Александр Матюхин,
управляющий портфелем «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»

НЕТ смысла часто перетряхивать портфель

Расскажите о стратегии управления портфелем открытого паевого инвестиционного фонда «Фонд Облигаций» в 2007 году. Какой будет эта стратегия в 2008 году?

Мы стараемся выбирать бумаги с адекватной доходностью, то есть с доходностью, соответствующей рискам эмитента. До сей поры (до кризиса) на рынке в основном были бумаги с доходностью, которой большинство эмитентов не заслуживало. Сейчас же все инвесторы боятся дефолтов и переоценивают риски, поэтому и доходности растут.

Есть ли у вас предпочтения, связанные с отраслевой принадлежностью эмитентов?

Есть, наоборот, противопоказания. Например, мы очень настороженно относимся к банковским выпускам в связи со сложностью анализа финансовой отчетности банков. Строительная отрасль также нам не очень симпатична, бумаги многих представителей этой отрасли стали необоснованно дорогими, хотя у нас в портфеле есть ограниченное количество бумаг строительных компаний, например, бумаги компании «Адамант».

Нам нравятся многие компании агропромышленного и продовольственного секторов — производители сельхозпродукции, зернотрейдеры, мясоперерабатывающие компании, — потому что спрос на их продукцию растет, потребление растет, ведь на первых порах, когда человек начинает больше зарабатывать, он начинает более качественно питаться.

Как недавнее падение мировых финансовых рынков отразилось на доходности «Фонда Облигаций»?

Эти события нас не слишком затронули. На российском рынке более 50 фондов облигаций, и по стандартной декларации, разрешенной Федеральной службой по финансовым рынкам, в портфеле фонда облигаций разрешено держать до 40% акций, так что большинство фондов облигаций реально являются не фондами облигаций, а фондами смешанных инвестиций. И у тех фондов облигаций, которые вкладывались в акции, были проблемы, падение акций их коснулось. Доходности таких фондов в период волнений на мировых финансовых рынках вверх и вниз ходили очень сильно, что нехарактерно для фондов облигаций.

На рынке существует примерно двенадцать настоящих фондов облигаций, которые из правил фонда исключили пункт о возможности покупки акций. Это, в частности, фонды облигаций под управлением «Тройки Диалог», «Паллады». «ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный» недавно также изменил правила. К таким ПИФам относится и наш «Фонд Облигаций».

Почему вы исключили из правил «Фонда Облигаций» возможность покупки акций? Это же существенно ограничивает возможности управления доходностью фонда.

Покупая паи фонда облигаций, человек рассчитывает получить доходность несколько выше инфляции, при этом покупка паев фонда облигаций подразумевает низкий уровень риска инвестиций. Мы не включаем в наш фонд акции, чтобы не вводить людей, покупающих паи фонда облигаций, в заблуждение. Ведь фонды смешанных инвестиций, коими, по сути, являются фонды облигаций с включением акций, предусматривают уже совершенно иной уровень рискованности инвестиций.

Управляющий портфелем «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» **Александр Матюхин** окончил физический факультет и аспирантуру МГУ им. М.В. Ломоносова, имеет степень кандидата физико-математических наук. Преподавал физику и математику в РХТУ им. Д.И. Менеделеева. С 1994 года работает на рынке ценных бумаг в «Первом ваучерном фонде», а затем в управляющей компании этого фонда — «Пионер Первый» (в настоящее время носит название «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»). С 1996 года в УК «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» он управляет первым в России паевым фондом — «Фондом Облигаций», также под его управлением фонды «Фонд Сбалансированный» и «ПИОГЛОБАЛ — Резерв» и портфели негосударственных пенсионных фондов и физических лиц.

Кризис ликвидности повлиял на вашу стратегию управления долговыми портфелями?

Рынок облигаций этот кризис затронул, конечно, но наш «Фонд Облигаций» он затронул в меньшей степени, потому что мы традиционно вкладываем средства этого фонда в основном в облигации третьего эшелона. А кризис ликвидности в большей степени затронул первый эшелон, потому что когда иностранцы захотели ликвидности, они сидели, естественно, в высоколиквидных бумагах первого эшелона, и в первую очередь эти бумаги сильно прогнулись в августе, когда с российского рынка уходили западные деньги. При этом нельзя утверждать, что кризис ликвидности совсем не затронул эмитентов, облигации которых мы держали в наших портфелях. Эти бумаги, конечно, несколько упали в цене, но не все из них. Были продажи, цены на покупку опускались, но потом они восстановились, пусть и не в полной мере, ведь рынок все еще не очень ликвидный.

Когда, по вашему прогнозу, российский рынок облигаций восстановится — возобновятся размещения, вернется ликвидность?

Сложно сказать, сейчас на этом рынке очень непростая ситуация, связанная именно с кризисом ликвидности и с потерей доверия ко многим эмитентом, сегодня целый ряд эмитентов находится на грани дефолта.

И среди них много имен третьего эшелона, а в бумаги представителей именно этого эшелона вы в основном инвестируете. Не задумываетесь ли об изменении стратегии инвестирования средств «Фонда Облигаций» в связи с угрозой дефолтов в нижних эшелонах?

Мы очень тщательно подходим к выбору эмитентов. Мы пользуемся тем, что есть много компаний, которые хотят стать более прозрачными, желают структурировать свою задолженность, перейти к публичным заимствованиям. У них есть короткие банковские кредиты, и они хотят цивилизованно их перевести в более длинную задолженность, например, в более длинные облигации, допустим, в двухлетние облигации с годовой офертой. Мы выбираем компании, менеджмент которых ставит перед собой такие задачи. Для нас важно, чтобы у эмитента были понятный бизнес и понятная структура собственности, то есть выбираем бумаги тех компаний, которые будут расти, будут становиться публичными. Эти компании и сейчас уже хороши, просто пока о них еще никто не знает. И они относятся к третьему эшелону просто потому, что они пока никому не известны, а мы за их неизвестность берем с них премию.

Примеры таких компаний вы могли бы привести?

Такими компаниями в начале своей истории на рынке облигации были, например, JFC и «ИНПРОМ», они были «никакие», занимали под очень высокую доходность, но со временем увеличили свою известность и публичность и снизили стоимость заимствований.

Вы упомянули о том, что среди эмитентов третьего эшелона возможны дефолты. Какие предпосылки для этого вы видите?

В 2006 году денег была прорва, и организаторы и андеррайтеры выводили на рынок вообще практически любых эмитентов, желая получить комиссию. Бумаги любых эмитентов, невзирая на их зачастую невысокое кредитное качество, брали нарасхват, денег на рынке было много, рынок рос, доходность падала. И всем казалось, что поскольку цены на нефть высокие и денег много, эмитенты всегда смогут перекредитоваться и погасят старый заем за счет нового, например. Если раньше деньги давали практически кому угодно, «не спрашивая, как фамилия», то теперь ситуация изменилась, банки начали закрывать друг на друга лимиты, и самые разные компании начали испытывать проблемы с кредитованием.

На рынке облигаций есть бумаги слабых компаний, и вполне вероятно, что у них могут возникнуть проблемы с исполнением своих обязательств перед инвесторами, ведь деньги на рефинансирование теперь получить не так просто, как раньше, а у банков-организаторов нет обязательств поддерживать эмитентов в прохождении оферт и при погашении выпусков.

Вы можете привести примеры компаний, балансирующих на грани дефолта?

Сложно сказать. Но были прецеденты, что накануне погашения некоторых эмитентов из третьего эшелона мы тряслись: погасят — не погасят, причем зачастую приличные очень были эмитенты.

В последние полгода наметилась тенденция, что на оферты «заносят» от 70% до почти 100% выпусков. Вы избавлялись от многих облигаций во время оферт в последнее время, сильно изменили структуру портфеля?

Мы ничего практически не «заносили», предъявили к выкупу бумаги только одного приличного эмитента по той причине, что он стал очень приличным и решил понизить купон, у него не было никаких проблем. Многие эмитенты сейчас, наоборот, на полпроцента увеличивают купон на следующий период, чтобы удержать инвесторов в своих бумагах. Когда купон понижается, это означает, что как только оферта проходит, цена облигации должна упасть, а если повышают купон, то у цены облигации появляется тенденция к повышению, это поддерживает бумагу.

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

Редко. Причина исключения бумаги — ее погашение либо предъявление к выкупу по оферте в случае, если мы не хотим эту бумагу больше держать, так как риски эмитента возросли или доходность бумаги понизилась. Бывает, что бизнес эмитентов растет, заемщики переходят на качественно иные ступени развития, получают рейтинги, их бумаги вырастают в цене, а доходность падает, тогда мы эти бумаги продаем.

А сейчас что в портфеле «Фонда Облигаций»?

В основном третий эшелон.

Сколько всего имен в портфеле?

Около десятка.

С чем связан такой ограниченный набор инструментов в портфеле?

Трудно отобрать хороших эмитентов с хорошей доходностью. Если появляется какой-то новый интересный эмитент, то происходит вытеснение каких-то других имен из портфеля. Если деньги в фонд приходят, то мы покупаем облигации нового, более интересного эмитента, а если деньги уходят, и надо что-то продать, то мы продаем бумаги с меньшей доходностью или более высоким риском.

Смысла часто перетряхивать портфель нет, поскольку это сопряжено с издержками, особенно в третьем эшело-

не: если мы решили тридцать тысяч бумаг одного эмитента поменять на тридцать тысяч бумаг другого, то нужно найти покупателя на бумаги, от которых хотим избавиться, и одновременно найти нужное количество бумаг, которые нам интересны.

Вы определяете для себя целевые показатели доходности, которую должен продемонстрировать «Фонд Облигаций» по итогам года? Какова задача-максимум на этот год?

Мы ставим перед собой цель быть первыми, лучшими. Если фонды-конкуренты упадут на 15%, а мы на 14%, то мы победили. Мы всегда ставили перед собой задачу, чтобы доходность была выше инфляции, но в этом году этого будет непросто добиться, потому что инфляция по итогам года может быть довольно высокой.

Вы лично какую инфляцию прогнозируете?

Сейчас инфляция растет. Уже в январе было ясно, что инфляция в этом году высокая, так как повышены тарифы на ЖКХ и транспорт, и цены на продукты растут.

Если инфляция будет меньше 10%, то мы покажем чистую доходность около 12% за вычетом платы за управление и прочие издержки, которые в совокупности составляют примерно 2% от величины чистых активов. В последние годы «Фонд Облигаций» демонстрировал доходность в диапазоне 11–13%, так что если инфляция достигнет 14–15%, мы ее не обгоним.

Не заставляет ли вас это допущение задуматься о том, чтобы поступиться своими принципами и начать покупать акции в портфель «Фонда Облигаций», чтобы подстраховаться?

Это запрещено по инвестдекларации фонда.

Декларацию можно изменить.

Для инвестиций в акции у нас есть фонды с иными инвестиционными стратегиями. Например, мы сейчас запустили новый фонд — «ПИОГЛОБАЛ — Резерв», это фонд облигаций, до 40% средств которого можно держать в акциях. Его мы организовали для тех, кто хочет немного больше рискнуть, а также для пенсионных фондов.

Состав облигационной части портфеля фонда «ПИОГЛОБАЛ — Резерв» отличается от состава чисто облигационного «Фонда Облигаций»?

В общем-то, их структура идентична — все облигации из третьего эшелона. Есть другой нюанс: существует законодательное требование не более 50% средств ПИФа инвестировать во внесписочные бумаги. И мы общаемся на эту тему с андеррайтерами, которые, в свою очередь, работают с эмитентами, чтобы они включали свои бумаги в биржевые списки. Сейчас в портфеле «Фонда Облигаций» порядка 70% бумаг из списков, причем даже из списка А1, вот, например, «Инком Ладу» недавно включили — прекрасный эмитент, доходность по его бумагам была 12%, что для списка А1 просто фантастика. С фондом «ПИОГЛОБАЛ — Резерв» все проще, ведь в нем до 40% акций, а это, конечно, голубые фишки.

Как в вашей управляющей компании происходит принятие решения о покупке бумаги?

Есть инвестиционный комитет, который собирается раз в неделю и обсуждает текущую обстановку на фондовом рынке и на рынке облигаций; если появляется новый эмитент, то решение инвесткомитета обязательно для ее включения в портфель.

Ищут интересные бумаги наши аналитики, и андеррайтеры предлагают бумаги, звонят. Какие-то облигации отметаем, если доходность или надежность не устраивают. Если андеррайтеры нас убедят, то какие-то компании мы более пристально рассматриваем, а если отбираем их для включения портфели, то предлагаем на рассмотрение инвесткомитета. Итоговое решение принимается коллегиально.

При выборе инструментов для инвестирования ориентируетесь ли вы на рейтинги эмитентов?

У нас нет формальных требований к наличию рейтинга, для нас важнее, включена ли бумага в биржевые списки.

Вы покупаете облигации, которые выводит на рынок инвестбанк «Антанта» как андеррайтер, входящий в группу «Антанта Пиоглобал»?

Мы взаимодействуем с инвестбанком, если есть более-менее достойный эмитент, который нам интересен, то мы можем купить эти бумаги у «Антанты», предварительно договорившись об этом, то есть «Антанта», выступая в качестве андеррайтера, заранее знает, что мы купим у нее ту или иную бумагу.

Какую аналитику вы используете для оценки компаний?

Традиционно мы очень плотно работаем с «Уралсибом» как с андеррайтером, они нам рекомендуют эмитентов, зная наши интересы, наш подход, мы опираемся на их мнение, но, конечно, проводим и собственный анализ. Очень часто мы сами встречаемся с эмитентами, смотрим им в глаза. Личное общение с представителями заемщика многое дает.

Что может отвратить вас от покупки бумаги?

Запутанная структура компании, которая часто бывает настолько сложной, что непонятно, кто выпускает бумагу, кто будет платить по обязательствам и, в случае чего, что взять с эмитента. Может насторожить и структура собственности, если акционером является одно или два физлица. Это плохо, так как такой акционер сегодня здесь, а завтра его с нашими деньгами нет. Гораздо приятнее и спокойнее, когда процентов 30% в компании принадлежит сторонней иностранной компании, понятно, что иностранные акционеры неспроста вошли в эту компанию, скорее всего, это надежный бизнес.

Какова, по вашим оценкам, структура инвесторов в «Фонд Облигаций»?

В фонде достаточно большое количество пайщиков, есть и физлица, у которых паев на три тысячи рублей, хотя таких и немного, есть пайщики, инвестировавшие 1.5–2 млн руб., есть и юридические лица — страховые компании, пенсионные фонды.

Есть ли вкладчики, обеспечивающие 25–30% и более СЧА фонда, выход которых из фонда может существенно изменить размер его активов?

Нет, таких нет. Но все равно, уход крупного пайщика бывает болезненным, допустим, если из фонда выводят сразу 20 млн руб., также неприятны обмены средств между фондами, когда крупные пайщики перебегают из одного фонда нашей управляющей компании в другой фонд внутри нашей компании.

Беседовала Анна Чепракова