Дмитрий Шеметило,
директор,
Argo Capital Management Ltd

Сергей Большаков,
аналитик,
Argo Capital Management Ltd

Мы не ожидаем МАССОВЫХ ДЕФОЛТОВ по еврооблигациям

О СПЕЦИФИКЕ РАБОТЫ УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛИ ДИРЕКТОР ARGO CAPITAL MANAGEMENT ДМИТРИЙ ШЕМЕТИЛО И АНАЛИТИК СЕРГЕЙ БОЛЬШАКОВ.

Какими фондами сегодня управляет Argo Capital Management?

В настоящее время **Argo Capital Management** управляет пятью фондами. Основной мандат Argo Capital Management — это инвестирование на развивающихся рынках (emerging markets) практически в любые финансовые инструменты, начиная от прямых инвестиций в акционерный капитал (private equity) и заканчивая высоколиквидными инструментами денежного рынка (money market instruments). Управляющая компания Argo Capital Management торгуется на Лондонской фондовой бирже в сегменте AIM (Alternative Investment Market).

Система фондов **The Argo Fund** образована таким образом, что мы можем инвестировать в любые инструменты в любой части корпоративного баланса: покупать акции, облигации, выдавать кредиты и так далее.

Фонд **Argo Fund** в основном специализируется на облигациях (инструментах fixed income), но кроме этого может инвестировать и в другие кредитные инструменты.

Argo Special Situations Fund также преимущественно связан с инструментами fixed income, но может вкладывать и в акционерный капитал через акции или напрямую.

Argo Capital Partners Fund — это фонд прямых инвестиций (private equity), который управляет длинными деньгами и вкладывает в акционерный капитал компаний. На данный момент этот фонд полностью проинвестирован, мы занимаемся управлением компаниями, акции которых входят в портфель фонда.

Четвертый фонд Argo — **Argo Real Estate Opportunities Fund** — занимается работой с недвижимостью, включая строительство объектов (девелопмент). В настоящее время он полностью проинвестирован. Основное направление — это строительство крупных торговых центров на развивающихся рынках. Этот фонд торгуется на AIM.

И наконец, **Argo Distressed Credit Fund** — это новый фонд, который специализируется на проблемных активах (distressed assets), то есть компаниях, которые сейчас находятся в сложной ситуации, но фундаментально мы верим в успех их бизнес-моделей.

Расскажите, какова история создания Argo Capital Management?

Argo Capital Management был основан в 2000 году Андриасом и Кириакосом Риаласом, обладавшими большим опытом торговли долговыми инструментами на развивающихся рынках. Все управляющие портфелем работали на российском рынке, прошли через дефолт 1998 года и знают ситуацию в России. Первоначально фонд концентрировался на проблемных активах и реструктуризации долгов, но позже мы включились в проекты private equity и real estate. При этом нужно оговориться, что все наши фонды вкладывают в основном в развивающиеся рынки, но глобально. У Argo есть отделения в Лондоне, Швейцарии, Аргентине, Сингапуре и на Кипре. Кроме того, у компании есть офисы в Румынии и в Киеве. Что касается России, то здесь у нас офиса нет. Но мы очень плотно сотрудничаем с российскими финансовыми компаниями и эмитентами. Исторически для фонда это очень важный рынок.

Как повлиял кризис на вашу стратегию управления портфелями? Каким образом был скорректирован подход к выбору инструментов для инвестирования?

Ориентировочно, с осени прошлого года мы начали сокращать свое присутствие на всех рынках и выходить в денежные активы. Российский рынок тогда был переоценен и непривлекателен с инвестиционной точки зрения. Поэтому у нас сейчас достаточно ограниченный риск на Россию. В настоящее время наша стратегия — это инвестирование в ликвидные корпоративные облигации компаний с устойчивой финансовой структурой и денежным потоком и/или поддержкой государства на ожиданиях сужения кредитных спредов при низких процентных ставках.

На ваш взгляд, какие тенденции проявятся на долговом рынке в ближайшее время, какие инвестиционные идеи могут появиться в связи с этими тенденциями?

Мы не ожидаем быстрого восстановления мировой экономики в ближайшее время и считаем, что процентные ставки останутся на низком уровне, в то же время мягкая монетарная политика G7 не может не привести к росту инфляционных ожиданий. Для корпораций развивающихся рынков это прекрасный шанс увеличить долю на рынке и провести оптимизацию производства. Мы полагаем, что до конца года цены на нефть будут находиться на том же уровне — в районе $55 за баррель. Если давать более оптимистичные оценки, то возможен рост до $75–80 к концу года. Поэтому, на наш взгляд, на российском рынке сейчас могут быть интересны в первую очередь высоколиквидные бумаги первого эшелона. Мы бы не советовали входить ни во второй, ни в третий эшелон. Банковские бумаги, на наш взгляд, менее привлекательны из-за возможного увеличения просроченной задолженности. Сейчас мы бы не стали покупать неликвидные облигации третьего эшелона с высокой доходностью в связи со значительными рисками рефинансирования.

У вас в портфелях сегодня такие бумаги есть?

У нас в портфеле находятся кредитные ноты одной российской компании, которая допустила дефолт. На данный момент сформирован комитет держателей облигаций. Argo Capital Management является координатором переговорного процесса.

В данном случае речь идет скорее о нежелании эмитента рассчитаться по данной облигации, чем о невозможности.

Поскольку мы управляем чужими деньгами, наша задача — этот процесс контролировать и в конечном счете вернуть средства, которые мы предоставили компании. Надо понимать, что фонды готовы брать на себя экономические риски, но очень чувствительны к нарушениям корпоративной этики, например к недостаточному раскрытию информации. В данном случае речь идет об английском законе, и разбирательство будет проходить в Лондоне.

Есть ли другие случаи неисполнения долговых обязательств?

Могу привести пример: у нас была позиция в бумагах крупного украинского банка. В связи с валютными ограничениями, введенными Центральным банком Украины, у эмитента возникли проблемы с выплатами, и в один прекрасный момент мы получили официальное письмо, в котором говорилось о том, что компания не может рассчитаться в срок в связи с решением Центробанка. Причем неясно, была ли позиция НБУ связана с неправильным регистрированием договора между ним и банком или несовершенством законодательства. Надо отдать должное компании, которая поняла позицию инвесторов и выплатила сумму долга и купон. Мы удовлетворены тем, что менеджмент банка ответственно отнесся к исполнению своих обязательств, и теперь всегда будем рассматривать этого эмитента с учетом данного фактора.

Были ли в вашей практике случаи успешно проведенной реструктуризации по бумагам, где Argo являлся держателем?

Нам всегда удавалось договориться с эмитентом, в конечном итоге он выплачивал управляющей компании задолженность. Как правило, варианты реструктуризации, предлагаемые эмитентами, стандартны: позиция в акциях, увеличение купона, выплата части суммы долга единовременно в счет будущего погашения.

Инициатива о проведении реструктуризации всегда должна исходить от компании. Менеджер должен прогнозировать вариант развития событий, при котором компания может не выполнить свои обязательства, а также предоставлять адекватную информацию инвесторам, вложившим деньги в компанию, о настоящем положении дел, о будущих денежных потоках и возможных трудностях. Все это входит в компетенцию менеджмента.

Каков ваш прогноз по уровню дефолтов в еврооблигациях российских заемщиков?

Наиболее рискованными выглядят долги девелоперов, у которых сейчас возникли серьезные проблемы с рефинансированием. Но мы не ожидаем массовых дефолтов по еврооблигациям. Наверное, это связано с тем, что репутационные риски при дефолте по евробондам гораздо выше, чем в случае неисполнения обязательств по рублевым облигациям. Внутренний рынок облигаций существовал и поддерживался фактически из-за того, что банки не хотели или не могли брать на себя кредитные риски, которые в итоге перебрасывались на рынок облигаций. В результате, образовался рынок с большим количеством облигаций компаний с недостаточной аналитической поддержкой, не заинтересованных в поддержании своей репутации. В первую очередь мы наблюдаем дефолты среди компаний, которые не смогли получить кредитное финансирование в банках.

Когда, по вашему прогнозу, первичный рынок еврооблигаций российских эмитентов начнет восстанавливаться?

На мой взгляд, сейчас на первичном рынке действительно появилось окно. Это связано с тем, что в настоящее время установились очень широкие кредитные спреды между корпоративными и суверенными долгами в долларах и евро. Эти широкие кредитные спреды будут привлекать инвесторов. Конечно, в первую очередь рынок приоткрылся для квазисуверенных заемщиков с хорошей историей и кредитным рейтингом. Не стоит ожидать, что это окно удастся использовать для рефинансирования еврооблигаций, которые торгуются близко к дефолтным уровням. Говорить о размещениях во втором-третьем эшелоне, конечно, бессмысленно. Высококлассные заемщики смогут позволить себе выйти на международный рынок капитала. Да, сегодня это несколько дороже, чем раньше, но сегодня мы уже можем говорить о более разумных цифрах. Недавно «Газпром» разместился по ставке 9.25%, под кривой вторичного рынка, это показатель большого спроса на его облигации.

Как изменился в связи с финансовым кризисом подход к риск-менеджменту в вашей управляющей компании?

Наша стратегия не изменилась. При оценке рисков мы всегда смотрели на количественный и качественный параметры. У нас есть собственные модели по оценке суверенного и корпоративного кредитного риска. Все инвестиции проходят через стресс-тестирование и последующий инвестиционный комитет.

В мире существует множество моделей и подходов к риск-менеджменту. Другое дело, что в последнее время многие риск-менеджеры очень увлеклись количественной оценкой риска. Крупные банки из-за снижения аппетита инвесторов к риску вынуждены были сокращать свои торговые лимиты и позиции на эти рынки. При этом трейдеры, у который были открыты позиции, не хотели их закрывать и фиксировать убытки по низким ценам, предпочитая приобрести краткосрочный хедж через CDS, пусть даже и по дорогой цене. Это привело к расширению базиса (разницы между кредитным спредом облигаций и уровнем CDS) при низкой ликвидности рынков. С точки зрения фундаментальных факторов, это неправильная оценка рисков, и арбитражные сделки должны привести к сужению базиса или спредов.

Каков ваш прогноз в отношении перспектив выхода из кризиса для мировых финансовых рынков?

Возможность размещаться на мировых финансовых рынках и сейчас есть. Рынки не закрыты. Ярким примером служит размещение «Газпрома». Хорошие эмитенты с хорошими именами выходят на рынок, суверенные долги тоже размещаются.

Будет ли возможность выходить на международные рынки заимствований для компаний второго-третьего эшелона?

Нет. Что касается роста акций, то, скорее всего, он вызван тем, что банки получили поддержку государства, и часть денег была направлена на фондовые рынки. При этом все рынки показывают высокую корреляцию с американскими индексами. Мы пока не видим уверенных сигналов того, что произошла перестройка мировой экономики, которая приведет к устойчивому росту. Скорее всего, индексы будут восстанавливаться медленнее, чем ожидается сейчас, и произойдет резкое разделение компаний на растущие и стагнирующие. Может быть, это ралли, но короткое.

В первую очередь нужно смотреть на такие показатели, как безработица в США, в Китае, в России. Если уровень безработицы в мире растет, значит, рынки еще не прошли этап реструктуризации.

Прогнозы МВФ по восстановлению рынков — это первая половина 2010 года. Мы этот прогноз разделяем.