

Предпринимательское право

УДК 346.2

JEL: K22

КУРОЧКИН Сергей Владимирович

ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова», Ленинские горы, д.1, Москва, 119991, Россия.

<https://orcid.org/0000-0003-1820-213X>

Курочкин Сергей Владимирович, Руководитель отдела юридического консультирования ООО «Монджерин», аспирант кафедры предпринимательского права Юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия. E-mail: kurochkinsv@yandex.ru

Научный руководитель: Губин Евгений Парфирьевич, д.ю.н., профессор, заведующий кафедрой предпринимательского права Юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова. E-mail: e.p.gubin@mail.ru

ПОНЯТИЕ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ: ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ

Аннотация

Предмет/тема. Общественные отношения, возникающие при создании и функционировании института суверенных фондов.

Цели/задачи. Анализ существующих в российской и международной доктрине и практике подходов к определению суверенных фондов. Выявление правовой природы суверенных фондов как самостоятельного вида суверенных инвесторов. Выработка определения понятия суверенного фонда для целей правового регулирования.

Методология. Общенаучные и специальные методы научного познания: аналитический, сравнительно-правовой, системный, логический, а также методы анализа, синтеза, аналогии и иные.

Вывод. Большинство определений, содержащихся в исследованиях и документах международных организаций, не учитывают специфику правовой природы суверенных фондов и не являются достаточно емкими и (или) точными. Определение понятия суверенных фондов необходимо формулировать, осознавая ключевую цель правового регулирования их деятельности – минимизация суверенных рисков принимающего государства при осуществлении иностранным суверенным фондом инвестиций в стратегически значимые компании. Предложенное в настоящем исследовании определение позволит выстроить основы эффективного регулирования суверенных и провести классификацию суверенных фондов.

Ключевые слова: *суверенный фонд, суверенный фонд благосостояния, понятие суверенного фонда, определение суверенного фонда, правовое регулирование суверенных фондов, суверенные инвесторы, SOE, принципы Сантьяго, Российский фонд прямых инвестиций, РФПИ, Фонд национального благосостояния, ФНБ.*

Business law

Sergey V. Kurochkin, Mongerine LLC, Head of Legal Consulting Department, post-graduate student, Department of Business law at the Faculty of Law of the Lomonosov Moscow State University, E-mail: kurochkinsv@yandex.ru

*Academic Supervisor: Evgeny P. Gubin, Doctor of Law, Professor, Head of the Department of Business Law, Faculty of Law, Lomonosov Moscow State University.
E-mail: e.p.gubin@mail.ru*

NOTION OF THE SOVEREIGN WEALTH FUNDS: LEGAL ASPECTS

Abstract

Subject / topic Social relations arising during the establishment and functioning of the sovereign wealth funds.

Goals / objectives Analysis of the approaches towards the definition of sovereign wealth funds proposed in the Russian and international doctrine and practice. Identification of the legal nature of the sovereign wealth funds as a unique type of sovereign investors. Development of a definition of the sovereign wealth funds for the purposes of legal regulation.

Methodology General scientific and special methods of scientific knowledge: analytical, comparative, systemic, logical, as well as methods of analysis, synthesis, analogy and others.

Conclusion and Relevance Most of the definitions contained in the studies and documents of international organizations do not take into account the specifics of the legal nature of the sovereign wealth funds and are not sufficiently capacious and (or) accurate. The definition of the sovereign wealth funds must be formulated while recognizing the key goal of legal regulation of their activities - minimizing the sovereign risks of the host state when investing in strategically important companies by a foreign sovereign wealth fund. The definition proposed in this study will help build the foundations for the effective regulation of sovereign wealth funds and subsequent classification of the sovereign wealth funds.

Keywords: *sovereign wealth fund, SWF, concept of the sovereign wealth fund, legal notion of the sovereign wealth fund, legal regulation of the sovereign wealth funds, sovereign investors, SOE, Santiago Principles, Russian Direct Investment Fund, RDIF, National Wealth Fund, NWF.*

Суверенные фонды (в иностранной литературе обозначаются термином Sovereign Wealth Funds или сокращенно SWF) – явление, известное мировой практике с середины XX века, однако в последние годы оно приобрело особую известность. Государства, сумевшие создать значительные валютные резервы или получить сверхдоходы от экспорта ресурсов, начали активно инвестировать в бизнесы по всему миру. При этом, по оценкам исследователей, со временем значительная часть инвестиционного капитала начала «плыть вверх»: государственные фонды из развивающихся стран сейчас в основном инвестируют в экономику развитых стран (например, приобретают доли в американских или европейских компаниях).

В чем заключается основная проблема регулирования суверенных фондов? Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо взглянуть на общую картину и понять, какую роль в ней играют суверенные фонды.

Суверенные фонды – один из инструментов, используемых государством для осуществления инвестиций. С точки зрения принимающего государства (государства-реципиента инвестиций) иностранный суверенный фонд относится к общей группе «инвесторов, контролируемых иностранным государством» (*foreign government-controlled investors; FCGI*). В этом качестве наряду с суверенными фондами могут выступать и ряд других инструментов, например, компании с

государственным участием (state-owned enterprise; SOE).

Как отмечает Ф. Бассан, у всех инструментов, относящихся к группе FCGI, есть общая черта, которая определяется как фактор публичности: суверенный инвестор ведет деятельность на иностранном рынке, подчиняясь при этом нормам частного права [1, с. 5]. Отсюда вытекает хорошо известный международному инвестиционному праву конфликт между частно-правовой и публично-правовой составляющей таких отношений. Подробная характеристика такого конфликта будет зависеть от совокупности объективных (связанных с объектом инвестиций) и субъективных (связанных с суверенитетом инвестора) элементов правоотношений.

Особенность же суверенных фондов заключается в том, что при их использовании государство не инвестирует в национальные или иностранные компании напрямую – вместо этого оно создает для себя специальный инструмент, который можно условно назвать «суверенной прослойкой». В результате мы получаем новое соотношение регулирующего (отношения по созданию и управлению суверенным фондом) и регулируемого (отношения по осуществлению инвестиций на иностранном рынке), что порождает особую категорию правоотношений, которые заслуживают более пристального изучения. Суверенный фонд – не просто очередная организационно-правовая форма для государственных инвестиций, это и есть государство. Как показывает практика, суверенный фонд может не являться субъектом права, но даже если он им является, то у него отсутствуют надежные механизмы управления, которые гарантировали бы его независимость от государства в процессе принятия инвестиционных решений. Этот суверенный элемент не получится нейтрализовать простыми ограничениями прямого или непрямого публичного владения на стороне инвестора.

До определенного момента инвестиции со стороны суверенных фондов позитивно воспринимались международными учреждениями как фактор, стабилизирующий рынок. Однако сейчас суверенные фонды, как и другие суверенные инвесторы, нередко сталкиваются с дискриминацией со стороны принимающих государств – особенно когда речь идет об инвестициях в компании, имеющие стратегическое значение для экономики принимающего государства. И действительно, можно понять опасения американских политиков в ситуации, когда принадлежащая ОАЭ компания приобретает британскую корпорацию, контролирующую шесть портов, расположенных в США. Или опасения политиков из Великобритании, США и Швейцарии, в чьих ключевых финансовых учреждениях массово скупали крупные пакеты акций суверенные фонды из Китая, Сингапура, Кореи, ОАЭ и Катара.

Отсюда вытекает один из ключевых вопросов, который может поставить принимающее государство перед иностранным суверенным фондом: какие существуют гарантии того, что инвестиции, осуществляемые оператором такого суверенного фонда в компании, учрежденные на территории принимающего государства, обоснованы рыночными причинами (в частности, максимизированием прибыли), а не являются политически мотивированными? Развитие этой мысли может пойти достаточно далеко, ведь перечень оснований политически мотивированных инвестиций весьма обширен, начиная с промышленного шпионажа или дестабилизации иностранного рынка и заканчивая

получением контроля над критически важными элементами инфраструктуры другого государства. По большому счету именно такая постановка вопроса и является основной причиной активизации исследований, посвященных суверенным фондам, в последние годы.

Поиск правовых механизмов, которые позволили бы снизить риски принимающего государства и одновременно ограничить возможность дискриминации иностранных суверенных фондов, будет являться предметом другого, более глубокого исследования. Цель настоящей публикации – обозначить границы института суверенных фондов и предложить подход к их определению и классификации.

Понимание особенностей происхождения помогает сформулировать подход к выработке дефиниции для целей правового регулирования суверенных фондов.

Определение термина «суверенный фонд» - первая проблема, с которой столкнется законодатель в попытке выстроить адекватное регулирование. Дело в том, что научной литературе отсутствует единый подход к определению этого института. Высказанные исследователями предложения сильно разнятся и порой противоречат друг другу, а наборы критериев, используемых для формулирования дефиниции, весьма обширны. Большинство авторов при этом используют один из двух подходов: подход «пяти столпов» или функциональный подход.

Подход «пяти столпов», подразумевает, что суверенные фонды соответствуют пяти критериям: находятся в собственности у государства, подвержены высокому валютному риску, не имеют прямо выраженных обязательств, обладают высокой толерантностью к риску и длинным горизонтом планирования.

Наиболее распространенная позиция в рамках функционального подхода предполагает, что ключевое назначение суверенных фондов – это решение ряда финансовых и экономических задач (аккумулирование и управление резервными активами, стабилизация макроэкономических эффектов, передача благосостояния следующим поколениям). Сами фонды при этом представляют собой либо «пулы активов» [2],[3], либо «специализированные государственные фонды» [4],[5], либо «механизмы» [4][5].

Иные авторы предлагают определить сущность суверенных фондов через сравнение со смежными институтами (центральные банки, государственные пенсионные фонды, компании с государственным участием и другие институты, в зависимости от исследователя) или вовсе отнести их к одной из уже известных категорий суверенных инвесторов.

В российской экономической литературе наиболее характерным является определение, предложенное П. Казакевичем [6, с. 28-29]. В соответствии с предложенным определением, «суверенные фонды благосостояния представляют собой созданные центральными или региональными правительствами инвестиционные фонды, которые формируются за счет сверхплановых доходов бюджета от экспорта невозобновляемых природных ресурсов, несырьевого профицита бюджета, части золотовалютных резервов или иных поступлений, управляются и используются в целях обеспечения стабильности национальных экономик на определенном временном горизонте». Для достижения целей таких фондов их средства инвестируются в финансовые активы, в основном зарубежные; при существующих различиях в задачах стабилизационных

фондов и фондов будущих поколений, и те и другие ориентированы на сглаживание расходов: первые - в краткосрочной перспективе, а вторые - в рамках более длительного периода, измеряемого десятилетиями. Зачастую суверенные фонды благосостояния носят смешанный характер и ориентированы на решение одновременно нескольких задач. При этом, по мнению автора определения, к суверенным фондам благосостояния нельзя отнести золотовалютные резервы, используемые центральными банками и органами денежно-кредитного регулирования в традиционных целях, связанных с платежным балансом или денежно-кредитной политикой; компании с государственным участием (включая банки); государственные пенсионные фонды.

Попытки определить понятие суверенных фондов предпринимали и международные организации. С точки зрения Европейского Центрального Банка суверенный фонд является «публичным инвестиционным агентством, которое управляет частью (иностранных) активов национальных государств» [7]. Международный Валютный Фонд предлагает определять суверенный фонд как «специализированный инвестиционный фонд или механизм, принадлежащий национальному правительству» или предприятия, «находящиеся во владении или управляемые государством, которые владеют, управляют или администрируют активы, в основном, для достижения средне- или долгосрочных макроэкономических и финансовых целей» [8].

Принципы Сантьяго [9], ключевой документ международного уровня в исследуемой области, проблему с дефиницией решить также не сильно помогает – в нем понятие суверенного фонда сформулировано довольно описательно и пространно и во много построено за счет противопоставления другим существующим финансовым и инвестиционным институтам.

Как следует из текста документа, суверенные фонды – это специализированные государственные инвестиционные фонды или механизмы, которые учреждаются государством в макроэкономических целях. Суверенные фонды владеют, управляют или администрируют активы для достижения финансовых показателей и используют набор инвестиционных стратегий, которые включают в себя инвестирование в иностранные финансовые активы. Суверенные фонды обычно учреждаются за счет неиспользованной доходной части платежного баланса, государственных валютных операций, доходов от приватизации, государственных трансфертных платежей, неиспользованных налоговых поступлений и/или доходов от товарного экспорта.

При этом к суверенным фондам не относятся традиционные публичные пенсионные фонды, валютные резервы, подконтрольные государственным кредитно-финансовым учреждениям для обеспечения платежного баланса либо целей кредитно-денежной политики, SOE в их традиционном понимании, государственные пенсионные фонды, а также активы, управляемые в интересах физических лиц.

Ключевые признаки суверенных фондов в соответствии с Принципами Сантьяго:

- *Владение*: суверенные фонды принадлежат национальному правительству, т.е. центральному правительству и структурным единицам в составе государства;

- *Инвестиции*: инвестиционные стратегии включают в себя инвестиции

в зарубежные финансовые активы и исключают те фонды, которые инвестируют исключительно на внутреннем рынке;

- *Цели и показатели*: суверенные фонды создаются для инвестирования государственных средств в целях достижения финансовых показателей и могут иметь обязательства, определенные только в широком смысле, таким образом, суверенные фонды имеют возможность использовать широкий диапазон инвестиционных стратегий как в средне- так и долгосрочной перспективе; задачи суверенных фондов отличаются от, к примеру, резервных портфелей, используемые только в традиционных целях обеспечения платежного баланса.

Почему на данный момент исследователи все же не сумели достигнуть консенсуса и предложить краткое, но емкое определение? Одной из основных причин является тот факт, что суверенные фонды в мировой практике достаточно разнообразны, причем их разнообразие можно выявить путем сравнения по большому количеству критериев, и организационно-правовая форма только один из них. К примеру, в Австралии акции компании-оператора суверенного фонда обращаются на бирже, но при этом работники этой компании являются государственными служащими в силу закона. Суверенный фонд Нигерии является юридическим лицом, которое имеет не федеральный, а федеративный характер, т.е. в долях принадлежит всем уровням федеративного государства: федерации, субъектам федерации и муниципальным образованиям. В России к суверенным фондам исследователи традиционно относят бюджетный Фонд национального благосостояния, но почему-то не обращают внимания на Российский фонд прямых инвестиций, структурированный как закрытый паевой инвестиционный фонд.

Руководствуясь эмпирическими методами и описывая существующие на практике явления, исследователи сталкиваются с вполне ожидаемой проблемой выработки универсального определения, которое могло бы, с одной стороны, учесть все это многообразие форм, а с другой – не размывать границы исследуемого объекта и позволить отделить суверенные фонды от смежных институтов.

В целом, встречающиеся в научной литературе элементы определений суверенных фондов можно разделить на две основные группы:

- Субъективные элементы – обозначают признаки, которые связаны с организацией структуры государственной собственности и управления средствами суверенного фонда. Иными словами, это признаки, по которым определяется собственность государства на средства суверенного фонда;

- Объективные элементы – обозначают признаки, которые связаны с постановкой целей и организацией инвестиционной деятельности суверенного фонда. Иными словами, это признаки, которые, по которым дается характеристика деятельности суверенного фонда.

Подчеркивая особое значение субъективного (собственность государства на суверенный фонд) либо объективного элемента (деятельность суверенного фонда), большинство исследователей пытаются применить к суверенным фондам модель «частного суверенного инвестора» - то есть государственного по происхождению, но частного по характеру деятельности. В этой парадигме логичным представляется вывод большинства авторов о том, что все участники гражданского оборота, независимо от их собственников, должны подчиняться одинаковым правилам – как частные инвесторы.

Однако более обоснованной представляется позиция специалиста по праву суверенных фондов Ф. Бассана, который полагает, что при определении понятия суверенного фонда во главу угла следует ставить не собственность и деятельность, а собственность и цели [1]. С таким подходом сложно не согласиться, поскольку именно задачи, стоящие перед суверенным фондом, определяют его инвестиционную стратегию и характер его деятельности. Более того, по мнению исследователя, применять к суверенным фондам модель частного инвестора неэффективно, поскольку оба решающих элемента находятся на «субъективной стороне». Государства, преследующие общественно значимые цели, и не должны вести деятельность как частные компании.

Отсюда следует главный вывод о том, что противопоставление субъективного и объективного, частного и публичного при анализе сущности суверенных фондов является некорректным. Особенность суверенных фондов заключается именно в единстве суверенного владения и общественно значимых целей их существования. В этой связи, отмечает Ф. Бассан, при разработке дефиниции суверенных фондов следует в качестве равноценных рассматривать собственность и цели существования суверенных фондов, а также признать, что суверенные фонды являются принципиально новым инструментом в силу множества причин [1].

Руководствуясь этими аспектами, ученый предлагает [1] сформулировать определение суверенных фондов для целей специального регулирования следующим образом:

Фонды, которые учреждены, находятся в собственности и управляются местным или центральным правительством, чьи инвестиционные стратегии предусматривают приобретение долевого участия в международных компаниях, ведущих деятельность в тех секторах экономики, которые относятся к стратегическим в соответствии с законодательством страны их инкорпорации.

Попробуем проанализировать это определение с точки зрения субъективных и объективных элементов.

С субъективной стороны оно включает в себя любые государственные фонды независимо от их характеристик (главное, чтобы ими прямо или косвенно владело государство), но при этом распространяет свое регулирование только на те фонды, которые инвестируют в компании, признающиеся стратегически значимыми в соответствии с законодательством принимающего государства.

С объективной стороны такое определение распространяет свое действие только на те суверенные фонды, которые одновременно (а) имеют инвестиционную стратегию, предусматривающую инвестирование в стратегически значимые компании, и (б) на практике действительно осуществляют такие инвестиции.

Таким образом, иные государственные фонды, не соответствующие указанным критериям, не подпадают под повышенный профиль риска и не требуют распространения на них специального регулирования. Учитывая, что выработка определения суверенных фондов нам требуется, в первую очередь, для распространения на них особых норм, следует констатировать, что в рамках такого подхода приведенное выше определение будет являться наиболее эффективным.

Взяв за основу определение суверенных фондов, предложенное Ф. Бассаном, представляется возможным усилить предложенную дефиницию

акцентом на такие признаки суверенных фондов как обособленность суверенного фонда независимо от используемой организационно-правовой формы, учреждение суверенного фонда на основании акта нормативно-правового характера, а также осуществление суверенным фондом инвестиций в целях решения задач публичного характера [10].

Выработка определения, отвечающего целям специального регулирования суверенных фондов, это начальный, но абсолютно необходимый шаг к созданию такого регулирования. Помимо этого, опираясь предложенное понятие, в дальнейших исследованиях станет возможным обосновать обоснованную и лишённую недостатка нечетких критериев классификацию суверенных фондов, которая станет дополнительной опорой для эффективного развития правового регулирования.

Список источников:

1. Bassan (2011) – *Bassan F. The law of sovereign wealth funds.* – Edward Elgar Publishing, 2011.

2. Rozanov (2005) – *Rozanov A. Who holds the wealth of nations* //Central Banking Journal. 2005. Т. 15. №. 4. С. 52-57.

3. Mezzacapo (2009) – *Mezzacapo S. et al. The so-called" sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision.* – Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2009. №. 378.

4. Дораев (2012) – Цит. по: *Дораев М. Г. Суверенные фонды как субъекты международного рынка капиталов (правовые аспекты)* //Московский журнал международного права. 2012. №. 1. С. 85. С. 229-240.

5. Кудряшов (2015) – Цит. по: *Кудряшов В.В. Международно-правовое регулирование суверенных финансовых институтов: монография* // М.: Финансовый университет, 2015.

6. Казакевич (2009) – *Казакевич П.А. Суверенные фонды благосостояния на рынках ценных бумаг: дис. к.э.н. / Казакевич Петр Александрович.* М., 2009.

7. Beck, Fidoea (2008) – *Beck R., Fidora M. The impact of sovereign wealth funds on global financial markets* //Intereconomics. 2008. Т. 43. №. 6. С. 349-358.

8. International Working Group et al. Sovereign Wealth Fund – A Work Agenda by International Monetary Fund // Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>;

9. International Working Group et al. Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices: 'Santiago Principles'. 2008;

10. Курочкин (2017) – Курочкин С.В. Суверенные фонды: понятие и признаки // Предпринимательское право. Приложение «Право и Бизнес», 2017, № 3.

References:

Bassan (2011) – *Bassan F. The law of sovereign wealth funds.* – Edward Elgar Publishing, 2011.

Rozanov (2005) – *Rozanov A. Who holds the wealth of nations* //Central Banking Journal. 2005. Т. 15. №. 4. P. 52-57.

Mezzacapo (2009) – *Mezzacapo S. et al. The so-called" sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision.* – Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2009. №. 378.

Doraev (2012) – cited: *Doraev M.G. Sovereign wealth funds as objects of international capital markets (legal aspects)* [Suverennyye fondy kak sub"yekty mezhdunarodnogo rynka kapitalov (pravovyye aspekty)] // The Moscow International Law Journal [Moskovskiy zhurnal mezhdunarodnogo prava]. 2012. № 1. P. 229-240.

Kudryashov (2015) – cited: *Kudryashov V.V. International regulation of the sovereign wealth funds: monograph* [Mezhdunarodno-pravovoye regulirovaniye suverennykh finansovykh institutov: monografiya] // М.: Financial University, 2015.

Kazakevich (2009) – *Kazakevich P.A. Sovereign wealth funds on the stock markets: Doctor of Economic Science thesis* [Suverennyye fondy blagosostoyaniya na ryinkakh tsennykh bumag: dis. k.e.n.] / М. 2009.

Beck, Fidora (2008) – Beck R., Fidora M. The impact of sovereign wealth funds on global financial markets // *Intereconomics*. 2008. Т. 43. №. 6. P. 349-358.

International Working Group et al. Sovereign Wealth Fund – A Work Agenda by International Monetary Fund // Access point: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>;

International Working Group et al. Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices: 'Santiago Principles'. 2008.

Kurochkin (2017) – *Kurochkin S.V. Sovereign wealth funds: notion and characteristics* [Suverennyye fondy: ponyatiye i priznaki] // Business Law. Application «Law and Business». 2017. № 3.