

МЕТОДЫ И ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ СРЕДСТВА ОЦЕНКИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ПОРТФЕЛЬНОГО ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ

С.В. Бунина,

аспирант кафедры «Бизнес-аналитика»

Государственного университета – Высшей школы экономики,

e-mail: Sv-Bunina@yandex.ru.

Адрес: г. Москва, ул. Кирпичная, 33/5.

В статье рассматриваются вопросы оценки результативности портфельного доверительного управления с применением Глобальных стандартов результативности инвестирования (GIPS). Систематизированы основные проблемы, препятствующие практическому применению стандартов GIPS в российских условиях. В качестве решения предлагается информационно-аналитическая система, позволяющая организовать сбор, хранение, аналитическую обработку и представление информации, характеризующей результативность портфельного доверительного управления.

Ключевые слова: доверительное управление, портфельное управление, оценка результативности, информационно-аналитическая система.

Введение

С проблемами принятия решений в области управления финансовыми ресурсами сталкиваются большинство корпоративных и частных инвесторов. В России в настоящее время существует довольно много возможностей инвестирования свободных средств: банковские вклады, VIP-услуги кредитных организаций (private banking), продукты доверительного управления управляющих и инвестиционных компаний, по-

купка валюты или самостоятельное инвестирование на фондовых рынках.

Инвестиционные продукты и услуги кредитных организаций и управляющих инвестиционных компаний, ориентированные на мелких розничных клиентов, прозрачны для анализа и сравнения, поскольку доходность по ним либо гарантируется (депозиты), либо раскрывается за прошлые периоды (паевые инвестиционные фонды). Это дает возможность сравнить результативность работы финансо-

вых организаций. Однако, с точки зрения крупных корпоративных и частных инвесторов, эти инвестиционные продукты менее привлекательны по сравнению с услугами индивидуального доверительного управления. Обычно в услугах индивидуального доверительного управления существует порог инвестирования (например, от 1 млн. руб.), который формирует сегмент покупателя. Интересны эти услуги тем, что размер вознаграждения доверительного управляющего напрямую зависит от размера дохода, полученного по инвестиционному портфелю¹. Клиент, таким образом, платит за услуги пропорционально полученной прибыли, что формирует у управляющего заинтересованность в получении наибольшей прибыли для клиента. Существенным недостатком таких инструментов инвестирования для клиента является то, что доходность по портфелям в доверительном управлении в подавляющем большинстве случаев не гарантируется и не раскрывается за прошлые периоды.

В результате потенциальный крупный инвестор, намеренный воспользоваться услугами индивидуального доверительного управления, не располагает важной информацией о доходности таких услуг, необходимой при принятии решения о выборе доверительного управляющего.

Проблемы оценки результативности доверительного управления

Доходность услуг индивидуального доверительного управления, предлагаемых корпоративным и частным инвесторам российскими финансовыми организациями, в настоящее время не раскрывается по нескольким причинам. Во-первых, со стороны регуляторов доверительного управления на финансовых рынках и других законодательных органов не предъявляется требований к обязательному раскрытию информации о доходности портфелей ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении. Во-вторых, регулирующие органы не дают четких инструкций в части оценки результативности управления ценными бумагами в рамках услуг доверительного управления. Общеизвестные в деловом сообществе международные

стандарты оценки и раскрытия результативности инвестиций на уровне стратегий², известные как GIPS (Global Investment Performance Standards – Глобальные Стандарты Результативности Инвестирования) [13], пока не получили на российском рынке широкого распространения. Одной из причин недостаточного применения стандартов GIPS в России является сложность их практической реализации: для соответствия стандартам необходимо перестраивать многие бизнес-процессы компании³, а также использовать специализированное программное обеспечение для сбора исходной информации и расчета требуемых показателей (функциональность электронных таблиц для этой задачи явно недостаточна).

В результате даже в тех случаях, когда управляющие в рекламных целях раскрывают информацию о доходности портфелей и стратегий инвестирования, нет гарантий того, что эти показатели достоверны и сравнимы, поскольку разные компании могут использовать различные подходы к оценке доходности.

Методы оценки доходности портфельного доверительного управления

Рассмотрим подробнее понятия результативности, эффективности и доходности инвестирования, а также существующие методы их оценки.

Стандартами ИСО 9000:2000 результативность определяется как степень реализации запланированной деятельности и достижения запланированных результатов [12]. В соответствии со стандартом ИСО 9000:2000 под эффективностью понимается соотношение достигнутых результатов и использованных ресурсов. Это практически соответствует определению, которое дает Современный экономический словарь: «эффективность – относительный эффект, результативность процесса, операции, проекта, определяемые как отношение эффекта, результата к затратам, расходам, обусловившим, обеспечившим его получение» [9].

Таким образом, применяя приведенные выше определения к процессу инвестирования, эф-

¹ Под портфелем понимаются активы клиента доверительного управления, переданные в рамках одного договора доверительного управления или договора оказания консультационных услуг.

² Инвестиционная стратегия представляет собой составляющую инвестиционного продукта, определяющую соотношение риска и ожидаемой доходности инвестиционных портфелей.

³ Здесь и далее под термином «компания» подразумевается любая финансовая организация, которая предоставляет услуги доверительного управления за вознаграждение или комиссию (управляющие/инвестиционные компании, банки, брокерские дома и т.д.).

эффект — это доход, а относительный эффект процесса или отношение эффекта к затратам — это доходность. Термин «результативность» (в соответствии со стандартом ИСО 9000:2000) — более емкое понятие, поскольку оно предполагает не просто измерение эффекта или его соотношения с затратами, но и наличие цели (запланированного результата), а также измерение степени ее достижения. Таким образом, результативность инвестиций будет означать степень достижения запланированной доходности инвестиций. В качестве запланированной доходности может выступать, например, ожидаемая клиентом доходность или эталонная доходность выбранной инвестиционной стратегии — рыночный бенчмарк⁴. Институт CFA (международная организация — разработчик методики GIPS [13]) рассматривает понятие «результативность» (performance) как комбинацию понятий риска и доходности.

Институт CFA также акцентирует внимание на том, что измерение риска крайне полезно при оценивании профессиональных компетенций управляющих активами. Учитывая то, что англоязычный термин «performance» может переводиться на русский язык как «результативность» или «эффективность», для целей оценки доверительного управления будем считать эти понятия синонимами. Таким образом, базовым показателем для всех дальнейших расчетов и оценок является доходность портфельного доверительного управления, а под терминами «эффективность» и «результативность» в дальнейшем будет подразумеваться комплексное понятие качества доверительного управления, включающее сравнительную оценку доходностей и рисков.

Понятие доходности также нуждается в подробном рассмотрении, поскольку подходы к ее вычислению могут различаться. Доходность, или доля прироста капитала по отношению к первоначальным инвестициям, по классической формуле вычисляется как $(B-A)/A-1$, где A — начальный капитал, а B — текущий. Однако для расчета доходности портфеля доверительного управления приведенная формула в чистом виде не может быть применена, в связи с особенностями самих услуг доверительного управления. Эти

услуги характеризуются возможностями ввода/вывода части инвестиций клиентом на протяжении периода инвестирования [6], а также необходимостью целого ряда выплат из средств портфеля: вознаграждений управляющему и депозитарию, компенсации издержек по совершению сделок, подоходных налогов. Операции ввода/вывода инвестиций со стороны клиента, так же как и уплата подоходных налогов с прибыли, полученной в результате инвестирования, будут необоснованно завышать или занижать доходность портфеля, если их не учитывать в формуле расчета доходности. Если в формуле не учитывать суммы вознаграждений управляющего и депозитария, то с одной стороны, это даст объективную оценку доходности, которую получил клиент в результате инвестирования до уплаты налогов, с другой стороны — будет иметь место необъективное отражение эффективности инвестиций портфельного управляющего на фондовом рынке, «загрязненное» отчислениями, размер которых может устанавливаться индивидуально для конкретного клиента, портфеля, стратегии или управляющей компании.

Что касается стандартов GIPS, то они основаны на подходе к вычислению доходности, очищенной от вводов/выводов средств и выплаты вознаграждений. Суть подхода сводится к тому, что портфели со сходными стратегиями инвестирования объединяются в композиты. Композит представляет собой объединение дискреционных⁵ портфелей, имеющих близкое соотношение риска и ожидаемой доходности и схожие цели инвестирования, в группу, которая отражает отдельную стратегию. Затем на основе доходности каждого из отдельных портфелей рассчитывается общая доходность композита, взвешанная по объему активов портфелей. Таким образом, именно композит является основной единицей, для которой производится оценка эффективности управления инвестиционными портфелями. Заметим, что подход GIPS не противоречит единой для всех учредителей управления методике расчета доходности управления ценными бумагами, разработанной Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) [3].

⁴ Рыночный бенчмарк (далее бенчмарк) — индекс или другой рыночный показатель, например процентная ставка по банковским депозитам, с которым сравниваются результаты управления портфелями, относящиеся к данной стратегии.

⁵ Дискреционность — это возможность компании выполнить одну из действующих инвестиционных стратегий при управлении портфелем.

Принимая во внимание отсутствие в российских компаниях устоявшейся практики оценки доходности, а также имеющийся международный опыт, можно сделать вывод, что именно стандарты GIPS следует считать наиболее подробным и объективным руководством для оценки эффективности доверительного управления. В то же время следует отметить, что директивы, приведенные в документах GIPS, содержат лишь общие описания, и поэтому их необходимо конкретизировать и дополнить с целью получения методики оценки результативности портфельного доверительного управления для использования в российских компаниях.

Сложности практического применения стандартов GIPS

Стандарты GIPS предъявляют требования не только к методам оценки доходности, но и к внутренним процессам, документации и отчетности, призванным в совокупности обеспечить объективность и сопоставимость результатов доверительного управления.

Первая и основная сложность при внедрении стандартов – обеспечение правильного и своевременного расчета доходности и других параметров результативности управления. Эта сложность вызвана тем, что стандарты GIPS предъявляют весьма жесткие требования к методам расчета.

Прежде всего, компании должны использовать взвешенные по времени ставки доходности с поправкой на внешние денежные потоки. Это означает, что период, за который рассчитывается доходность, необходимо делить на субпериоды по датам ввода/вывода средств. Для каждого из таких субпериодов рассчитывать доходность следует отдельно, с поправкой на суммы ввода/вывода (позже будет показано, что доходность необходимо рассчитывать ежедневно). Доходность за период в целом складывается из величин доходности по субпериодам с учетом взвешивания по времени.

Результаты расчетов должны быть представлены до вычета вознаграждений управляющему и депозитарию-попечителю и до уплаты налогов, но после вычета всех издержек по совершению сделок портфельного управления (гросс-доходности). Это означает, что суммы вознаграждений и налогов, учитываемые отдельно от других выплат из портфеля, в момент списания необходимо учитывать

не как уменьшение денежных средств в портфеле, а как внешние денежные потоки. В связи с тем, что выплата вознаграждения управляющего и депозитария в управляющих компаниях обычно производится на основе начисления на ежедневной основе и списания один раз в год, ежедневно начисляемые суммы нужно учитывать в формуле доходности как внешние денежные потоки.

Что касается доходности композита, то она должна рассчитываться путем взвешивания (по объему активов) величин доходности по каждому портфелю, с использованием оценок на начало каждого периода или методов, отражающих как оценку на начало периодов, так и внешние денежные потоки. Более предпочтительный и более сложный в реализации метод взвешивания по активам с учетом внешних денежных потоков существенно усложняет расчеты.

Вместе с доходностью композита необходимо показывать дисперсию доходности портфелей, находящихся в композите в течение всего периода, взвешенную по объему активов. Для дополнительной оценки риска инвестирования необходимо рассчитывать как отношение взвешенной по активам дисперсии доходности портфелей к дисперсии доходности композита за весь период оценки, так и дисперсию ежедневной доходности каждого портфеля в сравнении с доходностью композита и доходностью бенчмарка за каждый день оцениваемого периода.

В результате организовать расчет доходности, удовлетворяющий перечисленным требованиям на основе ручной обработки данных или при помощи электронных таблиц практически невозможно. Как показывает практика, выгрузка данных, их подготовка к расчетам и сами расчеты только для одного портфеля занимают практически полный рабочий день. Автоматизировать процесс расчета возможно, применяя информационные системы с возможностями подключения к разнообразным источникам данных и функциями статистической обработки информации.

Информационно-аналитическая система оценки результативности портфельного доверительного управления

В качестве решения описанной проблемы предлагается информационно-аналитическая система оценки результативности портфельного довери-

тельного управления. Описанные выше глобальные стандарты результативности инвестирования положены в основу математической и бизнес-логики расчета показателей. Система автоматизирует загрузку необходимых данных, расчеты показателей эффективности и выдачу результатов заинтересованным лицам. Архитектура информационной системы построена с использованием технологий хранилищ данных и аналитических систем отчетности (рис. 1).

Рассмотрим подробнее основные модули информационной системы.

Модуль хранилища данных содержит следующие блоки:

1. Область сохранения сырых данных (staging area): позволяет сохранять данные, поступающие из внешних источников в их первоначальном виде, т.е. в виде, в котором они поступают на загрузку в систему.

2. Блок преобразования загруженных данных и заполнения промежуточных таблиц хранилища. Этот блок выполняет, в том числе, функции очистки данных и приведения их в нужные форматы, а также функции объединения справочников.

3. Блок формирования витрины данных с рассчитанными показателями эффективности портфелей и бенчмарков по состоянию на каждый день.

4. Блок формирования виртуальных таблиц (представлений), содержащих механизм расчета показателей эффективности портфелей и композитов за любой период, в момент обращения к ним.

В таблице 1 приведены показатели, вычисляемые в системе и раскрываемые в преднастроенных отчетах, либо доступные в модуле гибкого анализа. Ячейки таблицы, выделенные темным фоном, соответствуют показателям, которые раскрываются внешним потребителям с целью предоставления объективной информации об эффективности доверительных управляющих и компании в целом. Остальные метрики, рассчитываемые в системе, необходимы для внутреннего пользования сотрудниками компании, и, возможно, информирования существующих клиентов о результативности управления их портфелями.

Таблица 1.

Показатели эффективности портфелей и композитов, вычисляемые в системе

Показатель / Уровень вычисления	ЧЕТКО доходность	ГРОСС доходность	Дисперсия ГРОСС доходности	ГРОСС доходность с поправкой на риск
Портфель	У	У	У	У
Композит	У	У	У	У
Бенчмарк	—	У	У	У
Портфель / Композит	У	У	У	У
Композит / Бенчмарк	—	У	У	У
Портфель / Бенчмарк	—	У	У	У

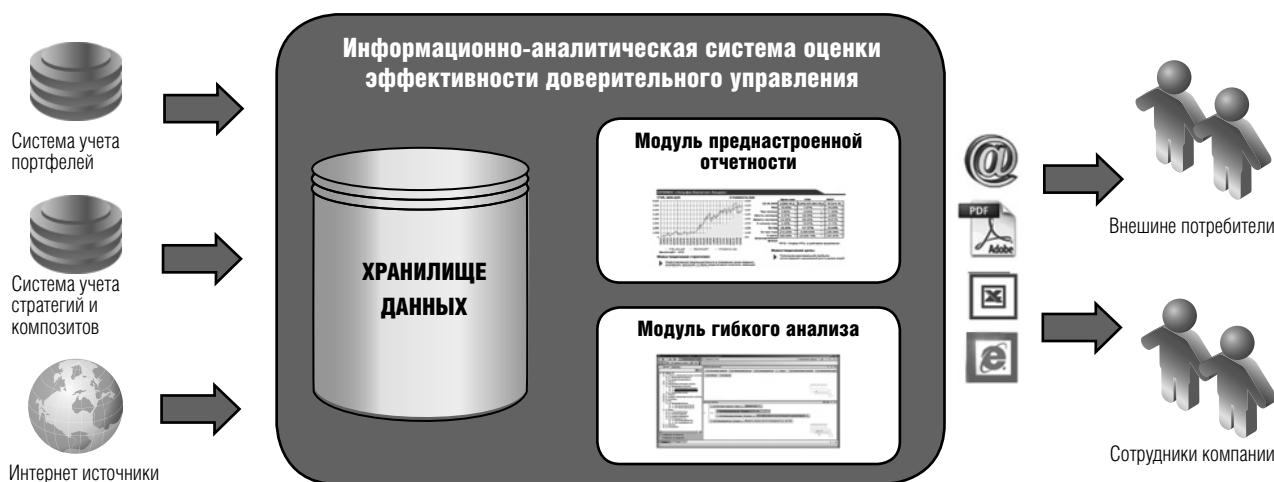


Рис. 1. Информационно-аналитическая система оценки результативности портфельного доверительного управления.

Модуль готовой отчетности содержит набор отчетности для сотрудников управляющей компании (подробное раскрытие информации об эффективности управления на уровне композитов, портфелей и бенчмарков) и отчет по стандартам GIPS для информирования внешних заинтересованных лиц: клиентов, регулирующих органов, аналитических, рейтинговых, информационных агентств, и др.

Модуль гибкого анализа позволяет различным группам сотрудников компании (от портфельных менеджеров и аналитиков до руководителей и контролеров) получать доступ к ключевой информации об эффективности управления портфелями для любых срезов данных, а также анализировать данные и строить собственные аналитические отчеты.

Потоки информации

В качестве входных данных информационно-аналитическая система использует данные учетных систем компании и Интернет-ресурсы. Рассмотрим основные информационные потоки более подробно.

В системе учета портфелей регистрируется состав портфелей на конец дня, учитываются операции ввода/вывода средств, операции начисления и спи-

сания вознаграждений и комиссий, уплаты налогов и других расходов портфеля, а также рассчитывается ежедневная стоимость активов портфелей. На *рисунке 2* проиллюстрирован процесс регистрации в системе учета портфелей данных, необходимых для дальнейшего расчета показателей эффективности портфелей в хранилище. В системе портфельного учета, как правило, также присутствуют модельные портфели – виртуальные портфели, которые существуют только на бумаге и служат как образец для сравнения эффективности управления портфелями.

В системе учета стратегий и композитов содержится актуальная информация о применяемых в компании инвестиционных стратегиях, включая описание целей инвестирования, перечень объектов инвестирования, описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты, а также ограничения, накладываемые на структуру инвестиционного портфеля. Эта информация необходима для полностью автоматизированного формирования в информационно-аналитической системе полного комплекта отчетности по стандартам GIPS. В этой отчетности отражаются не только рассчитываемые показатели, но и описательная часть, имеющая отношение к применяемым в компании стратегиям и композитам. В качестве одной из характеристик стратегии в системе отражается информация об ис-

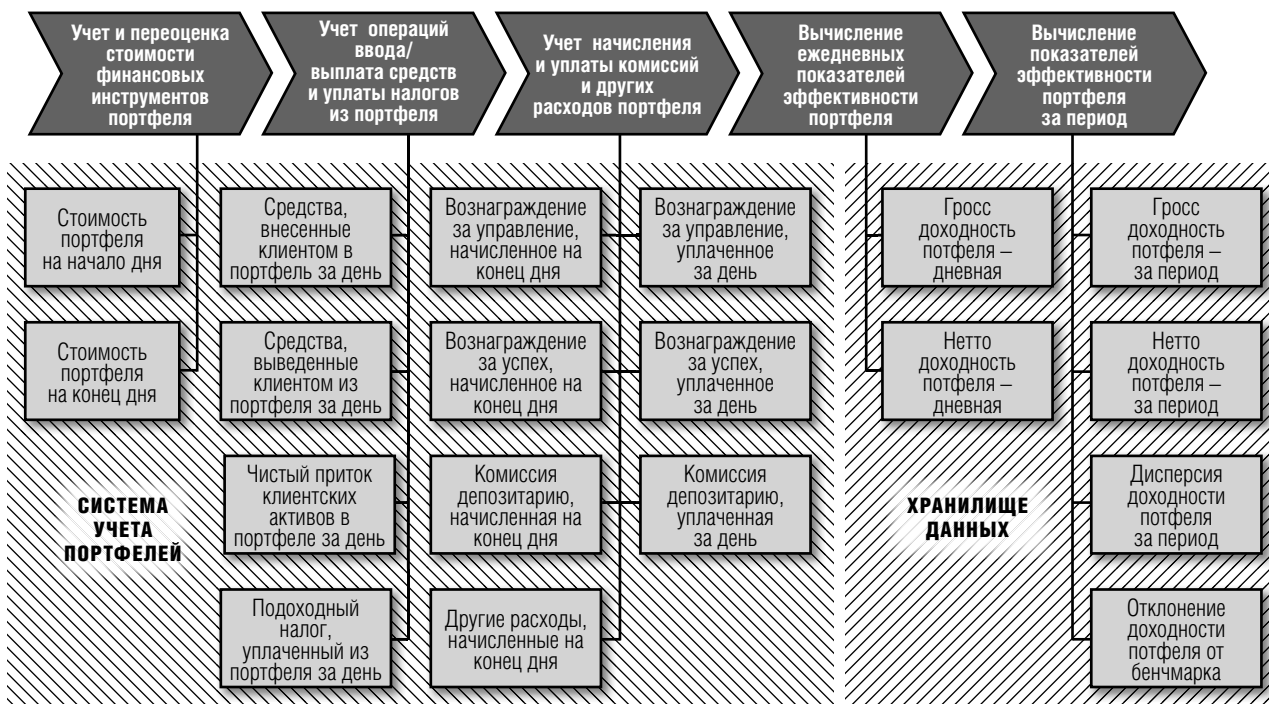


Рис. 2. Процесс учета и преобразования данных по портфелям.

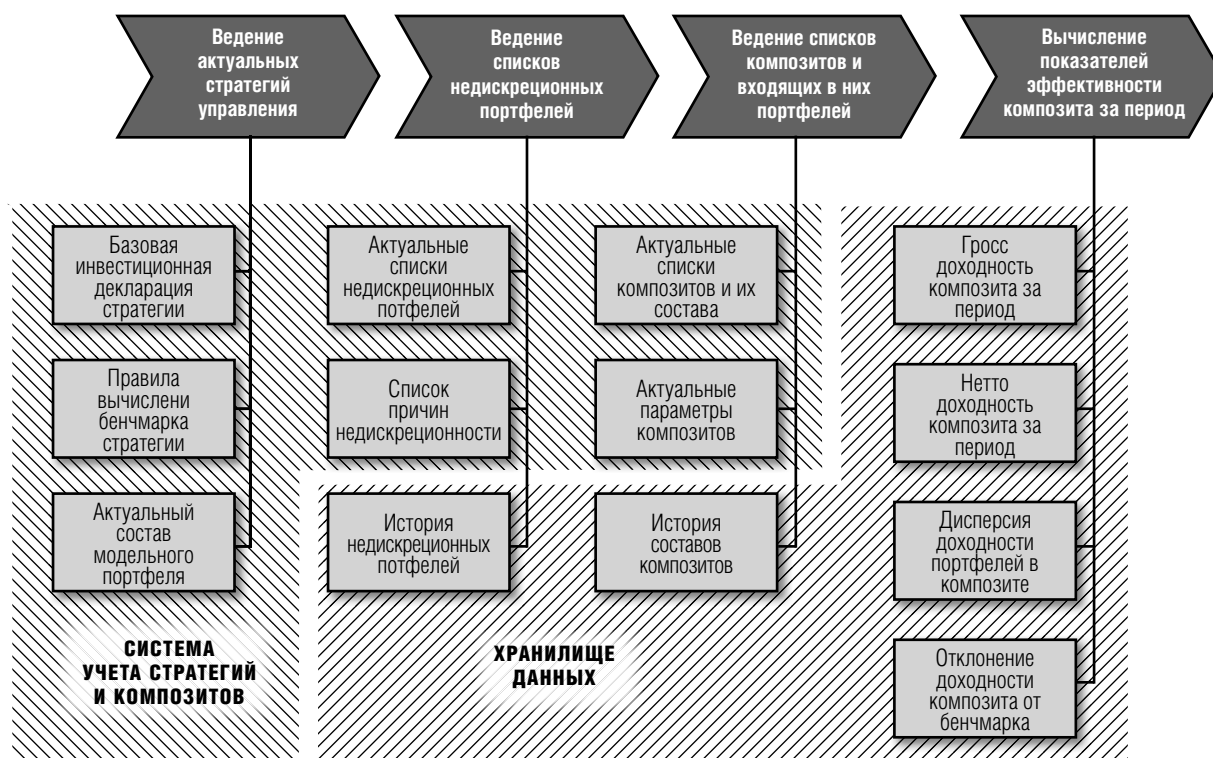


Рис. 3. Процесс учета и преобразования данных по композитам и стратегиям.

пользуемом бенчмарке, а также его тип, который указывает на правила вычисления. В системе заложены три типа расчета бенчмарков: константа, индекс (или любой другой финансовый инструмент) и комбинация индексов (или финансовых инструментов). Стратегии сопоставляется соответствующий модельный портфель.

В учетной системе также должны регистрироваться композиты, соответствующие составы дискреционных портфелей и соответствие композитов инвестиционным стратегиям. Как показывает практика, в большинстве компаний не существует специальной учетной системы стратегий и композитов. В таких случаях допускается ведение актуальных списков стратегий и портфелей композитов в файлах, с последующей ручной загрузкой в информационно-аналитическую систему. На рисунке 3 изображены процессы, обеспечивающие появление (в системах учета или файлах) данных, необходимых для вычисления показателей эффективности композитов за период.

В глобальной сети Интернет раскрывается информация о котировках финансовых инструментов на фондовых биржах, о значениях индексов и индикаторов финансовых рынков. Эта информация не-

обходима для формирования бенчмарков и вычисления в информационно-аналитической системе их доходности, для последующего сравнения с результатами управления портфелями, относящимися к конкретной стратегии. В зависимости от применяемой стратегии и структуры активов того или иного портфеля к ним будут применяться соответствующие бенчмарки: для портфелей, состоящих преимущественно из «голубых фишек» – индекс РТС или ММВБ, для портфелей акций второго эшелона – индекс РТС2, для отраслевых – отраслевые индексы, для консервативных стратегий – константа или индекс RUX-CBONDS, и для смешанных стратегий – комбинация индексов.

Информационно-логическая модель

Информационно-логическая модель данных в нотации Чена, характеризующая отношения между объектами описываемой системы, приведена на рисунке 4.

Центральными объектами (сущностями) модели данных являются:

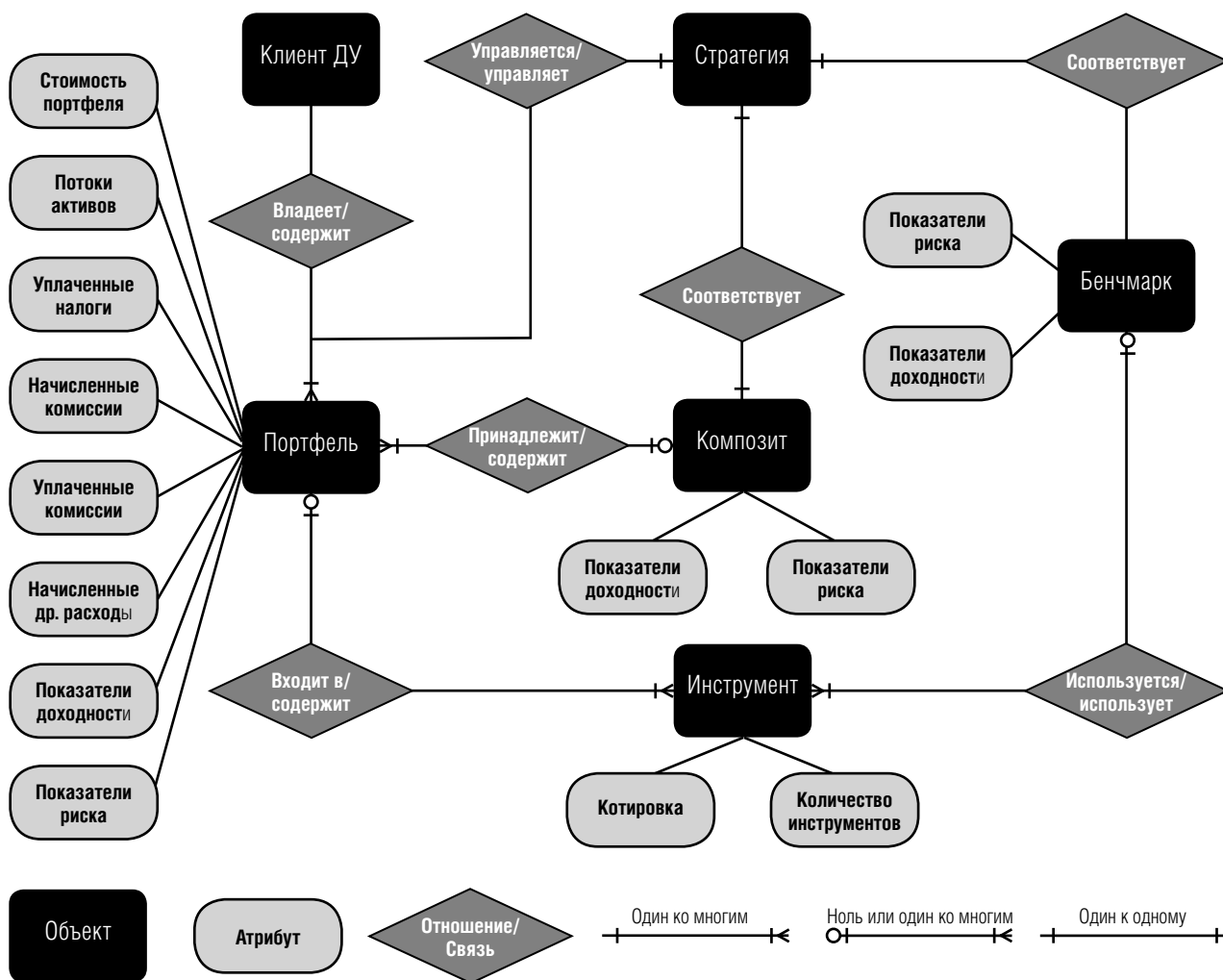


Рис. 4. Информационно-логическая модель данных.

Портфель. Клиенту доверительного управления принадлежит один или несколько портфелей. В состав каждого портфеля входит некоторое множество финансовых инструментов. Портфель управляется по выбранной клиентом стратегии.

Стратегия. Стратегии сопоставляется один модельный портфель (входит в сущность «портфель»). Стратегии соответствует один бенчмарк, который может быть построен на основе одного или нескольких финансовых инструментов (в том числе, индексов), или быть отражением модельного портфеля;

Композит. Портфель может входить в состав только одного композита (при наличии дискреционности). Композиту ставится в соответствие одна стратегия с одним бенчмарком.

Каждая сущность обладает одним или несколькими атрибутами, которые являются обязатель-

ными характеристиками экземпляров сущностей в системе оценки эффективности доверительного управления. Показатели доходности и риска являются целевыми атрибутами объектов модели данных и главными в информационно-аналитической системе. Эти показатели – величины, вычисляемые на основе значений других атрибутов объектов (котировок, стоимости портфелей, комиссий и т.д.).

Заключение

Представленная информационно-аналитическая система может позиционироваться как типовая (референтная) информационная система для компаний, оказывающих услуги доверительного управления. Возможность внедрения такой системы практически в любой компании обуславливается несколькими причинами.

Во-первых, описанная модель данных (рис. 4) представляется единственно возможной, поскольку она описывает в бизнес-терминах смысл отношений объектов, присущих процессу доверительного управления. Таким образом, эта модель является актуальной для любой компании, занимающейся доверительным управлением.

Во-вторых, в связи с обязательными требованиями регуляторов в учетных системах компаний должны регистрироваться все детальные данные по портфелям, описанные на рисунке 2. Именно эти данные являются минимально необходимыми для обеспечения функционирования описываемой системы.

В-третьих, что касается базовых данных о стратегиях, бенчмарках и композитах, то, как уже отмечалось выше, если эта информация не ведется ни в одной учетной системе, то в предлагаемой

информационно-аналитической системе предусмотрены функции загрузки данных из файлов.

Для внедрения информационно-аналитической системы необходимо настроить компонент загрузки данных на учетные системы компании, а рассылку отчетности – на предполагаемых адресатов. Остальные настройки уже заложены в системе, что позволяет позиционировать ее как «коробочное» решение. В то же время при возникновении у компаний потребностей в дополнительной настройке или доработке функций системы, используемые технологии позволяют реализовать необходимые изменения и дополнения. Важно отметить, что среди присутствующих на российском рынке информационных систем подобных решений в настоящее время не предлагается. ■

Литература

1. Федеральный закон N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
2. Приказ ЦБРФ от 2 июля 1997 г. N 02-287 «Об утверждении инструкции о порядке осуществления операции доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации»
3. Приказ ФСФР от 3 апреля 2007 г. №07-37/ПЗ-Н «Об утверждении порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами».
4. Абрамов А. Инвестиционные фонды. Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
5. Анализ паевых инвестиционных фондов акций России, Инвестиционная группа ПМ Инвест, 2007. URL: <http://www.pm-invest.ru/download/53/> (дата обращения 25.03.2010)
6. Булашев С. В. Средняя доходность управления портфелем при наличии ввода/вывода средств, 2009. URL: <http://stantrade.narod.ru/FinRezRate.pdf> (дата обращения 18.03.2010)
7. Методология составления рэнкингов управляющих компаний по доходности от операций доверительного управления, Национальное рейтинговое агентство, 2006. URL: http://www.ra-national.ru/etc/metodologiya_genkingov_kompozitov.pdf (дата обращения: 20.02.2010)
8. Правила оценки эффективности управления активами в соответствии со стандартами Global Investment Performance Standards, Национальное рейтинговое агентство, 2006. URL: http://www.ra-national.ru/etc/prakticheskie_rekomendacii_dlya_gips.pdf (дата обращения: 20.02.2010)
9. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2007.
10. Ример М.И., Касатов А.Д., Матиенко Н.Н. Экономическая оценка инвестиций – СПб: Питер, 2007.
11. Семенихина В.В. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды – М.: Эксмо, 2005.
12. Системы менеджмента качества. Основные принципы и словарь. ГОСТ Р ИСО 9000-2008. URL: <http://base.consultant.ru/> (дата обращения 06.03.2010)
13. Global Investment Performance Standards (GIPS), CFA Institute, 2005. URL: <http://www.cfainstitute.org/> (дата обращения 28.01.2010)
14. GIPS Guidance Statement on Calculation Methodology, CFA Institute, 2008. URL: <http://www.gipsstandards.org/> (дата обращения 28.01.2010)