**Владимир Потапов,**
*портфельный менеджер,*
*УК «Тройка Диалог»*

# Для нас очень важно посмотреть в глаза собственнику эмитента

**Владимир, за какие именно продукты управляющей компании «Тройка Диалог» вы отвечаете?**

Всеми активами под управлением УК «Тройка Диалог» управляет инвестиционный комитет, в состав которого я вхожу. В сфере ответственности инвестиционного комитета находятся все продукты управляющей компании, включая паевые фонды, доверительное управление, институциональные деньги и хедж-фонд.

**Какой была ваша стратегия управления портфелями фондов облигаций в 2007 году?**

В целом, в своей стратегии управления как фондами акций, так и фондами облигаций УК «Тройка Диалог» придерживается фундаментального анализа. И в основе отбора бумаг в портфели лежит их фундаментальная привлекательность. Что касается облигаций, то основной критерий их отбора — оценка соотношения риск–доходность. Мы проводим скрупулезный анализ кредитного качества эмитента. В основе всегда лежит попытка определить, насколько та доходность, с которой торгуется бумага и размещается новый эмитент, соответствует рискам, присущим эмитенту. Мы всегда встречаемся с менеджментом, это необходимое условие инвестирования. После этого смотрим на возможности улучшения кредитного качества эмитента, изучаем различные показатели долговой нагрузки эмитента. Причем нас интересуют не только исторические показатели долговой нагрузки, но и то, как будут выглядеть основные показатели кредитоспособности эмитента в будущем — обычно в течение срока действия займа, а иногда и в последующие периоды.

По нашему мнению, мы полностью охватываем весь сегмент инвестирования в облигации. У нас есть фонд «Илья Муромец», который сейчас инвестирует в основном во второй эшелон российского облигационного рынка. Фонды «Садко» и «Рискованные облигации» ориентируются на более высокодоходный сегмент — на грани второго-третьего эшелонов, в них даже есть небольшая доля третьего-четвертого эшелонов. Так как к каждому из эшелонов применяется одна и та же методика анализа, мы стараемся в каждом из этих сегментов найти эмитентов, которые соответствуют нашему пониманию оптимального соотношения риска и доходности.

Текущий год непрост для фондов облигаций в силу того, что доходности на рынке сейчас не очень высокие, но, тем не менее, нам удалось поучаствовать в нескольких credit rebating stories, когда эмитенту удалось значительно снизить для себя стоимость финансирования.

**Примеры таких эмитентов можете привести?**

Их целый список: «Интегра», «Центртелеком», «Промтрактор», «Магнит», УРСА Банк, «Еврокоммерц», «Иркут», «Вимм Билль Дамм», «ИНКОМ-Лада» — все эти бумаги были в портфелях наших облигационных стратегий.

**Что собой представляет механизм принятия решения об инвестировании в вашей управляющей компании?**

Инвестиционный комитет собирается формально каждую неделю — а неформально каждый день, так как мы все сидим в одной комнате — и принимает решение по всем стратегиям. По рынку облигаций у нас есть кредитный аналитик и аналитик по рынку в целом — первый

оценивает кредитное качество эмитентов, второй ежедневно анализирует рыночные количественные показатели. Сначала кредитный аналитик готовит небольшой обзор по компании, которая планирует размещение облигаций, потом эта аналитическая записка обсуждается внутри отдела. Если компания нам интересна, мы встречаемся с ее менеджментом, после чего аналитик вносит изменения в ту модель, которую он построил ранее. Затем на еженедельном заседании инвесткомитета, посвященном облигациям, принимается решение об участии или неучастии в выпуске, замене некоторых бумаг в портфеле на бумаги новых выпусков.

**Что может побудить вас отказаться от идеи покупать бумаги какого-либо эмитента?**

Сказать, что что-то одно однозначно создает негативный фон, нельзя, мы очень детально и в то же время очень комплексно смотрим на компанию. Задача инвестора состоит в том, чтобы понять, каково кредитное качество эмитента, как ведет себя его долговая нагрузка, как она соотносится с текущим и прогнозируемым денежным потоком компании. Это первое, что мы пытаемся для себя прояснить. Конечно, есть факторы, которые служат для нас сигналом тревоги, например, соотношение Debt/EBITDA, равное 4, — это red line, мы стараемся не инвестировать в бумаги компаний с таким высоким и большим показателем долговой нагрузки.

Второе, что мы пытаемся понять, это насколько результаты, которые предоставляет компания, соответствуют действительности. Здесь большую роль играет то, какого рода отчетность компания демонстрирует — аудированная ли это отчетность, отчетность по международным стандартам или по российским.

В-третьих, мы смотрим на то, как построены бизнес-процессы в компании. Мы должны понять, насколько собственники заинтересованы в бизнесе, насколько менеджмент мотивирован, как построен процесс принятия решений, насколько компания понимает, куда она движется и что с ней будет дальше, как она будет использовать деньги, которые привлекает на открытом рынке.

В-четвертых, мы оцениваем стоимость бизнеса эмитента. Ведь в неблагоприятной ситуации каждому собственнику придется решать, что стоит дороже — его бизнес или тот объем долга, который он на себя взял. Если мы понимаем, что компания стоит миллиард долларов, то даже при достаточно скудном денежном потоке мы можем принять решение дать ей в долг, понимая, что стоимость ее бизнеса намного превышает размер ее долговой нагрузки.

И, наконец, немаловажно, кто является владельцем или владельцами бизнеса. Сейчас практически все эмитенты раскрывают собственников, по крайней мере, неофициально. Для нас очень важно посмотреть в глаза собственнику и понять, кому мы даем деньги.

**Есть ли в вашей компании ограничения, связанные с объемами займов, в которые вы можете инвестировать?**

У нас нет таких ограничений. Но у нас есть правило не участвовать более чем в 20% объема займа несмотря на то, что мы управляем достаточно большим объемом облигаций: на данный момент у нас больше миллиарда долларов в облигационных стратегиях.

**Сколько бумаг вы обычно держите в портфеле одного фонда?**

У нас очень диверсифицированные портфели: более 45 различных бумаг в одном фонде. В фонде «Рискованные облигации» и в целом в фондах, ориентированных на сегмент второго-третьего эшелона, возможность снизить кредитные риски — это грамотная диверсификация. Мы предпочитаем иметь большое количество эмитентов с небольшой долей, у нас нет ни одного эмитента с долей более 6%.

**Какие бумаги сейчас находятся в портфелях ваших фондов облигаций «Илья Муромец», «Садко» и «Рискованные облигации»?**

Часть из них я уже назвал в ответе на вопрос о историях этого года. У нас также есть другие короткие облигации с высоким купоном. Средняя дюрация портфеля «Илья Муромец» составляет 1.5 года, «Садко» — около 1 года.

**Вы включаете в портфели фондов облигаций акции?**

Никогда ни в одном нашем исключительно облигационном фонде — «Илья Муромец» и «Садко» — не было и не будет ни одной акции. Мы относим их к фондам с чистой стратегией, и они всегда были ориентированы только на облигации.

С этого года мы рассматриваем возможность включения некоторой доли акций в фонд «Рискованные облигации». Мы допускаем здесь максимальную долю акций в объеме 20%, но в реальности эта доля будет значительно меньше. Это единственный фонд облигаций, стратегия которого допускает включение небольшой доли акций. При управлении этим фондом мы используем стратегию «облигации плюс». Если грамотно пользоваться этой стратегией и регулировать долю акций, то по сути это будет principal protect strategy, в рамках которой, если предположительно нет дефолтов, облигации «отбивают» тело, а доход приносят вложения в акции.

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

Структура фондов пересматривается довольно часто, основной побуждающей силой для пересмотра портфеля являются новые выпуски. Несмотря на то что паевым фондам пока законодательно не разрешено участвовать в первичных размещениях, мы наблюдаем за первичным рынком и анализируем новые выпуски. И если бумага нам понравилась на первичном рынке, то мы начинаем с ней работать, когда она выходит на вторичный рынок. Таким образом, пересмотр портфелей обусловлен появлением новых эмитентов. Постоянно появляются новые выпуски, и непрерывно идет работа по модификации портфелей.

**Какой процент средств фонда, как правило, вы держите в кэше?**

Мы в деньгах практически не держим средства ни одного из фондов, так как не видим в этом смысла на данном этапе. В прошлом году порядка 80% средств наших фондов было инвестировано в короткие корпоративные облигации, оставшаяся часть средств была вложена в длинные ОФЗ. Сегмент, в котором мы работаем, — это в основном довольно короткие корпоративные облигации. Ведь когда ты «сидишь» в кэше, ты не зарабатываешь,

а когда ты «сидишь» в коротких облигациях, ты получаешь купонный доход, если, конечно, не наступает дефолт. В середине этого года мы сократили наши вложения в длинные ОФЗ и увеличили долю в коротких доходных корпоративных.

**Кстати, вы ожидаете скорого дефолта на рынке облигаций, особенно в третьем–четвертом эшелоне?**

Отдельные дефолты, по моим ожиданиям, будут. И я считаю, что это абсолютно здоровый процесс. На российском рынке облигаций дефолтов почти не было — и это ненормальная ситуация. Я не думаю, что дефолты способны сильно изменить структуру рынка и что один дефолт сильно повысит доходность по российским эмитентам. Не ожидаю я и того, что в ближайшее время произойдет масса дефолтов, которые приведут к таким последствиям. Волна дефолтов может начаться в случае кризиса ликвидности, но он пока не наступает и вряд ли наступит в ближайшее время.

**Каков ваш взгляд на конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?**

Российский рынок будет несколько более изолирован от существующей нестабильности на мировых рынках в силу огромной ликвидности внутри рынка, а также вследствие укрепления рубля и взгляда большинства участников рынка на поведение кривой f/x (рубль-доллар). На российском рынке сейчас огромная ликвидность, и с ценами на нефть в районе $80 за баррель эта ликвидность становится с каждым днем все больше.

Если посмотреть на балансы компаний-эмитентов, то нельзя сказать, что среди них много компаний с избыточной долговой нагрузкой, и я не вижу причин, по которым заимствования для компаний на один год должны подорожать. Я не ожидаю значительного расширения спредов для корпоративных эмитентов и в то же время не думаю, что будет какое-то их сужение. Конкретного «суперджанка» (мусорных облигаций — junk bonds) на рынке мало. И хотя junk понемногу размещается, это все же пока еще очень узкий сегмент: единицы компаний торгуются с доходностью выше 15%.

Кроме того, весь сегмент российских корпоративных облигаций достаточно короткий, и некоторое изменение ситуации возможно в первую очередь в длинном конце бумаг первого эшелона, где как абсолютный уровень доходностей, так и уровень спредов стали слишком низкими.

В целом, у меня положительный взгляд на рынок облигаций, так как рубль укрепляется и будет продолжать укрепляться, инфляция снижается. Кроме того, доходности по некоторым корпоративным эмитентам довольно интересные, а компании, представленные в этом сегменте с диапазоном доходности 8.5–12%, действительно достаточно сильные по своему кредитному качеству. И я не думаю, что этот сегмент сильно двинется вверх или вниз по показателю доходности.

**Какие инвестиционные идеи на долговом рынке вам представляются интересными сейчас, какие идеи могут появиться в конце года, следующем году?**

Мы, безусловно, видим дальнейший потенциал сужения спредов в определенных секторах. Можно отметить, в частности, некоторые компании, ориентированные на внутреннее потребление, компании из сектора девелопмента. Пищевая промышленность может быть очень интересной — даже не продуктовые сети, а именно производители продукции. Агропром тоже в целом очень интересный сектор, думаю, он будет особенно интересным, когда станет более понятным рынку.

В прошлом году нам нравились компании потребительского сектора, особенно розничные продуктовые сети, сейчас мы начали осторожнее относиться к этому сегменту, потому что данный сектор уже хорошо изучен рынком, и нам кажется, что стоит искать другие инвестиционные идеи. Компании этого сектора, которые были «звездами» рынка облигаций, бумаги которых мы включали в свои портфели, такие как «Магнит», сейчас торгуются значительно выше номинала, спреды по ним сузились, и мы не ждем их дальнейшего сужения. А доходности по бумагам гораздо более рискованных эмитентов потребительского сектора устанавливаются исходя из доходностей «звезд», хотя эти эмитенты несопоставимы с ними по своему кредитному качеству.

**Ориентируетесь ли вы на рейтинги эмитентов при выборе инструментов для инвестирования?**

Во-первых, получение рейтинга — не очень дешевая вещь, во-вторых, получение международного рейтинга требует консолидированной отчетности по МСФО, поэтому пока немногие российские компании могут похвастаться международным рейтингом, особенно это касается компаний третьего-четвертого эшелонов. Конечно, наличие международного рейтинга — это плюс, но этот фактор не является определяющим. Мнение рейтинговых агентств не есть истина в последней инстанции с точки зрения анализа кредитного риска эмитента, их оценки можно принимать во внимание, но мы в своих решениях не опираемся исключительно на рейтинги международных агентств.

**Какую аналитику вы используете для оценки компаний, в бумаги которых инвестируете?**

Основной ориентир для нас — это собственный анализ. Мы также смотрим аналитику брокерской компании «Тройка Диалог» и других брокерских домов, например, «Ренессанс Капитал», «ТРАСТ», «Уралсиб». Для меня важны не столько рекомендации того или иного дома, сколько информация о бизнесе эмитента, которая дается в аналитическом отчете. Мы используем стороннюю аналитику не как итоговое мнение, а больше как источник отчетности, сведений о рынке и об эмитенте.

*Беседовала Анна Чепракова*