Андрей Матвеев,
управляющий активами УК «ОТКРЫТИЕ»

Мы не можем рисковать деньгами наших клиентов, которые пришли в фонд облигаций

Андрей Анатольевич, расскажите, пожалуйста, о вашей стратегии управления портфелем фонда облигаций в 2006 году. Как вам удалось достичь достаточно высокого показателя доходности по итогам прошлого года (7 место среди открытых фондов облигаций по данным Investfunds.ru)? Насколько активно вы используете акции в вашем фонде облигаций, насколько это влияет на показатели доходности фонда?

Портфель паевого инвестиционного фонда «Открытие-Облигации» в 2006 году условно можно разделить на 4 основные части:

1) Государственные и высоколиквидные субфедеральные, муниципальные облигации (например, Красноярского края, Нижегородской области). Основная цель — поддержание ликвидности по портфелю. Доля данных инструментов составляет 10–20% от стоимости чистых активов фонда. Доходность этих облигаций невысокая — около 6.5%–7.5% годовых, однако среднедневные объемы торгов по этим бумагам — максимальные для нашего рынка, и поэтому при выходе крупного клиента, продавая данные инструменты, проще всего обеспечить требуемую к выводу сумму денежных средств.

2) Основную часть нашего портфеля (60–80% от всего портфеля) составляют «крепкие», качественные корпоративные облигации второго эшелона. Главная отличительная особенность инструментов, на которые мы обращаем пристальное внимание при формировании данной части портфеля — приемлемая для существующей ситуации на нашем рынке обли-

«Открытие-Облигации» — открытый паевой инвестиционный фонд облигаций под управлением УК «ОТКРЫТИЕ». Фонд работает с апреля 2004 года. Стоимость чистых активов фонда (СЧА) на 24.01.2007 — 121.2 млн руб.

Управляющая компания «ОТКРЫТИЕ» (ранее УК «НационалЪ») была основана в 2000 году. В течение всего этого времени основой бизнеса компании являлось управление резервами НПФ. С 2003 года компания начала активно развивать направление коллективных инвестиций. Было создано два паевых инвестиционных фонда. Стратегия развития фондов рассчитана на привлечение в равной степени как корпоративных, так и частных клиентов-пайщиков.

Начиная с июня 2005 года компания «НационалЪ» входит в инвестиционную группу «ОТКРЫТИЕ», УК «НационалЪ» была переименована в УК «ОТКРЫТИЕ».

В настоящее время компания управляет средствами 8 НПФов (в т.ч. Промрегионсвязь, Объединенный ПФ, «Содружество») и 4 ПИФов: «Открытие — Проектные инвестиции» (СЧА на 24.01.2007 — 171.6 млн руб.), «Открытие-Акции» (131.4 млн руб.), «Открытие-Облигации» (121.2 млн руб.) и «Открытие-Энергетика» (153.4 млн руб.).

гаций доходность (в данный момент — порядка 8–10% годовых) при не слишком большом риске. Естественно, при выборе эмитентов происходит диверсификация по дюрации, по отраслям. В 2006 году основу нашего портфеля составляли облигации компаний таких секторов, как энергетика (Мосэнерго, Ленэнерго, ГидроОГК), телекоммуникации (Центртелеком, Волгателеком, Южтелеком), потребительский сектор («Копейка», «Пятерочка», ВБД). В этих выпусках в течение 2006 года мы видели хороший потенциал для роста их котировок, и вложения в облигации этих эмитентов по большей части оправдали наши ожидания.

3) Облигации повышенного риска, имеющие с точки зрения наших аналитиков значительный потенциал для роста. Как правило, это малоликвидные инструменты, и поэтому их доля в портфеле не превышает 10%. Это ограничение налагается инвестиционной декларацией: в портфеле ПИФа запрещено иметь более 10% от СЧА в инструментах, не имеющих признаваемой котировки. Примерами данной части портфеля в 2006 году могут служить выпуски таких эмитентов, как «СМАРТС», «Марта Финанс».

В среднем портфель паевого инвестиционного фонда «Открытие-Облигации» состоит из 15–20 выпусков облигаций 12–15 эмитентов.

4) Высоколиквидные акции первого эшелона (Газпром, РАО ЕЭС, Роснефть, Сбербанк). Основная цель вложений в данный тип инструментов — повысить доходность по портфелю в целом, практически не увеличивая риск. Естественно, мы обращаем внимание на акции только при наличии благоприятной конъюнктуры как на нашем рынке, так и на мировом рынке в целом. Доля акций в портфеле нами ограничена уровнем в 10%. 2006 год в целом был благоприятным для рынка акций. Из основных драйверов рынка можно отметить уверенный рост акций Газпрома в первом полугодии и Сбербанка — во втором. Вложения, в том числе и в данные инструменты, позволили поднять доходность по ПИФу до уровня выше среднерыночного. При оценке данного сегмента рынка мы стараемся выбирать те бумаги, которые имеют, с нашей точки зрения, наименьший потенциал для падения. То есть при работе с этими инструментами на первый план выходит не возможная доходность, а ограничение рисков. Мы не можем рисковать деньгами наших клиентов, которые пришли в фонд облигаций, рассчитывая на консервативную стратегию. Поэтому мы внимательно следим за коэффициентом Шарпа по нашему портфелю. Напомню, что данный коэффициент выражает отношение доходности по портфелю к риску. Чем выше доходность и ниже риск, тем большее значение имеет данный коэффициент и тем качественнее процесс управления портфелем. На конец октября 2006 года по данному показателю ПИФ «Открытие-Облигации» оказался на первом месте.

Основные проблемы при формировании портфеля паевого инвестиционного фонда — ограничения по инвестиционной декларации, присутствующие в законодательстве и, как нам кажется, несколько не соответствующие текущему положению дел. Например, ПИФам не разрешено иметь в своем портфеле внесписочные облигации субъектов РФ, т.е. мы можем держать в портфеле внесписочные корпоративные облигации с крайне сомнительными кредитными качествами, и в то же время нам запрещено покупать внесписочные облигации, например, Самарской области. Еще одно существенное ограничение для работы ПИФов — невозможность участвовать в аукционах при первичном размещении облигаций. Эти ограничения сильно уменьшают возможности для увеличения доходности по ПИФам.

Матвеев Андрей Анатольевич

Ноябрь 2005 — настоящее время. Управляющая компания «ОТКРЫТИЕ»: управляющий активами

Май 2004 — ноябрь 2005. Управляющая компания «Нордбрук»: менеджер по управлению инвестициями

Август 1997 — май 2004. ИБГ «НИКОЙЛ» («Уралсиб»): главный специалист управляющей компании, департамент частного банковского обслуживания, ведущий аналитик фондового рынка

Июль 1996 — сентябрь 1997. Восточноевропейская инвестиционная компания («ВИКА»): аналитик рынка акций, начальник аналитического управления

Апрель 1995 — июль 1996. Инвестиционная компания «Фалкон Секьюритиз»: технический аналитик рынка ГКО/ОФЗ

Какой вы видите конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?

По нашим прогнозам, в 2007 году обстановка на рынке рублевых облигаций будет спокойной. В начале года внешняя обстановка стабилизируется, и в центре внимания для инвесторов будут внутренние факторы. Не исключено, что в первой половине года Moody's повысит рейтинг России, что поддержит рост рублевых бумаг. Однако если этого не произойдет в начале года, то вероятность этого события при приближении выборов президента будет снижаться, поскольку увеличатся политические риски. Так или иначе, мы ориентируемся на умеренный рост цен долговых бумаг.

Напомним, что с 1 июля 2006 года были сняты все ограничения на финансовые операции нерезидентов в России, что позволяет всем категориям инвесторов иметь равный доступ ко всем сегментам долгового рынка. Мы ожидаем, что в 2007 году консервативные западные инвесторы воспользуются представившейся возможностью и обратят внимание в первую очередь на государственные рублевые облигации. Новый приток средств из-за рубежа может быть вызван и продолжающимся укреплением курса рубля. Этот фактор может привести к небольшому снижению доходности рублевых долговых инструментов в целом.

2006 год на рынке рублевых облигаций характеризовался крайне низкой степенью волатильности. Мы считаем, что в 2007 году под воздействием разных факторов, например, таких как некоторая неопределенность перед парламентскими и президентскими выборами, волатильность может несколько повыситься. Кроме того, мы ожидаем рост спреда между надежными бумагами первого эшелона и высокорисковыми облигациями третьего эшелона.

Говоря о возможности дефолтов по облигациям в 2007 году, следует отметить, что число эмитентов, выходящих на долговой рынок, постоянно растет, и среди них, естественно, встречается все больше эмитентов с не слишком высоким кредитным качеством. Также в этой связи стоит отметить и такой фактор, как удорожание денег,

что создает эмитентам некоторые дополнительные трудности — например, перекредитовываться становится все сложнее. Поэтому в целом вероятность дефолтов постоянно увеличивается. Однако в 2007 году мы не ждем каких-то существенных событий в этой сфере.

Какие инвестиционные идеи на рынке облигаций, на ваш взгляд, будут успешными в 2007 году?

Основная идея 2007 года, с нашей точки зрения, — предприятия электроэнергетической отрасли. Компаниям этого сектора необходимо привлекать значительные средства для обновления и модернизации оборудования, а низкая долговая нагрузка, которая характерна для предприятий этой отрасли, делает этих эмитентов весьма привлекательными. Среди эмитентов данного сектора хочется выделить Московскую объединенную электросетевую компанию (МОЭСК). Мы считаем, что облигации данного эмитента в настоящее время имеют существенный потенциал снижения доходности. Помимо этого, ОАО «МОЭСК» будет включена в состав Федеральной сетевой компании, что приведет к снижению доходности облигаций МОЭСК до уровня ФСК.

Идея, перешедшая в 2007 год из предыдущего — предприятия торговли. В 2006 году мы очень большое внимание уделяли компаниям потребительского сектора, таким, например, как «Вимм-Билль-Данн», а также сетям розничной торговли («Копейка», «Пятерочка», «Магнит»). Мы очень позитивно оценивали эти секторы в 2006 году и в 2007 году не меняем свою позицию. Увеличивающиеся доходы россиян (а в предвыборный год этот показатель у нас обычно растет более высокими темпами) создаст значительную подпитку для предприятий данной отрасли, что может вызвать повышенный интерес к данным облигациям и, следовательно, некоторое снижение доходности.

Кроме того, в данный период мы уделяем повышенное внимание предприятиям транспорта, где так же, как и в энергетике, требуются значительные средства для модернизации оборудования; банковскому сектору, который в настоящее время активно развивается; телекоммуникационному сектору.

Возможно ли сужение спредов первого эшелона к ОФЗ?

Мы не ждем существенного изменения ситуации, которая наблюдалась в 2006 году. Напомню, что спред облигаций первого эшелона к ОФЗ в прошлом году в среднем колебался на уровне 60–80 б.п. Думаю, если будет значительный приток западных средств в первую очередь в ОФЗ, то мы можем увидеть верхнюю границу данного диапазона за счет снижения доходности государственных бумаг. В случае появления интереса к облигациям первого эшелона за счет, например, повышения рейтингов эмитентов, мы можем приблизиться к нижней границе диапазона.

Как в УК «ОТКРЫТИЕ» происходит принятие решений об инвестировании?

Решение о приобретении тех или иных облигаций в портфель фонда «Открытие-Облигации» принимается управляющим. При этом оценивается общее состояние мирового рынка долговых инструментов, ситуация на нашем рынке как в секторе облигаций, номинированных в валюте, так и облигаций на внутреннем рынке. Кроме того, выбирается наиболее интересная и перспективная отрасль, а в ней уже отдельные эмитенты. Естественно, выбранный выпуск должен входить в список объектов, на которые открыты лимиты. Лимиты утверждаются финансовым комитетом инвестиционной группы «ОТКРЫТИЕ» на основе аналитических исследований и заключения риск-менеджмента.

Основные параметры, на которые мы обращаем внимание при выборе цели инвестирования:

- доходность;
- ликвидность бумаги;
- объем выпуска;
- имеется ли потенциал для роста по сравнению с аналогичными бумагами;
- отрасль, которую представляет эмитент;
- положение и перспективы самого эмитента;
- фундаментальные показатели, прозрачность структуры компании и денежных потоков;
- финансовые показатели — темпы роста выручки и долговая нагрузка;
- имеется ли аудированная отчетность по МСФО;
- вероятность повышения кредитного рейтинга от ведущих мировых рейтинговых агентств;
- перспективы включения выпуска в список первого уровня на бирже, где торгуется данная бумага.

Естественно, помимо отчетов, подготовленных аналитиками БД «ОТКРЫТИЕ», я читаю аналитику других инвестиционных домов, в том числе компаний «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», «Атон», «ТРАСТ» и других. Мне нужно быть в курсе того, что думают другие аналитики, и сверять их мнение с нашей позицией.

Почему СЧА вашего фонда подвержена резким колебаниям? Влияет ли размер фонда на эффективность управления?

Паевой инвестиционный фонд «Открытие-Облигации» до мая 2005 года находился под управлением УК «НационалЪ». Соответственно, с момента основания фонда у него была своя история, свои пайщики — клиенты, которые доверяли руководству и управляющим данной компании. В мае 2005 года управляющая компания «НационалЪ» была приобретена «ОТКРЫТИЕМ» и переименована, что вызвало значительный отток клиентов. К осени 2005 года данный процесс в основном завершился, и начался противоположный процесс — стали приходить новые клиенты, которые доверяют нашей компании, доверяют инвестиционной группе «ОТКРЫТИЕ». СЧА нашего фонда начала постепенно расти. Этому способствовало несколько факторов: активная работа новых менеджеров по привлечению клиентов; результаты (доходность), которые стал показывать данный фонд под управлением новых специалистов. В 3 квартале 2006 года мы стали активно взаимодействовать с крупным корпоративным клиентом, который мыслит в масштабах десятков и сотен миллионов рублей. Колебания СЧА нашего фонда облигаций в конце прошлого — начале нынешнего года в значительной степени связаны с притоком и оттоком средств этого крупного клиента.

Размер фонда, конечно же, влияет на эффективность управления. Например, спред для крупных лотов зачастую уже, чем для более мелких. Однако я считаю, что в диапазоне 50–500 миллионов рублей данное влияние минимально, и «маленькие» клиенты практически не ощущают минусов от наличия среди пайщиков активных крупных клиентов.