

# РЕЙТИНГУВАННЯ ПОРТФЕЛІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

## MUTUAL FUND RATINGS

*У статті розглянуто зарубіжний досвід рейтингування інститутів спільного інвестування, наведені його особливості та рекомендації для розвитку в Україні. Показано актуальність розрахунку рейтингів для інвесторів. Наведена методологія рейтингування компанії Morningstar. Досліджено залежність між результативностями фондів з різною рейтинговою оцінкою. Визначені основні кількісні індикатори, що мають враховуватись під час рейтингування інвестиційних фондів. Показана доцільність використання якісних параметрів під час присвоєння рейтингової оцінки.*

*The paper is about the rating of mutual funds. The author showed its features and gave recommendations for development the Ukrainian market.*

*Mutual fund ratings are important for investors. They use ratings as a landmark when building investment portfolios. There is no trusted mutual fund ratings agency on Ukrainian market. The most well-known rating in the world is Morningstar's «star rating». The article describes its main features. Morningstar's rating takes into account risk-adjusted returns, fund's load and tax opportunities. It breaks mutual funds into narrow categories and peer-groups.*

*Quantitative ratings use past data and cannot be reliable basis for forecasting future returns of a mutual fund. High rating cannot guarantee better performance of the fund in the future. The funds with higher ratings do not outperform funds with lower ratings constantly.*

*Index funds are undervalued by quantitative ratings. They get mediocre ratings because they closely follow chosen benchmark. At the same time index funds often show better performance in the long run because they have lower load. The size of a load is one of the most important indicators for investors. Generally lower load results in better performance of the mutual fund in the future.*

*It is important to include qualitative indicators during designation of a rating. For example, Morningstar score funds based on 5 aspects: the investment process, historical performance, fund manager, parent firm and current price. Including qualitative indicators can improve the reliability of a rating.*

*Every rating system has its limitations. Rating should not be the sole reason to include or exclude a mutual fund from the investment portfolio. Ratings could be the starting point for the investors, but they must consider other factors when making decisions. Ratings cannot predict the future performance of a mutual fund, but because high ratings are given to funds with low cost, low risk, and long manager tenure, they tend to highlight funds with a higher likelihood of better performance.*

**Ключові слова:** інвестиційний фонд, портфельне інвестування, рейтингування, дохідність, ризик, бенчмарк.

**Keywords:** mutual fund, portfolio investment, rating, return, risk, benchmark.

**Катерина  
Трубачева**  
аспірант кафедри  
Фінансові ринки  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
імені Вадима  
Гетьмана»

**Kateryna  
Trubacheva**  
postgraduate  
SHEI «Kyiv  
National Economic  
University  
named after Vadym  
Hetman»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

**Постановка проблеми.** Вкладення коштів у інститути спільного інвестування (ICI) є одним із основних механізмів перерозподілу капіталу на сучасному фінансовому ринку. Професійне управління активами дозволяє інвесторам зберігати та множити свій капітал. Проте для цього необхідно обирати ефективний фонд, який забезпечить максимальну дохідність за обраного рівня ризику. Досить часто орієнтиром для інвесторів виступає рейтинг ICI, високі значення якого дозволяють фонду приволікати більший обсяг активів в управління. Проте в Україні наразі відсутні рейтинги, які би користувались довірою інвесторів. Якщо буде налагоджена робота інститутів недержавного пенсійного забезпечення, це може ускладнити учасникам системи вибір оптимального варіанту вкладення коштів. Окрім того, досить часто учасники ринку вказують на те, що рейтингова оцінка не може бути надійним підґрунтям для прийняття інвестиційних рішень. Тому питання рейтингування інститутів спільного інвестування є надзвичайно складним та актуальним.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Питаннями оцінки ефективності інвестиційного портфелю та рейтингуванню присвячені роботи багатьох зарубіжних вчених, зокрема Ф. Блека, Дж. Богла, З. Боді, Р. Бойе, Р. Гібсона, Дж. Ерроу, Г. Марковіца, Р. Мертона, М. Міллера, М. Портера, С. Россо, Г. Тобіна, В. Шарпа тощо. Проблеми портфельного інвестування розглядаються також у дослідженнях вітчизняних науковців: Бланка І., Борщука І., Васюренка О., Дибби М., Клебанової Т., Коваленко Ю., Леонова Д., Луціва Б., Майорової Т., Міщенко В., Онікієнка С., Пересади А., Підхомного О., Примостки Л., Хмелинка О. та інших. Проте додаткового дослідження вимагають практичні аспекти рейтингової діяльності на ринку інститутів спільного інвестування.

**Метою статті** є аналіз зарубіжного досвіду здійснення рейтингування інститутів спільного інвестування та формування рекомендацій для розвитку вітчизняного ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Рейтинги є одним із найважливіших орієнтирів для інвесторів при виборі фонду, який здійснюватиме управління їх активами. У випадку з інституційними інвесторами вони можуть виступати не лише у ролі рекомендацій, але й обмежувати варіанти вкладення коштів. Досить часто у нормативно-правових актах прописується мінімальний рейтинг фонду, за якого можна здійснювати інвестиції.

В Україні систематичне здійснення рейтингування діяльності інвестиційних фондів майже не здійснюється. Саморегулювальна організація компаній з управління активами, Українська асоціація інвестиційного бізнесу, формує рейтинг фонду за рядом показників, проте не присвоює їм інтегральної рейтингової оцінки. Спроби розрахунку рейтингу окремих учасників ринку (наприклад, Української асоціації адміністраторів пенсійних фондів), рейтингових агентств та засобів масової інформації мали несистемний характер та охоплювали обмежений набір індикаторів. Саме тому доцільним є вивчення досвіду зарубіжних компаній.

Найбільш відомим рейтингом інститутів спільного інвестування є «зірковий», що розраховується агентством Morningstar. Він з'явився у 1985 році та швидко набув популярності серед інвесторів, консультантів та менеджерів управляючих компаній. Він є простим для інтерпретації інвесторами та може використовуватись для підвищення обсягу залучених активів. Наразі його ключовими характеристиками є:

- використання однорідних груп фондів у процесі присвоєння рейтингу;

- використання скоригованої на ризик дохідності.

Використання групування обумовлене тим, що у процесі порівняння двох фондів рейтингова оцінка відображатиме різницю в майстерності управляючих лише тоді, коли дані фонди будуть схожими. В іншому разі різниця у їх результатах може пояснюватись особливостями ринкової кон'юнктури за період дослідження.

Для віднесення фонду до однієї з категорій використовуються наступні підходи:

- фонди групуються за типом інвестицій, що переважають у їх портфелях. За умови недоступності таких даних може бути використана інформація з інвестиційного проспекту або інших джерел;

- для кожної категорії має існувати один бенчмарк, який дозволить оцінювати дохідність фондів;

- фонди в одній групі можуть розглядатись як взаємозамінні при формуванні портфеля інвестора;

- для віднесення фонду до однієї з категорій визначається його довгостроковий профіль, оснований щонайменше на трьохрічній статистичній інформації.

В рамках кожної групи фонди порівнюються на основі їх скоригованої на ризик дохідності. Загалом, така скоригованість характерна для багатьох індикаторів та коефіцієнтів у портфельному аналізі. Найбільш відомим із них є коефіцієнт Шарпа. Проте він має кілька недоліків. Перш за все, він не є репрезентативним для фондів, які показують негативний надлишковий дохід (різницю між дохідністю фонду та бенчмарку). Окрім того, коефіцієнт Шарпа розраховується на основі використання стандартного відхилення дохідностей як міри ризику. Недоліком такого підходу є те, що коливання як нижче, так і вище середнього вважаються рівнозначними. Проте інвестори зазвичай не схильні до ризику та вважають падіння набагато менш бажаним, ніж зростання. Також використання стандартного відхилення як міри ризику передбачає прийняття припущення про нормальний або логнормальний розподіл дохідностей фондів, що не завжди відповідає дійсності.

Саме тому компанія Morningstar під час розрахунку рейтингів фондів використовує підхід, оснований на теорії очікуваної корисності, згідно з якою інвестори ранжують альтернативні портфелі з використанням математичного сподівання функції кінцевої вартості кожного портфеля. Основними характеристиками такої функції корисності є наступні:

- більша очікувана корисність є кращою, ніж менша (позитивний нахил кривої корисності);

- функція корисності передбачає неприйняття ризику інвестором та наказує його. Припускається, що інвестор завжди віддаватиме перевагу безризиковому портфелю з відомою вартістю в кінці періоду у порівнянні з ризиковим портфелем із такою ж очікуваною вартістю;

- не висовуються жодні припущення щодо розподілу надлишкової дохідності;

- початковий розмір капіталу інвестора не впливає на вибір портфеля. Це означає, що сприйняття ризику інвестором не змінюється зі зміною обсягу його активів.

Окрім дохідності та ризику, рейтинг Morningstar враховує також і особливості оподаткування фондів. Так, якщо більшість із інвесторів сплачують однакові податки, то це буде відображено під час обрахунку рейтингу. Наприклад, поправки вносяться для дивідендів, виплачуваних фондами муніципальних облігацій у США, так як вони не підлягають оподаткуванню.

Також рейтинг Morningstar відображає обсяг комісійних, що стягують управляючі фондів за свої послуги. Як показують дослідження, даний показник є одним із визначальних на ринку інститутів спільного інвестування.

Таким чином, алгоритм розрахунку бази для визначення рейтингу має наступний вигляд:

1. Розрахунок загальної дохідності фонду. За необхідності вносяться поправки на оподаткування.

2. Зменшення загальної дохідності фонду на розмір комісійних.

3. Визначення відповідної ставки безризикової дохідності за групою фондів. Розрахунок надлишкової дохідності.

4. Розрахунок скоригованої на ризик надлишкової дохідності.

Розрахунок рейтингу здійснюється за 3, 5 і 10 років. Фондам, які існують менше 3-х років, зірки не присвоюються. 10% фондів, що мають найкращі показники в кожному класі, отримують рейтинг «5 зірок» (най-

вищий), наступні 22,5% – «4 зірки» (вище середнього), слідує 35% – «3 зірки» (середній), наступні 22,5% – «2 зірки» (нижче середнього) і останні 10% – «1 зірка» (найнижчий). Рейтинги перераховуються щомісячно.

Одним із найбільш важливих питань відносно рейтингу є те, чи може він виступати підґрунтям для прийняття рішень щодо вкладення коштів. Іншими словами, чи можна стверджувати, що фонд із високим рейтингом покаже кращі результати, ніж фонд із низьким.

Як показує табл. 1, загалом фонди із вищим рейтингом показували

кращі результати порівняно з конкурентами. При цьому можна виділити кілька особливостей:

- за деякими винятками, фонди з 5-ма зірками показали кращі результати, ніж фонди з 4-ма зірками; фонди з 4-ма зірками показали кращі результати, ніж фонди з 3-ма зірками і т. д.;

- найбільша достовірність рейтингу спостерігалась у фондах муніципальних облігацій та збалансованих. Можна зробити висновок, що рейтинг дозволяє більш коректно оцінювати портфелі з інструментами з фіксованим доходом. Цілком ймовірно, що

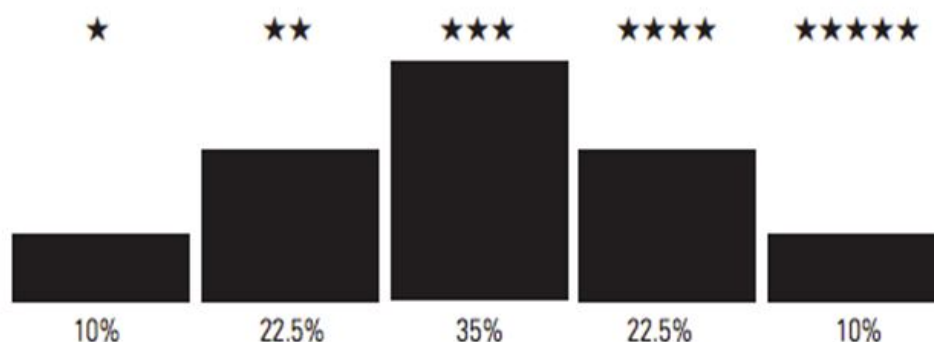


Рис. 1. Значення рейтингу Morningstar в рамках кожної групи фондів.

Джерело: методичні вказівки Morningstar [7].

Таблиця 1

Порівняння результатів роботи фондів з різним рейтингом у 2004 – 2006 рр.

Широка група активів	Рейтинг фонду	Скоригована на ризик доходність					
		Середня доходність, %	% групи, за який кращий середній фонд				
			★	★★	★★★	★★★★	★★★★★
Акції США	★	4,26	-	45,08	42,93	39,27	34,81
	★★	5,59	54,86	-	47,49	43,4	38,18
	★★★	5,92	57,02	52,44	-	45,69	40,2
	★★★★	6,63	60,67	56,53	54,24	-	44,72
	★★★★★	7,22	65,13	61,74	59,73	55,21	-
Іноземні акції	★	13,51	-	47,56	46,72	42,24	42,72
	★★	13,86	52,35	-	49,03	44,37	45,58
	★★★	14,22	53,19	50,91	-	45,13	45,74
	★★★★	15,29	57,71	55,56	54,82	-	51,81
	★★★★★	14,69	57,22	54,38	54,19	48,12	-
Збалансований портфель	★	3,12	-	47,14	38,31	30,8	22,9
	★★	3,47	52,74	-	39,71	29,78	23,98
	★★★	4,08	61,51	60,1	-	41,6	31,52
	★★★★	4,55	69,05	70,06	58,24	-	36,3
	★★★★★	5,57	77,1	75,94	68,38	63,59	-
Муніципальні облігації	★	-0,68	-	35,19	23,68	19,06	11,7
	★★	-0,17	64,54	-	36,67	30,87	19,83
	★★★	0,29	76,1	63,05	-	43,27	31,62
	★★★★	0,51	80,75	68,88	56,42	-	39,16
	★★★★★	0,97	88,18	79,97	68,06	60,55	-

Джерело: Аналіз нової рейтингової методології Morningstar [5].

це пов'язано із нижчою варіативністю дохідностей. При цьому визначальним фактором ставав розмір комісійних, що стягувався управляючими фондами;

■ нижча достовірність рейтингу була для пайових цінних паперів, особливо іноземних акцій. Так, наприклад, серед них ймовірність того, що випадково обраний 5-зірковий фонд покаже кращий результат, ніж 4-зірковий, становила всього 48,12 %.

Проте існують дослідження, які показують, що ймовірність отримати позитивний надлишковий дохід не тільки не є найвищою для фондів із максимальним рейтингом, а й виявляється прямо протилежною: найкращі результати показували 1-зіркові фонди (рис. 2). При цьому й середній надлишковий дохід був вищим для нижче оцінених інститутів спільного інвестування.

Цікавим є той факт, що для всіх категорій рейтингу фондів медіанний надлишковий дохід був нижчим нуля. Це можна пояснити наявністю комісійних платежів (рис. 3). Вони зміщують теоретичний розподіл дохідностей фондів із положення В в положення А. З цим же пов'язана ще одна особливість кількісних рейтингів – вони присвоюють індексним фондам середні значення (три зірки у випадку рей-

тингу Morningstar). Це пояснюється тим, що індексні фонди повторюють бенчмарк. При цьому половина фондів із активним управлінням показує кращі результати, а половина – гірші. Проте якщо розглядати результативність ІСІ у довгостроковому періоді, індексні фонди загалом показують кращі результати за рахунок того, що комісійні платежі управляючим для них є нижчими. Тут проявляється ще один недолік рейтингу Morningstar – він значно більшу вагу надає останньому періоду діяльності фонду. Основну частку рейтингу формують результати за останніх 3 роки.

Ще однією проблемою є те, що управляючі компанії деколи намагаються маніпулювати рейтингами як маркетинговим інструментом. Вони закривають або об'єднують фонди, що мають низькі рейтинги, залишаючи в портфелі тільки ті, які отримали 4 або 5 зірок. Прикладом цього є дії компанії Wells Fargo [4].

Проте існують й інші підходи до визначення рейтингу. Наприклад, методика рейтингування фондів Standard&Poor's орієнтована як на кількісну, так і на якісну оцінку. Окрім аналізу числових даних і звітів про результати діяльності фондів, представники агентства відвідують їх

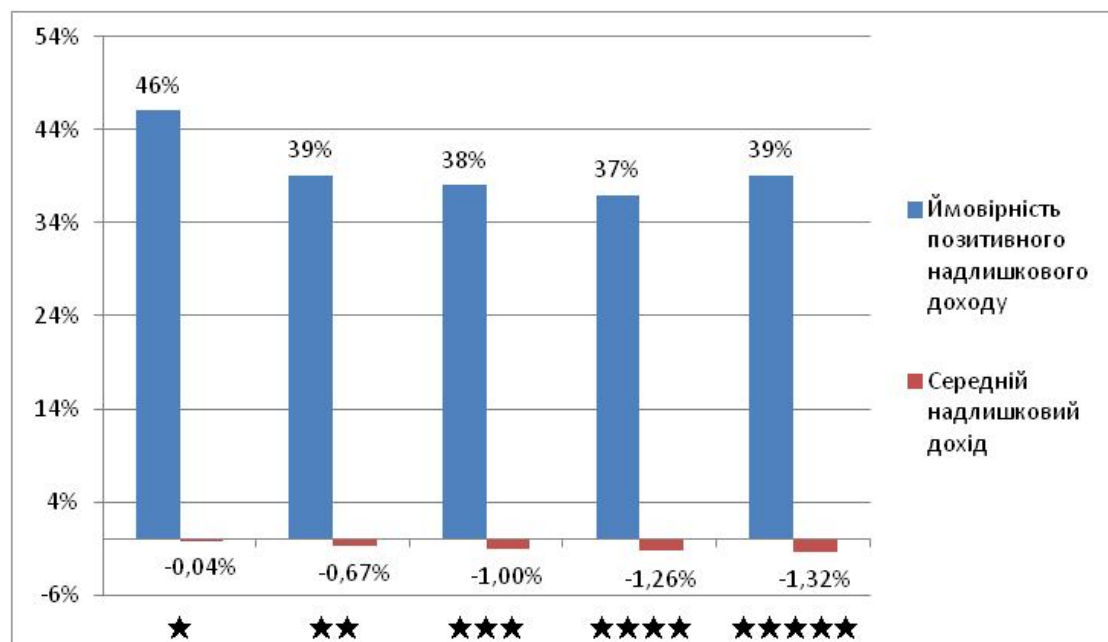
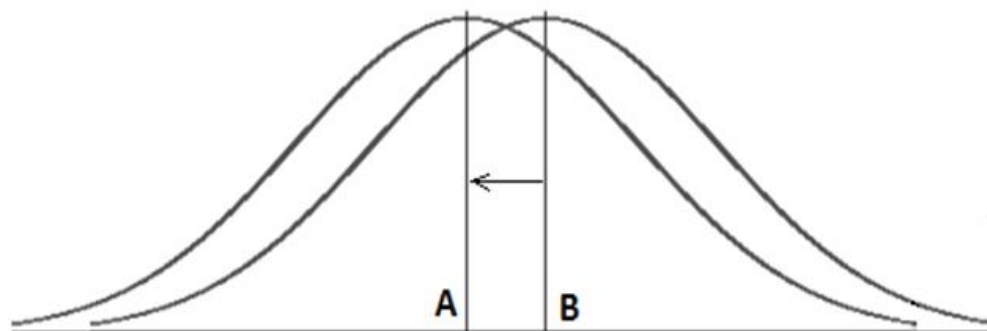


Рис. 2. Результативність фондів на інтервалі у 3 роки на протязі 1992 – 2009 рр.

Джерело: дослідження інвестиційної компанії Vanguard [6].



**Рис. 3. Теоретичний розподіл доходностей інвестиційних фондів (A – медіана фондів, B – бенчмарк та індексні фонди).**

*Джерело:* дослідження інвестиційної компанії Vanguard [6].

офіси, проводять зустрічі з керівництвом. Ключовою ідеєю при формуванні рейтингу є не аналіз показників доходності й ризику того або іншого фонду на певному часовому інтервалі, а розгляд фундаментальних принципів діяльності управляючого, його філософії й стилю бізнесу. При цьому оцінюється корпоративна структура фонду й керуючої компанії, аналізуються історія, засновники і власники, взаємовідносини власників і менеджменту. Особливим об'єктом аналізу є менеджмент, його склад, професійна підготовка, термін знаходження на своїх позиціях ключових посадових осіб. Оцінюються рівень постановки аналітичної роботи, стратегічні й тактичні принципи керування портфелем, процедури прийняття інвестиційних рішень і показник оборотності портфеля. У результаті фонду може бути присвоєний рейтинг наступного виду:

- AAA – надзвичайно високий рівень управління активами і постійне перевищення результатів діяльності фонду щодо середнього рівня для однотипних фондів;
- AA – дуже хороший рівень управління й постійне перевищення середнього рівня;
- A – хороший рівень управління і перевищення середнього рівня.

Недоліком подібного дослідження можна вважати високу вартість його проведення. Проте результати можуть виявитись суттєво кращими, ніж у

кількісного аналізу. Варто відзначити, що в Morningstar також існує методика комбінованого аналізу, що ґрунтується на дослідженні наступних п'яти аспектів:

- інвестиційного процесу;
- історичної результативності;
- управляючих фондом;
- материнської компанії;
- поточної ціни.

Таким чином, з проведеного дослідження можна зробити наступні висновки:

1. При вкладенні кошів у інвестиційні фонди інвестори досить часто орієнтуються на рейтинги, вбачаючи у них вказівник на ефективність роботи того чи іншого ІСІ.

2. Кількісні рейтинги орієнтуються передусім на минулі результати роботи фонду, аналізуючи його доходність та ризик. При цьому можуть враховуватись такі фактори як відмінності в оподаткуванні доходів вкладників фондів, а також сплачувані ними комісійні.

3. Історична результативність фонду не може слугувати надійним індикатором його майбутньої доходності. Високий рейтинг не гарантує, що фонд покаже кращі за ІСІ з меншим рейтингом результати.

4. Серед кількісних індикаторів свою значущість доводить показник розміру комісій, що стягуються з інвесторів фонду. Загалом чим вони нижчі, тим кращі результати показує фонд у довгостроковому періоді.

5. Для підвищення надійності рейтингової оцінки варто не обмежуватись кількісними показниками, а включати до аналізу й якісні, що характеризують управляючих фонду, його власників та взаємовідносини між ними, ефективність реалізації інвестиційної стратегії тощо.

Побудова рейтингової системи інститутів спільного інвестування в Україні має передбачати врахування наведених вище особливостей оцінювання діяльності фондів. Доцільно використовувати як кількісні, так і якісні показники їх роботи. Це допоможе підвищити надійність та ефективність роботи вітчизняного фінансового ринку.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Мартюшев С., Кононова М., Количественный анализ доходности ПИФов: пределы и возможности // Рынок ценных бумаг, 2006, № 1 (304).
2. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А.А.Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М.Коваленко, С.В.Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
3. Шапран В., Духненко В., Блинов А., ПИФы на марше // Эксперт, 2007, №22 (119).
4. Hale N. Don't Fall for This Fund Industry Trick [Електронне джерело] – CBS MoneyWatch, February 22, 2010. – Режим доступу: <http://www.cbsnews.com/news/dont-fall-for-this-fund-industry-trick/>
5. Morningstar's Analysis of their New Rating Methodology [Електронне джерело] – Advisor Perspectives, 2007. – Режим доступу: <http://www.advisorperspectives.com/pdfs/newsltr25-4.pdf>
6. Mutual fund ratings and future performance [Електронне джерело] – Vanguard research, June 2010. – Режим доступу: <http://www.vanguard.com/pdf/icrwmf.pdf>
7. The Morningstar Rating Methodology [Електронне джерело] – Morningstar Methodology Paper, June 30, 2009. – Режим доступу: [http://hk.morningstar.com/ODS/Images/Morningstar\\_Rating\\_Methodology\\_20090630.pdf](http://hk.morningstar.com/ODS/Images/Morningstar_Rating_Methodology_20090630.pdf)

#### REFERENCES

1. Martushev S., Kononova M. Quantitative analysis of MIFs: limits and possibilities. Rynok cennyx bumag, 2006; 1(304): 44-48.
2. Peresada A., Shevchenko O., Kovalenko J., Urvantseva S. Portfelne investuvannya [Portfolio investment]. Kyiv: DVNZ «KNEU», 2004. 408 p.
3. Shapran V., Duhnenko V., Blinov A. MIFs on the march. Ekspert. 2007; 22(119): 71-81.
4. Hale N. Don't Fall for This Fund Industry Trick – CBS MoneyWatch, February 22, 2010. – Режим доступу: <http://www.cbsnews.com/news/dont-fall-for-this-fund-industry-trick/>
5. Morningstar's Analysis of their New Rating Methodology – Advisor Perspectives, 2007. – Режим доступу: <http://www.advisorperspectives.com/pdfs/newsltr25-4.pdf>
6. Mutual fund ratings and future performance – Vanguard research, June 2010. – Режим доступу: <http://www.vanguard.com/pdf/icrwmf.pdf>
7. The Morningstar Rating Methodology – Morningstar Methodology Paper, June 30, 2009. – Режим доступу: [http://hk.morningstar.com/ODS/Images/Morningstar\\_Rating\\_Methodology\\_20090630.pdf](http://hk.morningstar.com/ODS/Images/Morningstar_Rating_Methodology_20090630.pdf)

РЦПУ