

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ОЦЕНКИ УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЯМИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Равиль ЮСИПОВ

*Руководитель Информационно-аналитического отдела
ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП», кандидат экономических наук*

Существуют несколько методологических подходов в расчете доходности инвестиций, что вызывает затруднения у инвесторов в оценке результативности управляющих. Очень часто управляющие выбирают наиболее удобную методологию оценки доходности и благоприятный период времени, чтобы представить результаты учредителям доверительного управления, а последним становится очень затруднительно проводить сравнительную оценку доходностей между различными управляющими.

Глобальные стандарты оценки инвестиционной доходности (далее: ГСОИД, или по англ. GIPS – Global Investment Performance Standards) устанавливают единообразные стандарты расчета инвестиционной доходности, что позволяет инвестору легко сравнить результативность инвестиций между управляющими, а также с общепринятыми рыночными показателями (например, индекс акций РТС или облигационные индексы C-Bonds). ГСОИД допускают определенную гибкость в методологии расчета доходности, но содержат императивную норму по использованию концепции взвешенной по времени ставки доходности для всех ак-

тивов. ГСОИД рекомендуют расчет взвешенной по времени доходности, потому что именно эта методология позволяет убрать влияние движения денежных потоков, инициируемое клиентами.

Отечественное законодательство частично регулирует методологию расчета доходности по некоторым инвестиционным портфелям (например, пенсионные накопления), которая отличается от правил ГСОИД. В данном случае правила ГСОИД требуют придерживаться регулятивных требований, но раскрывать информацию о том, что доходность была рассчитана в соответствии с другим алгоритмом. В Российской Федерации правила ГСОИД популяризируются инициативной группой, которая включает ведущие управляющие компании во главе с Национальным рейтинговым агентством. Правила ГСОИД содержат принципы оценки портфеля и расчета доходности.

Основными принципами оценки портфеля являются: 1) оценка портфеля основывается на средневзвешенных рыночных ценах с ММВБ или РТС; 2) минимальным периодом оценки является 1 месяц или на дату ввода/вывода крупных сумм; 3) для инструментов

с процентным доходом оценка должна включать НКД, а для акций дивиденды.

Основными принципами расчета доходности являются: 1) доходность должна рассчитываться после вычета возникших издержек по совершению сделок; 2) доходность должна быть взвешена по времени, а сама методология не должна быть дезориентирующей и единообразна для всех портфелей; 3) необходимо учитывать внешние вводы и выводы активов из инвестиционного портфеля; 4) оценка доходности проводится ежемесячно или на дату внешнего ввода/вывода денежных средств; 5) внешний ввод/вывод активов это то движение денежных средств или ценных бумаг, которое инициируется клиентом с целью уменьшения или увеличения инвестиционного портфеля и ведет к нарушению инвестиционной стратегии.

При оценке портфеля особое внимание нужно уделить оценке бумаг с отсроченной поставкой, когда сделка совершается в отчетном периоде, а поставка ценных бумаг осуществляется после наступления отчетной даты. В этом случае учет необходимо вести по дате совершения сделки, что гарантирует отсутствие значительного отста-

Таблица 1.

Максимальные ограничения по классам активов								
Стратегия	1	2	3	4	5	6	7	8
Классы активы, в %								
Акции 2 группа	50	100	0	0	0	100	50	30
Акции 1 группа	100	505	0	0	0	100		
Облигации 3 группа	0	0	100	0	0	100	100	100
Облигации 2 группа	0	0	100	0	100	100	100	100
Облигации 1 группа	0	0	100	100	100	100	100	100
Структура соответствующих ИМС								
Бэнчмарк	1	2	3	4	5	6	7	8
Классы активов, в %								
PTC-2	0	100	0	0	0	0	0	0
PTC	100	0	0	0	0	50	30	20
C-Bonds корпоративный CCC и ниже	0	0	50	0	0	0	0	0
C-Bonds муниципальный CCC и ниже	0	0	50	0	0	0	0	0
C-Bonds корпоративный B -BB	0	0	0	0	20	25	35	40
C-Bonds муниципальный B-BB	0	0	0	0	20	25	35	40
C-Bonds корпоративный BBB и выше	0	0	0	33	20	0	0	0
C-Bonds муниципальный BBB и выше	0	0	0	33	20	0	0	0
C-Bonds государственные облигации	0	0	0	34	20	0	0	0
Итого	100	100	100	100	100	100	100	100
Источник: ГСОИД								

вания между датами проведения сделки и отражения сделки в результативности портфеля.

В случае наличия под управлением большого количества инвестиционных портфелей правила ГСОИД рекомендуют группировать эти портфели по отдельным композитам (пулам). Композит – группа портфелей с похожими инвестиционными декларациями/стратегиями. Портфели не должны переводиться из одного композита в другой, за исключением случаев, когда перевод обусловлен документально подтвержденными изменениями в инвестиционной декларации. Портфель, прекративший свое существование, должен оставаться в составе композита до окончания последнего полного периода, в течение которого портфель находился под управлением.

Каждый композит должен быть отнесен к той или иной инвестиционной стратегии, для которой выбирается соответствующий индекс модельной стратегии (далее: ИМС). Для выбора ИМС необходимо провести анализ структуры типового инвестиционного портфеля и разделить активы на: 1) акции; 2) облигации; 3) прочее. Акции делятся на две группы: 1 группа – акции из котировального листа А1 на ММВБ или РТС, 2 группа – все остальные акции. Облигации делятся по эмитентам на корпоративные, региональные и государственные. Корпоративные и региональные облигации необходимо разделить на три класса согласно их международному кредитному рейтингу: 1 класс от AAA до BBB; 2 класс – от BB до B; 3 класс – CCC и ниже. Принято использовать кредитный рейтинг от международных рейтинговых агентств: S&P, Moody's и Fitch. К прочим инструментам относятся любые другие финансовые инструменты в рамках инвестиционной

декларации. Правила ГСОИД определяют 8 ИМС, а при расчете ИМС используются индексы РТС и C-Bonds. Для акций используются РТС рублевый – котировальный лист А1, РТС-2 – все остальные акции. Для облигаций согласно их делению принято использовать 7 индексов C-Bonds. Для прочих инструментов необходимо использовать ставку инфляции.

В настоящий момент только несколько управляющих компаний ввели или вводят стандарты ГСОИД. При управлении пенсионными резервами негосудар-

ственных пенсионных фондов аналитическим отделом ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП» выделяется композит, который можно назвать «типовая стратегия доверительного управления пенсионными резервами» (далее: типовая стратегия ДУ ПР). Оценка портфелей производится в соответствии с базовыми требованиями ГСОИД, а при расчете доходности используется концепция взвешенной по времени доходности с учетом внешних вводов и выводов. Расчет доходности портфелей производится ежедневно в годовых

Рис. 1
Динамика ИМС № 7 и № 8 в абсолютных процентах за период с 01.01.2007 г. по 01.06.2007 г. Источник: РТС, ИА C-Bonds

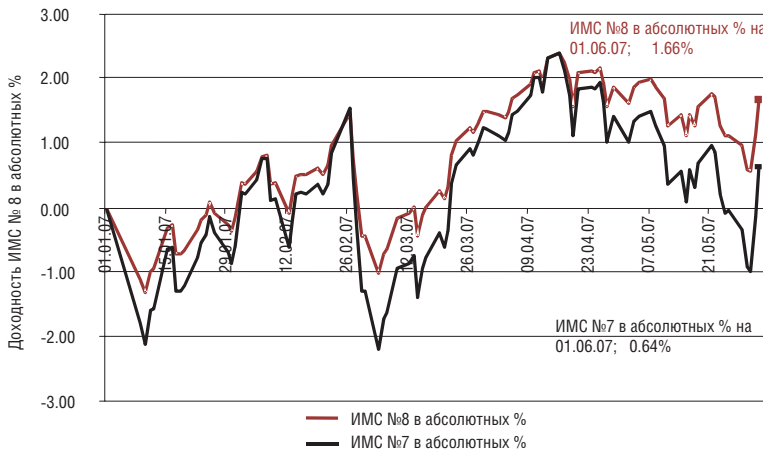
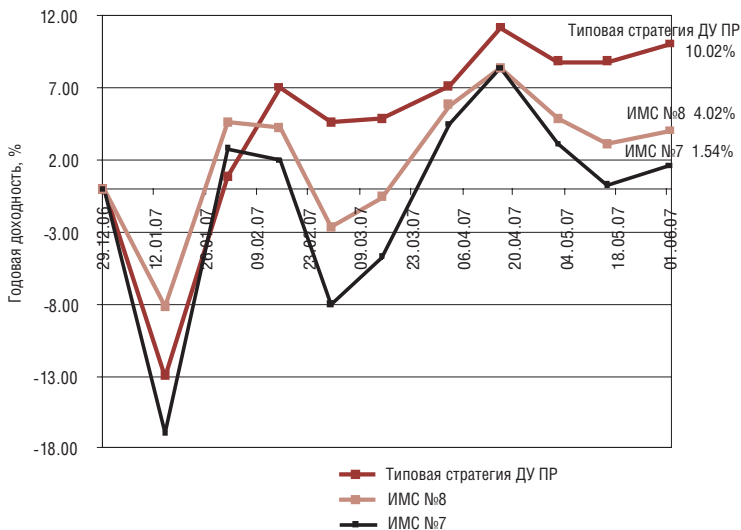


Рис. 2
Сглаженная динамика годовой доходности по типовой стратегии ДУ ПР, ИМС № 7 и № 8 за период с 01.01.2007 г. по 01.06.2007 г. Источник: ТФГ, РТС, ИА C-Bonds



процентах, что помогает осуществлять оперативный риск-менеджмент и определять уровень допустимых потерь с целью выполнения условий договора доверительного управления.

Инвестиционные декларации типовой стратегии ДУ ПР

соответствуют структуре активов ИМС № 8 (табл. 1). Другой наиболее подходящей стратегией для управления пенсионными резервами является ИМС № 7, которая соответствует Постановлению Правительства РФ № 63 и может применяться НПФами при заключении дого-

воров ДУ с управляющими компаниями. С целью более объективного понимания рассмотрим пример с ИМС № 7 и № 8. Для расчета ИМС использовались индексы РТС рублевый, а также облигационные индексы Rux-Cbonds (корпоративный) и C-Bonds-Muni (региональный). Динамика ИМС представлена в абсолютных процентах на рис. 1. Анализируемый период — с 01.01.2007 г. по 01.06.2007 г.

За период с 01.01.2007 г. по 01.06.2007 г. ИМС № 8 показал абсолютную доходность на уровне 1,66% (4,02% в годовых), а ИМС № 7 — 0,64% (1,54% годовых). На 01.06.07 г. по типовой стратегии ДУ ПР была достигнута среднегодовая доходность на уровне 10,02%. На рис. 2 представлена сглаженная динамика годовой доходности ИМС № 8 и типовой стратегии ДУ ПР под управлением ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП» на середину и начало каждого месяца в отчетном периоде.

Как видно из графика, в подавляющем количестве времени кривая доходности типовой стратегии ДУ ПР была выше кривой доходности модельной стратегии и имела более плавную кривую, что говорит о меньшей волатильности результатов. На фоне сильных коррекций на рынке акций в марте и мае 2007 г. доходность типовой стратегии ДУ ПР была выше ИМС и безрисковой доходности, что наглядно говорит о высоком качестве стратегии управления за счет более предпочтительного соотношения доходность/риск.

Представленный метод оценки качества работы управляющих позволяет наглядно оценить эффективность их действий в периоды высокой волатильности рынка, а также сравнивать единообразные результаты.