



АНАСТАСИЯ КАРАВАЙ
старший экономист АКБ «Русславбанк»



Елена Чиркова
практикующий финансист, доцент кафедры экономи-
ки и финансов фирмы НИУ-ВШЭ, канд. экон. наук

КРИЗИСНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ В ЗАПАДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ: КТО КОГО?

В 2007–2008 гг. СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ БЛАГОСОСТОЯНИЯ АРАБСКИХ И АЗИАТСКИХ СТРАН СОВЕРШИЛИ РЯД КРУПНЫХ СДЕЛОК С КОНВЕРТИРУЕМЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ, ВЫПУЩЕННЫМИ ЗАПАДНЫМИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ БАНКАМИ, НУЖДАВШИМИСЯ В СРЕДСТВАХ ДЛЯ ПОПОЛНЕНИЯ КАПИТАЛЬНОЙ БАЗЫ. СИЛА ПЕРЕГОВОРНОЙ ПОЗИЦИИ БЫЛА ТОГДА НА СТОРОНЕ ИНВЕСТОРОВ. УДАЛОСЬ ЛИ ИМ ВОСПОЛЬЗОВАТЬСЯ УНИКАЛЬНОЙ СИТУАЦИЕЙ И ЗАРАБОТАТЬ НА ЭТИХ СДЕЛКАХ?

ВОЗМОЖНАЯ РОЛЬ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ БЛАГОСОСТОЯНИЯ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

Суверенные фонды благосостояния стали новым типом крупного игрока на глобальном инвестиционном поле. К началу 2011 г. их количество достигло 70, а совокупные активы под управлением, по разным оценкам, составили от 4 до

5 трлн долл. Их роль в мировой финансовой системе видится по-разному. С одной стороны, средства суверенных фондов в период финансового кризиса 2008 г. стали источником ликвидности на мировых финансовых рынках, а также позволили ряду стран, в том числе и России, провести эффективные антикризисные меры. Альтернативная точка зрения состоит в том, что самые крупные суверенные фонды сосредоточены в Азии и странах Персидского залива, принад-

лежат развивающимся, зачастую авторитарным государствам, могут использоваться для оказания политического давления и манипулирования рынками принимающей инвестиции страны и являются источником целого комплекса системных, политических, экономических и других рисков для мировой финансовой системы. До сих пор не найден консенсусный ответ на вопрос: это инструмент для политического и экономического протекционизма со стороны

арабских и азиатских государств или, наоборот, спасительные очаги ликвидных активов и «белые рыцари» для западных компаний в трудные времена? В связи с этим отношение к инвестициям суверенных фондов в экономики развитых стран неоднозначное, некоторые сделки были запрещены под предлогом национальной безопасности, в частности в 2006 г. американскими властями была заблокирована попытка компании *Dubai Ports* купить ряд морских портов США.

Однако в 2007–2008 гг. Запад охотно согласился на крупные инвестиции арабских и азиатских государственных инвесторов в топовые западные инвестиционные банки. Почему? Кому оказались выгодны эти сделки? На стороне западных банков были огромный опыт заключения подобных сделок и оценки стоимости выпускавшихся бумаг, видение перспектив финансовых рынков, включая будущие ценовые уровни, базирующееся в том числе и на знаниях рынков изнутри. На стороне суверенных фондов — очень сильная переговорная позиция: они были «мешками» с огром-

ными «живыми» деньгами, в которых нуждались западные банки, один за другим рапортовавшие о миллиардных убытках, и которых в сжатые сроки в лежавшей на боку мировой финансовой системе было просто не найти. Кому в этих условиях удалось заключить выгодные сделки? На чьей стороне оказался перевес сил — умудренного опытом Запада или богатого Востока?

ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ КРИЗИСНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ В ЗАПАДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Суверенные фонды благосостояния стали наращивать объемы инвестиций в финансовый сектор развитых стран с 2007 г., пик таких сделок пришелся на конец 2007 г. — середину 2008 г. (табл. 1).

Первые сделки были совершены с обыкновенными акциями. В мае 2007 г. суверенный фонд Инвестиционная корпорация Китая (*China Investment Corporation, CIC*) незадолго до первичного размещения акций финансово-инвести-

ционной компании *Blackstone Group* в июне 2007 г. купил в ней долю на 4,5% ниже цены IPO (29,605 долл. против 31 долл.). Сингапурский *Temasek* приобрел почти 3%-ную долю в ходе открытого вторичного размещения акций английского банка *Barclays* за более чем 2 млрд долл.

В декабре 2007 г. *Citigroup Inc.* провела закрытое размещение принудительно конвертируемых привилегированных акций на сумму 7,5 млрд долл. Эти финансовые инструменты должны были конвертироваться в обыкновенные акции компании в период с марта 2010 г. по сентябрь 2011 г. по цене от 37,24 до 38,83 долл./акцию. Весь выпуск бумаг купил арабский суверенный фонд (*Abu Dhabi Investment Authority, ADIA*), его доля в акционерном капитале после конвертации должна составлять 4,9%. В январе 2008 г. *Citigroup* осуществила еще одно закрытое размещение конвертируемых привилегированных акций — на сумму 12,5 млрд долл. Данные инструменты могут быть конвертированы в обыкновенные акции по 31,63 долл. в любое время до февраля 2015 г., когда на усмотре-

Таблица 1. КРУПНЕЙШИЕ СДЕЛКИ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ БЛАГОСОСТОЯНИЯ С СЕРЕДИНЫ 2007 Г. ПО КОНЕЦ 2008 Г.

Дата	Суверенный фонд	Инвестор	Приобретенная доля от акционерного капитала (для префов — после конвертации), %	Сумма сделки, млн долл.	Инструмент	Годовой процент по купону/ дивидендам, %	Цена обыкновенной акции в момент сделки, долл.	Особенности сделки и инструмента
25.05.07	CIC (Китай)	Blackstone Group	10,00	3 000,00	Обыкновенные акции	-	-	Покупка накануне IPO на 4,5% ниже цены размещения
23.07.07	Temasek (Сингапур)	Barclays	2,80	2 056,42	Обыкновенные акции	-	14,73	Покупка на открытом рынке
03.12.07	ADIA (ОАЭ)	Citigroup	4,9	7 500,00	Конвертируемые привилегированные акции	11	33,06	Принудительная конвертация с 03.10 по 09.11 по цене 31,83–37,24 долл./акцию
19.12.07	CIC (Китай)	Morgan Stanley	9,90	5 579,00	Конвертируемые привилегированные акции	9	50,08	Принудительная конвертация 17.08.10 по цене 48,07 долл./акцию
24.12.07	Temasek (Сингапур)	Merrill Lynch	11,04	4 401,60	Обыкновенные акции	-	53,9	Вторичное размещение акций
15.01.08	KIC (Ю. Корея)	Merrill Lynch	4,82	2 096,00	Конвертируемые привилегированные акции	9	53,01	Принудительная конвертация в течение I кв. 2008 г. по цене 52,40 долл./акцию
15.01.08	KIA (Кувейт)		4,60	2 000,00				
30.01.08	KIA (Кувейт)	Citigroup	<2,0	3 000,00	Привилегированные акции	7	27,88	Добровольная конвертация до 02.15 года по 31,63 долл./акцию
30.01.08	GIC (Сингапур)		<4,0	6 880,00				
05.03.08	GIC (Сингапур)	UBS AG	6,44	9 750,65	Конвертируемые облигации	9	27,42	Принудительная конвертация в 03.10 по цене 47 долл./акцию
31.10.08	QIA (Катар)	Barclays	3,20	3 250,00	Конвертируемые привилегированные акции	9,75	0,2892	Принудительная конвертация в 2009 г. по цене 0,2541 долл./акцию

Источники: Factiva, MarketLine, www.sec.gov.

ние *Citigroup* может быть проведена принудительная конвертация. Выпуск купили 8 инвесторов, в том числе Инвестиционное агентство правительства Кувейта (*Kuwait Investment Authority, KIA*), заплатившее 3 млрд долл. за долю после конвертации несколько менее 2%, Государственная инвестиционная корпорация Сингапура (*Government of Singapore Investment Corporation, GIC*), которая приобрела долю, эквивалентную 3,87% обыкновенных акций после конвертации, за 6,88 млрд долл. В общей сложности *Citigroup* только от суверенных фондов привлекла инвестиций на сумму более 17 млрд долл.

Следом в декабре 2007 г. состоялось закрытое размещение обязательно конвертируемых финансовых инструментов банка *Morgan Stanley*, который получил более 5 млрд долл. от *CIC* в обмен на долю, эквивалентную 9,9% акций после конвертации. По условиям сделки в августе 2010 г. *CIC* вынуждена была конвертировать привилегированные акции в обыкновенные по цене 48,07 долл./акцию, хотя на тот момент рыночные котировки составляли около 38 долл.

Для увеличения капитальной базы в декабре 2007 г. американский инвестиционный банк *Merrill Lynch* осуществил размещение дополнительного выпуска обыкновенных акций, в ходе которого *Temasek* за 4,4 млрд долл. приобрел немногим более 11% акционерного капитала (около 48 долл./акцию). В январе 2008 г. *Merrill Lynch* повторно привлекал средства путем закрытого размещения конвертируемых привилегированных акций. В числе покупателей выпуска — суверенный фонд Южной Кореи (*Korea Investment Corporation, KIC*) и *KIA*, которые заплатили приблизительно по 2 млрд долл. за доли менее 5%. Привилегированные акции были принудительно конвертированы в обыкновенные в течение I кв. 2008 г. по цене 52,4 долл./штуку, в то время как на фондовом рынке они торговались по цене от 37 до 48 долл.

Подтверждением необходимости в инвестициях суверенных фондов для западных банков служит сделка *GIC* со швейцарским банком *UBS*, переговоры по которой заняли всего 3 дня — банк срочно нуждался в финансировании. Суверенный фонд заплатил почти 9,8 млрд

долл. за конвертируемые финансовые инструменты, которые, согласно условиям сделки, в марте 2010 г. были принудительно конвертированы в обыкновенные акции, составляющие 6,45% от акционерного капитала, по цене 47 долл./акцию, тогда как рыночная цена составила чуть больше 15 долл.

В октябре 2008 г. Катарский суверенный фонд (*Qatar Investment Authority, QIA*) инвестировал 3,25 млрд долл. в английский банк *Barclays*. Фонд получил привилегированные акции, которые к концу 2009 г. были конвертированы в 3,2% обыкновенных по цене около 0,25 долл. за акцию, что почти в 2 раза выше рыночной цены.

Таким образом, в результате сделок 2007–2008 гг. суверенные фонды из Азии и стран Персидского залива, инвестировав в общей сложности около 50 млрд долл., получили доли в западных банках и инвестиционных компаниях, эквивалентные 3–11% собственного капитала после конвертации.

Большинство суверенных фондов до сих пор не вышли из состава акционеров перечисленных банков. Исключение со-

Таблица 2. ДОХОДНОСТЬ КРИЗИСНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ В АКЦИИ ЗАПАДНЫХ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ ЗА ПЕРИОД ВЛАДЕНИЯ

Сделка*	Сумма сделки, млн долл.	Дата сделки	Период конвертации	Потери при конвертации, %		Ежегодные дивиденды / купонный доход, %	Конец периода вложения	Стоимость доли на конец периода	Изменение стоимости инвестиций за период, %	
				за период	в годовом выражении				без учета дивидендов / купона	с учетом дивидендов / купона
KIC-Merrill Lynch	2 096,0	15.01.08	I кв. 2008 г.	10-30	50-100	9	29.04.11	403,2	-80,76	-80,76
CIC-Blackstone	3 000,0	25.05.07	-	-	-	-	29.04.11	613,3	-79,56	-79,56
Temasek-Merrill Lynch	4 401,6	24.12.07	-	-	-	-	31.03.09	920,1	-79,10	-79,10
KIA-Merrill Lynch	2 000,0	15.01.08	I кв. 2008 г.	10-30	50-100	9	29.04.11	422,2	-78,89	-78,89
GIC-UBS AG	9 750,7	05.03.08	Март 2010 г.	>60	30	9	29.04.11	4890,0	-49,85	-31,85
QIA-Barclays	3 250,0	31.10.08	Июль 2009 г.	50	71	9,75	29.04.11	1834,0	-43,57	-33,82
CIC-Morgan Stanley	5 579,0	19.12.07	17.08.10	20	8	9	29.04.11	3890,0	-30,27	-21,27
GIC-Citigroup	6 880,0	30.01.08	Нет свед.	Нет свед.	Нет свед.	7	29.04.11	5226,0	-24,04	-24,04
Temasek-Barclays	2 056,4	23.07.07	-	-	-	-	15.01.09	1645,1	-20,00	-20,00
ADIA-Citigroup	7 500,0	03.12.07	До 09.11	-	-	11	29.04.11	6647,0	-11,37	21,63
KIA-Citigroup	3 000,0	30.01.08	Декабрь 2009 г.	0	0	7	06.12.09	4100,0	36,67	36,67
Итого/среднее:	49 513,7							30 590,9	-38,22	-28,02

* Здесь и в табл. 3 курсивом обозначены сделки, завершившиеся выходом суверенного фонда из акционеров соответствующей компании. Для данных инструментов датой расчета доходности был момент выхода из инвестиций, а для остальных сделок доходность рассчитывалась на 29 апреля 2011 г.

Источники: *Factiva, Bloomberg*, расчеты авторов.

Таблица 3. ДОХОДНОСТЬ КРИЗИСНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ В СРАВНЕНИИ С ДОХОДНОСТЬЮ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ ЗА ПЕРИОД ВЛАДЕНИЯ

Фонд	Компания	Индекс	Изменение стоимости доли за период, %	Доходность фондового рынка за период, %	Избыточная доходность, %
QIA	Barclays	FTSE	-43,57	42,86	-86,43
KIC	Merrill Lynch (BoA)	S&P 500	-80,76	-1,48	-79,28
KIA	Merrill Lynch (BoA)	S&P 500	-78,89	-1,48	-77,41
CIC	Blackstone Group LP	S&P 500	-79,56	-10,24	-69,32
GIC	UBS AG	SWI	-49,85	6,48	-56,33
Temasek	Merrill Lynch	S&P 500	-79,10	-46,68	-32,41
GIC	Citigroup	S&P 500	-24,04	0,34	-24,39
CIC	Morgan Stanley	S&P 500	-30,27	-6,37	-23,91
ADIA	Citigroup	S&P 500	-11,37	-7,60	-3,77
Temasek	Barclays	FTSE	-20,00	-55,92	35,92
KIA	Citigroup	S&P 500	36,67	-18,43	55,09

Источник: Расчеты авторов.

ставляют те, кто инвестировал в *Merrill Lynch*, который в начале 2009 г. был поглощен *Bank of America (BoA)*, вследствие чего акционеры покупаемого банка получили 0,8595 акции *BoA* за 1 акцию *Merrill*. В результате *Temasek*, *KIA* и *KIC* стали владельцами 3,8, 1,66 и 1,58% акционерного капитала *BoA* соответственно. Продав долю в *BoA* в марте 2009 г., *Temasek* зафиксировал убытки в 4 млрд долл. (табл. 2). Если бы выход состоялся позже, потери были бы скромнее: уже к маю 2009 г. акции *BoA* выросли на 60%. *KIA* и *KIC* продолжают владеть акциями *BoA*. (*Temasek* вышел и из акционеров банка *Barclays*, выручив за свою долю около 1,645 млрд долл. и потеряв 20% от вложений.) *KIA* конвертировало привилегированные акции *Citigroup* в обыкновенные, продав их в декабре 2009 г. за 4,1 млрд долл. с прибылью в 1,1 млрд.

ДОХОДНОСТЬ КРИЗИСНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ В ЗАПАДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

На данных сделках суверенные фонды потеряли: на конвертации привилегированных инструментов *Morgan Staley* — около 20% инвестиций, *Merrill Lynch* — 10–30%, *UBS* — более 60%, *Barclays* — около 50% (см. табл. 2). В среднем потери инвесторов только на сделках с принудительной конвертацией на момент конвертации составили чуть более 50% от

первоначальных вложений: средние потери на конвертации составляют 60%, а средние дивидендные выплаты — 9%. Согласно нашим расчетам, суммарные потери суверенных фондов от рассмотренных инвестиций в финансовый сектор 2007–2008 гг. — почти 19 млрд долл., или 38,2% от вложенного.

Приемлимыми оказались всего две инвестиции: *ADIA*, который еще не конвертировал привилегированные акции *Citigroup* и, по нашим оценкам, потерял только около 11% капитала, а также *KIA*, обменявший один выпуск привилегированных акций *Citigroup* на обыкновенные по рыночной цене, заработав более 36% на вложенный капитал. Прибыль *KIA* на вложениях в *Citigroup* объясняется тем, что в 2009 г. *Citigroup* обязана была срочно изменить структуру капитала, чтобы соответствовать требованиям обязательных нормативов, и поэтому согласилась обменять свои привилегированные бумаги на обыкновенные акции по рынку.

Интересно посмотреть не только на абсолютную доходность кризисных инвестиций суверенных фондов, но и на относительную или, выражаясь научным языком, избыточную, т. е. в сравнении с бенчмарком. Для конвертируемых финансовых инструментов сложно подобрать бенчмарк: если бы конвертация привилегированных акций в обыкновенные была добровольной, то в качестве бенчмарка можно было бы взять доход-

ность облигаций, но в нашем случае из-за принудительного обмена по фиксированной цене риски данных финансовых инструментов значительно выше, чем у долговых бумаг. Результаты сравнения доходности сделок суверенных фондов с соответствующими рыночными индексами (*FTSE*, *S&P 500* и *Swiss Market Index*) представлены в табл. 3. Они примерно такие же, как и в случае абсолютной доходности: серьезные потери во всех сделках кроме трех, в одной потере незначительные, в двух отмечается прибыль.

Итак, суверенные фонды понесли существенные убытки на инвестициях, которые они совершили в западные финансовые институты, находясь в сильной переговорной позиции, в то время как для их контрагентов все сделки были вынужденными. Причиной лавиной доли потерь стала навязанная почти во всех сделках (!) принудительная конвертация привилегированных акций в обыкновенные по ценам, существенно превысившим рыночные. Это свидетельствует о том, что менеджеры суверенных фондов недооценили масштабы финансового кризиса, размеры потерь западных банков и скорость выздоровления финансовой системы. Технически же они недооценили стоимость опциона типа «пут» для продавца, встроенного в предлагавшиеся им инструменты. Интеллектуальный перевес остался на стороне Запада. ■