

Financial Risk & Regulation

Befektetési teljesítmény magyarázata, mennyit hozott a piac, és mennyit a portfóliókezelő? Változik az alapkezelők javadalmazása

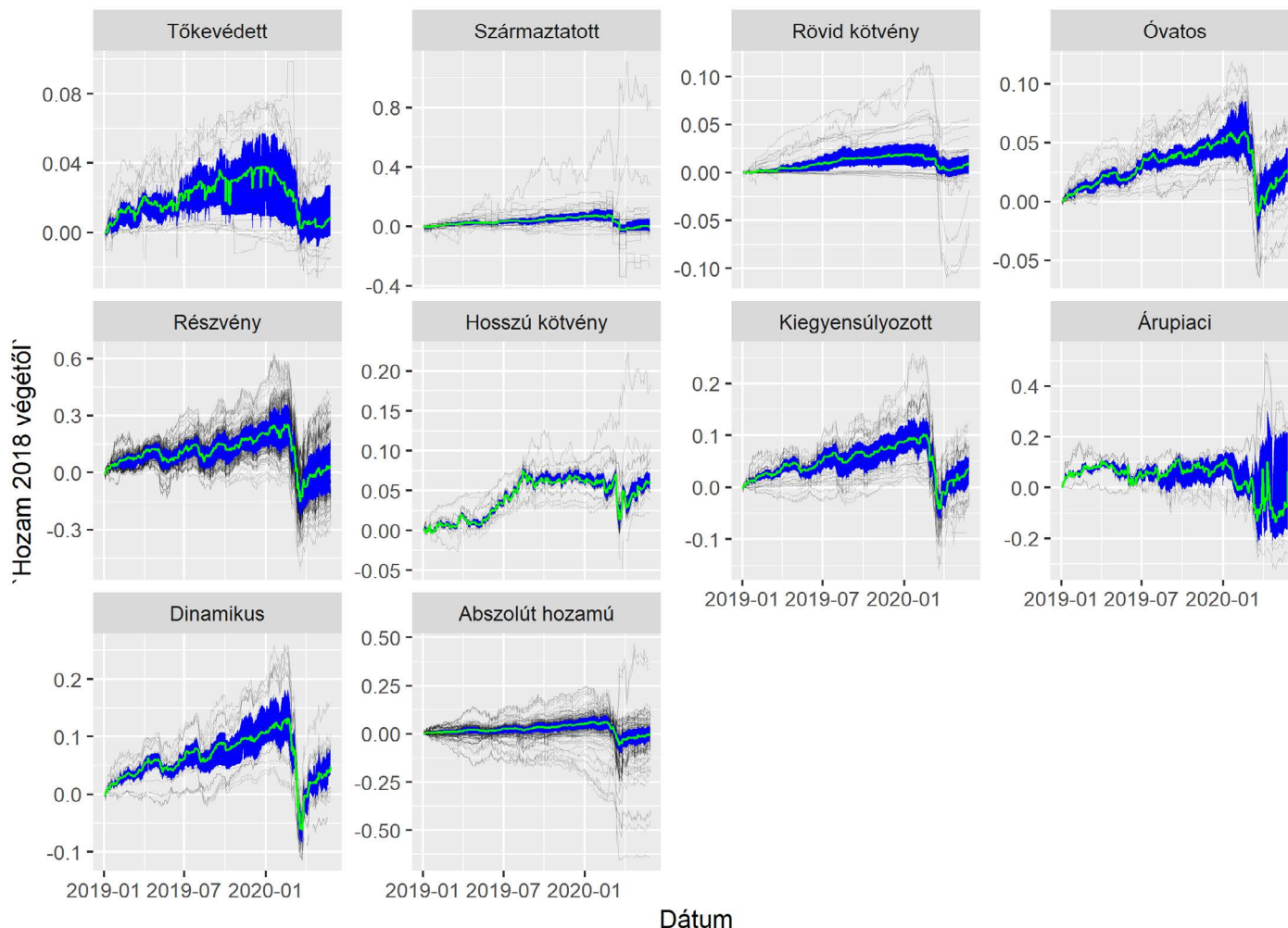
Hírlevél – 2020. május

A 2020 I. negyedévében globálissá vált járványhelyzet reálgazdasági hatásai mellett a pénzügyi piacokon is érzékeltette hatását, számos pénzügyi eszköz értéke számottevően esett, ami a volatilitás emelkedésével járt együtt. Ilyen piaci környezetben különösen fontos a befektetési portfólió kezelése, ugyanis a befektető és a vagyongazdálkodó számára egyaránt érdekes, hogy az elért eredményben milyen szerepe volt az egyes eszközallokációs és szelekciós döntéseknek. Felmerülő kérdések lehetnek többek között, hogy sikerült-e tompítani a veszteségeket a választott benchmarkhoz képest, a hozam és kockázat aránya megfelelő volt-e, valamint összhangban voltak-e az eszköz súlyok a befektetési politikával. A továbbiakban áttekintjük, hogy milyen technikák állnak rendelkezésre, melyek segítségével választ adhatunk ezekre a kérdésekre, és az egyes technikák alkalmazása esetén milyen korlátokkal kell számolunk. Ezen felül bemutatjuk a befektetési alapkezelők javadalmazását jelentősen érintő ESMA iránymutatás tervezetét is.

2020 eleje számos befektetési portfólió esetében egyet jelentett a súlyos veszteségekkel, azonban akadtak portfóliók, amelyek esetében a veszteség kisebb volt, sőt egyes alapok még nyereséget is el tudtak érni. Az eltérés oka a portfóliók különböző összetételében rejlik, de miként vezethető ez vissza a befektetési döntésekre?

Bevezetéképpen érdemes áttekinteni a nyilvánosan elérhető BAMOSZ adatokat, melyek megmutatják,

hogy a különböző kategóriájú befektetési alapok idősorosan milyen hozamot értek el az elmúlt időszakban. Láthatjuk, hogy azonos befektetési kategórián belül is jelentős különbségek jelentkeztek. A kérdés az, hogy vajon mennyiben köszönhető a jobb hozam a portfóliókezelő jó eszköz választásának és az időben átalakított portfóliónak, valamint mennyiben annak, hogy magas kockázatú pozíciókat vállalt, amelyek éppen szerencsés kimenetellel szolgáltak.



A kék sáv jelenti az alapok hozameloszlásának középső 50%-át, a vékony fekete vonalak a sávon kívül eső alapok teljesítményét, a zöld vonal pedig az alapok teljesítményének mediánját. Az ábra a BAMOSZ adatokra épül, ahol a kevés elemet tartalmazó befektetési kategóriákat nem jelenítettük meg. Ezenkívül adattisztítást is végeztünk.

A különbségek megértéséhez nem elegendő csupán a hozamkülönbségeket nézni, figyelembe kell venni az eltérő kockázatokat és eszközallokációt is. A következőkben ennek lehetőségeit tekintjük át.

A befektetési teljesítmény magyarázata

A teljesítmény-magyarázat (performance attribution) egy kockázatkezelési és döntéstámogató eszköz, amelynek segítségével bemutatatható, hogy a portfólió hozama miért tér el a referencia hozamtól, azonosítja az eltérés forrásait, valamint összekapcsolja azt a portfóliókezelő aktív döntéseivel. A befektetési eredmény benchmark hozamon feletti, aktív hozamnak is nevezett részét bontja fel magyarázó tényezőkre. Ennek megfelelően sokféle változata létezik. A portfólió jellegéből fakadóan például különbözőképpen kell vizsgálni a részvény-, kötvény-, vagy a banki kereskedési portfóliókat.

A módszertan hasznos támpontot nyújt a befektetési folyamat érintettjeinek, a portfóliókezelőknek, a menedzsmentnek és a befektetőnek is.

- Segítségével megérthető, hogy miből adódott a portfólió hozama (melyik döntés vált be, és melyik nem);

- Felhasználható a portfólió alulteljesítésének korai azonosításához;
- Alkalmazható a befektetési folyamat fejlesztésére a teljesítmény javítása érdekében;
- Segítségével figyelemmel kísérhető az egyes portfóliókezelők munkája, eredményessége;
- Kommunikációs eszköz az új ügyfelek megszerzése és a meglévők megtartása érdekében.

Benchmark választása

A befektetési eredmények értékelésének alapját különféle benchmarkok (másként referenciaértékek) képezik. Fontos, hogy a benchmark a befektetési politikával és stratégiával összhangban legyen, eszközként szolgál az új és meglévő befektetőkkel való kommunikációhoz, a portfóliómenedzser kiválasztásához és értékeléséhez, valamint a sikerdíjak számításának alapját képezi. Léteznek

kötelezettség-alapú benchmarkok (liability-based benchmarks), amelyek a szerződéses kötelezettségeken alapulnak, és meghatározott juttatású programok (pl.: nyugdíjbiztosítás) esetében használhatók. Az **eszköz-alapú referenciaértékek** (asset-based benchmarks) jóval szélesebb körben alkalmazhatók, ezek különböző eszközcsoportok teljesítményét veszik alapul.

A referenciaértékek akkor tekinthetők megalapozottnak, ha egyértelműek, befektethetők, mérhetőek, megfelelőek, tükrözik az aktuális befektetői álláspontot, előre meghatározottak és a portfóliókezelők ezáltal elszámoltathatók¹. Amennyiben helytelenül határozzuk meg a benchmarkokat, az a későbbiekben helytelen teljesítményméréshez és hibás magyarázó és értékelési elemzéshez vezethet. Mindez pedig rossz ösztönzőket jelenthet, és realizálódhatnak a megbízó-ügynök kapcsolat kockázatai.

Alternatív befektetések esetén különösen figyelmesnek kell lennünk, ugyanis ezek összehasonlítása igen nehéz, mivel jellemzően kis mértékben likvidek, kevesebb piaci referenciamutatóval rendelkeznek, és gyakran nem transzparenssek. Fontos kiemelnünk, hogy nincsenek univerzális igazságok, olyan általános módszertanok, amelyek minden esetben megállják a helyüket. **Mindig azt a megközelítési módot kell választani, amely az adott befektetési portfólióhoz és stratégiához leginkább igazodik, és annak megfelelően kell elvégezni az eredmény felosztását, magyarázatát.**

Teljesítmény-értékelés módszertanai

A teljesítmény-értékelés a befektetési folyamat minőségellenőrzésének alapvető eszköze, azonban különösen fontos, hogy ne vonjunk le olyan messzemenő következtetéseket, amelyek túlmutatnak a használt módszertan korlátjain, vagy a rendelkezésre álló adatok pontosságán. Hensel, Ezra és Ilkiw (1991) az eredmény-értékelést egy matematikai folyamatként definiálta, amely a befektetés megtérülését magyarázza olyan módon, hogy összekapcsolja azt a portfólióban megjelenő különböző kockázatvállalási döntésekkel, valamint azzal, hogy az egyes kockázatokat mennyiben „jutalmazták” vagy „büntették” a tőkepiacokon. Más megközelítések szerint az eredmény-értékelés célja, az alap teljes hozamának az egyes kockázatok által generált hozamokra történő bontása. Másként, az eredmény-magyarázat azt méri, hogy melyek azok a portfólió mögöttes kockázatával kapcsolatos befektetési döntések, amelyek hozamot generáltak,

és melyek nem bizonyultak hatékonyak. A számítások eredményeként kapott információ kulcsfontosságú többek között azok számára, akik részt vesznek a befektetések kiválasztásában, valamint kezelésében. Segítségével pontosabb képet kaphatunk a befektetési folyamat erősségeiről, illetve gyengeségeiről.

Az elemzések segítségével kiszámíthatjuk és értelmezhetjük a portfólió hozamát és kockázatát az eszközallokációból és eszközosztályon belüli aktív / passzív döntésekből fakadóan. Elvégzéséhez számos megközelítési lehetőség áll rendelkezésünkre. A következőkben az alkalmazható módszertanok sajátosságait mutatjuk be. Az általunk használni kívánt elemzési megközelítések kiválasztásakor azonban figyelembe kell vennünk a befektetési döntéshozatali folyamatot és az adott eredmény-magyarázat módszertan jellemzőit.

Hozam-alapú magyarázat: A múltbeli hozamokra építve azonosítja azokat a tényezőket, amelyek hozzájárultak a teljes hozamhoz. Mivel csak a teljes hozamokat használja alábontás nélkül, ezért csak korlátozott elemzésre használható, de versenytárs-elemzéshez hasznos lehet.

Eszköz-alapú magyarázat: A portfólióban tartott eszközök súlyát felhasználva értékeli a befektetési döntéseket. Az értékelés gyakorisága változó lehet, a sűrűbb értékelés magasabb pontosságot eredményez, azonban a direkt és indirekt kereskedési költségek nem magyarázott eltérésekhez vezethetnek.

Tranzakció-alapú magyarázat: A tartott eszközöket és tranzakciókat egyaránt felhasználja a teljesítmény teljeskörű értékelése érdekében. Magas pontosságot lehet vele elérni, és a kereskedési stratégiák széles köréhez alkalmazható, azonban nagytisztaságú adatokat és magas számítási kapacitást igényel.

A **magyarázó faktorok** kiválasztása a befektetési stratégia függvénye. Részvényportfólióknál tipikus felosztás, hogy földrajzi régiók vagy iparágak szerint vizsgáljuk az **allokációs hatásokat**, vagyis hogy a globális vagy makrófolyamatokat mennyire sikerült jól megragadni. Ezt követi a **selektációs hatások** mérése, vagyis hogy az adott földrajzi régió vagy iparágon belül a részvények kiválasztása, vagyis a vállalatértékelés mennyire volt hatékony.

Kötvényportfóliók esetében más faktorok tekinthetők dominánsnak, a **hozamgörbe** párhuzamos és nem-párhuzamos változásai mellett a **kupon, hitelkockázati spread, konvexitás, opciós hatások** egyaránt hozzájárulnak az eredményhez.

¹ Például a BAMOSZ adatokat mutató ábrán szerelő, zöld vonallal jelölt medián nem megfelelő benchmark, mert nem ismertek a mögöttes eszközök, ezért nem befektethető.

A következő példa segítségével szemléltetjük az eredmény-értékelési módszertan egy lehetséges gyakorlati megvalósulását.

Régió	Portfólió hozam	Benchmark hozam	Portfólió súly	Benchmark súly	Allokációs hatás	Szelektációs hatás	Hatás-interakció	Összesen
Észak- és Dél-Amerika	2,00%	1,30%	25%	35%	-0,13%	0,25%	-0,07%	0,05%
Ázsia és Csendes-Óceánia	-1,60%	-0,80%	25%	35%	0,08%	-0,28%	0,08%	-0,12%
Európa és Közel-Kelet	1,00%	1,20%	50%	30%	0,24%	-0,06%	-0,04%	0,14%
Összesen	0,60%	0,54%	100%	100%	0,19%	-0,10%	-0,03%	0,07%

Kockázatok értékelése

A befektetési hozam-kockázat arány értékeléséhez számos mutatószámot alkalmaznak. Ilyenek a Sharpe-ráta, Treynor-ráta, információs ráta, Treynor-Black-ráta, Sortino ráta, maximális visszaesés (maximum drawdown) és a visszaesési időtartam (drawdown duration). Ezeket a mutatókat azonban körültekintően kell kezelni, figyelembe véve az egyes mutatók feltételezéseit, ezzel biztosítva a kockázatvállalás, a befektetői időtáv és a

befektetési folyamat mérésének megfelelőségét. Habár, ezek az arányszámok segíthetnek azonosítani bizonyos vagyongazdálkodói készségeket, a befektetések hozam adatain alapulnak, amelyek a jövőre nézve nem feltétlenül előremutató jellegűek. Fontos megállapítanunk, hogy a vagyongazdálkodói készségek értékelése széleskörű elemzői eszköztárat igényel, és megköveteli az eszközök működésének, valamint azok sajátos korlátjainak ismeretét.

A befektetési portfóliók kezelésének szerves része a sikerdíjak alkalmazása, ezért jelen írásunkhoz szorosan kapcsolódik az ESMA új ajánlása a sikerdíjszámítási módszertanokról.

Az ajánlás célja, hogy az alapkezelők által használt sikerdíj modellek megfeleljenek a tisztességes üzletvezetési gyakorlatoknak, ezáltal a szektor gyakorlati egységesebbé váljanak, és a befektetők érdekei védve legyenek és számukra is átláthatók legyenek a módszertanok. Az ajánlás a hatálybalépés előtt indult alapokra is vonatkozik majd, egy rövid türelmi idő után.

Az új ESMA ajánlás tervezete többek között a következőket tartalmazza:

A sikerdíj számítása ellenőrzött kell, hogy legyen, a manipuláció lehetőségének kizárásával.

A sikerdíj számítási módszer a következőket kell, hogy tartalmazza:

Egy referencia indikátor, ami az alap relatív teljesítményét méri. Ez lehet egy index (pl. Eonia, BUX), high watermark (legnagyobb egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték) alkalmazása, egy minimum fix hozamkorlát (pl. 2%) vagy ezek kombinációja.

A díjszámítás referenciaidőszaka, gyakorisága és kifizetésének időpontja.

A sikerdíj számításának gyakorisága egybe kell, hogy essen az alap nettó eszközérték számításával, vagyis akár napi szinten számítani kell.

A sikerdíj kiszámítása és a végső kifizetések szimmetrikus módon kell, hogy történjenek, pozitív és negatív eredmény esetén is meg kell egyezniük. Például nem lehet 20% a sikerdíj a nyereség esetében, ha a veszteségre csak 15%-os szorzó van alkalmazva.

A sikerdíjat az egyedi befektetők szintjén is tudni kell számolni.

A sikerdíj kiszámításának módszerét úgy kell megtervezni, hogy a teljesítménydíjak mindig arányosak legyenek az alap tényleges befektetési teljesítményével. Az új jegyzésekből származó mesterséges növekedéseket nem szabad figyelembe venni az alap teljesítményének kiszámításakor.

Az alapkezelőnek mindig képesnek kell lennie arra, hogy megmutassa, hogy az általa kezelt alap teljesítménydíj-modellje ésszerű ösztönzést jelent-e az alapkezelő számára és igazodik-e a befektetők érdekeihez.

A sikerdíj a magyar nyilvános befektetési alapok jelentős részét alkalmazott motivációs eszköz, így a hazai érintettség is magas. Többek között a népszerű abszolút hozam alapok által alkalmazott referenciahozamok alapvetően a jövőben nem lesznek megfelelőek a sikerdíj számításához.

Az ESMA ajánlás teljesítése érdekében a befektetési alapoknak szükséges lehet az alkalmazott benchmarkok felülvizsgálata, ugyanis a sikerdíj számítási alapjának a portfólióra jellemző referenciaindexnek kell lennie. Ugyancsak szükséges lehet a befektetői tájékoztatók, belső javadalmazás, és IT rendszerek felülvizsgálata.

Összegzés

Összegezve, az eredmény-magyarázat a sok egyéb érintett mellett, a felsővezetés egyik kedvelt eszköze, melynek segítségével figyelemmel kísérhető az egyes portfóliókezelők munkája, illetve eredményessége. Lord (1997) , valamint Muirira és Sierra (2006) szerint a jó magyarázó módszertan a következő jellemzőkkel bír:

- Következtesen értékeli a hozamokat;
- Összhangban áll a befektetési döntési folyamattal;
- Kompatibilis a szervezet teljesítmény- és kockázatmérési rendszerével;
- Az értékelést szilárd elméleti keretrendszer támasztja alá;
- Képes következetesen értékelni a portfóliókat és indexeket; és
- A kockázati faktorok összhangban vannak a portfólió kialakításának döntési változóival.

Az értelmezhető eredmények érdekében az analitikai rendszereknek robusztusnak, az adatoknak pedig kiváló minőségűnek kell lenniük.

Az előzőekben ismertetett eredmény-magyarázat elsősorban a vagyonkezelés esetében használható, legyen szó befektetési alapokról, biztosítói eszközalapokról, vagy privátbanki vagyonkezelésről. Azonban számtalan ehhez kapcsolódó és rokon témakör van még, amelyek a teljesség igénye nélkül a következők:

- A Profit and Loss Attribution (P&L explained megnevezéssel is ismert) elsősorban banki kereskedési tevékenység esetében használt. Célja többek között az eredmény rekonziliáció, a frauding tevékenység kiszűrése, valamint a kockázati modellek megfelelőségének biztosítása.
- A bázeli tőkeemfelelési szabályokra épülő FRTB belső modellek egyik sarokpontja a szabályozói Profit and Loss Attribution Test, ami az Expected Shortfall modellek megfelelőségét teszteli.
- A Global Investment Performance Standards (GIPS®) egy globálisan elfogadott keretrendszer a befektetési eredmény jelentésére és bemutatására. A teljesítmény-magyarázattal együtt remek eszköz a befektetőkkel és egyéb érintettek való kommunikáció biztos alapokra való helyezésére.

Az eredményesség figyelése mindig is egy nagyon fontos eleme volt a befektetési alapkezelői szakmának, ez az elmúlt időszak turbulens körülményei között és az ESMA sikerdíjakra vonatkozó ajánlása következtében még inkább felértékelődött, azonban ezen eszköztárral sok esetben csak részben éltek az érintettek. A jelenlegi krízis is rámutatott a hosszú távon eredményes, prudens működés fontosságára, melynek része a vagyonkezelői döntések eredményességének pontos mérése is, amelyhez egyre több adat és adatelemzési eszköz áll rendelkezésre.

i Hensel, Chris R., D. Don Ezra, and John H. Ilkiw. 1991. "The Importance of the Asset Allocation Decision." *Financial Analysts Journal* 47 (4): 65–72..

ii Lord, Timothy J. 1997. "The Attribution of Portfolio and Index Returns in Fixed Income." *Journal of Performance Measurement* 2 (1): 45–57..

iii Muirira, Bernard, and Hector Sierra. 2006. "Fixed Income Attribution: A Unified Framework—Part 1." *Journal of Performance Measurement* 11 (1): 23–35.

Kapcsolat:

Rakó Ágnes partner

M: +36 70 370 1792
E: agnes.rako@kpmg.hu

Szalai Péter igazgató

M: +36 70 370 1739
E: peter.szalai@kpmg.hu

Soltész József menedzser

M: +36 70 370 1766
E: jozsef.soltesz@kpmg.hu

Wieder Gergő menedzser

M: +36 70 333 1471
E: gergo.wieder@kpmg.hu

KPMG.hu



Az itt megjelölt információk tájékoztató jellegűek, és nem vonatkoznak valamely meghatározott természetes vagy jogi személy, illetve jogi személyiség nélküli szervezet körülményeire. Társaságunk ugyan törekszik pontos és időszere információkat közölni, ennek ellenére nem vállal felelősséget a közölt információk jelenlegi vagy jövőbeli hatályosságáért. Társaságunk nem vállal felelősséget az olyan tevékenységből eredő károkért, amelyek az itt közölt információk felhasználásából erednek, és nélkülözik társaságunknak az adott esetre vonatkozó teljes körű vizsgálatát és az azon alapuló megfelelő szaktanácsadást. A KPMG név, a KPMG logó a KPMG International lajstromozott védjegye.

© 2020 KPMG Tanácsadó Kft., a magyar jog alapján bejegyzett korlátolt felelősségű társaság, és egyben a független tagtársaságokból álló KPMG-hálózat magyar tagja, amely hálózat a KPMG International Cooperative-hez ("KPMG International"), a Svájci Államszövetség joga alapján bejegyzett jogi személyhez kapcsolódik. Minden jog fenntartva.