Владимир Потапов,
портфельный управляющий
УК «Тройка Диалог»

РОЛЬ профессиональных управляющих УСИЛИТСЯ

Каков на сегодня, на ваш взгляд, портрет среднестатистического институционального инвестора на российском облигационном рынке?

На российском долговом рынке действуют банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные и управляющие компании и так далее. Традиционно в качестве наиболее активных игроков выступают банки. В последнее время в связи с ухудшением ситуации на глобальных рынках, из-за которого деньги для российских банков стали более дорогими и менее доступными, банки были вынуждены несколько ограничить себя в покупках. Быстро растущая экономика с повышающимся спросом на кредитование как физических, так и юридических лиц в ситуации ограниченной ликвидности подталкивает банки к концентрации на основной деятельности, сопровождающейся уменьшением объема как торгового, так и инвестиционного облигационного портфелей. Поэтому большую роль на долговом рынке начинают играть профессиональные управляющие. Также повысился удельный вес денег пенсионных фондов и страховых компаний. Однако, безусловно, крупнейшими игроками пока остаются банки.

Как будет дальше развиваться ситуация на российском долговом рынке? Следует ли ожидать прихода на рынок или ухода с него каких-либо институциональных инвесторов, усиления или ослабления активности институциональных инвесторов на рынке?

В ближайшее время весьма вероятно значительное усиление роли профессиональных управляющих на долговом рынке. Интерес к облигациям в данных кругах сейчас растет, поэтому именно со стороны профессиональных управляющих я ожидаю повышенной активности на рынке облигаций. Новыми игроками могут стать образовательные и медицинские учреждения или организации культуры, формирующие эндаумент-фонды. Но, на мой взгляд, они будут действовать скорее не в качестве самостоятельных институциональных инвесторов, а через профессиональных управляющих. Я считаю, что состав игроков на рынке облигаций не будет подвергаться серьезным изменениям. Может уменьшаться или увеличиваться вес групп участников, но ждать появления нового сильного игрока или, наоборот, ухода с рынка значимых институциональных инвесторов в данный момент не следует.

Как ваша компания работает на рынке? В какие инструменты вы как институциональный инвестор предпочитаете вкладывать средства?

Мы выступаем и будем выступать в дальнейшем в качестве активного игрока в данном сегменте рынка. В настоящий момент общая стоимость наших активов — порядка $5 млрд; облигации составляют около трети из них — это более $1.5 млрд.

В качестве основополагающего направления инвестирования средств в долговой рынок мы выбрали покупку корпоративных облигаций — этой стратегии мы

планируем придерживаться и в ближайшем будущем. В основном в нашем портфеле находятся бумаги российских эмитентов, номинированные в рублях. Большая часть бумаг относится к облигациям второго эшелона. В наших облигационных портфелях находится порядка 40–60 эмитентов.

Предпочтений или противопоказаний, связанных с отраслевой принадлежностью эмитентов, у нас нет. Мы выбираем компании для финансирования, основываясь на анализе их кредитного качества. Доходность должна соответствовать рискам эмитента. Если компания отвечает всем предъявляемым нами требованиям, для нас не так важно, в какой отрасли она работает. По крайней мере, мы не откажемся рассматривать эмитента только потому, что он относится, например, к строительным организациям или к банковскому сектору, несмотря на то что многие сейчас опасаются работать с ними.

Какие критерии отбора вы используете при принятии решения об инвестировании средств в какой-либо инструмент?

Мы очень строго относимся к анализу кредитного качества эмитента. При этом для нас не существует единственного формального показателя, на основании которого мы бы принимали решение о включении или не включении облигаций данной компании в наш инвестиционный портфель. Всегда рассматривается комплекс показателей, причем не только исторических, но и прогнозных.

Мы стараемся оценить структуру займа, обязательно обращаем внимание на то, что является его обеспечением, а также кто — какая компания — выступает по нему поручителем. Оцениваем, какова на данном этапе стоимость бизнеса эмитента и насколько она дороже ее долга. Это очень важный показатель, отражающий как раз тот самый вопрос ликвидности, которым все сейчас особенно озабочены в связи с происходящими в США событиями.

Ни по одному эмитенту решение не принимается без предварительной встречи с топ-менеджерами компании. Желательна также встреча с основными акционерами. Мы обязательно должны посмотреть в глаза тем людям, которым мы даем деньги, чтобы понять, что они из себя представляют и чем дышат. Для нас это один из ключевых моментов анализа.

Как долго принимается решение по каждому конкретному эмитенту?

По новому эмитенту — компании, облигации которой еще не входят в число наших активов — решение принимается в среднем в течение двух недель. После этого ежеквартально проходит обсуждение результатов работы эмитента, мы снова проверяем, насколько он удовлетворяет нашим критериям, и можем пересмотреть свое решение относительно возможности присутствия его бумаг в нашем портфеле, если нас что-то перестало устраивать. С менеджментом наших эмитентов мы также продолжаем встречаться — и делаем это не реже, чем раз в полгода.

На какую доходность вы ориентируетесь при инвестировании средств? Некоторые компании, например, принципиально не работают с бумагами предприятий ВПК, некоторые не инвестируют в компании с непрозрачной структурой собственников и так далее. Какие у вас существуют ограничения по инвестированию средств?

Мы не ставим перед собой никаких искусственных ограничений с точки зрения показателей доходности. Как я уже говорил, мы комплексно оцениваем уровень кредитного качества эмитента и его доходность, рассматриваем их неразрывно друг от друга. Высокая доходность, связанная с еще более высоким риском, не является для нас привлекательной.

Секторальных ограничений мы также не вводим. Единственное ограничение, которое я могу назвать, вытекает из уже сказанного. У нас есть понимание того, что если мы не встретились с представителями компании, взаимодействие между нами невозможно. Мы не участвуем в займах таких эмитентов. Личная встреча обязательна для принятия решения о финансировании.

Что, на ваш взгляд, препятствует увеличению объема инвестиций в долговые инструменты со стороны институциональных инвесторов?

Неадекватное соотношение риск–доходность. До середины прошлого года события на рынке развивались таким образом, что мы пришли к ситуации, когда доходность по облигациям оказалась значительно ниже доходности по банковским кредитам. Облигации стали малоинтересны для институциональных инвесторов, многие из них переориентировались на другие активы, более привлекательные с точки зрения доходности и при этом ненамного более рискованные.

Сейчас облигации стали доходнее — соответственно, выросла и их привлекательность для инвесторов, особенно в условиях нестабильного фондового рынка. Я считаю, что сейчас есть два фактора, которые помогут возродить интерес к облигациям: адекватное соотношение риска и доходности по данным бумагам и нормализация ситуации с фондированием.

В качестве примера можно привести недавнее размещение ТГК-10. В каких условиях оно происходило? Банковская система испытывает на себе влияние кризиса в США. Объем денежных средств, которые банки готовы предоставить в качестве кредитов, уменьшился по сравнению с началом прошлого года. В то же время спрос на деньги быстро растет. Банки в этой ситуации могут ужесточать требования и выбирать интересных себе заемщиков.

ТГК-10 смогли предложить потенциальным инвесторам адекватное и привлекательное соотношение риска и доходности, чем обеспечили спрос на свои облигации со стороны банков и профессиональных управляющих. В результате этого соотношения бумаги торговались выше номинала, и спрос на облигации превысил предложение в 1.5 раза.

Еще раз заострю внимание на том, что деньги у институциональных инвесторов есть. Но это дорогие деньги, достаются они непросто, и поэтому система их дальнейшего распределения сейчас гораздо более жесткая, чем была еще совсем недавно. Однако это не значит, что их невозможно получить — ТГК-10 пример как раз обратного.

Как повлияли на рынок законодательные изменения, расширившие возможности страховых компаний по инвестированию страховых резервов в долговые инструменты?

Расширение инвестиционной декларации любого институционального инвестора — это всегда плюс. На рынок оно может оказать только положительное влияние. Тут нельзя говорить о конкуренции, тем более о «драке за бумаги — хватай, а то не хватит». Наша компания управляет активами порядка тридцати страховых компаний — и я могу сказать со всей ответственностью, что большинство страховщиков идут по пути передачи активов профессиональным управляющим. Это проще и эффективнее, так как у нас есть уже построенный процесс, есть необходимый опыт. Конечно, некоторые страховые компании предпочитают работать на рынке самостоятельно, но конкуренции с их стороны мы на данный момент не ощущаем.

Следует ли законодательно запретить называть фондами облигаций фонды, в инвестиционных декларациях которых предусмотрена возможность вкладывать средства в акции?

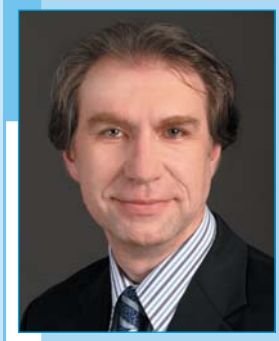
Не нужно думать, что инвесторы, вкладывающие в фонды облигаций — это ничего не понимающие слепые котята. Они прекрасно видят, что написано в инвестиционной декларации, в какие активы вкладывает их средства тот или иной фонд. Эта информация доступна в объеме, достаточном для того, чтобы сделать соответствующие выводы. Поэтому какие-то жесткие законодательно закрепленные ограничения инвестиционной декларации, на мой взгляд, не очень нужны.

Если говорить о фонде облигаций нашей управляющей компании, то в нем акций нет и никогда не будет. Ни внутри дня, ни внутри часа, ни внутри даже одной минуты. Но в то же время фонд не состоит исключительно из облигаций. Например, всегда есть некоторая сумма в деньгах в силу необходимости поддерживать ликвидность фонда на определенном уровне.

Насколько сильно изменится ваше отношение к рынку облигаций после того, как будет отменена норма, предписывающая регистрировать выпуск бумаг после его первичного размещения на рынке?

Это, безусловно, расширит возможности некоторых институциональных инвесторов — в частности, паевых

Комментарии



Павел Крапчитов,
управляющий директор
УК «МДМ Эссет Менеджмент»

Каков на сегодня, на ваш взгляд, портрет среднестатистического институционального инвестора на российском облигационном рынке?

Это коммерческий банк. Осуществляет покупки по лимитам, ориентируется на доходность к погашению.

Как будет дальше развиваться ситуация на российском долговом рынке? Следует ли ожидать прихода на рынок или ухода с него институциональных инвесторов, усиления или ослабления активности институциональных инвесторов на рынке?

Инвесторы нерезиденты ушли с рынка российских рублевых облигаций. До их возвращения ситуация не изменится.

Что, на ваш взгляд, препятствует увеличению объема инвестиций в долговые инструменты со стороны институциональных инвесторов?

Низкая ликвидность рынка рублевых облигаций. Недостаточная дифференциация облигаций по доходности.

Следует ли законодательно запретить называть фондами облигаций фонды, в декларациях которых предусмотрена возможность вкладывать средства в акции?

Вопрос поставлен некорректно. Дело не в названии. Действующим законодательством разрешено в ПИФы облигаций покупать до 40% акций. Если есть мнение инвестиционного сообщества, что надо ограничить инвестиционную декларацию ПИФов облигаций, то надо выйти через саморегулируемые организации с предложением соответствующего изменения законодательства. Но, на мой взгляд, есть более важные задачи. Например, внести изменения в законодательство по ПИФам, чтобы можно было хеджировать не 10% имущества ПИФа, а все 100%.

Фонд «МДМ-Мир облигаций» неплохо показал себя в 2007 году, выйдя на первое место по доходности среди открытых фондов облигаций. При этом с начала 2008 года результаты работы фонда гораздо менее впечатляющие. Связано ли это со сменой инвестиционной стратегии или ранее используемая стратегия дала сбой?

«МДМ-Мир облигаций» с июля 2007 года 6 месяцев подряд занимал первое место среди фондов облигаций.

Во-первых, такие результаты даются непросто, и вечно гладкой дороги не бывает.

Во-вторых, цыплят по осени считают, и я надеюсь в 2008 году, как и в 2007 году, порадовать пайщиков «МДМ-Мира облигаций» хорошими результатами.

Каковы ваши планы по дальнейшему развитию на рынке? Какие задачи вы ставите перед собой в 2008 году?

В настоящее время мы запускаем новый ПИФ. Это фонд фондов. У него, на мой взгляд, интересная система управления активами.

Насколько сильно изменится ваше отношение к рынку облигаций после того, как будет отменена норма, предписывающая регистрировать выпуск бумаг после его первичного размещения на рынке?

Это, безусловно, повысит привлекательность рынка рублевых облигаций. Однако на текущий момент есть более важные проблемы: мировая ликвидность, ликвидность на российском рынке.

Комментарии

Дмитрий Тимофеев,
начальник отдела управления рисками «КИТ Фортис Инвестментс»

Каков на сегодня, на ваш взгляд, портрет среднестатистического институционального инвестора на российском облигационном рынке?

Сложно говорить о неком среднестатистическом портрете, так как те или иные финансовые институты работают внутри разных эшелонов и с разными компаниями. Более того, внутри одного эшелона покупателями бумаг могут быть различные финансовые институты в зависимости от индивидуальных особенностей инструмента.

Но можно утверждать, что в последнее время спектр институциональных инвесторов становится все шире и шире — увеличивается влияние управляющих компаний, которые инвестируют средства пенсионных фондов и других крупных клиентов.

Поэтому, резюмируя вышесказанное, если раньше типичными институционалами были банки, то теперь среднестатистическими институционалами также остаются банки, но еще и появляются крупные УК, у которых большой объем средств в управлении по договорам доверительного управления. Причем необходимо отметить, что УК инвестируют в облигации в основном средства других финансовых институтов (НПФ, страховых компаний и т.п.), а не розничных клиентов, которые предпочитают более высокий уровень риска и поэтому ориентируются на рынок акций.

Как будет дальше развиваться ситуация на российском долговом рынке? Следует ли ожидать прихода на рынок или ухода с него институциональных инвесторов, усиления или ослабления активности институциональных инвесторов на рынке?

Потенциально возможен новый приток денег на рынок в случае роста уровня финансовой грамотности населения, а также развития добровольного пенсионного обеспечения, роста рынка страховых услуг, роста средств под управлением в самих ПИФах и, как следствие, увеличения средств, которые могут быть направлены на долговой рынок, у страховых компаний, НПФ.

Какие критерии отбора вы используете при решении об инвестировании средств в какой-либо инструмент?

Первичный интерес формируется исходя из фундаментальной привлекательности того или иного сектора экономики, эмитента в частности, а также привлекательности структуры выпуска, ликвидности и доходности. Также принимается во внимание транспарентность бизнеса эмитента. После этого эмитент проходит внутреннюю экспертизу финансового состояния с прохождением процедуры внутреннего рейтингования. На основании этих данных принимается окончательное решение об инвестировании в определенного эмитента и конкретный выпуск, которое материализуется в виде открытого лимита в определенном портфеле.

Что, на ваш взгляд, препятствует увеличению объема инвестиций в долговые инструменты со стороны институциональных инвесторов?

Отсутствие как такового рынка кредитных производных (для целей хеджирования кредитных рисков), пока недостаточная развитость рынка производных инструментов на облигации и процентные ставки ограничивают аппетит к риску ряда институциональных инвесторов. Текущая неблагоприятная ситуация на мировом рынке долгового капитала — ожидания роста уровня процентных ставок, неблагоприятная ситуация с ликвидностью на внутреннем денежном рынке, увеличивающиеся инфляционные риски — также негативно сказывается российском долговом рынке в глазах институциональных инвесторов.

Насколько сильно изменится ваше отношение к рынку облигаций после того, как будет отменена норма, предписывающая регистрировать выпуск бумаг после его первичного размещения на рынке?

Если речь идет о механизме, схожем с механизмом размещения биржевых облигаций (т.е. когда фактически бумаги сразу же выходят на торги после размещения), то это расширит круг потенциальных инвесторов, например, откроет двери первичных размещений для УК, инвестирующих средства ПИФов.

инвестиционных фондов — по участию в первичных размещениях. На данный момент паевые фонды не могут покупать бумаги, размещенные на первичном рынке, до их выхода на биржу. Если указанная норма будет отменена либо бумаги станут торговаться сразу после первичного размещения, такая возможность появится.

Каковы ваши планы по дальнейшему развитию на рынке? Какие задачи вы ставите перед собой в 2008 году?

2007 год стал одним из самых плодотворных для нашей компании по всем ключевым направлениям бизнеса — торговым операциям с ценными бумагами, управлению активами, инвестиционно-банковским услугам, прямым и венчурным инвестициям. В частности, мы существенно увеличили объемы операций с рублевыми облигациями. В 2008 году мы планируем закрепить достигнутые успехи по всем направлениям бизнеса и продолжить движение вперед. Мы рассчитываем увеличить сумму активов под управлением. Будем развивать бизнес в Украине, Казахстане. Также в планах повышение доходности наших фондов. Мы обладаем всем необходимым для достижения поставленных целей: профессиональной командой управляющих и выстроенным инвестиционным процессом.

Беседовала Наталья Белова