Евгений Кочемазов,
директор управления по работе с долговыми финансовыми инструментами, ООО «УК «АТОН-менеджмент»

Мы торгуем идеями, упакованными в облигации

Какой стратегии управления портфелями долговых инструментов вы придерживались в 2007 г.?

Наша основная стратегия — стараться получать доход за счет бумаг качественных эмитентов, избегая излишнего риска. Если мы выбираем бумаги, скажем, энергетических компаний, и видим двадцать эмитентов, из которых три недооценены — именно в эти три бумаги мы и будем вкладываться. Мы включим эти бумаги в портфель, пусть даже в момент покупки доходность по ним будет составлять всего 8.5% годовых. Если мы увидим, что через три месяца — максимум полгода она снизится до 8% годовых, то мы сможем заработать на сужении доходности.

Инвестиции в бумаги с двухзначной доходностью для нас сегодня интересны менее всего в силу того, что происходило на рынках и как сейчас обстоят дела с ликвидностью, которая все еще остается нестабильной. Мы практикуем осторожный подход к выбору бумаг.

Вообще основная наша задача — искать в бумагах доход за счет переоценки качества эмитентов инвестиционным сообществом. Мы стараемся торговать идеями, упакованными в форму облигаций. Причем чем проще и прозрачнее инвестиционная идея, тем, как правило, выше доходность подобных инвестиций.

Получается, что мировой кризис ликвидности повлиял на вашу стратегию управления долговыми портфелями — вы скорректировали свой подход к выбору инструментов для инвестирования, ужесточили требования к кредитному качеству эмитентов бумаг, которые вы включаете в портфель?

Ответ на этот вопрос тесно связан с логикой развития кризиса ликвидности на рынке рублевых облигаций. Основными российскими заемщиками на международных рынках являются либо банки, либо госкомпании. На пике долгового рынка весной-летом текущего года банки могли легко занимать под ставку «LIBOR плюс что-то», сейчас же спреды существенно выше. Естественно, в таких условиях банкам невыгодно осуществлять значительные заимствования. Если российские банки не занимают за рубежом, то у них нет денег на то, чтобы кредитовать те компании, которые они кредитовали раньше. В то же время потребность в финансировании сейчас испытывают многие крупные государственные и частные компании, осуществляющие значительные инвестиции и активно действующие на рынке слияний и поглощений. Эти компании приходят за финансированием в крупнейшие банки страны, которые в условиях ограниченной ликвидности будут кредитовать именно крупных заемщиков, что для них является приоритетом, а не тех небольших эмитентов, которые раньше брали у них деньги. Отсюда возникает риск рефинансирования для очень большого числа компаний третьего эшелона. В основе рисков рефинансирования лежит то, что у банков стало меньше источников собственного финансирования.

Вы ожидаете дефолтов на рынке облигаций, особенно в третьем эшелоне?

Есть четыре-пять бумаг, по которым могут потенциально пройти дефолты. Но, говоря о дефолтах, нужно

обратить внимание на то, что подавляющее большинство российских компаний пока не предлагали свои акции на бирже и полностью контролируются владельцами, поэтому у большинства этих компаний (даже если не принимать в расчет объем их кредитных линий, возможности по рефинансированию) есть еще один вариант избежать дефолта — они могут получить финансирование под залог своих акций или провести размещение акций, а полученные деньги потратить на рефинансирование. Этот вариант всерьез обсуждается очень многими компаниями как последнее средство, как крайняя мера.

В случае если среднестатистическая компания третьего эшелона не в состоянии исполнять свои долговые обязательства, у ее владельца есть три варианта: либо он объявляет дефолт по своим облигациям и теряет свое инвестиционное реноме, либо продает часть акций на бирже и гасит свои долги, либо берет взаймы под залог акций. Таким образом, с моей точки зрения, у большинства эмитентов третьего эшелона резерв для рефинансирования есть, и вопрос состоит прежде всего в готовности владельцев расставаться с долей в компании, порой очень значительной.

По вашему мнению, кризис ликвидности больнее всего ударил по эмитентам третьего эшелона. Значит ли это, что «АТОН-менеджмент» сократил вес бумаг эмитентов третьего эшелона в своих портфелях?

У нас в портфелях вообще не так много имен третьего эшелона — не более 20%. Кроме того, третий эшелон — это понятие очень относительное. Например, сейчас третий эшелон — это все бумаги с двухзначной доходностью, но это не значит, что среди них не может быть интересных компаний, значительно недооцененных и имеющих хорошее кредитное качество.

В наших портфелях доля бумаг третьего эшелона незначительная, но мы сознательно не хотим большую часть своих активов распределять в такие облигации, потому что считаем, что основная часть портфеля должна быть в надежных и ликвидных бумагах. 20–30% мы можем распределять в бумаги третьего и не самого «крепкого» второго эшелона, но с тем условием, что мы очень хорошо понимаем кредитное качество этих компаний, мы видим идею бизнеса, идею, которая основана на очень простых и понятных фундаментальных предпосылках.

Приведете несколько примеров надежных и ликвидных эмитентов, бумаги которых присутствуют в ваших портфелях долговых инструментов?

Во-первых, это классический первый эшелон — «Газпром», «ЛУКОЙЛ», облигации Москвы и Московской области. Но основная масса бумаг среди инструментов с фиксированной доходностью в наших портфелях — это эмитенты второго эшелона. Среди наших недавних покупок — облигации «Трансмашхолдинга», а это компания с очень хорошим качеством кредита, одна из самых крупных российских машиностроительных компаний с объемом бизнеса более $2 млрд и понятной структурой акционерного капитала. При этом эмитент предложил рынку крупный выпуск облигаций — 4 млрд руб., и он достаточно ликвиден.

Другой пример — это МОЭСК, одна из лучших в России региональных энергосетей, имеющая международный кредитный рейтинг. И здесь объем выпуска — 6 млрд руб. — обеспечивает регулярные сделки и значительные объемы.

То есть при выборе бумаг для покупки объем займа имеет для вас значение? Есть ли ограничения по минимальному объему займов, бумаги которых вы будете покупать?

Для нас важно, чтобы время ликвидации позиции составляло не более двух-трех дней. Соответственно, отбирая бумаги в портфель, мы смотрим на их ликвидность, на среднедневные объемы торгов, на периодичность этих торгов. Если за месяц по бумаге проходит одна сделка на 1 млрд руб. и больше сделок не происходит, такую бумагу нельзя назвать ликвидной. Ликвидности, которая нас удовлетворит, невозможно достичь при выпуске менее 1.5 млрд руб., идеальный объем займа составляет 3–5 млрд руб.

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

Сейчас мы пользуемся тем, что называется «сезоном оферт», чтобы исключить некоторые бумаги из нашего портфеля. Учитывая, что большинство наших покупок нацелено на сокращение спреда, они рассчитаны на два-три месяца — и за этот период необходимо произвести ротацию активов в портфеле. Если мы покупаем априори низкодоходную бумагу, которая растет в цене за счет сокращения спреда, через два месяца мы ее продаем и ищем другую идею. Но бумаги качественного второго эшелона с доходностью в районе 9–10% годовых, составляющие основу наших портфелей, мы покупаем, чтобы держать до оферты или до погашения.

Как много облигаций субъектов федерации в ваших портфелях?

Примерный вес субфедов в общей массе инструментов с фиксированной доходностью в наших портфелях составляет 25–30%, причем в некоторых портфелях они присутствуют в обязательном порядке, потому что по соотношению риск-доходность и по принадлежности к котировальному листу они являются для этих портфелей оптимальными.

Какое количество облигаций вы, как правило, держите в своем портфеле? Какова доля бумаг одного выпуска в портфеле в среднем?

Средний вес каждого имени — 1.5–2%. Мы за более концентрированные портфели, но ключевой фактор выбора бумаг для нас — это ликвидность. В облигации проинвестирован большой объем средств нашей управляющей компании, и если мы будем формировать более концентрированные портфели, мы можем столкнуться с риском ликвидности, повысится период ликвидации позиции.

Если среднедневной объем торгов по бумаге составляет 20 млн руб., то наша позиция в этой бумаге не может быть выше 20–30 млн руб. исходя из срока ликвидации позиции в 2–3 дня. На нашем рынке есть всего лишь несколько десятков бумаг, которые торгуются объемами

в сотни миллионов рублей в день, поэтому нам приходится диверсифицировать свои портфели, чтобы сгладить риски ликвидности.

Сколько портфелей, в структуре которых есть долговые инструменты, находятся под управлением вашей управляющей компании?

У нас более сотни клиентов, из которых крупных порядка десятка. Где-то в 70 портфелях присутствуют инструменты с фиксированной доходностью.

Ваша стратегия управления всеми этими портфелями одинакова?

Да, для всех групп наших клиентов мы стараемся придерживаться примерно одинаковой структуры портфеля. Вместе с тем, мы неизбежно сталкиваемся с нормативными ограничениями, например, по счетам СПН (средств пенсионных накоплений) и страховых компаний, в которых очень жесткие требования по выбору бумаг. Для таких клиентов процесс поиска и отбора инвестиционных идей гораздо сложнее, но, тем не менее, возможен.

Вы включаете в портфель вашего фонда облигаций акции?

В соответствии с декларацией, мы можем включать до 40% акций, но на практике доля акций очень незначительная, в основном в этом ПИФе корпоративные инструменты с фиксированной доходностью.

Когда, по вашему прогнозу, первичный и вторичный рынки облигаций российских эмитентов (как рублевых облигаций, так и евробондов) начнут работать нормально — возобновятся размещения в прежних объемах и вернется ликвидность?

Прежний объем размещений может прийти хоть завтра, вопрос в том, будут ли готовы эмитенты платить повышенные ставки. Вообще сейчас первичный рынок постепенно оживает. Уже размещали облигации два крупных госбанка — Россельхозбанк и ВТБ 24. Я думаю, что четвертый квартал на первичке, как обычно, будет жарким.

Касательно ликвидности — это вопрос нескольких месяцев. Решения ФРС о снижении учетной ставки, рост курса российского рубля, высокие цены на нефть — все это фундаментальные предпосылки для восстановления рублевой ликвидности. Плюс к этому российские монетарные власти и вербально, и своими действиями подтвердили готовность поддержать финансовую систему, что также внушает некоторый оптимизм, правда, оптимизм осторожный.

То есть ставки уже не будут прежними?

Такими низкими, какими они были в конце июля, они вряд ли будут в ближайшие полгода. Хотя, с другой стороны, наверное, у многих бумаг первого и качественного второго эшелона — это квазисуверены или очень качественные частные компании — есть потенциал сужения спредов и сокращения доходностей.

В то же время доходности по облигациям третьего эшелона должны располагаться в диапазоне 13–16% годовых. Если у компании соотношение долга к EBITDA составляет более пяти, а таких в третьем эшелоне большинство, то я как держатель этих долговых инструментов фактически несу риски, идентичные рискам акционеров компании. При этом очевидно, что акционеры рассчитывают получить куда более высокую доходность, чем, скажем, 10–11% годовых — это как раз тот уровень, к которому приблизился третий эшелон на пике рынка. И мне кажется, что получать доходность значительно ниже акционерной при сравнимых рисках — это просто расточительно.

Я предполагаю, что к старым уровням доходности облигаций первого-второго эшелонов прибавится не более 20–30 базисных пунктов, но для третьего эшелона ставки должны быть двузначными.

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

Среди инвестиционных идей отмечу энергетику несмотря на то, что у компаний отрасли большие инвестиционные программы. Энергетику будет поддерживать государство. Энергетика представляет стратегический интерес для государства, если говорить о сетях, и для крупных российских и иностранных промышленных групп, если говорить о генерации.

В энергетику будут вкладывать большие средства, она может приносить хорошую отдачу России. Мне кажется, что бумаги компаний энергетического сектора обладают потенциалом снижения доходности с текущих ценовых уровней.

Можно купить облигации энергетической компании с государственным участием, не имеющей в настоящий момент ни отчетности по МСФО, ни международного кредитного рейтинга. Но если у этой компании объемная инвестпрограмма, для финансирования этой инвестпрограммы ей нужно будет получить и отчетность, и рейтинг. И если облигации этой компании уже торгуются на рынке с доходностью 9–9.5% годовых, мы можем их купить и рассчитывать на то, что когда она получит атрибуты качественного второго эшелона, доходность по ее бумагам снизится до уровня действующих бенчмарков.

Другая идея в энергетике — спред между сетями и генерацией, потому что если сейчас мы сравним две эти подотрасли, то бумаги электросетей торгуются с премией к электрогенерирующим компаниям. В то же время облигации электросетей предпочтительнее по двум причинам. Во-первых, они будут контролироваться государством, что в текущей ситуации лучше, чем частный акционер у генерирующей компании. Кроме того, у электросетей в отличие от генерирующих компаний есть четко прогнозируемый денежный поток, так как они не так сильно зависят от цен на энергоносители. Электросети контролируют свои издержки и свои доходы за счет тарификации их деятельности. И если у сетевой компании рентабельность, условно говоря, в 10% была, есть и будет, и люди, устанавливающие тарифы, понимают, что такая рентабельность нужна, чтобы поддерживать инвестпрограмму, то у генерирующих компаний в зависимости от колебаний цен на энергоносители рентабельность может снижаться. А значит, их способность обслуживать долг тоже может очень сильно меняться.

Другая инвестиционная идея — это специальное машиностроение, которое работает либо на государственный оборонный заказ, либо на большие госкорпорации. Например, вагоностроение, которое работает на РЖД, или производители авиационных двигателей и техники, которые работают на гособоронзаказ.

Третья идея по секторам — это качественный ритейл, такие компании, как «X5», «Магнит», «Седьмой Континент», сети, относящиеся к крепкому второму эшелону. Розничный рынок в России растет, но насыщенность рынка остается достаточно низкой по сравнению со странами Западной Европы. Ритейлеры агрессивно инвестируют, занимая при этом, но у большинства из них очевидные exit strategies: они готовы продаться стратегическим инвесторам — крупным западным ритейлерам — или выйти на открытый рынок акций, то есть они могут легко «поднять» деньги. Ко всему прочему, они могут обслуживать свой долг из того денежного потока, который получают от своей основной деятельности; инвестируя, они гарантируют себе прибыль в будущем, так как потребительский рынок приносит доход. Экспозиция на крупные розничные сети — это, по большому счету, экспозиция на весь российский потребительский рынок.

Как в вашей компании происходит принятие решения об инвестировании — как часто собирается инвестиционный комитет, кто в него входит, как влияют на принятие решений об инвестировании риск-менеджеры?

В состав инвестиционного комитета входят руководитель компании, управляющие активами, представители клиентских подразделений. Комитет собирается каждую неделю и обсуждает как вопросы общего управления портфелем — видение рынка акций и облигаций, вопросы тактической перебалансировки портфелей либо в сторону акций, либо в сторону облигаций, — так и текущие рабочие вопросы, в частности, лимиты на бумаги.

Отбирая бумаги в портфель, мы прислушиваемся к мнению наших аналитиков, которые готовят предварительные предложения об открытии лимитов на те или иные бумаги. Лимиты на бумаги мы устанавливаем пакетно — на три-пять эмитентов одной отрасли или подотрасли.

Мониторинг поведения бумаг, включенных в портфели, проводится ежеквартально. Если компания перестает соответствовать нашим требованиям, ставится вопрос о закрытии лимитов на нее и ликвидации позиции. Чтобы этого не происходило, мы максимально щепетильно подходим к выбору бумаг для наших портфелей. Мы стремимся покупать бумаги максимального качества с максимальной доходностью для активов подобного качества.

На какие факторы вы прежде всего обращаете внимание при принятии решения о включении бумаги в портфель?

В нашей управляющей компании есть внутренняя методика оценки эмитентов облигаций.

Если известен акционер компании, и это, например, компания с рейтингом инвестиционного уровня или государство, то по нашей шкале компания получает оценку, идентичную «пятерке с плюсом», если акционером эмитента является компания с рейтингом BB — это «четверка», если компания не раскрывает акционера, она получает оценку «кол».

Мы смотрим на финансовые и нефинансовые показатели, среди последних нам важна структура акционеров, рыночные позиции компании, масштаб рынков, на которых она работает. Так, например, номер три по России гораздо лучше, чем номер один по Читинской области. Также важно наличие международных рейтингов, отчетность по МСФО и нейтральные отношения с госорганами.

При выборе инструментов для инвестирования ориентируетесь ли вы на рейтинги, принимаете ли во внимание рейтинги от российских агентств или только от ведущих иностранных?

Основная ценность кредитных рейтингов состоит в том, что они привлекают в бумагу иностранных инвесторов. Именно поэтому мы смотрим в первую очередь именно на международные кредитные рейтинги. Вместе с тем, мы понимаем, что российские агентства зачастую лучше понимают риски российских заемщиков, отраслей вообще. В настоящее время мы на эти рейтинги ориентируемся в меньшей степени, но развитие института национальных рейтинговых агентств, который покрывал бы значительную долю доступных для инвестирования компаний, очевидно, пошло бы на пользу российскому рынку.

Какую аналитику вы используете для оценки компаний?

Мы пользуемся как собственной аналитикой, так и аналитикой других инвестиционных домов. Мне больше всего нравится аналитика от «Ренессанс Капитала» и «ТРАСТа», также регулярно читаю обзоры от Дойче Банка и Райффайзенбанка.

Беседовала Анна Чепракова