Максим Тишин,
ведущий портфельный управляющий UFG Asset Management

Мы не рассматриваем выпуски объемом меньше одного миллиарда

Максим, какой стратегии управления портфелем фонда «Русские облигации» вы придерживаетесь в этом году?

В этом году мы придерживаемся стратегии управления, в целом похожей на стратегию прошлого года. Около 25% фонда размещено в облигации первого эшелона, мы отдаем предпочтение выпускам, предлагающим наибольшую премию в рублевых выпусках по сравнению с валютными, или выпускам, недооцененным по каким-то структурным причинам. Например, мы покупали облигации АИЖК, которые фактически по недоразумению не имеют кредитного рейтинга, но при этом обеспечены гарантией правительства Российской Федерации. Мы ожидаем, что после подготовки АИЖК отчетности и получения рейтингов эта неэффективность исчезнет.

Около 30% фонда размещено в высокодоходные облигации. Здесь мы придерживаемся стратегии, отличающейся от стратегии некоторых конкуренто. Мы не считаем, что риски третьего эшелона можно устранить диверсификацией. По нашему мнению, весь третий эшелон сейчас торгуется с достаточно узкими спредами. Поэтому главный риск этого сектора в целом — риск дефолта одного из эмитентов. В случае первого дефолта можно ожидать, что весь высокодоходный сектор будет переоценен участниками рынка, так что никакая диверсификация не спасет.

Поэтому наша стратегия заключается в том, что мы выбираем небольшое количество высокодоходных эмитентов и делаем на них довольно значительную аллокацию: например, если мы держим семь-восемь бумаг в этом сегменте, то вес каждой из них в портфеле может составлять около 4%. Основные проблемы с оценкой эмитентов третьего эшелона связаны с низкой прозрачностью и слабой структурой обеспечения выпуска. При небольшом количестве имен в портфеле мы имеем возможность внимательно следить за каждой компанией.

Из ваших слов можно сделать вывод, что вы ожидаете дефолтов в корпоративном секторе до конца текущего года. Какие эмитенты третьего эшелона представляются вам наиболее вероятными претендентами на дефолт?

Да, я ожидаю дефолта, и я очень надеюсь, что наконец-то после всех «низкокачественных» эмиссий, прошедших в начале этого года, кто-то из эмитентов не исполнит своих обязательств. Назвать наиболее вероятного претендента на дефолт невозможно, потому что если дефолт будет, то он случится, скорее всего, по каким-либо техническим причинам. Например, произойдет конфликт акционеров, или бухгалтер окажется нечестным, или финансовый директор недостаточно

компетентным и не договорится вовремя о рефинансировании. То есть дефолт будет абсолютно несистемным, абсолютно случайным и произойдет из-за потери доступа к рефинансированию.

Как возможные дефолты повлияют на рынок облигаций? Приведут ли они к более четкому разграничению эшелонов? Повысится ли «качество» эмитентов третьего эшелона, выходящих на рынок?

Я думаю, что первой реакцией будет продажа всех бумаг третьего эшелона, однако потом инвесторы научатся более внимательно анализировать каждого эмитента в отдельности. Больше внимания будут уделять качеству доступной отчетности и обеспечения займов. Конечно, худшее, что может быть, — это если дефолт случится, но никак не повлияет на рынок, его все забудут через два месяца и все останется как есть. Но я рассчитываю, что дефолт подаст сигнал многим участникам рынка, и в особенности профессиональным институциональным инвесторам, о том, что нужно более пристально следить за эмитентами и проводить более детальный кредитный анализ, в первую очередь высокодоходных эмитентов.

Есть ли ограничения доходности, в соответствии с которыми вы приобретаете бумаги для ПИФа облигаций, некая граница доходности?

Формально такой границы нет, а реально мы смотрим не столько на доходность, сколько на фундаментальные показатели компании. Если мне покажут компанию с коэффициентом debt/EBITDA 8, то, наверное, мне понадобятся очень сильные аргументы, чтобы включить ее в портфель. В нашем портфеле сейчас нет бумаг эмитентов с показателем debt/EBITDA больше чем 6 — и такой коэффициент уже очень велик, на мой взгляд.

Сколько имен сейчас находится в вашем портфеле, какие это эмитенты?

В портфеле обычно около 25 выпусков облигаций (см. Таблицу).

Акции в портфель фонда «Русские облигации» включаете?

Нет. Наш фонд называется «Русские облигации», и во всех наших рекламных материалах подчеркивается, что это высоконадежные инвестиции с низкой волатильностью и с риском, не связанным с риском рынка акций. Включать акции в такой фонд было бы нечестно по отношению к нашим инвесторам.

Это нетипичная честность. Как правило, управляющие не пренебрегают возможностью увеличить доходность фонда облигаций за счет включения акций.

Это интересное замечание, потому что, по существу, пайщиков вводят в заблуждение дважды. Во-первых, пайщик, выбирая управляющую компанию и фонд, смотрит на прошлую доходность с целью составить мнение о стабильности результатов управляющей компании. Высокий показатель доходности, полученный за счет роста акций, включенных в фонд облигаций, не дает никаких гарантий того, что этот фонд продемонстрирует такие же хорошие результаты в будущем. Это в некотором смысле случайность. Инвестор, который станет выбирать фонд по исторической доходности, будет введен в заблуждение. Во-вторых, инвестор, выбирая фонд, принимает на себя определенные рыночные риски, связанные с инвестдекларацией и бенчмарком фонда. Если управляющий включает в фонд акции, то тем самым такой инвестор будет введен в заблуждение относительно рыночных рисков, которые он несет.

Нужно еще отметить, что на развитых рынках минимальный приемлемый интервал для анализа фонда составляет три года. Пока фонду не исполнилось три года, его никто всерьез не воспринимает, потому что нет возможности проверить, как фонд с такой короткой историей работает в разных условиях рынка.

Фонд «Русские облигации» останется чистым фондом облигаций, и наша стратегия по управлению фондом облигаций даст нашим пайщикам возможность увидеть, как фонд вел себя в различных условиях рынка, и создаст ту историю наших достижений (track record), по которой мы сможем продемонстрировать повторяемый и проверяемый результат.

Конечно, 2006 год был тяжелым для ПИФов облигаций, и в таких условиях некоторым компаниям особенно тяжело было выводить на рынок новые фонды, а потому был велик соблазн «накачать» доходность за счет акций. Наша позиция состоит в том, что тяжелые рыночные условия не повод вводить в заблуждение своих существующих и потенциальных инвесторов.

Мы считаем, что ПИФы облигаций по-прежнему являются важной частью сбалансированного инвестиционного портфеля и по мере сокращения инфляции и ставок по депозитам относительная привлекательность фондов облигаций вырастет. В частности, мы отметили, что 1 мая этого года Сбербанк наконец прекратил «благотворительную программу» и снизил ставки по депозитам на год и на два года на 100 и 150 базисных пунктов соответственно.

Структура портфеля фонда «Русские облигации» по состоянию на 30 июня 2007 года

Центртелеком 19/4	9.17%	Дикси-Финанс 1	4.71%
Интегра Финанс 1	6.68%	ММК-Трансфинанс	4.59%
Газпромбанк 1	5.74%	Газпром 8	4.30%
БАНАНА-МАМА	5.72%	АИЖК 7	4.21%
ЛУКОЙЛ 4	4.98%	Восток-Сервис-Финанс	4.09%
ХКФ Банк 3	4.94%	ХКФ Банк 2	4.08%
ГАЗЭКС-Финанс	4.93%	Инмарко 1	4.08%
ФСК ЕЭС	4.92%	Ижмаш 2в	3.75%
МИА КБ	4.91%	Макси-Групп 1	3.25%
Дикая Орхидея 1	4.90%	АИЖК 8	2.18%
ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА	3.86%		

Источник: UFG Asset Management

Каким будет, по вашему мнению, рынок облигаций в следующем году? Эмитенты каких секторов будут выходить на рынок? Как будет вести себя доходность в разных эшелонах?

Думаю, что мы увидим большое предложение со стороны крупных компаний первого эшелона, и в первую очередь компаний электроэнергетики: ОГК, ГидроОГК и ТГК. Все они выпустят займы и отлично разместятся, потому что спрос на первый эшелон будет таким же высоким и будет расти вместе с предложением за счет российских институциональных инвесторов и нерезидентов, которые с удовольствием его покупают. Таким образом, ставки в первом эшелоне останутся в целом на текущих уровнях при условии сохранения текущей денежной политики ЦБ.

В высокодоходном сегменте предложение сохранится высоким, потому что ставки, по которым они сейчас занимают, очень привлекательны для заемщиков. Эти ставки слишком низкие по сравнению с банковскими кредитами, особенно с учетом того, что облигационный заем выпускается без залогов и в обслуживании относительно недорог.

Предложение на рынке облигаций сохранится высоким: инвестбанки сейчас активно работают, выводя на рынок компании всех секторов. В высокодоходном сегменте основное предложение сохранится за счет выхода компаний, связанных с потребительским сектором. Следующую волну размещений, возможно, сформируют небольшие индустриальные компании. Именно не гиганты, а маленькие компании, которым нужно обновлять основные фонды, но которые не имеют достаточно средств для этого. Если бы в рамках частно-государственного партнерства государство вкладывало в инфраструктурные проекты вместе с частным сектором, то, возможно, облигации таких эмитентов были бы интересны, но о конкретных сделках такого рода мы пока ничего не слышали.

Предложение в третьем эшелоне будет особенно высоким, но спрос быстро расти не будет, потому что нерезиденты в основной своей массе не готовы инвестировать в третий эшелон. А институциональные инвесторы, как правило, не могут приобретать высокорисковые бумаги, за исключением резервов пенсионных фондов, а это не самый быстрорастущий сегмент. ПИФы также ограничены в своих инвестиционных возможностях — либо инвестиционной политикой управляющего, либо требованием о наличии в составе фонда не менее 50% листингованных бумаг, и ПИФы в любом случае растут не так быстро.

Поэтому по мере того, как избыток ликвидности в банковской системе будет снижаться, я ожидаю роста доходностей в третьем эшелоне. По моим оценкам, объем предложения в третьем эшелоне должен снизиться, когда ставки выйдут на уровни в районе 15%, то есть стоимость заимствований на рынке облигаций для эмитентов данного эшелона будет соизмерима с банковскими необеспеченными кредитами. Тогда можно ожидать, что предложение новых бумаг существенно сократится и рынок придет в некое равновесие.

Какие интересные инвестиционные идеи вы видите на рынке облигаций в ближайшей перспективе?

Я вижу два типа инвестиционных идей. Идеи, связанные с так называемой относительной стоимостью (relative value), есть в качественном первом эшелоне, когда какие-то бумаги первого эшелона дешевле, чем они должны были бы быть, как, например, АИЖК. Таких возможностей становится все меньше и меньше, но нельзя исключать, что они будут появляться в будущем.

В третьем эшелоне основная инвестиционная идея связана с тем, что этот эшелон состоит из двух групп компаний-эмитентов. Первая группа — настоящий третий эшелон, эмитенты, которые всегда останутся в этой категории, постоянно поддерживая высокий уровень долговой нагрузки. Возможно, у них будет высокая прозрачность, но природа их бизнеса обуславливает маленькую рентабельность или большой долг. Такие компании сейчас размещаются с доходностью 10–11% и не очень интересны на этих уровнях. Вторая группа эмитентов в третьем эшелоне — компании, которые оказались там случайно и могли бы оттуда скоро выйти благодаря повышению прозрачности или слияниям и поглощениям. Наверное, в рознице есть ряд компаний, которые относятся к настоящему третьему эшелону, и есть ряд компаний, которые могли бы скоро оттуда выйти. Конечно, риск в обеих группах компаний третьего эшелона сохраняется: в «классическом» третьем эшелоне он кредитный, а в «восходящих звездах» это риск реализации их планов. Поэтому основная инвестиционная идея в третьем эшелоне, наверное, улучшение кредитного качества.

Интересны ли вам как управляющему облигации энергетических компаний?

Возьмем, к примеру, ОГК-5, которая торгуется под 7,4%, — такая доходность в рублях никому из моих клиентов не интересна. Дальнейшего снижения рублевых ставок мы сейчас не ожидаем, потому что кривая плоская и на дюрации больше двух лет никакой премии за риск снижения процентных ставок мы не получаем. Все хорошие новости по поводу ОГК-5 уже в цене — я не вижу здесь никакой инвестиционной идеи. Известно, что все компании сектора будут еще много занимать под масштабные программы капитальных инвестиций. Они будут финансироваться и за счет акций, и за счет долга. А оттого, что в акционерный капитал придут крупные иностранные инвесторы, принципиально ничего не меняется. Энергетические компании и так уже сейчас воспринимаются рынком как прозрачные, хотя всем им по полгода и пока там не на что даже смотреть. Результаты аукционов по облигациям компаний энергетического сектора демонстрируют, что все ожидаемые позитивные события уже в основном в цене, и я не вижу большого потенциала в бумагах этого сектора.

Как в вашей управляющей компании принимаются решения об инвестировании? Как часто собирается инвестиционный комитет? Какую роль при принятии решения играете вы лично, ваши аналитики?

Инвестиционный комитет собирается раз в неделю, на нем обсуждаются глобальные идеи, взгляд на рынок в целом и отдельные значительные сделки. Инвестиционная команда сейчас состоит из четырех человек, я ведущий управляющий по всем продуктам, связанным с облигациями.

Помимо меня исключительно облигациями занимается аналитик по долговым инструментам: со мной или вместо меня встречается с компаниями-эмитентами и приносит инвестиционные идеи. Инвестиционные идеи обсуждаются всей инвестиционной командой по мере необходимости. Как правило, решение по конкретной бумаге принимается мной, за исключением особо сложных случаев, которые рассматриваются инвестиционным комитетом.

Аналитику каких инвестиционных домов вы предпочитаете?

Я считаю, что на нашем рынке достаточно мало людей, которые реально могут сказать что-то содержательное.

Мне нравится кредитный анализ Максима Раскоснова из Райффайзенбанка, нравится, как работает команда Михаила Галкина в МДМ-Банке, — он был хорошим аналитиком и раньше, когда работал в Банке «ТРАСТ». Александр Кудрин из «Тройки Диалог» очень полезен своим доступом к компаниям и своим взглядом на тенденции в макроэкономике, Петр Гришин из «Ренессанс Капитала» обладает очень свежим взглядом на конкретные кредитные истории и широким кругозором по рынку в целом.

Какую роль играют рейтинги эмитентов при принятии вами решений об инвестировании?

Кредитные рейтинги от международных агентств, будь они по российской или по международной шкале, нам интересны как еще один независимый взгляд на компанию. Мы не следуем рейтингам как таковым, поскольку рейтинговые агентства обычно не успевают за рынком со своими заключениями. События с понижением рейтингов субстандартных ипотечных бумаг этому отличный пример. Нас интересует не столько сам рейтинг, сколько сопутствующие ему аналитика и обоснования. Наличие рейтинга экономит наше время, сокращая объем работы, так же как и наличие у компании аудированной отчетности, — все это делает нашу работу чуть-чуть проще. Рейтингами сугубо российских агентств мы не интересуемся.

Большинство портфелей под нашим управлением не требуют каких-то определенных рейтингов. Я считаю, что это явление временное и было бы правильно, если бы страховой и пенсионный регуляторы вместо требования наличия листинга у бумаг, включаемых в фонды, пришли бы к требованию наличия у этих бумаг рейтинга.

Есть ли у вас ограничения по объему выпусков, бумаги которых вы приобретаете, требования к ликвидности бумаг?

Практика показывает, что выпуски маленького объема не случайно малы. Как правило, их размещают малоизвестные компании-организаторы и они расходятся среди очень узкого круга инвесторов. Для нас же очень важна ликвидность инструментов, которые мы покупаем, потому что все портфели в нашем управлении по декларациям должны состоять из ликвидных бумаг. Поэтому, рассматривая тот или иной выпуск облигаций, мы в первую очередь смотрим на его размер, а во вторую очередь — на организатора. В моей практике не было случая, чтобы организатор мне доказал или я сам получил достаточно обоснований, что выпуск меньше 1 млрд рублей будет ликвидным. Мой аналитик имеет инструкции не изучать выпуски объемом меньше 1 млрд рублей, а выпуски размером от 1 млрд до 1,5 млрд рублей детально рассматривать, только если они потенциально очень интересны. И такая позиция связана не только с тем, что сам выпуск маленького объема будет неликвидным, а также с тем, что мы стараемся ограничивать свое влияние в отдельном выпуске. Как правило, для выпуска размером 1 млрд руб. размер покупки соответствует нашему предельному участию — больше мы купить уже не сможем в соответствии с нашей политикой управления активами. А какой смысл участвовать в выпуске, если мы не сможем впоследствии докупить его бумаги?

Как вы оцениваете структуру инвесторов в ваш ПИФ облигаций? Чем вы объясняете снижение СЧА фонда более чем на 40% за последний год?

Фонд ориентирован на физлиц — крупных пайщиков незначительное число, пайщиков, которые могут существенно повлиять на СЧА фонда, еще меньше. В фонде более 3,6 тыс. пайщиков, средний размер одного счета составляет примерно 150 тыс. руб. Самый крупный пайщик — около 2% от фонда.

Основной отток средств из фонда пришелся на первое полугодие текущего года, в основном это были погашения от розничных пайщиков. Значительная часть этих погашений была связана с инвестициями в другие наши продукты: ПИФ «Петр Столыпин» и ПИФ «Сбалансированный».

Держите ли вы часть средств фонда в деньгах?

В кэше мы средства фонда облигаций практически не держим. За последние полгода объем средств фонда, находящихся в деньгах, редко превышал 5%, в среднем этот показатель составлял 1–1.5%

Были ли в этом году периоды, когда пайщики других ваших фондов переводили свои средства в фонд облигаций, чтобы «пересидеть» периоды падения рынка?

В текущем году это явление проявлялось в значительно меньшей степени, чем в предыдущие периоды. В общей массе наших пайщиков стало заметно меньше инвесторов, которые пытаются поймать отдельные периоды коррекции рынка, и движение их средств не влияет на общую картину. Пайщики стали более опытными, и немалую роль в этом сыграла работа нашей команды инвестиционных консультантов, а также наших партнеров в Ситибанке, которые помогают пайщикам принимать взвешенные инвестиционные решения.