (у 2009 р. внаслідок погіршення кон'юнктури на світовому фінансовому ринку обсяг транзакцій зменшився до 69 млрд дол.) [14].

Збільшення активності суверенних інвесторів викликало пильну увагу до них з боку профільних національних установ і міжнародних організацій та призвело, зокрема, до введення на здійснення прямого іноземного інвестування. За інформацією Конференції ООН з питань торгівлі та розвитку (UNCTAD),

у 2002 р. лише 6% нових нормативних актів, які були адаптовані в межах національного законодавства, були спрямовані на обмеження прямих іноземних інвестицій, у той час як у 2009 р. цей показник сягнув 29%. У США в 2007 р. для посилення контролю над прямими іноземними інвестиціями і в першу чергу такими, які надходять з боку СФ, був прийнятий Акт про іноземні інвестиції та національну безпеку, що посилив повноваження Комітету з іноземних інвестицій США, який у 2008 р. збільшив кількість розслідувань до 15% при узгодженні іноземних інвестицій, у той час як у 2006 р. цей показник становив 6% [6]. Дана статистика демонструє переосмислення можливого впливу прямих закордонних інвестицій, зокрема, з боку суверенних фондів, на національну безпеку. Одним із значних поштовхів у напрямку ескалації процесу є, безумовно, спроба "China National Offshore Oil Corporation" (Китай) здійснити поглинання нафтодобувної компанії "Unocal" (США) в 2005 р., а також "Dubai Ports World" (ОАЕ) придбати портові термінали "Peninsular and Oriental Steam Navigation Company" (США). В інших розвинутих країнах активність СФ також призвела до посилення протекціоністських обмежень. У середині 2008 р. бундестагом Німеччини було затверджено закон, згідно з яким іноземні інвестиції, що можуть зашкодити національним інтересам, мають підлягати ратифікації, а в 2009 р. – закон, який регулює прямі інвестиції з країн, що не входять до Європейського Союзу. Франція у 2005 р. прийняла закон, який регулює порядок узгодження прямих іноземних інвестицій в окремі сектори економіки.

Слід наголосити, що посилення протекціонізму в Європі безпосередньо пов'язано із зростанням активності суверенних інвесторів Російської Федерації та меншою мірою Китаю. Аналогічні процеси мали місце в Японії, Канаді, Китаї, Росії тощо – тільки за 2006–2009 рр. країни, які отримували понад 40% прямих іноземних інвестицій у глобальному масштабі, прийняли або знаходилися в процесі адаптації посиленних вимог до іноземних інвестицій за критерієм захисту національної безпеки. Посилення протекціонізму є відповіддю на ризик політичної компоненти в мотивах керівництва суверенних фондів.

З метою врегулювання протистояння між СФ та країнами-реципієнтами в рамках міжнародної дискусії було визнано необхідність створення універсального кодексу, який регулюватиме діяльність СФ і дозволить знизити загрози для країн реципієнтів. В рамках співпраці країн Групи Семи (G7) були сформульовані основні напрями щодо створення такої добровільної нормативної бази для суверенних фондів, згідно з якою останні зобов'язуються:

1) керуватися лише економічною доцільністю й не переслідувати прямо або опосередковано геополітичні цілі країн-інвесторів;

2) оприлюднювати інформацію в таких сферах, як цілі інвестування, інституційні механізми, фінансова інформація (а саме об'єкти інвестицій, бенчмарки, норма прибутку);

3) створити надійні системи управління фондом, внутрішнього контролю, операційного та ризик-менеджменту;

4) забезпечити принцип конкуренції і рівності для всіх суб'єктів інвестування;

5) дотримуватись норм національного законодавства, зокрема, щодо розкриття інформації.

За умов виконання таких норм країни-реципієнти в свою чергу погодились дотримуватись наступних принципів стосовно СФ:

1) недопустимість протекціоністських обмежень для прямих та портфельних іноземних інвестицій;

2) забезпечення передбачуваності інвестиційного середовища, а саме публічність, чіткість, однозначність та об'єктивність нормативної бази;

3) недопустимість дискримінації і збереження рівних прав для внутрішніх та іноземних інвесторів;

4) будь-які обмеження щодо інвестиційної діяльності з міркувань національної безпеки мають бути пропорційними реальним ризиками для національної безпеки від таких інвестицій.

Спроби прискорити процес створення певних універсальних норм поведінки для суверенних фондів, окремо від роботи в рамках G7, відбувалися і ЄС. У березні 2008 р. була сформульована офіційна позиція ЄС щодо суверенних фондів. В її рамках було визнано необхідність вироблення єдиної стратегії і тактики

поведінки членів ЄС щодо взаємовідносин із суверенними фондами, важливість роботи МВФ та ОЕСР з цього приводу і запропоновані власні доповнення, зокрема, стандарти управління суверенними фондами (чітка структура та розподіл повноважень, операційна автономія тощо) та стандарти прозорості (регулярна звітність).

У глобальному процесі формалізації взаємин суверенних фондів та країн-реципієнтів активну участь беруть МВФ та ОЕСР. У цьому контексті необхідно виділити певну спеціалізацію даних міжнародних організацій щодо різних аспектів проблеми: якщо МВФ більше опікується формуванням і впровадженням стандартів для суверенних фондів, то ОЕСР більшу увагу акцентує на позиції країн-реципієнтів. За ініціативи МВФ у травні 2008 року на зустрічі представників основних світових суверенних фондів у Вашингтоні була створена Міжнародна робоча група з Суверенних фондів (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), яка включає представників 26 країн-власників суверенних інвестиційних фондів. Це може сприяти ослабленню напруги, спричиненої активізацією діяльності суверенних фондів на глобальній арені, оскільки є демонстрацією добровільної самоорганізації суверенних фондів та встановлення добровільних обмежень і обов'язків щодо різних аспектів їх діяльності. На даний момент головним досягненням групи є прийняття в жовтні 2008 р. Кодексу загальноприйнятих принципів діяльності та практик для Суверенних фондів, відомих як Кодекс Сант-Яго (Принципи Сант-Яго) [5]. Кодекс містить 24 базові норми, які суверенні фонди мають виконувати у відповідності до норм національного права країни базування (тобто дані норми не є імперативними).

Кодекс Сант-Яго систематизує напрацювання щодо співпраці СФ та країн-реципієнтів, які були розроблені в рамках багатосторонніх зустрічей, роботи міжнародних фінансових організацій тощо, і на сьогодні складає найбільш прогресивний механізм урегулювання протистояння між СФ та країнами-реципієнтами. Проте норми кодексу не мають імперативного характеру, а їх виконання не гарантує пом'якшення протекціоністських обмежень з боку країн-реципієнтів. Іншою потенційною проблемою може стати контроль за впровадженням і

дотриманням норм, адже норми Кодексу мають загальний характер і можуть мати суб'єктивне трактування, а контроль за дотриманням окремих положень Кодексу є фактично неможливим (у тому числі щодо використання інсайдерської інформації). З метою вдосконалення Кодексу, а також контролю за виконанням його положень у квітні 2009 року було створено Міжнародний форум з суверенних інвестиційних фондів (далі Форум) [3], заснування якого закріплено в Кувейтській декларації. Робота Форуму спрямована в тому числі на посилення ризик менеджменту та розвиток механізмів взаємодії з міжнародним інвестиційними середовищем та країнами-реципієнтами.

У подальшому слід очікувати розширення діалогу як у рамках Форуму та за ініціативи МВФ, ОЕСР тощо, так і в рамках дво- та багатосторонньої співпраці між СФ та країнами-реципієнтами інвестицій. Незважаючи на певні досягнення, процес розбудови прозорої системи важелів взаємоконтролю між фондами та реципієнтами не є завершеним. Одною з ключових проблем має стати транспарентність та гласність, яка може бути небажаною як для фондів, так і для реципієнтів. Інші проблеми, які незважаючи на згоду учасників, може бути важко подолати – це використання інсайдерської інформації, корупція тощо. Можливі спроби суверенних фондів обійти існуючі обмеження шляхом використання нових методів проникнення на міжнародні ринки (в тому числі через створення афілійованих структур за участю приватних компаній, шляхом концентрацій дрібних пакетів акцій [1]). Проте важливим є розуміння як з боку суверенних фондів, так і з боку урядів країн реципієнтів необхідності будівництва прозорої та чіткої системи взаємодії.

Отже, прийняття кодексу Сантьяго є важливим кроком у напрямку подолання напруги між суверенними фондами та країнами-реципієнтами інвестицій. Незважаючи на недосконалість Кодексу, положення якого, зокрема, не мають імперативного характеру, він є єдиним існуючим універсальним механізмом інтеграції СФ у глобальну фінансову систему. Імплементация Кодексу за умов його вдосконалення може стати альтернативою системі індивідуальних домовленостей між окремими СФ, яка може призводити до обмежень руху капіталу та дискримінації



окремих СФ. Необхідно усвідомлювати важливість подальшої співпраці СФ та світової спільноти в даному напрямку, адже відхід від задекларованих принципів може суттєво збільшити загрози для національних економік та глобальної економіки в цілому.

### **Список використаної літератури**

1. Гаврилюк О.В. Фонди суверенного розвитку – новий суб'єкт глобалізації. [http://www.nbuu.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/En/ETEI/2008\\_5\\_1/zbirnuk\\_ETEI\\_08\\_1\\_107.pdf](http://www.nbuu.gov.ua/portal/Soc_Gum/En/ETEI/2008_5_1/zbirnuk_ETEI_08_1_107.pdf)

2. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A common European Approach to Sovereign Wealth Funds // Commission of the European Communities, Brussels, CO 2008.

3. Edwin M. Truman A blueprint for Sovereign Wealth Fund best practices // Peterson Institute for International Economics – 2008 – April 3.

4. Edwin M. Truman Sovereign Wealth Funds: The need for Greater transparency and accountability // Peterson institute for international economics – 2007 – August 6.

5. International Working Group of Sovereign Wealth Funds Presents the "Santiago Principles" to the International Monetary and Financial Committee // IWG-SWF Press-release – 2008 – October 11.

6. Global Private Equity, Sovereign Wealth Funds and National Security // The Carlyle Group – OECD/City of London conference – 2008 – March 31.

7. Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds // International Working Group of Sovereign Wealth Funds – 2009 – April 6.

8. Lawrence Summers Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism // Financial Times. C 2007 – July.

9. E. Plotkin Mark. Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the Market and the Committee on Foreign Investment in the United States Together To Make the United States More Secure // The Yale Law Journal Pocket Part - 2008.

10. Remarks on Policy Principles for Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries. Robert M. Kimmitt, deputy to USA Treasury Secretary Speech to the Council for International Business – 2008 – October 13.

11. Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda // International Monetary Fund – 2008 – February 29.

12. Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors – Washington – 2007 – October 19.

13. SWFs and Foreign Investment Policies – an Update // Deutsche Bank Research. – 2008 – October 28.



14. SWF rankings // <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

15. Working Group Announces Creation of International Forum of Sovereign Wealth Funds // IWG-SWF Press-release. – 2009 – April 6.

Стаття надійшла до редакції 12.02.2011 р.