Андрей Рыбкин,
генеральный директор,
УК «АВК Дворцовая площадь»

В нашем ПИФе госбумаг нет ни «мусора», ни акций, ни собственно госбумаг

О перспективах рынка государственных облигаций и практике управления фондом «АВК Фонд государственных ценных бумаг» Cbonds Review рассказал Андрей Рыбкин, генеральный директор УК «АВК Дворцовая площадь».

Почему ПИФ корпоративных облигаций под управлением УК «АВК Дворцовая площадь» отстает по показателю доходности от ПИФа государственных ценных бумаг? По стоянию на конец мая 2007 года (с начала года) показатели их доходности составили соответственно 2.46% и 4.22%.

Это связано с тем, что порядка 10% средств фонда корпоративных облигаций было инвестировано в акции, а рынок акций «просел». Кроме того, доходности по корпоративным облигациям также падали.

Используются ли акции как инструмент для инвестирования активов фондов облигаций?

Да, мы инвестируем в акции средства фонда корпоративных облигаций. Это связано с историей создания данного фонда и с теми целями, которые мы ставили перед собой, формируя этот фонд. Фонд госбумаг под управлением УК «АВК Дворцовая площадь» — один из первых фондов облигаций в России, у него долгая история, но доходности по гособлигациям падали, их не хватало инвесторам, поэтому был создан второй фонд — ПИФ корпоративных облигаций, который оперирует не только гособлигациями, но также бумагами корпораций. Доходности падают и в корпоративном сегменте, поэтому часть средств фонда — не более 10% — мы вкладываем в акции.

Я полагаю, что злоупотреблять инвестированием средств фондов облигаций в акции не стоит. Это приводит к тому, что сегодня, к сожалению, не все фонды облигаций являются фондами облигаций как таковыми. Несмотря на то что по закону до 40% фонда облигаций может быть инвестировано в акции, по моему мнению, такой фонд должен оставаться фондом облигаций и нести риски, адекватные долговому рынку.

А почему ваш фонд госбумаг не соответствует своему названию? Ведь на сегодняшний день гособлигации в нем практически не представлены.

Год назад для этого фонда действовало ограничение, что в нем должно быть не менее 50% госбумаг, сейчас это ограничение снято. Действительно, госбумаг в этом фонде сейчас мало. Это связано с тем, что госбумаги сегодня демонстрируют очень низкие доходности. Сейчас в этом фонде представлены лишь субфедеральные бумаги — облигации Москвы, это одна из немногих субфедеральных бумаг, которая «хорошо выглядит» на общем фоне низких доходностей субфедеральных и федеральных облигаций.

А название этого фонда поменять не собираетесь, чтобы не водить в заблуждение пайщиков?

Пока мы не рассматриваем такую возможность, но если регулятор обратит наше внимание на это, и это будет принципиальным требованием, мы, конечно, изменим название фонда.

Таким образом, оба ваших фонда по сути являются фондами корпоративных облигаций. Есть ли в настоящее время какие-то существенные отличия между этими ПИФами?

Они отличаются по степени консервативности. В фонде корпоративных облигаций — преимущественно облигации третьего эшелона, а также акции. В фонде госбумаг «мусора» меньше и акций нет. В фонде госбумаг мало субфе-

деральных облигаций, мало первого эшелона, в основном там второй эшелон, но лишь те бумаги второго эшелона, которые мы по нашим методикам оцениваем достаточно позитивно, бумаги с доходностью в диапазоне 6–9%.

А что вы к «мусору» относите?

Облигации третьего эшелона. Например, «Дикси-Финанс».

Сколько имен обычно держите, в каком объеме представлены бумаги различных эмитентов в портфелях ваших ПИФов?

В наших портфелях примерно 25–30 имен, доля каждой бумаги составляет не более 5%. Четкого пятипроцентного ограничения нет, но этот объем складывается по результатам заключений риск-менеджеров. Мы практикуем широкую диверсификацию по эмитентам.

Облигации каких эмитентов сейчас присутствуют в портфелях ваших фондов облигаций?

В ПИФе государственных ценных бумаг по состоянию на 14 июня были представлены бумаги АПК ОГО–2, «Адамант-Финанс–1», «АифМП-Финанс–1», «Аладушкин–2», «Амурметалл–1», «Аркада–2», «Вагонмаш–1», «ГОТЭК–2», «ГТ—ТЭЦ Энерго–4», «Дикси-Финанс–1», «Инком-Лада–2», «Инком-Финанс–1», «Интегра-Финанс–1», «Копека–2», «М-Индустрия–1», «МастерКБ–2», Москредбанк–2, «Моссельпром–1», «СОК-Авто–1», «Сувар-Казань–1», «Севкабель-Финанс–1», Москредитбанк–2, «Ренинс-Финанс–1», «Моторстрой-Финанс–1», «Хайл Голд — Финанс–1» и облигации Москвы (выпуск RU27039). В ПИФе корпоративных облигаций к 14 июня были в основном представлены эмитенты, присутствовавшие в тот момент в фонде госбумаг, а также обыкновенные акции РАО ЕЭС и префы Сбербанка.

Какова структура инвесторов, купивших паи ваших ПИФов?

Это в основном физические лица — порядка 10 тысяч счетов в нашем управлении, — причем физические лица, оперирующие относительно небольшими суммами. Средний счет вкладчиков в нашей управляющей компании составляет порядка $4 тыс., тогда как в Москве, к примеру, средний показатель — $15–20 тыс.

Какую часть фонда обычно держите в деньгах? Сколько сейчас в кэше?

Сейчас мы не держим средства наших фондов облигаций в деньгах. В наших фондах облигаций роль «кэша» играют облигации Москвы. Конечно, при соответствующей конъюнктуре рынка мы можем принять решение выйти в деньги, но в этом году депозиты мы еще не использовали.

Если у вас в фонде нет свободных денежных средств, а значительная часть клиентов вдруг захочет выйти из фонда, вы, очевидно, станете продавать бумаги. От каких имен избавитесь в первую очередь?

Мы избавимся от самого «мусора» при возможности реализовать его с небольшим спредом. Ну и конечно, от высоколиквидных облигаций Москвы.

Какие инвестиционные идеи видите на рынке: какие секторы или эмитенты вам представляются привлекательными для инвестирования средств ПИФов?

Среди отраслей фаворитов у нас нет. «Любовь» некоторых управляющих компаний к определенным отраслям часто объясняется тем, что инвестиционный банк, входящий в одну финансовую группу с этой УК, выводит на рынок эмитентов этих отраслей. Более того, часто бывает, что управляющий сначала покупает бумагу, а потом по ней пишется хорошая аналитика. Наша ключевая стратегия — не брать на себя риски и диверсифицировать структуру портфелей по отраслям.

Возможны ли в 2007 году дефолты? Есть ли риск дефолта кого-то из крупных имен, кого еще вы бы отнесли к «зоне риска»?

Мы считаем, что в принципе дефолты возможны, но не в этом году и не среди крупных эмитентов первого и второго эшелонов. Скорее, «в зоне риска» находится третий эшелон. Но явных претендентов на дефолт я сейчас не вижу.

Насколько часто вы меняете структуру портфеля — включаете и исключаете бумаги?

Инвестиционный комитет собирается один раз в неделю, соответственно, раз в неделю может быть принято решение о включении или исключении той или иной бумаги. Но решения о кардинальном изменении структуры портфелей и стратегии управления принимаются не чаще двух раз в год на основании того, чего мы ждем от рынка.

Как происходит принятие решений об инвестировании? На какие показатели смотрите, принимаете ли во внимание кредитные рейтинги, если да, то только международных агентств, или рассматриваете также рейтинги национальных агентств?

Мы ориентируемся только на рейтинги международных агентств. У нас есть собственная система риск–менеджмента, она создана пять лет назад и базируется на западном опыте, на положениях, заданных Базельским соглашением. Эта система строится на оценке эмитента на основании рейтингов международных рейтинговых агентств и его отчетности. Каждому эмитенту мы присваиваем определенный класс риска. Для каждого из наших фондов мы устанавливаем свои показатели как кредитного, так и рыночного риска, и смотрим, какую долю того или иного эмитента можем включить в портфель.

В нашей управляющей компании действует четыре уровня контроля. Первый уровень — это нормативные документы ФСФР (закон об инвестфондах, положение о структуре активов и др.). Второй — инвестиционная декларация каждого портфеля, правила фонда или договор о доверительном управлении. Третий — риск-менеджмент, который устанавливает максимальные доли включения в портфели бумаг для каждого эмитента. И последний, четвертый уровень контроля — инвестиционный комитет, который может принять решение по любой структуре портфеля при выполнении требований первых трех уровней.

Какую аналитику используете, чьи аналитические обзоры читаете?

Мы пользуемся всей доступной аналитикой, но в основном это аналитика компаний «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», «АТОН» и банка «ЗЕНИТ». В своей работе наши управляющие ориентируются на ту аналитику, с которой им комфортнее работать. Например, один из наших «портфельщиков» отдает предпочтение аналитике от банка «ЗЕНИТ» из-за удобства ее «интерфейса».

Какой вы видите конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?

Мы ожидаем, что в этом году суверенный рейтинг России будет повышен, соответственно, лимиты иностранных инвесторов на Россию будут увеличены. Мы не ждем существенного падения ставок, доходность будет падать постепенно. В связи с этим мы будем проводить дальнейшую диверсификацию портфелей, находящихся под нашим управлением, и увеличивать их дюрацию.