Елена Колчина,
глава департамента управления долговыми ценными бумагами УК «Ренессанс Капитал»

Знание эмитента буквально «от и до» — это наше ноу-хау

По итогам 2006 года фонд «Ренессанс-Облигации» под управлением УК «Ренессанс Капитал» показал доходность 16.27% и занял шестое место среди открытых фондов облигаций (по данным Investfunds.Ru). Своим опытом управления фондом с Cbonds Review поделилась управляющий активами УК «Ренессанс Капитал» Елена Колчина.

Расскажите о вашей стратегии управления портфелем фонда облигаций в 2006 году. Как вам удалось достичь достаточно высокого показателя доходности по итогам года?

В прошлом году мы предвидели то, что облигации вряд ли принесут инвесторам доходность выше 8% годовых, и конкурировать со ставками по депозитам будет непросто. Было очевидно, что наши клиенты окажутся перед выбором: либо положить деньги на банковский депозит, либо инвестировать их в наш облигационный ПИФ, и при таких ориентирах по доходности многие выберут депозит. Поэтому мы строили свою стратегию достаточно агрессивно, учитывая фактор низкой доходности на рынке облигаций.

В настоящее время, как и в прошлом году, наша стратегия заключается в активном управлении портфелем и тщательном подходе к кредитному анализу эмитентов. Многие эмитенты, облигации которых мы включаем в наш ПИФ — это небольшие компании, в том числе потребительского и финансового сектора, которые приносят хорошую доходность, но которые нужно очень тщательно анализировать, выбирая оптимальное соотношение риск/доходность.

В прошлом я работала кредитным аналитиком, и мы считаем, что ноу-хау нашего управления — это то, что после тщательного изучения компании нам удается находить среди эмитентов третьего эшелона компании с умеренными рисками. В процессе оценки рисков компании мы не просто проводим глубокий анализ ее финансового состояния, но также встречаемся с менеджментом и акционерами компании.

«Ренессанс-Облигации» — открытый паевой инвестиционный фонд облигаций под управлением УК «Ренессанс Капитал». Фонд работает с сентября 2005 г. Стоимость чистых активов фонда (СЧА) на 20.02.2007 — 90.4 млн руб.

УК «Ренессанс Капитал» была создана в начале 2003 года в качестве нового направления бизнеса инвестиционной группы «Ренессанс Капитал». Под управ-лением компании находится семь ПИФов: «Ренессанс-Акции» (СЧА 1.36 млрд руб.), «Ренессанс-Недвижимость» (1.51 млрд руб.), «Ренессанс-Облигации» (90.4 млн руб.), «Ренессанс-Перспектива» (180.8 млн руб.), «Ренессанс-Сбалансированный» (647.5 млн руб.), «Ренессанс-Бизнес-Недвижимость», «Ренессанс-Индекс РТС» (104.7 млн. руб.). Также компания управляет средствами восьми НПФ, в том числе «Благосостояние», ГАЗФОНД, НПФ электроэнергетики, Райффайзен, Транснефть, Ханты-Мансийский НПФ.

Можно ли говорить о том, что у вас скорее фонд третьего эшелона?

Мне не нравятся названия «junk bonds», «третий эшелон» — они, на мой взгляд, достаточно условны. Да, наш фонд придерживается той стратегии, что мы инвестируем в небольшие компании с учетом того, что мы их очень хорошо знаем. Я не считаю, что те облигации, в которые мы инвестируем — это бросовые облигации. Это облигации небольших быстрорастущих перспективных эмитентов с тенденцией к улучшению кредитного качества.

На рынке мало управляющих, которые занимаются исключительно облигациями. Это не настолько популярная специальность, как управление акциями, и среди управляющих очень мало тех, кто в прошлом был аналитиком. Кого-то облигации пугают, у кого-то недостаточно времени и технологий для их тщательно анализа. Мы считаем, что у нас есть все инструменты для оценки рисков этих компаний, и поэтому нам они не кажутся такими «плохими», какими, может быть, кажутся рынку.

Есть ли в вашей УК ограничения, связанные с объемами займов, в которые вы можете инвестировать?

Да, у нас есть такие ограничения: мы инвестируем в займы, объем которых не менее 1 млрд рублей. Это связано с тем, что помимо инвестирования средств ПИФов мы оказываем услуги по доверительному управлению (ДУ) счетами наших клиентов и стараемся придерживаться общей стратегии при управлении средствами ПИФов и ДУ, инвестирующимися в инструменты fixed income. Так как под управлением Renaissance Investment Management находится достаточно большие объемы средств, нам нужны крупные займы.

Вы включаете в свой портфель акции? Насколько это влияет на показатели доходности?

Облигационные ПИФы имеют право инвестировать в акции до 40% своих средств, и наша декларация также предусматривает эту возможность. Но исходя из анализа того, насколько акции влияют на волатильность фонда, мы установили для себя верхнюю границу по доле включения акций в портфель на уровне 10% от активов фонда. В среднем же акции составляют не более 5% от активов фонда. В любом случае, включение 10% акций никогда не приведет к отрицательному доходу ПИФа, но увеличит его доходность. Наши оценки показывают, что в среднем активное управление этой небольшой долей акций позволяет увеличить доходность фонда на 2–3% за год.

У нас есть внутренние правила по поводу stop loss – stop profit, это тоже своеобразное ноу-хау, которое мы используем. Если мы включаем в портфель акции, и они приносят больший доход, чем могут принести облигации за месяц, то мы фиксируем прибыль и выходим из акций. Если же мы включили акции и понимаем, что купонный доход по облигациям не перекроет тот убыток, который у нас сформировался по акциям, мы также продаем акции. Таким образом, мы стараемся, чтобы доходность по ПИФу по итогам каждого месяца была положительной.

В Renaissance Investment Management есть целая группа управляющих, которая занимается акциями, и отбор акций в облигационный ПИФ проходит совместно с экспертами по акциям. Акции в нашем портфеле — это только голубые фишки, наиболее ликвидные инструменты.

Елена Колчина

Директор, глава департамента управления долговыми ценными бумагами УК «Ренессанс Капитал».

Имеет 10 лет опыта работы на рынке долговых инструментов. До прихода в «Ренессанс Управление Инвестициями» возглавляла аналитический департамент по инструментам с фиксированной доходностью в ING Bank (Москва). В течение 2002—2003 годов Елена также отвечала за стратегию на внутренних долговых рынках стран Восточной Европы и Южной Африки в составе глобальной аналитической команды ING.

Мы не пытаемся поймать дно рынка, мы покупаем акции только тогда, когда сформировался устойчивый положительный тренд на рост, когда есть уверенность.

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

Так как большинство облигаций в нашем портфеле короткие, потому что небольшие компании в основном выпускают облигации с годовыми или полуторагодовыми офертами, порядка 50% портфеля мы обычно держим до погашения или оферты. Или же мы продаем такие облигации тогда, когда считаем, что их доходность снизилась настолько, что те ставки, которые мы делали на этого эмитента, уже оправдались. Во втором эшелоне мы в основном делаем ставку на значительный пересмотр рынком кредитного качества эмитента. Мы продаем такие облигации, когда считаем, что основные события эмитента уже отыграны рынком. Мы достаточно активно меняем эмитентов этого эшелона в нашем портфеле. В прошлом году среди таких эмитентов в нашем портфеле были «Мечел», «ГАЗ-Финанс», из банковских облигаций — Сибакадембанк. В бумагах этого банка у нас была достаточно большая позиция, но сейчас мы уже думаем о ее сокращении. Сибакадембанк — это очень хороший эмитент, но просто этого эмитента уже слишком много на рынке, рынок устал от него, и все хорошие события, которые с ним случились, уже во многом отражены в цене его бумаг.

Вторая составляющая нашего портфеля, более активно управляемая — это первый эшелон, который мы держим или не держим в нашем портфеле в зависимости от ситуации на рынке. Если мы видим, что на рынке есть оптимизм, есть повод для снижения доходности, то мы покупаем длинные облигации первого эшелона и играем уже на росте цены вследствие каких-то фундаментальных факторов в целом на рынке. Эта часть портфеля служит подушкой ликвидности.

Какое количество облигаций вы, как правило, держите в своем портфеле?

Мы держим в портфеле двадцать-тридцать облигаций. Как правило, их число ближе к тридцати.

ИК «Ренессанс Капитал» организует размещения, участвует как андеррайтер во многих выпусках облигаций. Влияет ли это на ваши решения об инвестировании?

Мы независимы от ИК «Ренессанс Капитал» в нашей экспертной оценке и в нашей стратегии. ИК «Ренессанс Капитал» размещает много выпусков облигаций, но боль-

шинство из них — это первый и второй эшелон. Стратегия нашего ПИФа облигаций совершенно другая — в основном мы инвестируем в более мелкие компании, размещение таких компаний не является профилем ИК «Ренессанс Капитал».

Мы анализируем весь рынок, смотрим на всех эмитентов, которые размещаются. К тому же у меня, наверное, уже сложилась репутация достаточно независимого человека на рынке. Меня очень сложно переубедить, и если я что-то не хочу покупать, я никогда и не куплю. Напротив, многие брокеры, в том числе и наши, интересуются нашим мнением и ориентируются на него в выборе эмитентов, которых планируют размещать, предварительно задают нам вопросы о том, интересен нам этот эмитент или нет. И поэтому, может быть, даже в каком-то смысле они ориентируются на нас, а не мы на них.

Каков ваш взгляд на конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?

Мне кажется, что основной фактор, который повлиял на настроение долгового рынка в январе — это временное ослабление рубля. Настроения по поводу изменения процентных ставок в Америке в меньшей степени влияют на наш рынок, чем валютный курс. Ослабление рубля в январе носило временный характер, и сейчас мы уже видим, что ЦБ РФ позволил рублю укрепиться относительно корзины валют, курс доллар-евро также немного стабилизировался. Динамика рубля на валютном рынке будет сохраняться позитивной для долгового рынка, то есть рубль продолжит укрепляться. Мы даем достаточно осторожный прогноз укрепления рубля до 25.5 рублей за доллар к концу года, номинальное укрепление, которое мы прогнозируем, составит 4–5%.

В этом году, скорее всего, курс доллар-евро будет оставаться достаточно стабильным. Связано это с динамикой процентных ставок в Америке и Европе, сейчас уже нет такой большой разницы в процентных ставках, которая была раньше. Макроэкономические факторы свидетельствуют в пользу стабилизации валютного курса на международных рынках. Экономический рост в Америке и в Европе выравнивается.

В России же для укрепления рубля остаются фундаментальные причины. В прошлом году ЦБ РФ удалось снизить инфляцию до однозначной цифры: впервые с момента кризиса 1998 года инфляция составила 9%. Поэтому в целом в этом году нет острой необходимости сдерживать инфляцию монетарными способами. Кроме того, цена на нефть в текущем году несколько снизилась, и есть экономические причины того, что инфляция будет уже сама снижаться без таких активных действий ЦБ РФ. Мы считаем, что укрепление рубля будет продолжаться, но оно будет более умеренным в этом году. И если укрепление рубля продолжится, это будет позитивным фоном для рублевого рынка. Но низкие доходности, которые мы уже сейчас видим в первом эшелоне, будут сдерживать интерес иностранных игроков, которые, с одной стороны, будут видеть не столь значительное укрепление рубля, а с другой стороны — рублевая доходность бумаг уже не так велика, поэтому дальнейшее сильное снижение ставок на рынке вряд ли произойдет.

Сейчас мы наблюдаем на рынке тенденцию, когда все укорачивают дюрацию портфелей. Если в прошлом году популярностью пользовались длинные инструменты, то сейчас иностранцы отдают предпочтение двух-трехлетней дюрации. Я думаю, что это связано именно с тем, что никто не ждет дальнейшего серьезного сокращения доходности. Русские игроки из банковского сектора все больше смотрят на истории во втором эшелоне, а такие управляющие, как мы, смотрят на второй и третий эшелон.

Облигационным ПИФам в этом году будет чуть легче показать высокую доходность. Эйфория, которая была на долговом рынке год назад, например, вокруг потребительского сектора, прошла, и облигации, которые размещались под неоправданно низкую доходность в 10%, вернулись на свой справедливый уровень в районе 11–12%. Это не свидетельствует об ухудшении качества компаний в этом секторе, просто растущее предложение облигаций со стороны этого сектора позволяет управляющим выбирать, и спрос на эти бумаги уже не такой большой, каким он был, например, на «Пятерочку», когда она в первый раз размещала свои облигации. Доходности чуть подросли, и если сейчас купить эти облигации и держать их до погашения, они будут давать доход выше.

Какие инвестиционные идеи на долговом рынке вам представляются интересными?

Мы, как и в прошлом году, продолжаем «любить» финансовый сектор. Мне кажется, что в этом секторе сейчас будут активные покупки российских банков иностранными. Банковская розница продолжает расти, банки показывают очень хорошую динамику, и финансовые институты, ориентированные на ретейл, остаются хорошим объектом для инвестиций.

В потребительском секторе, который мы также «любили» в предыдущие несколько лет, сейчас нужно более осторожно подходить к анализу кредитного качества эмитентов. Основной фактор, который может негативно влиять на этот сектор – возросшая конкуренция. Многие компании, несмотря на агрессивную конкуренцию, продолжают активно развиваться. Есть риск, что они могут немного не рассчитать свои силы, поэтому здесь требуется более тщательный подход, но ряд компаний остается привлекательным.

Среди ретейлеров нам «нравятся» сравнительно мелкие компании, которые меньше подвержены росту конкуренции. Например, нам нравятся ретейлеры, работающие в формате «магазин у дома», которые не находятся в прямой конкуренции с супермаркетами. В «магазины у дома» люди будут ходить, потому что им это удобно.

Еще мы избирательно «любим» компании индустриального сектора, такие как ГАЗ, «Интегра», Стройтрансгаз. ГАЗ находится в процессе реструктуризации компании, увеличения выпуска более рентабельной продукции, такой как автобусы и легкий коммерческий автотранспорт. Нам также нравится компания «Интегра», которая занимается обслуживанием и строительством в нефтегазовом секторе. Эта компания неплохо строит свою кредитную историю, она хорошо работает с инвесторами, ориентирована на проведение IPO. В России достаточно долго не проводились инвестиции в освоение новых месторождений, а сейчас нефтяные компании больше инвестируют, и спрос на услуги бурильных и сервисных компаний вырос, поэтому у «Интегры» неплохие показатели роста. У компании очень профессиональный менеджмент: большинство руководителей сами вышли из нефтегазового сектора, часть команды пришла из ТНК.

В этом году многие компании сектора электроэнергетики будут размещать свои облигации. Как вы оцениваете перспективы этого сектора на долговом рынке?

Мы отрицательно относимся к этому сектору. В данный момент компании сектора пока находятся на начальной стадии выхода на долговые рынки, но отрасль нуждается в значительных инвестициях, серьезном перевооружении, у компаний будут очень сильно нарастать долги. Таким образом, их кредитные показатели будут скорее ухудшаться, чем улучшаться. Электроэнергетика очень интересна с точки зрения рынка акций, но на долговом рынке компании этого сектора выглядят не слишком привлекательно.

Как у вас происходит принятие решения об инвестировании?

У нас четыре человека занимаются облигациями, и есть более крупная группа, которая занимается акциями. Несмотря на то что каждый занимается своим фронтом работ, у нас много пересечений, мы совместно все обсуждаем. Сначала мы обсуждаем маркоэкономические факторы, которые будут влиять на принятие решений о дюрации портфеля, о распределении активов фонда между эшелонами.

У нас есть инвестиционный комитет, который принимает решение о распределении между классами активов, например, включать ли сейчас акции, какой стратегии придерживаться в облигациях, иметь ли кеш или быть полностью проинвестированными. В инвестиционный комитет входит руководство компании и все управляющие. Мы собираемся один раз в две недели, бывают и внеочередные собрания, если на рынке происходят важные события.

Далее управляющие обсуждают с аналитиками, какие секторы видятся наиболее привлекательными. Затем определяется вес секторов в портфеле. Внутри секторов аналитик и портфельный менеджер пытаются найти компании, которые будут представлять этот сектор в нашем портфеле.

Потом происходят индивидуальные встречи с компаниями. Мы обязательно встречаемся с компаниями не реже, чем раз в квартал, и один раз в полгода непременно общаемся с акционерами компаний. Активы под управлением позволяют нам быть уважаемыми на рынке, и именно поэтому мы имеем доступ к первым лицам. Знание планов акционеров, а также общение с менеджерами компании очень важно, так как небольшие компании, в которые мы инвестируем, в основном непубличные, у них нет международной отчетности, а полагаться только на голые цифры, которые они предоставляют, не вполне правильно. Знание эмитента буквально «от и до» — это то, в чем, наверное, состоит наше ноу-хау, в чем мы видим наше основное преимущество, то, чем должны заниматься портфельные управляющие.

С точки зрения структуры собственности вам какие компании больше нравятся?

В целом, наверное, у нас таких предпочтений нет. Для нас главное — понимать стратегию компании, знать, что хочет акционер делать с этой компанией, как видит ее дальнейшее развитие. Наличие крупных международных инвесторов в компании является плюсом, но все равно большинство компаний предпочитает сохранять контрольный пакет за собой, поэтому акционер и его команда — это те люди, с которыми нужно общаться, нужно понимать, что они будут делать.

Ориентируетесь ли вы на рейтинги при выборе инструментов для инвестирования?

Мы не ставим какие-то критерии по рейтингам, мы полагаемся на свою экспертизу.

Какую аналитику вы используете для оценки компаний?

Мы изучаем исследования аналитиков нашей управляющей компании, а также аналитические отчеты ведущих российских и зарубежных инвестиционных домов. Исследования международных домов важны для нас с точки зрения анализа макроэкономики и глобальных факторов, а российские дома дают хорошую аналитику по отраслям и по конкретным компаниям. Так как я бывший аналитик и знаю всю «кухню» выпуска репортов, мне важнее личные встречи с аналитиками и обсуждение с ними ситуации на рынке, нежели чтение их отчетов. Зачастую в процессе общения с аналитиком можно получить много дополнительной важной информации, которой нет в отчетах.

Вы можете назвать инвестиционные дома, аналитику которых вы особенно цените?

Мне скорее нравятся не конкретные инвестиционные дома, а определенные аналитики, в том числе наши аналитики — Павел Мамай, Петр Гришин, а также Александр Кудрин из ИК «Тройка Диалог». Раньше отличные отчеты по эмитентам облигаций готовил также Борис Гинсбург из УралСиба, но сейчас он занимается акциями. Мы с ними часто встречаемся и обмениваемся мнениями, взвешиваем их аргументы, сравниваем с нашим взглядом на рынок.

Не ожидаете ли вы дефолтов на рынке облигаций, особенно в третьем эшелоне?

В прошлом году на российском рынке уже был ряд мелких дефолтов, то есть рынок в общем и целом готов к этому. На мой взгляд, это нормальная ситуация, когда на рынке происходят дефолты. Эта ситуация полезна и компаниям, и инвесторам: когда будут происходить дефолты, рынок станет более дисциплинированным, компании и инвесторы будут тщательнее подходить к анализу существующих рисков. Дефолты скорее оздоровят рынок, чем приведут к глобальной катастрофе.

Сегодня некоторые компании уже торгуются значительно ниже номинала, т.к. рынок дисконтировал их бумаги из-за значительных рисков, которые появились в компаниях. Инвесторы стали меньше «любить» длинные облигации третьего эшелона, поскольку поняли, что на длинных облигациях можно сильно потерять, если вдруг в компании что-то идет не так хорошо, как она обещала рынку. Поэтому я не думаю, что дефолты сразу сильно затронут все компании, но они, конечно, приведут к росту доходности в определенных секторах. Так, в потребительском секторе уже произошел рост доходности. И если произойдут еще какие-то негативные события, рост доходностей продолжится, но это не означает, что интерес инвесторов к некоторым более надежным компаниям пройдет, он, наоборот, может повыситься.