Алексей Воронков,
управляющий фондом «Максвелл Фонд Облигаций» и «Максвелл Энерго», УК «Максвелл Эссет Менеджмент»

Репутация андеррайтера – главный критерий выбора облигаций для фонда

Еще в прошлом году фонд «Максвелл Фонд Облигаций» был на скромном 39 месте в рейтинге российских фондов облигаций с доходностью всего 6.12%. Однако по итогам четырех месяцев этого года фонд вышел в рейтинге по доходности на 6 место с показателем 3.85%. О нюансах своей работы на рынке Cbonds Review рассказал управляющий фондом «Максвелл Фонд Облигаций» и «Максвелл Энерго» управляющей компании «Максвелл Эссет Менеджмент» Алексей Воронков.

За счет чего вашему фонду удалось настолько радикально улучшить свои позиции?

Мы изменили структуру активов, стали включать бумаги, которые не включали ранее: в силу небольшого размера нашего фонда — 47 млн рублей — мы имеем возможность выбирать менее ликвидных эмитентов, но с более высокой доходностью. Второй причиной повышения доходности фонда явилось существенное сокращение комиссии управляющей компании за управление фондом.

Используете ли вы акции как инструмент для инвестирования активов фондов облигаций?

Нет, акции мы не включаем, так как наши клиенты рассматривают фонд облигаций как «тихую гавань», куда во время снижения рынка акций можно временно вывести деньги без взимания процентной надбавки за приобретение паев. Поэтому пайщики должны быть уверены, что в фонде «Максвелл Фонд Облигаций» их деньги не подвержены рискам рынка акций.

Сколько имен вы обычно держите в портфеле?

Как правило, мы включаем в фонд 12–15 имен, в процентном отношении это не более 10% каждого эмитента от портфеля. Во-первых, это позволяет более оперативно сократить портфель в случае крупного погашения паев. Во-вторых, это упрощает анализ и контроль над отдельными эмитентами. В-третьих, привлекательность бумаг при ранжировании по купонной доходности резко сокращается после десяти лучших, то есть у первых десяти эмитентов доходность составляет 13–16%, а у последующих пятидесяти — 10–12%.

Какие бумаги сейчас находятся в фонде?

В последнее время в нашем портфеле представлены облигации эмитентов «Автоприбор», «Аркада-02», «Вагонмаш-01», «Евросервис-01», «Инком-Лада-01», «Инком-Финанс-01», «Камская Долина-02», «МаксиГ-01», «Марта Финанс-01», «Матрица Финанс-01», «ОГО-Агро-02», «СМАРТС-03», «ЭйрЮнион-01».

По какому принципу вы выбираете бумаги для включения в фонд?

В инвестиционной декларации прописано, что мы не можем включать в портфель более 50% внесписочных бумаг. Именно по внесписочным эмитентам доходность на 2–3% выше, чем у бумаг списка Б, а у котировального списка А доходность и вовсе в два раза меньше и составляет около 6–7%. Поэтому в фонд мы включаем 50% внесписочных эмитентов с купонной доходностью 14–16% и не более. Бумаги с более высокой доходностью являются показателем не «щедрости» заемщика, дарующего большие купоны, а снижения рыночного спроса на данного эмитента и сигналом о потенциально возможном риске. При выборе эмитентов мы, естественно, исходим не только из купонного дохода: мы смотрим на ликвидность бумаги, кто ее котирует, кто занимался ее размещением, а также анализируем финансовую отчетность этой компании.

С какими андеррайтерами вам особенно нравится работать?

Есть теплые отношения с банком «Уралсиб», с компанией «Антанта Капитал», «Банком ЗЕНИТ». К сожалению, на рынке есть и те банки, которые, являясь андеррайтерами, практически не оказывают поддержку облигациям на вторичном рынке. И мы не покупаем бумаги, которые они котируют, потому как в случае необходимости сокращения портфеля они не смогут их на себя взять, если на рынке не найдется покупателя.

В вашем портфеле представлены облигации эмитента «Марта Финанс», который недавно находился в эпицентре негативного новостного фона. Вас это не настораживает?

К сожалению, «Марту» мы приобрели еще до того, как по ней возникли проблемы. Сегодня ее купонная доходность составляет порядка 18%; видя, что вокруг этого эмитента сгущаются тучи, мы заняли выжидательную позицию и в последние три месяца как не докупали, так и не продавали облигации этой компании. В настоящее время доля облигаций «Марта Финанс» в портфеле фонда «Максвелл Фонд Облигаций» составляет не более 3%, тогда как вес других инструментов колеблется в рамках 8–10%, поэтому она не оказывает сильного влияния на общую динамику фонда. За последние три недели перед выплатой купона поведение бумаг «Марты» кардинально поменялось, и стоимость ее облигаций практически приблизилась к номиналу. Я не склонен верить в то, что у этой компании возможна дефолтная ситуация, думаю, что ее положение в ближайшее время улучшится.

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

Фонд облигаций не предполагает активных действий по его управлению, сравнимых с действиями по управлению фондом акций. Тут нет такой динамики изменения цен, поэтому структура меняется, как правило, либо из-за притока-оттока денежных средств пайщиков, либо из-за того, что на рынке появляются более привлекательные активы в счет имеющихся. Так, во время притока средств пайщиков мы либо начинаем докупать бумаги эмитентов, которые уже имеются в портфеле фонда, либо включаем в него новые имена. А при оттоке мы исключаем менее интересные облигации либо пропорционально сокращаем уже существующие. Так как в портфеле находятся облигации с фиксированной купонной доходностью, то долю выросших бумаг мы, как правило, сокращаем в пользу эмитентов с более высокой доходностью.

Если судить по аналитическим отчетам компании, то сейчас очень большая часть средств фонда (почти 50%) находится в деньгах. С чем это связано?

Это было временное явление, и сейчас ситуация изменилась. На сегодняшний день кэш составляет порядка 10% от объема фонда, и мы будем его сокращать. Среди пайщиков фондов под управлением «Максвелл Эссет Менеджмент» есть вкладчики, суммы инвестиций которых соизмеримы с 10–20% от всего объема фонда «Максвелл Фонд Облигаций». Некоторые из этих пайщиков в моменты падения на рынке акций переводят свои средства из фондов акций в фонд облигаций с тем, чтобы через какое-то время, когда коррекция закончится, снова вернуть их обратно в фонды акций. В середине мая «Максвелл Фонд Облигаций» почти наполовину был сформирован из денежных средств, так как в фонд вошло несколько крупных пайщиков. Разумеется, когда мы видим, что в фонд приходят средства таких крупных клиентов, мы занимаем выжидательную позицию и не спешим инвестировать в бумаги, понимая, что вскоре эти средства могут быть снова выведены из фонда облигаций.

Какой вы видите конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?

Ставка рефинансирования в нашей стране за последние три года сократилась с 16% до 11.5%. Казалось бы, на фоне ее снижения купонная доходность на рынке облигаций должна была тоже заметно сократиться, но динамика мировых ставок диктовала иные условия. С 2004 года ставка ФРС США увеличилась с 1% до 5.25%, вследствие чего купонная доходность облигаций многих эмитентов за последние два года увеличилась пропорционально снижению стоимости бумаг. Так, например, многие внесписочные бумаги из тех, что есть в нашем портфеле, торгуются чуть ниже номинала. Конечно, в дальнейшем стоимость денег в России будет уменьшаться вслед за снижением банковской ставки рефинансирования с текущих 11.5% до 5–7% к 2020 году. Снижение ставки ФРС, я думаю, мы уже увидим к концу этого года, что, в свою очередь, приведет к сокращению купонной доходности и к росту уже торгующихся облигаций на 1–2%, а новые бумаги будут размещаться с более низкой доходностью. Это мы, собственно, уже и наблюдаем с начала года.

Какие инвестиционные идеи вы видите на рынке?

Думаю, что фаворитами рынка будут являться бумаги энергетических компаний. Наступила долгожданная эпоха энергетической реформы, в которой так сильно

сегодня нуждается Россия. И на этом фоне облигации энергетических эмитентов выглядят достаточно привлекательно и защищенно несмотря на то, что рынок уже оценивает их, исходя из доходности в 7%.

В наш фонд эти облигации не входят, так как их доходность для нас пока неинтересна. Наша основная идея — держать в фонде наиболее высокодоходные бумаги. На сегодняшний день в нашем фонде в основном бумаги розничных сетей, строительных и агропромышленных компаний. Их бизнес сейчас более рентабелен по сравнению с другими секторами экономики и нуждается в дополнительных займах для увеличения производственных активов. Однако не исключаю, что через 3–5 лет эти компании также сделают свои размещения на рынке акций.

А вас не смущает, что ожидается слишком большое предложение бумаг энергетических компаний, да и инвестиционные проекты в энергетике запланированы очень объемные?

Акции многих из этих компаний уже торгуются на бирже, и, судя по их росту на 20–30% с начала года, эмитенты не намерены расставаться со своими долями, а для удовлетворения производственных нужд готовы взять на себя долговые обязательства. Инвестиционные планы энергетических компаний я оцениваю положительно, так как это приведет к увеличению масштабов их бизнеса, ведь к 2020 году предполагается практически утроить энергетические мощности страны. Отрасль намерена привлечь более 3.1 триллиона рублей в виде облигационных займов, кредитов и продажи долей компаний стратегическим инвесторам. А при государственной поддержке риски энергетических компаний становятся минимальными.

Возможны ли в 2007 году дефолты? Есть ли риск дефолта кого-то из крупных имен, например, «РуссНефти», особенно в свете последних событий? Кого еще вы бы отнесли к «зоне риска»?

За последние пять-семь лет на рынке облигаций не было дефолтов. Любая дефолтная ситуация носит временный, «точечный» характер и вряд ли повлияет на рынок в целом. Ситуация с «РуссНефтью» внутриполитическая, а не внешнеэкономическая, поэтому не думаю, что она распространится и на других эмитентов. В портфеле нашего фонда «РуссНефти» нет.

За полтора года работы фонда СЧА активов осталась фактически неизменной. Почему нет притока средств пайщиков? Кто основные пайщики фонда облигаций?

Как ни странно, но наш фонд облигаций является скорее прямым конкурентом не по отношению к другим паевым фондам облигаций, коих на рынке более 60, а по отношению к линейке фондов акций нашей управляющей компании.

Так, к примеру, фонд «Максвелл Энерго» с начала года вырос на 18%, когда как «Максвелл Фонд Облигаций» только на 5%. Специфика СЧА фонда облигаций такова, что, как правило, размер его активов увеличивается, когда рынок акций падает либо долгое время стагнирует. При росте акций пайщики предпочитают не выходить из этих фондов, что не всегда верно. В связи с этим за два года размер фонда облигаций практически не изменился, тогда как активы под управлением компании «Максвелл Эссет Менеджмент» увеличились с 500 млн рублей до 6.5 млрд рублей.

Как в УК «Максвелл Эссет Менеджмент» происходит принятие решений об инвестировании?

Инвестиционные идеи вносятся управляющим фонда, а их принятие производится коллегиально инвестиционным комитетом, в который входят президент компании, руководитель департамента управления активами и сам управляющий фонда. Эмитенты, которые представлены в портфеле фонда облигаций, нам хорошо знакомы, поэтому мы не занимаемся их непрерывным анализом. Этот фонд гораздо более предсказуем, чем фонды акций, он не несет таких больших рисков, а ценовая амплитуда бумаг не превышает 1–2%.

Какую аналитику вы используете в своей работе, чьи обзоры читаете?

Так как я управляю двумя фондами, то приходится изучать отчеты как по акциям, так и по облигациям. В основном я предпочитаю отчеты банка «Уралсиб», «Тройки Диалог», «Атона» и «Антанты».

Вам как управляющему фонда облигаций интересны такие новые инструменты, как облигации с плавающей ставкой и ипотечные ценные бумаги?

Идей на рынке очень много, и мы не пытаемся «бежать впереди паровоза» и инвестировать в те компании или инструменты, у которых нет истории. Мы консервативны в вопросах инвестирования в новые инструменты.

Почему в УК «Максвелл Эссет Менеджмент» нет отдельного управляющего фондом облигаций, а вы совмещаете управление фондом акций «Максвелл Энерго» и фондом «Максвелл Фонд Облигаций»?

Управление этими фондами отлично друг от друга, они не являются взаимозависимыми, но это вовсе не означает, что необходимо разделять управление между многими менеджерами. Работа управляющего не имеет конечных ограничений в своем развитии, один анализ макроэкономической ситуации происходит непрерывно с появлением новостей, не говоря уже об анализе множества отдельно взятых эмитентов, чья жизнь также подвержена постоянным изменениям. Но, как известно, рынок — это множество мнений, зачастую кардинально противоположных. Так что большее количество управляющих не влечет за собой автоматически более высокую доходность фонда.