



Эффективность инвестиций в крупнейших открытых ПИФах

■ Введение



Толстоусов Андрей
Управляющий активами
a.tolstousov@grandiscapital.ru

В мире придумано множество способов оценки качества работы управляющих инвестиционными фондами. Однако в большинстве случаев инвесторы оценивают лишь итоговую прибыль. При этом регуляторы неустанно следят, чтобы управляющие уведомляли инвесторов о том, что высокая доходность фонда в прошлом не гарантирует положительную доходность в будущем. Безусловно, основная причина этого – непредсказуемость фондового рынка как такового. Это основной риск, который, однако, может быть частично снижен (или иногда повышен) за счёт «искусства управления».

Мы попытались оценить «искусство управления», добавив к оценке прибыли ещё одну составляющую, которая почти всегда игнорируется, но без которой не может существовать ни один инвестиционный фонд. Речь, конечно же, идёт о временных убытках, или «просадке». Дело в том, что управляющие не могут постоянно получать прибыль. Всегда есть период, когда фонд несёт убытки по сравнению с предыдущим периодом (предыдущим годом, кварталом или месяцем). Именно глубина этого убытка (просадка) характеризует эффективность работы управляющих. С нашей точки зрения, если управляющие много зарабатывают без сильных просадок, то пайщики могут не волноваться за судьбу своих инвестиций долгие годы. С другой стороны, случается, что фонд показывает высокую доходность, но при этом в неблагоприятный период и убытки у него самые большие. Тогда пайщикам стоит присмотреться к стратегии такого фонда и, возможно, поискать альтернативную управляющую компанию.

Мы задались целью найти наиболее эффективные фонды среди самых крупных «брендовых» открытых фондов акций, СЧА которых в 2008 году превышало 1 млрд.руб. Мы хотим выявить управляющих, которые способны стабильно приносить пайщикам прибыль при минимальных временных убытках. Именно это и является главной задачей нашего ежеквартального исследования.

Автор рейтинга подходил к анализу абсолютно беспристрастно и ни в коем случае не преследовал цели «навести тень» на своих коллег по ремеслу. Все комментарии к рейтингу являются мнением Автора, которое основано только на вышеизложенных расчетах. Инвестиционная Компания «Грандис Капитал» не имеет лицензии на управление ПИФами и предоставляет исключительно услуги индивидуального доверительного управления.

Рейтинг эффективности инвестиций ПИФов по итогам II квартала 2010 года

| Управляющая компания и паевой фонд | Рейтинг Эффективность инвестиций* | Максимальный ожидаемый убыток за квартал (VaR) | Максимальная просадка за квартал | Максимально достигнутый доход | Итоговый квартальный доход |
|---|-----------------------------------|--|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| УК Максвелл Эссет М. «Максвелл Капитал» | -2.663 | -9.54% | -14.98% | 8.83% | -9.65% |
| УК Уралсиб «Лукойл Фонд Первый» | -2.922 | -10.06% | -14.53% | 6.62% | -9.80% |
| Индекс ММВБ <i>Бенчмарк</i> | -3.505 | -9.90% | -17.43% | 5.57% | -9.71% |
| УК Deutsche UFG «Петр Столыпин» | -3.684 | -8.49% | -15.80% | 6.32% | -11.51% |
| УК Атон Менеджмент «Атон Фонд Акции» | -3.743 | -9.01% | -14.90% | 4.94% | -10.33% |
| УК Альфа-Капитал «Альфа-Капитал Акции» | -3.985 | -8.42% | -16.16% | 5.67% | -11.71% |
| УК Ренессанс У.И. «Ренессанс Акции» | -4.013 | -8.21% | -15.71% | 6.13% | -12.88% |
| УК Тройка-Диалог «Добрыня Никитич» | -4.156 | -9.00% | -16.88% | 4.85% | -11.07% |
| УК Райффайзен Кап. «Райффайзен Акции» | -4.226 | -8.64% | -17.54% | 6.25% | -13.71% |
| УК Банка Москвы «Красная Площадь» | -4.435 | -9.91% | -18.60% | 5.29% | -13.52% |

* методика описана в конце статьи (стр.5)

Согласно нашим расчетам во II квартале 2010 года только двум управляющим удалось проявить свою эффективность, да и то лишь относительно Индекса ММВБ – абсолютная же доходность у всех оказалась негативной. Как ни странно, лучшими во II квартале стали аутсайдеры итогового рейтинга (см. следующую страницу) – УК Уралсиб и УК Максвелл Капитал. Объяснить данный феномен можно тем, что эти управляющие вовремя почувствовали начало сильной коррекции и заменили наиболее рискованные активы. Другие не сделали этого, и в результате их доходность оказалась значительно хуже Индекса ММВБ, причём просадка также оказалась очень глубокой. Такими управляющими оказались УК Банка Москвы и УК Райффайзен Капитал, показавшими примерно одинаковую отрицательную доходность (-13.52% и -13.71% соответственно). Судя по квартальной отчётности, управляющие УК Банка Москвы сделали акцент на телекомы и «второй эшелон», а управляющие УК Райффайзен Капитал – на акции металлургических и угольных компаний, которые сильно упали во время коррекции. Остальные же управляющие придерживались индексных стратегий, что с учётом их высокой комиссии за управление (от 0.8% в квартал) и обусловило отставание от Индекса ММВБ на 1-2% в квартал.

Кстати, успех УК Уралсиб уже не выглядит неожиданностью – в прошлом обозрении (за I квартал 2010 года) управляющие Уралсиба также заняли второе место и по квартальной эффективности и по доходности – а это уже показатель стабильности. Мы уверены, что в последние три квартала произошла смена старой инвестиционной стратегии, которая отличалась пассивностью и в тоже время относительно более высокими рисками (из-за высокой концентрацией вложений).

■ Эффективность ПИФов в динамике

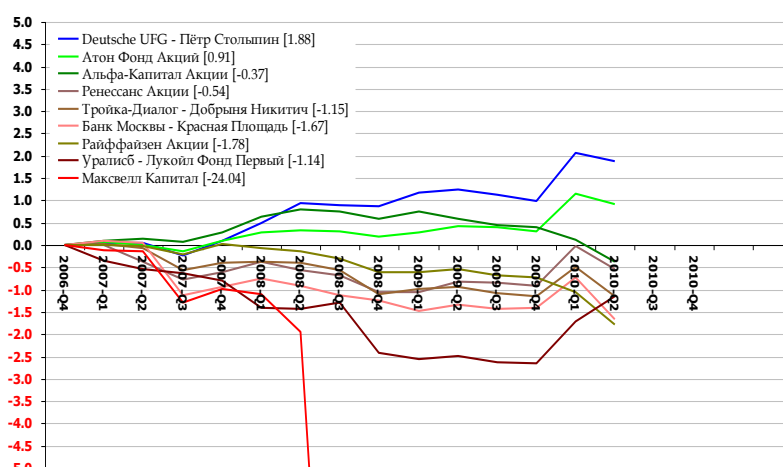
Квартальные показатели эффективности показывают, насколько эффективно работали управляющие ПИФа в течение одного квартала. Однако этот рейтинг волатилен, и порой лидеры одного квартала оказываются аутсайдерами в следующем. В тоже время очевидно, что с точки зрения долгосрочного инвестора, по-настоящему успешный фонд *должен быть всегда эффективнее бенчмарка* – в нашем случае Индекса ММВБ. Для того чтобы выяснить какой фонд эффективнее на долгосрочном интервале мы ввели исторический рейтинг, который представляет собой накопительный итог квартальных рейтингов эффективности относительно эффективности Индекса ММВБ. Такой рейтинг вычисляется по формуле:

$$R_i = R_{i-1} + (K_i - K_{\text{ММВБ}}),$$

где $R_0=0$ (на конец IV квартала 2006 года), R_{i-1} – итоговый рейтинг эффективности за предыдущий i -му квартал; K_i – рейтинг эффективности фонда за i -й квартал; $K_{\text{ММВБ}}$ – рейтинг Индекса ММВБ за i -й квартал. Очевидно, что если исторический рейтинг R_i будет выше 0, то эффективность фонда будет выше, чем у Индекса ММВБ. Рейтинг ниже нуля говорит о низкой эффективности управляющих инвестиционного фонда. Устойчивая повышательная динамика исторического рейтинга говорит о росте эффективности управляющих, и наоборот.

Исторический рейтинг «эффективности инвестиций»

Согласно нашим расчетам во II квартале 2010 года 7 из 9 управляющих проявили себя неэффективно – большинство не только проиграло Индексу ММВБ в доходности, но и допустило более глубокую просадку, чем прогнозировал VaR. Относительно удачным II квартал оказался только для управляющих УК Уралсиб, которые смогли улучшить свою позицию в итоговом рейтинге сразу на две ступени, переместившись с 8 на 6 место. И это



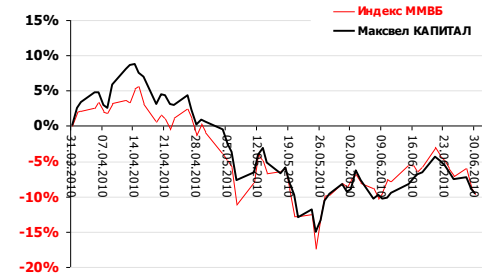
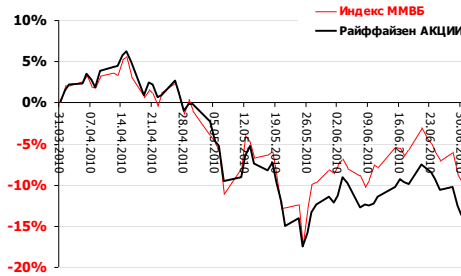
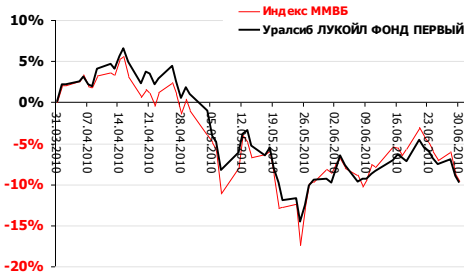
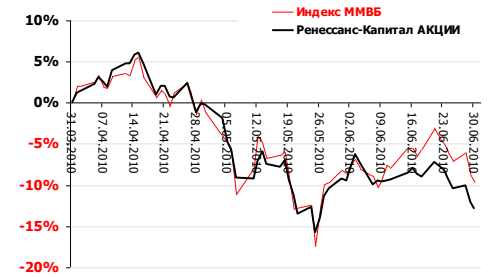
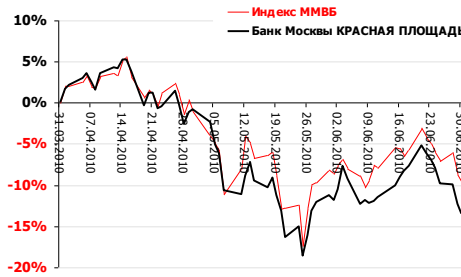
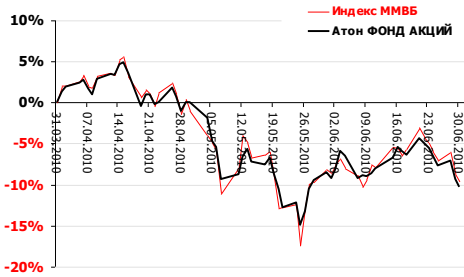
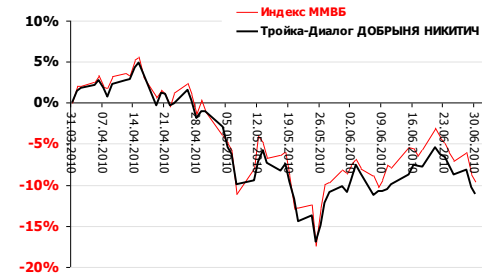
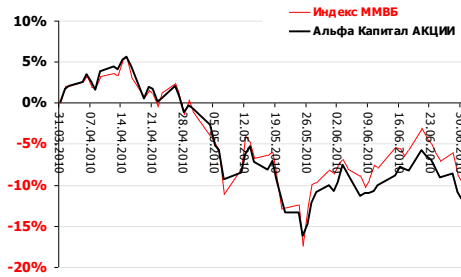
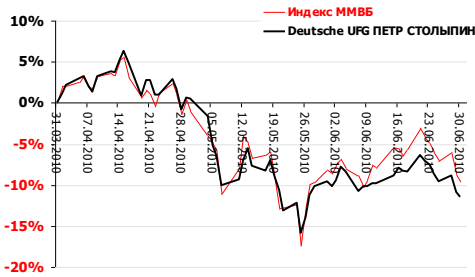
уже не случайность – на протяжении последних трёх кварталов управляющие УК Уралсиб демонстрируют улучшение эффективности инвестиций. Неожиданностью стало то, что УК Банка Москвы и УК Райффайзен Капитал довольно глубоко зашли в зону неэффективности – виной всему стали неудачные инвестиции II квартала.

Свои лидерские позиции всё также сохраняют (с большим отрывом) УК Deutsche UFG и УК Атон-менеджмент. При этом стоит отметить, что управляющие Deutsche UFG исповедуют собственную инвестиционную стратегию, а управляющие Атон-менеджмент – классическую индексную.

К сожалению, УК Альфа-Капитал не удалось удержать своих позиций – по итогам II квартала её итоговый рейтинг впервые опустился ниже нулевой отметки (т.е. эффективность хуже, чем у Индекса ММВБ). Виной всему более глубокая максимальная просадка фонда «Альфа Капитал Акции» (-16.16%) при прочих равных, чем у ПИФа «Пётр Столыпин» (-15.80%) под управлением Deutsche UFG. Однако, скорее

всего, это временная ситуация, т.к. «просадка» управляющих в рейтинге составляет пока символические 0.37 пункта.

Динамика стоимости пая и Индекса ММВБ



■ Методика

Общеизвестно, что большую прибыль нельзя получить без риска. Рейтинг «Эффективность инвестиций» – это оценка способности портфельных управляющих получать наибольшую квартальную прибыль при наименьших допустимых убытках. Формула расчёта выглядит следующим образом:

$$K = K_1 - K_2 = \frac{\text{Квартальный доход}}{\text{Максимальный доход}} - \frac{\text{Максимальный убыток}}{\text{Ожидаемый убыток}}$$

где:

Квартальный доход = $p_n / p_0 - 1$, где p_n – стоимость пая на конец квартала; p_0 – стоимость пая на начало квартала

Максимальный доход = $p_{max} / p_0 - 1$, где p_{max} – максимальная стоимость пая за квартал

Максимальный убыток = $p_{min} / p_0 - 1$, где p_{min} – минимальная стоимость пая за квартал

Ожидаемый убыток = $VaR(95\%;20дн)$ – максимальный убыток в течение следующих 20 дней с вероятностью 95%

$VaR(95\%;20дн) \approx -\text{Волатильность} * 1.65 * \sqrt{20}/100 = -0.07379 * \text{Волатильность}$,

где *Волатильность* – это среднее квадратичное отклонение, вычисленное по данным за предыдущий квартал.

Коэффициент K_1 показывает, сколько процентов от максимальной прибыли управляющие смогли сохранить пайщикам до конца квартала. Чем больше K_1 , тем эффективнее управляющие могут сохранять прибыль.

Коэффициент K_2 показывает, сколько процентов ожидаемого убытка реализовалось в течение квартала. Чем меньше K_2 , тем эффективнее управляющие контролировали риск убытков. Стоит отметить, что поскольку стратегии в ПИФах существенно отличаются, то и сравнивать их максимальный убыток (просадку) в течение квартала необходимо с поправкой на присущую каждой стратегии волатильность – VaR .

ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07
www.grandiscapital.ru, info@grandiscapital.ru

Департамент финансовых рынков

Михаил Козаков
Директор Департамента
M.Kozakov@grandiscapital.ru

Отдел продаж

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
Начальник отдела
A.Makarov@grandiscapital.ru

Дмитрий Шацкий
Главный специалист отдела продаж
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

Константин Лынов
Ведущий специалист отдела продаж
K.Lynov@grandiscapital.ru

Денис Вахрушев
Ведущий специалист отдела продаж
D.Vachrushev@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов
Управляющий активами
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Тимур Хайруллин, CFA
Заместитель начальника отдела
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Ирина Прокопьева
Аналитик
I.Prokopeva@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенов
Начальник отдела
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
m.kan@grandiscapital.ru

| |
|--|
| Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008 |
| Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008 |
| Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008 |
| Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008 |
| Лицензия биржевого посредника, совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле Номер: 1249 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 04.09.2008 |

© 2010 Грандис Капитал. Все права защищены.

Предупреждение о риске возникновения убытков. Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и депозитные инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржи).

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК «Грандис Капитал» считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Грандис Капитал» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.