

Портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове в следкризисния период

гл.ас. д-р Александър Ганчев

СА „Димитър А. Ценов” – Свищов,

катедра „Финанси и кредит”

тел.: 0885436895

e-mail: ganchev@uni-svishtov.bg

Резюме: Статията изследва характеристиките на портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове за периода 06.03.2009 – 21.05.2010 г. Предмет на изследването са количествените техники за оценка на портфейлното изпълнение. Основният извод е, че доминиращите колективни инвестиционни схеми за периода на изследването са тези с нискорисков инвестиционен профил. От друга страна, липсата на ясно разграничение между представянето на високодоходните и балансираните фондове означава, че в следкризисния период на българския капиталов пазар някои балансираны фондове имат характеристики на високодоходни фондове или някои високодоходни фондове имат поведение на балансираны. Най-ефективен портфейлен мениджмънт през следкризисния период има БенчМарк Фонд-6 Паричен, най-добре представил се високодоходен фонд е Статус Финанси, а балансираният фонд с най-добрите портфейлни характеристики е Астра Баланс. Изследването разкрива, че най-добрият портфейлен мениджмънт, на

база общото подреждане на всичките си инвестиционни фондове, реализират Ти Би Ай Асет Мениджмънт, Райфайзен Асет Мениджмънт и БенчМарк Асет Мениджмънт.

Ключови думи: инвестиционни фондове, портфейлен мениджмънт, оценка на портфейлното представяне.

JEL: G11.

Въведение

Анализът на портфейлното представяне¹ е завършващ етап в съвременния портфейлен мениджмънт. Водещите чуждестранни публикации [11, 2009, pp. 630-676; 20, 2002, pp. 1132-1177; 9, 2004, pp. 808-838] в областта на портфейлния мениджмънт традиционно отделят сериозно внимание на всички въпроси, свързани с него. В българската инвестиционна теория проблемът за оценката му е отдавна познат [2, 1999, с. 442-448]. Първите по-сериозни изследвания по темата обаче са на Й. Йорданов, който през 2001 г. [5, 2001, с. 179-193] представя практически подходи при оценката на портфейлния мениджмънт, а през 2002 г. [4, 2002] – реално изследване на портфейлното представяне на фонд „Златен лев” за периода 23.10.2000 –

¹ В изложението на статията понятията „портфейлно изпълнение” и „портфейлно представяне” се използват като синоними и са взаимно заменяеми.

23.08.2002 г. П. Пътев и Н. Канарян през 2008 г. [8, 2008, с. 1195-1226] и Пл. Орешарски през 2009 г. [7, 2009, с. 409-426] отделят голямо внимание на оценката на портфейлното изпълнение, като представят подробно пълната му методология. Въпреки това тя остава непрiloжена към българските условия. П. Атанасов през 2010 г. [3, 2010] усъвършенства за българската практика постиженията на инвестиционната теория в същата област, но я прилага само и единствено към два инвестиционни фонда² – ЦКБ Лигер и Статус нови акции, което прави изследването му непълно. От друга страна, някои български управляващи дружества, като УД Стандарт Асет Мениджмънт и УД Карол Кепитъл Мениджмънт, в своите информационни бюлетини публикуват показатели за оценка на постигнатите инвестиционни резултати, но само на управлявани от тях инвестиционни фондове. Поради различните допускания и методология за изчисляване на тези показатели при различните управляващи дружества тяхната съпоставимост с други подобни данни е трудна и/или практически невъзможна. Ето защо може да се каже, че понастоящем характеристиките на портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове не са изследвани в пълнота както от академичната общност, така и от инвестиционната практика. Именно това определя актуалността на настоящата статия. Изследването представлява особен интерес и от гледна точка на условията на спад на инвестиционната активност в рамките на българския капиталов пазар и настоящия посткризисен период, характеризиращ се със слаб растеж и висока променливост.

Обект на изследване в статията е ефективността на портфейлния мениджмънт на българските колективни инвестиционни схеми.

Предмет на изследването са количествени модели и техники за оценка на портфейлното изпълнение. Основната цел на настоящата статия е разкриването на характеристиките на портфейлния мениджмънт на българските инвестиционни фондове в условията на възстановяващия се след период на криза български капиталов пазар.

Във връзка с това изложението на статията е структурирано в четири части. Първата част представя използваната база данни, времевия обхват и ограничителните условия на изследването. Втората част разглежда използваната методология за оценка на портфейлното представяне. Част трета съдържа резултатите от проведеното емпирично изследване на портфейлното изпълнение на българските инвестиционни фондове, а последната – четвърта част, формулира основните изводи и насоките за продължаване на изследванията по темата на статията.

1. Използвани данни, ограничителни условия и времеви обхват на изследването

Изследването са използвани данни за емисионните стойности и цените за обратно изкупуване на договорни фондове и инвестиционни дружества, публикувани в базата данни на сайта investor.bg, раздел „Борса“, рубрика „Фондове“. Изборът на базата данни и нейният източник са обусловени най-вече от факта, че тя е най-пълна и коректна към момента на провеждане на изследването. Изследваните данни имат седмична времева честота, като са взети наблюденията към последния работен ден от всяка работна седмица за изследвания период. Изборът на времевата честота на из-

² С термина „инвестиционен фонд“ в изложението се обозначава само колективна инвестиционна схема, инвестираща единствено в ценни книжа.

ползваните данни е свързан с необходимостта от облекчаване процеса на структуриране и обработване на изследваните данни, както и за улесняване на последващите изчислителни процедури. Прилагането на седмичната база в изследването отстранява и потенциалните проблеми, породени от възможната липса на данни за определен работен ден при някои инвестиционни фондове.

Другите основни ограничителни условия и допускания, при които е извършен анализът в статията, се формулират, както следва:

Първо. Приема се, че характеристиката на пазарен портфейл за периода 16.02.2007-21.05.2010 г. има индекса SOFIX. Така неговата доходност се приема и за приближение на доходността на пазарния портфейл. В изследването индексът SOFIX се третира и като еталонен портфейл. Този избор е мотивиран основно от факта, че индексът SOFIX включва в себе си най-ликвидните компании, тързувани на Българската фондова борса – София (БФБ-София). В този смисъл той би трябвало най-точно да отрази съществуващата пазарна конюнктура на българския капиталов пазар.

Второ. За периода на изследването българският капиталов пазар премина последователно през различни фази – на силен растеж, грастичен спад и последващо възстановяване. Така неговото развитие може да бъде разделено на три подпериода – предкризисен, кризисен и посткризисен. Тъй като настоящето изследване се концентрира върху следкризисния период, се възприема философията да бъде търсен ясен, категоричен и безспорен времеви маркер, който да служи като негово начало. Поради тази причина за начало на следкризисния период се приема датата 06.03.2009 г., която според характеристиките на използваната база данни се намира най-близко по време до 27.02.2009 г.,

когато индексът SOFIX реализира минималната си стойност след период на продължителен спад. От друга страна, поради нуждата от обработка на наличните сурови данни крайт на изследвания период е фиксиран на 21.05.2010 г. Така на анализ се подлагат по 63 седмични наблюдения поотделно за всички включени в изследването инвестиционни фондове.

Трето. За приближение на безрискова норма на доходност в статията се приема стойността на индекса LEONIA (LEv OverNight Index Average) за всеки месец от периода на изследването. Причината е липсата на коректни данни за доходността на най-краткосрочните държавни ценни книжа, които традиционно се асоциират като безрискови активи. Изследването прибъгва до индекса LEONIA, а не до основния лихвен процент (ОЛП), защото на практика последният отразява в себе си вече минала икономическа информация. Това е така, защото основният лихвен процент в действителност е стойността на индекса LEONIA с времеви лаг от един месец. Стойността на индекса LEONIA се възприема и като целева доходност в изследването.

Четвърто. За основа на изследването се приема показателят „емисионна стойност на дял“ за всеки инвестиционен фонд. Посоченото до известна степен е дискусивно, защото показателят „нетна стойност на активите на дял“, който е изчистен от влиянието на таксите и комисионните за емисия и обратно изкупуване е методологически по-коректен. Направеното допускане обаче не бива да буги съмнения по отношение точността на изследването. Методологията му предполага използването на доходности. Доходността по своята математическа дефиниция е относително изменение. Така при равни други условия относителното изменение на емисионната стойност на дял за вся-

ка анализирана колективна инвестиционна схема ще е максимално най-точното приближение на изменението на нетната стойност на активите на дял.

Пето. Статията се концентрира върху инвестиционни фондове, организирани от управляващи дружества, които са членове на Българската асоциация на управляващите дружества (БАУД). От друга страна, изследването се ограничава само до колективни инвестиционни схеми, които според своя проспект нямат за цел инвестирането единствено на чужди капиталови пазари. Това е наложено от факта, че палитрата на инвестиращите зад граница колективни инвестиционни схеми е нехомогенна и твърде разнородна, за да бъде подложена на съпоставим анализ, още повече че индексът SOFIX трудно може да бъде определен като фактор на тяхната доходност.

Шесто. Всеки инвестиционен фонд, който няма обявена емисионна стойност на дял към 16.02.2007 г., е изключван от обхвата на изследването. От обхвата на изследването са отстранени и колективни инвестиционни схеми като ИД Елана Еврофонд, които са прекратили своето съществуване по време на периода на изследването.

Седмо. В случай че за конкретен работен ден липсва емисионна стойност на дял, в изследването те са заместени от последното известно наблюдение преди този ден. При наличие на повече от една емисионна стойност на дял анализите използват тази, съответстваща на най-високата инвестирана сума.

2. Методология

Коефициентът на Треупор [24, 1965] е първият по рода си показател за оценка на относителното представяне на колективни-

те инвестиционни схеми. Логиката му почива върху разбирането, че важна е не постигнатата абсолютната доходност, а тази над безрисковата, при това съобразена с поетото ниво на риск. Тъй като един добре управляван и диверсифициран портфейл, според постановките на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), би притежавал риск, клонящ към систематичния, то като рисков измерител в своя коефициент Треупор приема коефициента бета на оценявания портфейл:

$$T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}, \quad (1)$$

където:

T е коефициентът на Треупор;

r_p – доходността на портфейла;

r_f – безрисковата доходност;

β_p – коефициентът бета на портфейла.

Sharpe [21, 1966] също предлага коефициент за относителна оценка на ефективността на портфейлния мениджмънт. За разлика от коефициента на Треупор, показателят на Sharpe използва като рисков измерител стандартното отклонение на доходността на портфейла. Това позволява в оценката да бъде включен и несистематичният риск, който коефициентът на Треупор пропуска:

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_{r_p}}, \quad (2)$$

където:

S е коефициентът на Sharpe;

σ_{r_p} – стандартното отклонение на доходността на портфейла.

Оценъчният коефициент (appraisal ratio) [25, 2003, р. 116] използва като входящи променливи част от резултатите при прилагането на модела на Jensen за оценка на портфейлното представяне. Предназначението му е да анализира допълнителна доходност, постигната при поемането на единица несистематичен риск. Ето защо оценъчният

коэффициент е пълна противоположност на коефициента на Трепнор, тъй като оценява портфейлни характеристики, които според Трепнор не съществуват:

$$A = \frac{\alpha}{\sigma_{\varepsilon}}, \quad (3)$$

където:

A е оценъчният коефициент;

α – коефициентът алфа от модела на Jensen;

σ_{ε} – стандартното отклонение на ε от модела на Jensen.

Информационният коефициент (information ratio) [16, 2007, р. 373] също анализира представянето на инвестиционните портфейли спрямо доходността на приет за еталон портфейл. Въпреки близката логика с оценъчния коефициент, информационният коефициент е принципно различен, защото използва като еталон не доходността според CAPM, а реално съществуващ портфейл (най-често индекс) в рамките на капиталовите пазари:

$$I = \frac{r_p - r_b}{\sigma_{r_p - r_b}}, \quad (4)$$

където:

I е информационният коефициент;

r_b – доходността на еталонния портфейл;

$\sigma_{r_p - r_b}$ – стандартното отклонение на разликите между доходността на анализирания портфейл и доходността на еталонния портфейл.

Sortino и Price [22, 1994] разработват коефициент за оценка на портфейлното изпълнение, който включва асиметричен рисков измерител – полустандартното отклонение под определена целева доходност. Това позволява по-точното отчитане на асиметричната природа на инвестиционния риск. Съществен недостатък на предложения от Sortino и Price измерител са практическите затруднения при определянето на целевата доходност:

$$\text{SortinoR} = \frac{r_p - \tau}{\sigma_{st}}, \quad (5)$$

където:

SortinoR е коефициентът на Sortino и Price;

τ – целевата доходност;

σ_{st} – полустандартното отклонение под целевата доходност τ .

Измерителят на Modigliani и Modigliani [19, 1997], популярен още като M^2 , се базира върху анализа на допълнителния риск, поет над риска на еталонния портфейл. В случай, че този допълнителен риск не е оправдан, то и представянето на портфейла ще е неефективно. Математическата спецификация на измерителя свидетелства, че той е близък родственик на коефициента на Sharpe, което означава, че при прилагането му би трябвало да се очакват сходни с неговите резултати:

$$M^2 = (r_p - r_f) \times \left(\frac{\sigma_{r_b}}{\sigma_{r_p}} \right), \quad (6)$$

където:

M^2 е коефициентът на Modigliani и Modigliani;

σ_{r_b} – стандартното отклонение на доходността на еталонния портфейл.

Kaplan и Knowels [18, 2004] обобщават коефициента на Sortino и Price, като го приспособяват за работа с долните частични моменти (Lower Partial Moments (LPM)). Това прави измерителя значително по-гъвкав. Проблемите при неговото използване обаче остават същите както и при коефициента на Sortino и Price:

$$\text{Карра} = \frac{r_p - \tau}{\sqrt[\alpha]{LPM_{\alpha, \tau}}}, \quad (7)$$

където:

Карра е коефициентът на Kaplan и Knowels;

$LPM_{\alpha, \tau}$ – долният частичен момент от порядък α и целева доходност τ .

Jorion [17, 2000, р. 407-430] заменя стандартното отклонение на възвръщаемостта в коефициента на Sharpe с измерителя „стойност под риск“ (Value at Risk (VaR)). Така Jorion включва още един асиметричен рисков измерител, притежаващ огромни методологически предимства в процеса на оценяване на инвестиционните портфейли. Недостатък на коефициента е относително дългата му изчислителна процедура, дължаща се на спецификата на калкулирането на VaR:

$$RVaR = \frac{r_p - r_f}{|VaR_{p, \alpha, t, t-T}|}, \quad (8)$$

където:

$RVaR$ е коефициентът „доходност/стойност под риск“;

$VaR_{p, \alpha, t, t-T}$ – стойността под риск при ниво на доверителност α и времеви хоризонт $T - t$ към момент t .

Моделът на Traynor и Mazuy [23, 1966] е първият по рода си количествен модел за оценка на портфейлното представяне. Той анализира способността на портфейлния мениджър да извлича доходност чрез прилагане на меркет тайминг. Моделът на Traynor и Mazuy използва инструментариума на нелинейния регресионен анализ. В него стойността и знакът на параметъра γ служат за оценка на способностите на портфейлните мениджъри да извличат допълнителна доходност чрез промяна на дяловете на различните активи в портфейла:

$$r_p - r_f = \alpha + \beta \times (r_m - r_f) + \gamma \times (r_m - r_f)^2 + \varepsilon_t, \quad (9)$$

където:

r_m е доходността на пазарния портфейл;

α , β и γ – параметрите на регресионното уравнение;

ε_t – случайното отклонение от зависимостта към момент t .

Моделът на Jensen [15, 1967], представен в уравнение (10), е количествен модел, който

оценява постигнатата доходност на инвестиционния портфейл спрямо еталона доходност при отчитане на безрисковата възвръщаемост в икономиката. В модела на Jensen роля на еталонна доходност има доходността на портфейла според CAPM. По този начин стойността на коефициента α в уравнение (10), според постановките на регресионния анализ, би могла да служи като измерител на ефективността на портфейлния мениджмънт:

$$r_p - r_f = \alpha + (r_m - r_f) \times \beta + \varepsilon_t, \quad (10)$$

където:

α , β са коефициентите на регресионното уравнение;

ε_t – случайното отклонение към момент t .

Моделът на Fama [12, 1972] оценява портфейлното представяне чрез декомпозиране на доходността на портфейла. За целта Fama калкулира първо равновесната доходност на портфейла според уравнение (11). Това позволява декомпозирането на портфейлната доходност чрез уравнение (12), чиято първа част представлява доходността от селекция на ценни книжа, а втората – доходността от поемането на систематичен риск:

$$r_i = r_f + \left[\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \right] \beta_p, \quad (11)$$

$$r_{pr} - r_f = (r_p - r_i) + (r_i - r_f), \quad (12)$$

където:

r_i е равновесната доходност на портфейла;

σ_m – стандартното отклонение на доходността на пазарния портфейл;

β_p – коефициентът бета на оценявания портфейл;

r_{pr} – действителната доходност на портфейла.

В конкретен план за изчисляване на пълната доходност на инвестиционните фондове за

периода на изследването се използва уравнение (13). При калкулиране на седмичната им възвръщаемост се прилага уравнение (14). Същият подход се използва и при калкулиране на пълната доходност и седмичната възвръщаемост на индекса SOFIX:

$$R = \frac{EVPS_T}{EVPS_s} - 1, \quad (13)$$

$$r_w = \frac{EVPS_{t+1}}{EVPS_t} - 1, \quad (14)$$

където:

R – реализираната доходност за целия изследван период;

r_w – w -тата седмична възвръщаемост;

$EVPS_T$ – емисионната стойност на дял W края на изследвания период;

$EVPS_s$ – емисионната стойност на дял W началото на периода на изследването;

$EVPS_{t+1}$ – емисионната стойност на дял W за текущата седмица;

$EVPS_t$ – емисионната стойност на дял W от предходна седмица.

Стандартното отклонение на седмичната възвръщаемост за всеки инвестиционен фонд и индекса SOFIX е калкулирано според уравнение (15), а привеждането му на съпоставима база с изчислената пълна доходност става посредством уравнение (16):

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{\sum_{w=1}^W (r_w - \bar{r})^2}{W - 1}}, \quad (15)$$

$$W\sigma_r = \sigma_r \times \sqrt{W}, \quad (16)$$

където:

σ_r – стандартното отклонение на седмичната доходност;

r_w – доходността, реализирана в седмица w ;

$\bar{r}$ – средната седмична доходност за периода на изследването;

W – броят седмици в рамките на изследвания период;

$W\sigma_r$ – стандартното отклонение на доходността за целия изследван период.

За привеждане на стойността на годишните лихвени проценти от индекса LEONIA към такива на седмична база е използвано уравнение (17), а за тяхното осредняване за изследван период – уравнение (18):

$$LEONIA_w = (1 + LEONIA_y)^{1/52} - 1, \quad (17)$$

$$\bar{rf} = \prod_{w=1}^W (1 + LEONIA_w) - 1, \quad (18)$$

където:

$LEONIA_w$ – стойността на индекса LEONIA на седмична база за текущия месец;

$LEONIA_y$ – стойността на индекса LEONIA за текущия месец, представена като годишен ефективен лихвен процент;

$\bar{rf}$ – средната норма на безрискова доходност за анализиран период.

Допълнително методологията на изследването включва следните моменти:

Първо. Полустандартното отклонение под целева стойност, използвано в коефициента на Sortino и Price, се калкулира според методологията на Markowitz, описана от Пл. Пътев и Н. Канарян [8, 2008, с. 1162].

Второ. Използваният LPM при калкулирането на коефициента на Kaplan и Knowels е от първи порядък, като се прилага методологията на Дж. Холст [1, 2006, с. 391-393].

Трето. За изчисляване на VaR се прилага параметричният подход, описан от Н. Канарян [6, 2003, с. 33], при 95 % доверителен интервал и времеви хоризонт, съответстващ на продължителността в седмици на периода на изследването.

3. Емпирични резултати

Първите емпирични оценки за ефективността на портфейлния мениджмънт на българските инвестиционни фондове дава таблица 1. Тя представя стойностите на коефициентите на Treynor и Sharpe, стойностите на оценъчния и информационния коефициент и коефициента M^2 . Общият преглед на двата най-използвани и традиционно популярни коефициента за оценка на портфейлното изпълнение – коефициентите на Treynor и Sharpe, показва наличието само на тринадесет отрицателни коефициента на Treynor и само десет негативни стойности за коефициента на Sharpe. При седемдесет и една анализирани колективни инвестиционни схеми това означава, че за периода на изследването техните инвеститори са получили предимно позитивни резултати с оглед поетия от тях инвестиционен риск.

Най-висока стойност на коефициента на Treynor в условията на възстановяващ се капиталов пазар притежава нискорисковият БенчМарк Фонд-6 Паричен, следван от Сентинел-Рapid, Райфайзен (България) Фонд Облигации и още шест инвестиционни фонда с нискорисков профил като ДСК Стандарт, Райфайзен (България) Фонд Паричен Пазар, ЦКБ Гарант, Ти Би Ай Евробонд, ОББ Платинум Облигации. Това обаче не бива да заблуждава, че според коефициента на Treynor систематично най-ефективни за периода са били нискорисковите колективни инвестиционни схеми. Напротив, тяхното представяне е разнопосочно, като фондът с най-ниски оценки отново е нискорисков – Астра Кеш. Нещо повече, групата на най-лошо представилите се фондове се допълва от Елана Фонд Паричен Пазар, Стандарт Инвестмънт Консервативен и Сомони Евростабилност. Не бива да се пропуска и фактът, че фондове като БКМ Балансиран Капитал, ЦКБ Лидер, Елана Долар Фонд, Ти Би Ай Комфорт и ПИБ-Гарант имат показатели, нареждащи ги

между фондове с балансиран и високодоходен профил. Допълнително анализът се затруднява и от факта, че постигнатите резултати не могат да разграничат значимо представянето на балансираните и високодоходните фондове. Балансирани фондове като Ти Би Ай Съкровище, КТБ Балансиран Фонд и Сентинел-Принципал определено изпреварват по-голямата част от високодоходните фондове, но посоченото предимство не е категорично. Основание за това дава представянето на високодоходни фондове като Статус Финанси, КТБ Фонд Акции, БенчМарк Фонд-4 Енергетика. Въпреки това високодоходни фондове като Капман Макс, Сомони Прогрес и Варчев Високодоходен се представят значително по-зле от голяма част от конкурентите си с балансиран профил. Лошите показатели на Варчев Балансиран фонд, КД Пеликан, Юг Маркет Оптимаум, Капман Капитал и Инвест Класик окончателно затрудняват генералните оценки за следкризисния период, базирани на коефициента на Treynor. Очевидно за голям брой от оценяваните фондове поетият систематичен риск не съответства на техния профил или не е в достатъчна степен оправдан от постигнатите резултати. Нещо повече, много вероятно е да става въпрос за наличие на твърде голям брой недобре диверсифицирани портфейли при различните инвестиционни фондове.

Според коефициента на Sharpe отново доминираща роля имат фондовете с консервативен рисков профил. Любопитен момент е, че с най-добри показатели са фондове, инвестиращи на паричния пазар, като БенчМарк Фонд-6 Паричен, Астра Кеш, Сентинел-Рapid, Райфайзен (България) Фонд Паричен Пазар и Елана Фонд Паричен Пазар. След тях се нареждат Райфайзен (България) Фонд Облигации, ДСК Стандарт и ЦКБ Гарант. Тук определено може да се каже, че нискорисковите фондове леко изтеглят своето представяне напред в сравнение със ситуацията при коефициента на Treynor. Това може да бъде обяснено с поетия

нисък общ риск и постигнатите сравнително добри резултати. Разнородната картина в подреждането на високодоходните и балансираните колективни инвестиционни схеми трудно може да служи като основа за категорични изводи. Тя вече загатва за наличие на твърде висок несистематичен компонент на риска дори при балансираните фондове. Като най-ефективни високодоходни фондове на база коефициента на Шарп могат да се посочат Статус Финанси и КТБ Фонд Акции, а от балансираните – КТБ Балансиран Фонд и Сентинел-Принсипал.

Резултатите за оценъния коефициент затвърждават добрите впечатления за нискорисковите инвестиционни фондове, при това отново с лек превес на тези, чийто фокус е паричният пазар. Предимството на нискорисковите фондове тук е повече от категорично изразено. То е в порядъка на стотици пъти. Очевидно при тях по-плавното и стабилно нарастване на нетната стойност на активите в следкризисния период води до по-висока ефективност на отношението между поетия допълнителен риск и постигнатата доходност. Значителният брой балансирани и особено високодоходни фондове, групирани в голните интервали на значенията на оценъния коефициент, и особено тези, които реализират отрицателни стойности на измерителя, косвено доказват тезата за наличието на неоправдан несистематичен риск при тяхното управление. Посоченото обаче може да бъде отнесено и към ефектите от слаболиквиден капиталов пазар като българския. С най-добри оценъчни отношения от нискорисковите фондове е БенчМарк Фонд-6 Паричен, от високодоходните – КТБ Фонд Акции, а от балансирани – Сентинел-Принсипал.

Информационният коефициент отрежда първенство на високодоходни фондове като Статус Финанси, КТБ Фонд Акции, ОББ Премиум

акции, БенчМарк Фонд-4 Енергетика, Стандарт Инвестмънт Високодоходен, Алфа Избрани акции и Адванс Инвест. Тази доминация се разваля единствено от резултатите на КТБ Балансиран Фонд и ЦКБ Актив. Фактът, че само Статус Финанси реализира позитивно разминаване с доходността на приетия за еталон индекс SOFIX обаче в огромна степен обезсмисля подобна класация и съпоставка. Негативните стойности на информационния коефициент за огромната част от анализираниите колективни инвестиционни схеми загатва за пасивност на техните мениджъри или невъзможност за адекватно реструктуриране на портфейлите им при позитивно пазарно движение. Констатациите водят и до очакването за преобладаващо негативни резултати за повечето фондове при прилагането на модела на Трапнор и Mazyu.

Анализът на резултатите за коефициента на Modigliani и Modigliani не води до добавяне на нови щрихи към вече изказаните при предходните коефициенти заключения. Пълното покриване на класирането на инвестиционните фондове според коефициента M^2 с класирането им, установено от коефициента на Шарп, показва, че двата коефициента са методологически сходни, като на практика коефициентът на Modigliani и Modigliani представлява стандартизиран с пазарния риск коефициент на Шарп. Така изборът за съвместното или самостоятелното им използване по-скоро е функция на субективната преценка на портфейлните мениджъри.

Таблица 2 съдържа резултатите от анализа на портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове за следкризисния период на база коефициентите, използващи асиметрични рискови измерители. Интересен факт тук е, че според методологията на изследването седмичната доходност на БенчМарк Фонд-6 Паричен и Астра Кеш не е спаднала под целевата доходност за периода 06.03.2009 –

Таблица 1. Стойности на коефициентите на Treynor и Sharpe, стойности на оценъчния и информационния коефициент и коефициента M^2

Инвестиционен фонд	Bug	Коефициент				
		Treynor	Sharpe	Оценъчен	Информационен	M^2
ДФ Алфа Индекс Имоти	B	-0,7048	-0,6007	-6,9549	-1,4657	-0,1805
ДФ Алфа Индекс Топ 20	B	0,2603	0,7506	-3,1480	-1,1517	0,2255
ДФ Алфа Избрани Акции	B	0,3753	0,8440	0,8604	-0,8037	0,2536
ДФ БенчМарк Фонд-1 Акции и облигации	B	0,6800	1,2740	13,0083	-1,0052	0,3828
ИД БенчМарк Фонд-2 Акции	B	0,0645	0,1694	-11,0101	-1,6337	0,0509
ДФ БенчМарк Фонд-3 Сектор Негв. имоти	B	-1,6945	-1,1867	-12,2414	-1,6658	-0,3566
ДФ БенчМарк Фонд-4 Енергетика	B	1,2509	1,3458	6,3824	-0,4887	0,4044
ДФ БенчМарк Фонд-6 Паричен	H	263,6673	29,1048	6542,1544	-0,8711	8,7462
ДФ БКМ Балансиран Капитал	H	0,3215	0,7700	-0,6473	-1,1612	0,2314
ДФ Варчев Балансиран Фонд	B	-0,6528	-1,0104	-28,0598	-1,5388	-0,3036
ДФ Варчев Високодоходен	B	-0,2029	-0,3941	-13,5014	-1,5818	-0,1184
ДФ ДСК Стандарт	H	17,3193	5,9380	530,9336	-0,9913	1,7844
ДФ ДСК Баланс	B	0,3910	1,1059	6,9729	-1,1471	0,3323
ДФ ДСК Имоти	B	-1,0046	-0,5108	-19,4960	-1,2513	-0,1535
ДФ ДСК Растеж	B	0,4185	1,1814	3,9215	-0,8967	0,3550
ДФ Елана Балансиран Евро	B	0,3519	0,9075	0,6721	-1,1403	0,2727
ДФ Елана Фонд Паричен Пазар	H	-47,7110	10,5188	1534,3689	-0,9626	3,1610
ДФ Елана Балансиран Доларов	B	0,3716	0,4446	0,7228	-1,0524	0,1336
ДФ Елана Долар Фонд	H	1,1447	-0,6044	-3,0282	-1,2568	-0,1816
ИД Елана Високодоходен	B	0,3393	0,9110	-0,0399	-1,0901	0,2738
ИД Златен Лев	B	0,2877	0,6777	-1,9458	-1,1953	0,2037
ИД Капман Капитал	B	0,0023	0,0057	-23,5153	-1,4618	0,0017
ДФ Капман Макс	B	-0,0640	-0,1606	-17,8791	-1,6824	-0,0483
ИД Адванс Инвест	B	0,5771	1,0263	3,8317	-0,8051	0,3084
ДФ КД Облигации България	H	15,8224	2,8076	169,6560	-1,0429	0,8437
ИД КД Пеликан	B	0,0148	0,0441	-58,1306	-1,5144	0,0132
ДФ КД Акции България	B	0,2301	0,6253	-4,8002	-1,3223	0,1879
ДФ ОББ Патримониум Земя	B	-1,3081	-1,2260	-86,9922	-1,2758	-0,3684
ДФ ОББ Платинум Облигации	H	2,3712	1,7444	57,5317	-1,0481	0,5242
ИД ОББ Балансиран Фонд	B	0,4337	1,1885	8,1715	-1,0822	0,3571
ДФ ОББ Премииум Акции	B	0,4901	1,4386	7,7847	-0,4803	0,4323
ДФ Стандарт Инвестмънт Балансиран	B	0,3792	0,9087	1,5910	-1,0736	0,2731
ДФ Стандарт Инвестмънт Високодоходен	B	0,4737	1,2648	5,1024	-0,7616	0,3801
ДФ Стандарт Инвестмънт Консервативен	H	-3,1732	0,6281	41,7052	-1,1401	0,1888

ДФ Статус Финанси	В	1,8893	3,3699	10,5383	1,8485	1,0127
ИД Ту Би Ай Евробонд	Н	14,3864	2,2783	80,7043	-0,9795	0,6847
ДФ Ту Би Ай Комфорт	Н	1,2518	1,9991	30,9635	-0,8706	0,6007
ДФ Ту Би Ай Хармония	Б	0,6375	1,5650	19,7626	-0,9583	0,4703
ДФ Ту Би Ай Динамик	В	0,4885	1,3055	6,8099	-0,8472	0,3923
ДФ Ту Би Ай Съкровище	Б	1,6269	2,2077	50,4432	-0,9353	0,6634
ДФ Юз Маркет Максимум	В	0,0207	0,0456	-16,5707	-1,3597	0,0137
ДФ Юз Маркет Оптимум	Б	0,0054	0,0110	-27,4245	-1,2692	0,0033
ДФ ЦКБ Гарант	Н	15,5334	4,5970	204,3246	-0,8694	1,3814
ДФ ЦКБ Актив	Б	0,9017	0,7543	3,2271	-0,7690	0,2267
ДФ ЦКБ Лидер	Н	0,6617	0,7147	2,6458	-0,8372	0,2148
ДФ Сентинел – Репиг	Н	90,2639	17,1265	4258,5870	-1,0713	5,1466
ДФ Сентинел – Принсипал	Б	0,9116	2,3092	67,9760	-0,9325	0,6939
ДФ ПИБ- Авангард	В	0,1796	0,5205	-21,2817	-1,3527	0,1564
ДФ ПИБ- Класик	Б	0,2746	0,7021	-9,0328	-1,2097	0,2110
ДФ ПИБ- Гарант	Н	1,4935	2,3048	86,6744	-1,0335	0,6926
ДФ Синергон Профит	В	0,2702	0,5078	-1,3611	-1,1810	0,1526
ДФ Синергон Престиж	Б	0,8460	1,8471	23,3604	-0,8426	0,5551
ДФ Райфайзен Фонд паричен пазар	Н	15,6605	10,7235	1432,6582	-0,9552	3,2225
ДФ Райфайзен Фонд облигации	Н	17,7086	6,1378	388,7310	-0,8967	1,8444
ДФ Райфайзен Балансиран Фонд	Б	0,3756	0,7937	2,7435	-1,1634	0,2385
ДФ Райфайзен Фонд	В	0,2116	0,5105	-5,3786	-1,2829	0,1534
ДФ Райфайзен Балансиран Доларов Фонд	Б	0,5017	0,5092	1,8499	-1,0279	0,1530
ДФ Сомони Евростабилност	Н	-1,7604	0,1764	2,0311	-0,9927	0,0530
ДФ Сомони Стратегия	Б	0,3211	0,3177	0,3158	-1,0926	0,0955
ДФ Сомони Прогрес	В	-0,1956	-0,3446	-15,3800	-1,4367	-0,1036
ДФ Реал Финанс Балансиран Фонд	Б	0,1311	0,2980	-5,8169	-1,3691	0,0895
ДФ Реал Финанс Високодоходен	В	0,1340	0,3123	-6,0344	-1,3806	0,0938
ДФ Актива Високодоходен	В	0,2909	0,8415	-3,3163	-1,2286	0,2529
ДФ Актива Балансиран	Б	0,0614	0,1817	-25,7945	-1,7650	0,0546
ДФ Инвест Класик	Б	-0,0612	-0,1120	-19,9583	-1,3076	-0,0337
ДФ Инвест Актив	В	0,0514	0,1235	-8,8559	-1,5385	0,0371
ДФ Астра Кеш	Н	-731,3045	19,1798	3793,8959	-0,9660	5,7636
ДФ Астра Баланс	Б	0,8343	2,0605	39,3214	-0,8838	0,6192
ДФ Астра Плюс	В	0,5701	1,5449	16,2534	-0,8944	0,4643
ДФ КТБ Балансиран Фонд	Б	1,4725	2,3551	23,1008	-0,5391	0,7077
ДФ КТБ Фонд Акции	В	1,3401	2,4361	21,3094	-0,3958	0,7321
Вид инвестиционен фонд: Н–нискорисков; Б–балансиран; В– високодоходен						

Източник: Изчисления на автора.

21.05.2010 г. Поради тази причина двата фонда получават максималните оценки според коефициентите Sortino и Карра. Забелязва се и голяма степен на сходство в класирането на оценяваните инвестиционни фондове според двата коефициента. Естествено налице са незначителни различия, които не променят факта, че и според двата коефициента най-ефективни от гледна точка на своя асиметричен риск са нискорисковите фондове. Отново на чело е БенчМарк Фонд-6 Паричен, Астра Кеш и Сентинел-Рапид. Изключително доброто представяне на Статус Финанси и КТБ Фонд Акции е нехарактерно за останалите високодоходни фондове. Що се отнася до балансираните фондове, Астра Баланс се нарежда на по-предни места, но голяма част от тях имат представяне под средното равнище. Допълнителният анализ на двата разглеждани коефициента показва, че подчертано най-неефективни по отношение на поетия асиметричен риск са фондовете, инвестиращи в дялове на акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), като ОББ Патримониум Земя, БенчМарк Фонд-3 Сектор Недвижими Имоти, ДСК Имоти и Алфа Индекс Имоти. Това е напълно очаквано и може да бъде свързано с все още стагниращия пазар на недвижима собственост в страната. Групата на лошо представящите се фондове според коефициентите Sortino и Карра се допълва малко изненадващо от Елана Долар Фонд и Варчев Балансиран Фонд. Ако при Елана Долар Фонд това отчасти е оправдано с оглед ефектите на валутния риск, то за Варчев Балансиран Фонд посоченото очевидно вече е свидетелство за недобър портфейлен мениджмънт през изследвания период.

Данните за коефициента на Jorion окончателно затвърждават неефективното представяне на фондовете за инвестиции в АДСИЦ от гледна точка на съпоставянето на техните резултати с асиметричния им риск. Тоест при тях освен общия риск е висока и вероятността за реализиране на бъдещи

загуби в относително висок размер. Традиционният лидер в подреждането за почти всички анализирани коефициенти – БенчМарк Фонд-6 Паричен, тук отстъпва своето първо място на Сентинел-Рапид, което означава, че неговият VaR е относително по-висок. Сериозен интерес буди и изкачването на трето място в класирането на Статус Финанси, което на практика разкъсва подреждането на нискорисковите инвестиционни фондове на върха. Това, съчетано с драстичния спад в представянето на КТБ Фонд Акции, го прави фаворит за най-добър високодоходен фонд, а и кандидат за един от най-добрите инвестиционни фондове за периода на изследването. От балансираните фондове най-добри показатели според методологията на Jorion имат Сентинел-Принципал и ДСК Баланс, а най-лоши – Варчев Балансиран Фонд и Инвест Класик. Представянето на останалите колективни инвестиционни схеми е твърде разпокъсано, тоест подобно на това при всички разглеждани дотук измерители на портфейлното изпълнение.

Таблица 3 представя резултатите от прилагането на количествените модели за оценка на портфейлното представяне. Показаните данни за модела на Траупог и Мазуи напълно се покриват с очакванията за негативно представяне на повечето инвестиционни фондове, породени от анализа на информационния коефициент. За изследвания период само осем колективни инвестиционни схеми реализират незначителни позитивни стойности на коефициента γ . При останалите шейсет и три фонда коефициентът, показващ способностите на портфейлните мениджъри да извличат по-висока доходност при възходящ пазар, а при спадащ – по-малки загуби, има отрицателни стойности. Нещо повече, измежду всички позитивни коефициенти γ няма нито един статистически значим при 95 % или 99 % доверителен интервал. От друга страна, деветнадесетте

Таблица 2. Стойности на коефициента на Sortino, коефициента Карра и коефициента на Jorion

Инвестиционен фонд	Bug	Коефициент		
		Sortino	Карра	Jorion
ДФ Алфа Индекс Имоти	B	-0,6286	0,1009	-0,6288
ДФ Алфа Индекс Топ 20	B	1,0380	-0,1660	0,8281
ДФ Алфа Избрани Акции	B	0,9951	-0,1698	1,3919
ДФ БенчМарк Фонд-1 Акции и облигации	B	1,5014	-0,2471	0,0580
ИД БенчМарк Фонд-2 Акции	B	0,1912	-0,0305	0,0129
ДФ БенчМарк Фонд-3 Сектор Недвижими имоти	B	-1,1111	0,1794	-0,1375
ДФ БенчМарк Фонд-4 Енергетика	B	1,3544	-0,2377	0,1023
ДФ БенчМарк Фонд-6 Паричен	H	MAX	MAX	1,5095
ДФ БКМ Балансиран Капитал	H	1,0791	-0,1666	0,0058
ДФ Варчев Балансиран Фонд	B	-0,8870	0,2024	-0,0078
ДФ Варчев Високодоходен	B	-0,3142	0,0559	-0,0025
ДФ ДСК Стандарт	H	5,4106	-0,7030	2,8148
ДФ ДСК Баланс	B	1,2569	-0,1854	0,6343
ДФ ДСК Имоти	B	-0,4776	0,1086	-0,4266
ДФ ДСК Растеж	B	1,3840	-0,2041	0,9683
ДФ Елана Балансиран Евро	B	1,0576	-0,1822	0,0056
ДФ Елана Фонд Паричен Пазар	H	6,5744	-0,9826	0,0538
ДФ Елана Балансиран Доларов	B	0,4550	-0,0761	0,0016
ДФ Елана Долар Фонд	H	-0,6100	0,1012	-0,0025
ИД Елана Високодоходен	B	1,0894	-0,1865	0,0066
ИД Златен Лев	B	0,8576	-0,1350	0,0892
ИД Капман Капитал	B	0,0074	-0,0012	0,0002
ДФ Капман Макс	B	-0,2027	0,0318	-0,0087
ИД Адванс Инвест	B	1,0314	-0,1636	0,4971
ДФ КД Облигации България	H	2,1472	-0,3409	0,0132
ИД КД Пеликан	B	0,0489	-0,0079	0,0019
ДФ КД Акции България	B	0,6769	-0,1154	0,5393
ДФ ОББ Патримониум Земя	B	-1,5716	0,2487	-0,0750
ДФ ОББ Платинум Облигации	H	1,8943	-0,3137	0,0957
ИД ОББ Балансиран Фонд	B	1,6048	-0,2422	0,0062
ДФ ОББ Премиум Акции	B	2,0237	-0,3010	0,1338
ДФ Стандарт Инвестмънт Балансиран	B	1,1043	-0,1806	0,0755
ДФ Стандарт Инвестмънт Високодоходен	B	1,5957	-0,2391	0,1227
ДФ Стандарт Инвестмънт Консервативен	H	0,3804	-0,0849	0,0367
ДФ Статус Финанси	B	4,3578	-0,6408	4,8145
ИД Ти Би Ай Евробонг	H	0,8560	-0,1706	0,0044

ДФ Ти Би Ай Комфорт	Н	2,2696	-0,4803	0,0933
ДФ Ти Би Ай Хармония	Б	1,9082	-0,3063	0,0807
ДФ Ти Би Ай Динамик	В	1,6651	-0,2623	0,0983
ДФ Ти Би Ай Съкровище	Б	3,1350	-0,5377	0,0664
ДФ Юг Маркет Максимум	В	0,0455	-0,0075	0,0238
ДФ Юг Маркет Оптимум	Б	0,0098	-0,0017	0,0065
ДФ ЦКБ Гарант	Н	3,9882	-0,7566	0,2498
ДФ ЦКБ Актив	Б	1,2678	-0,2453	0,0589
ДФ ЦКБ Лигер	Н	1,1116	-0,2031	0,0677
ДФ Сентинел – Rapud	Н	14,8287	-1,4802	8,9375
ДФ Сентинел – Принципал	Б	2,9643	-0,4473	1,3882
ДФ ПИБ- Авангард	В	0,5319	-0,0905	0,6277
ДФ ПИБ- Класик	Б	0,7223	-0,1286	0,5842
ДФ ПИБ- Гарант	Н	2,5685	-0,7343	1,4261
ДФ Синергон Профит	В	0,6207	-0,1157	0,0488
ДФ Синергон Престиж	Б	2,9011	-0,4998	0,1846
ДФ Райфайзен Фонд паричен пазар	Н	7,7137	-0,9455	5,2588
ДФ Райфайзен Фонд облигации	Н	7,5445	-1,3004	2,9467
ДФ Райфайзен Балансиран Фонд	Б	0,9562	-0,1487	0,5603
ДФ Райфайзен Фонд	В	0,6601	-0,1061	0,4798
ДФ Райфайзен Балансиран Доларов Фонд	Б	0,5438	-0,0826	0,2661
ДФ Сомони Евростабилност	Н	0,2027	-0,0921	0,1149
ДФ Сомони Стратегия	Б	0,4223	-0,1066	0,2666
ДФ Сомони Прогрес	В	-0,3841	0,0776	-0,7776
ДФ Реал Финанс Балансиран Фонд	Б	0,4330	-0,0694	0,2582
ДФ Реал Финанс Високодоходен	В	0,4500	-0,0723	0,2869
ДФ Актива Високодоходен	В	1,1556	-0,1959	0,2227
ДФ Актива Балансиран	Б	0,2260	-0,0346	0,0407
ДФ Инвест Класик	Б	-0,1090	0,0212	-0,0809
ДФ Инвест Актив	В	0,1361	-0,0245	0,1859
ДФ Астра Кеш	Н	MAX	MAX	1,0564
ДФ Астра Баланс	Б	3,5827	-0,5913	0,1175
ДФ Астра Плюс	В	2,3165	-0,3597	0,0959
ДФ КТБ Балансиран Фонд	Б	3,4596	-0,5555	0,0018
ДФ КТБ Фонд Акции	В	3,7565	-0,5809	0,0021
Вид инвестиционен фонд: Н–нискорисков; Б–балансиран; В– високодоходен				

Източник: Изчисления на автора.

статистически значими коефициента са отрицателни, при това някои с изключително

ниска стойност от порядъка под -1. Всички тези факти са категорично доказателство

за липсата на маркет тайминг стратегии в рамките на анализирания инвестиционни фондове за периода 06.03.2009-21.05.2010 г. или най-малкото за проведени неуспешни такива. Най-негативна е ситуацията при високодоходните фондове. Основание за това заключение дава фактът, че от двадесетте най-ниски коефициента γ , шестнадесет са на високодоходни фондове, при това десет от тях са и статистически значими. Най-лоши са маркет тайминговите характеристики на БенчМарк Фонд-4 Енергетика. След него се нареждат последователно КД Акции България, Инвест Актив, Статус Финанси, Варчев Високодоходен, БенчМарк Фонд-2 Акции и Синергон Профит. Незадоволителният резултат на Статус Финанси и негативният му коефициент γ , въпреки липсата на доказателства за неговата статистическа значимост, предполага, че по-голямата част от високата доходност на фонда за периода на изследването се дължи на удачната селекция на инвестиционните носители, включени в неговия портфейл, а не на неговото реструктуриране според пазарните условия. Ясно се забелязва още нещо. С изключение на ЦКБ Лидер и БКМ Балансиран Капитал, всички нискорискови колективни инвестиционни се концентрират в челото на подреждането, при това с позитивни или незначително отрицателни коефициенти γ . Това е представяне, което конкурентите им с балансиран профил не могат да постигнат въпреки лидерството по този показател на Райфайзен (България) Балансиран доларов фонд.

Резултатите от прилагането на модела на Jensen показват, че двадесет и девет фонда реализират негативни стойности на своите алфа коефициенти, като преобладаващо те са високодоходни (седемнадесет) и балансирани (десет). На другия полюс с позитивен коефициент алфа са четиригесет и девет колективни инвестиционни схеми. Въпреки разнопосочните сигнали съсредоточаването

на статистически значимите коефициенти при фондовете, реализирали позитивен коефициент алфа, показва, че инвестиционната политика на повечето фондове се е нагодила към новите реалности на капиталовия пазар в България и е успяла да надвиши еталонната си доходност според CAPM. Това е позитивен атестат за портфейлния мениджмънт на повечето български колективни инвестиционни схеми. На свой ред фактът, че основната част от статистически значимите позитивни коефициенти алфа са на фондове с нискорисков профил, показва, че именно те са успели да го направят най-ефективно. Най-висок, при това статистически значим при доверителен интервал 95 %, коефициент α има Статус Финанси. След него се нареждат КТБ Фонд Акции и БенчМарк Фонд-4 Енергетика, но техните коефициенти са статистически значими при много нисък доверителен интервал. Впечатление правят и значимите при доверителен интервал 99 % коефициенти алфа на нискорисковите БенчМарк Фонд-6 Парижен, ЦКБ Гарант и Райфайзен (България) Фонд Облигации. На последните места с най-отрицателни стойности на коефициента алфа от модела на Jensen се нареждат Капман Макс, Варчев Високодоходен, Актива Балансиран и най-лошо представилият се на фона на своята равновесна доходност според CAPM – БенчМарк Фонд-3 Сектор Невъвжжими Имоти.

Резултатите от модела на Fama могат да бъдат обобщени в следните два основни извода:

Първо. Позитивна доходност от селекция, но в минимален размер имат предимно нискорисковите инвестиционни фондове. Единственото изключение е Статус Финанси. Неговата доходност от селекция в размер на 31,92 % го прави първи в подреждането по този компонент от модела на Fama. Това напълно подкрепя резултатите за предста-

Таблица 3. Резултати от прилагането на модела на Jensen, модела на Traynor и Мазуи и модела на Fama

Фонд	Bug	Модел на Traynor и Mazyu		Модел на Jensen		Модел на Fama	
		γ	p-value γ	α	p-value α	Доходност от селек-ция	Доходност от риск
ДФ Алфа Индекс Имоти	В	-1,70860*	0,02217	-0,00171	0,39842	-20,4037 %	12,7903 %
ДФ Алфа Индекс Top 20	В	0,32038	0,67037	-0,00075	0,70550	-64,5458 %	82,7312 %
ДФ Алфа Избрани Акции	В	-0,90969	0,34475	0,00034	0,89451	-38,2906 %	56,0603 %
ДФ БенчМарк Фонд-1 Акции и облигации	Б	-0,60188	0,07965	0,00067	0,47145	-6,3843 %	14,9963 %
ИД БенчМарк Фонд-2 Акции	В	-1,33877*	0,02173	-0,00166	0,29718	-45,8203 %	48,4596 %
ДФ БенчМарк Фонд-3 Сектор Недвижими имоти	Б	-1,08106	0,13647	-0,00278	0,15603	-24,2367 %	9,9696 %
ДФ БенчМарк Фонд-4 Енергетика	В	-2,43792**	0,00719	0,00236	0,34308	1,1413 %	20,2237 %
ДФ БенчМарк Фонд-6 Паричен	Н	-0,00756	0,74108	0,00145**	0,00000	9,3710 %	0,0423 %
ДФ БКМ Балансиран Капитал	Н	-0,85850	0,05974	-0,00006	0,96189	-22,0999 %	30,3350 %
ДФ Варчев Балансиран Фонд	Б	-1,02943**	0,00431	-0,00165	0,09874	-19,2249 %	12,3925 %
ДФ Варчев Високодоходен	В	-1,62885**	0,00248	-0,00179	0,23112	-29,7716 %	25,4165 %
ДФ ДСК Стандарт	Н	-0,03698	0,56083	0,00091**	0,00000	5,4761 %	0,4019 %
ДФ ДСК Баланс	Б	-0,43231*	0,03787	0,00013	0,81364	-14,4746 %	21,6095 %
ДФ ДСК Имоти	В	-0,21653	0,27224	-0,00032	0,53837	-3,5312 %	1,9104 %
ДФ ДСК Растеж	В	-1,06650*	0,04080	0,00047	0,74011	-34,7935 %	53,8087 %
ДФ Елана Балансиран Евро	Б	-0,48843	0,22509	0,00005	0,96537	-22,0838 %	31,4231 %
ДФ Елана Фонд Паричен Пазар	Н	0,01497	0,70911	0,00105**	0,00000	6,7735 %	-0,1640 %
ДФ Елана Балансиран Доларов	Б	0,28171	0,71788	0,00019	0,92835	-13,0046 %	18,9526 %
ДФ Елана Долар Фонд	Н	0,47477	0,52689	-0,00072	0,71681	0,2529 %	-7,6010 %
ИД Елана Високодоходен	В	-0,82625	0,13682	-0,00001	0,99716	-34,5623 %	48,4439 %
ИД Златен Лев	Б	-0,56002	0,22754	-0,00018	0,88481	-22,4245 %	29,6205 %
ИД Капман Капитал	Б	-0,00399	0,99041	-0,00109	0,21661	-24,9040 %	24,9516 %
ДФ Капман Макс	В	-0,02225	0,96451	-0,00189	0,15748	-38,3234 %	36,3593 %
ИД Адванс Инвест	В	-1,04269	0,17538	0,00097	0,63594	-15,8904 %	30,9967 %
ДФ КД Облигации България	Н	-0,08436	0,38264	0,00067*	0,01073	3,9683 %	0,3210 %
ИД КД Пеликан	Б	-0,69177**	0,00097	-0,00118*	0,04541	-27,4330 %	27,7801 %
ДФ КД Акции България	В	-1,84004**	0,00093	-0,00069	0,65625	-41,9199 %	52,0330 %
ДФ ОББ Патримониум Земя	В	-0,25816*	0,01339	-0,00042	0,14087	-4,1517 %	1,9725 %
ДФ ОББ Платинум Облигации	Н	-0,16642	0,29863	0,00063	0,14363	2,2921 %	2,2864 %
ИД ОББ Балансиран Фонд	Б	-0,27534	0,35720	0,00031	0,69593	-17,4668 %	27,5605 %

ДФ ОББ Премиум Акции	В	-0,35412	0,53428	0,00107	0,47957	-39,6358 %	67,6243 %
ДФ Стандарт Ин-Вестмънт Балансиран	Б	-0,27738	0,59288	0,00018	0,89517	-23,2135 %	34,1509 %
ДФ Стандарт Ин-Вестмънт Високодоходен	В	-0,57298	0,34415	0,00080	0,62118	-31,0440 %	51,7473 %
ДФ Стандарт Ин-Вестмънт Консервативен	Н	-0,00289	0,97943	0,00022	0,45678	1,5634 %	-0,4249 %
ДФ Статус Финанси	В	-1,70993	0,19644	0,00791*	0,02815	31,9165 %	53,5931 %
ИД Ти Би Ай Евробонд	Н	-0,11285	0,49861	0,00095*	0,03483	5,6495 %	0,5067 %
ДФ Ти Би Ай Комфорт	Н	-0,17390	0,57460	0,00126	0,12926	0,6171 %	10,7934 %
ДФ Ти Би Ай Хармония	Б	-0,17584	0,56761	0,00079	0,33354	-9,8721 %	21,3843 %
ДФ Ти Би Ай Динамик	В	-0,35983	0,48272	0,00076	0,57746	-25,7642 %	43,8588 %
ДФ Ти Би Ай Съкровище	Б	-0,19308	0,38761	0,00107	0,07516	2,3888 %	6,3878 %
ДФ Юг Маркет Максимум	В	-1,02869**	0,00104	-0,00075	0,38732	-18,0373 %	18,3583 %
ДФ Юг Маркет Оптимум	Б	-0,44885**	0,00987	-0,00037	0,43511	-8,6022 %	8,6418 %
ДФ ЦКБ Гарант	Н	-0,10715	0,40559	0,00144**	0,00008	8,8268 %	0,7284 %
ДФ ЦКБ Актив	Б	-0,35547	0,71619	0,00130	0,61505	-3,8348 %	16,0765 %
ДФ ЦКБ Лидер	Н	-0,62634	0,49896	0,00096	0,69555	-8,8913 %	20,1536 %
ДФ Сентинел – Rapid	Н	-0,01371	0,43119	0,00055**	0,00000	3,3563 %	0,0446 %
ДФ Сентинел – Принципал	Б	-0,62148**	0,00045	0,00100*	0,04663	-3,1964 %	13,8865 %
ДФ ПИБ- Авангард	В	-0,84326**	0,00064	-0,00061	0,38001	-24,7090 %	29,1267 %
ДФ ПИБ- Класик	Б	-0,34834*	0,02668	-0,00010	0,81722	-9,4093 %	12,2501 %
ДФ ПИБ- Гарант	Н	0,06483	0,63455	0,00068	0,06295	1,1618 %	4,4464 %
ДФ Синергон Профит	В	-1,21110*	0,02038	-0,00016	0,90770	-17,8806 %	23,1672 %
ДФ Синергон Престиж	Б	-0,92726**	0,00655	0,00122	0,19308	-5,5495 %	19,4352 %
ДФ Райфайзен Фонд нари-чен пазар	Н	-0,00362	0,93145	0,00107**	0,00000	6,4714 %	0,5293 %
ДФ Райфайзен Фонд обли-гации	Н	-0,04294	0,63249	0,00133**	0,00000	8,1554 %	0,5844 %
ДФ Райфайзен Балансиран Фонд	Б	-0,31607	0,19898	0,00007	0,91367	-8,7968 %	12,8826 %
ДФ Райфайзен Фонд	В	-0,77458	0,08928	-0,00048	0,69245	-25,2059 %	30,6915 %
ДФ Райфайзен Балансиран Доларов Фонд	Б	0,69823	0,32061	0,00039	0,83506	-8,2112 %	14,2472 %
ДФ Сомони Евростабил-ност	Н	0,67132	0,43050	0,00063	0,78221	4,0470 %	-1,6275 %
ДФ Сомони Стратегия	Б	0,39718	0,59403	0,00007	0,97003	-10,7170 %	14,7045 %
ДФ Сомони Прогрес	В	-0,26611	0,52819	-0,00116	0,30219	-19,4698 %	16,7100 %
ДФ Реал Финанс Баланси-ран Фонд	Б	-0,48242	0,42779	-0,00091	0,57204	-32,1272 %	36,1264 %
ДФ Реал Финанс Високо-доходен	В	-0,53443	0,37844	-0,00094	0,55858	-33,5349 %	37,8144 %
ДФ Актива Високодоходен	В	-0,54259	0,27435	-0,00035	0,79197	-41,9997 %	55,6755 %
ДФ Актива Балансиран	Б	-0,47397	0,23222	-0,00174	0,10445	-46,5779 %	49,1255 %
ДФ Инвест Класик	Б	-0,67098**	0,00697	-0,00055	0,41574	-11,2903 %	10,7358 %
ДФ Инвест Актив	В	-1,79610**	0,00308	-0,00148	0,37543	-39,8282 %	41,6343 %
ДФ Астра Кеш	Н	-0,00853	0,73632	0,00103**	0,00000	6,5618 %	-0,0106 %
ДФ Астра Баланс	Б	-0,04553	0,86043	0,00111	0,10823	-5,3681 %	18,1697 %
ДФ Астра Плюс	В	-0,19819	0,57658	0,00087	0,35868	-16,4100 %	31,6439 %

ДФ КТБ Балансиран Фонд	Б	-0,66868	0,16801	0,00233	0,07550	4,1265 %	16,9465 %
ДФ КТБ Фонд Акции	В	-0,71226	0,18624	0,00265	0,06888	2,9497 %	22,3901 %

*- показва значимост при доверителен интервал 95 %

** - показва значимост при доверителен интервал 99 %

Вид инвестиционен фонд: Н – нискорисков; Б – балансиран; В – високодоходен

Източник: Изчисления на автора.

Вянето на фонда според информационния коефициент, модела на Jensen и модела на Траупор и Мазуи. Между балансираните фондове единствено КТБ Балансиран Фонд и Ти Би Ай Съкровище реализират позитивна доходност от селекция, като останалите се намират в средата на таблицата по този критерий. От своя страна, последните позиции в подреждането заемат предимно високодоходните фондове. Това е твърде нелогичен факт, защото при тях източникът на доходност са именно правилно подобрите дялови ценни книжа. Това обаче не бива да ни учудва. Напротив, посоченото само добавя финални щрихи към заключението, че в рамките на българския капиталов пазар в момента няма подходящи условия за дялови инвестиции. Нещо повече, вероятно са налице и доста голям брой емисии обикновени акции, които са неправилно оценени от пазара. За финал, като най-лошо за разглеждания компонент на портфейлната доходност може да бъде определено представянето на високодоходния Алфа Индекс Топ 20.

Второ. Повечето фондове реализират позитивна доходност от поемането на риск. Изключение правят само Астра Кеш, Елана Фонд Парижен пазар, Стандарт Инвестмънт Консервативен, Сомони Евростабилност и Елана Долар Фонд, при които тя е отрицателна, макар и в минимален размер. Отново се наблюдава висока степен на хомогенност на резултатите според рисково-доходния профил на колективните инвестиционни схеми. Най-голяма доходност от поемането на риск определено имат високодоходните фондове.

Лидер с над 82 % е Алфа Индекс Топ 20, като следващите ОББ Премиум Акции и Алфа Избрани Акции реализират съответно над 67 % и 56 % доходност от поемането на риск. Сходно е положението със следващите ги в класирането Актива Високодоходен, ДСК Растеж, Статус Финанси, КД Акции България и Стандарт Инвестмънт Високодоходен. За някои от тези фондове това може да създаде лъжлива представа за ефективността на техния портфейлен мениджмънт, защото високите им резултати за втория компонент от модела на Фاما на практика компенсират отрицателната им доходност от селекция. На този фон отново изпъкват характеристиките на Статус Финанси. Що се отнася до групите колективни инвестиционни схеми, може да бъде отбелязано, че средната по размер доходност от селекция реализират предимно балансираните инвестиционни фондове. Най-добър по този показател е Актива Балансиран, а най-лоши са резултатите на Ти Би Ай Съкровище. Нискорисковите инвестиционни фондове определено реализират и най-ниската доходност от поемането на систематичен риск, като най-негативно е представянето на Елана Долар Фонд, Сомони Евростабилност и Стандарт Инвестмънт Консервативен.

4. Изводи и насоки за продължаване на работата по темата на статията

Настоящата статия представи оценка на портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове.

гарските инвестиционни фондове в условията на следкризисен за развитието на българския капиталов пазар период. На изследване бяха подложени общо седемдесет и една колективни инвестиционни схеми, от които двадесет и шест балансирани, двадесет и седем високодоходни и осемнадесет нискорискови. Получените емпирични резултати дават основата за обобщаване на изводите от изследването. Те могат да бъдат формулирани, както следва:

Първо. Налице са сигнали, че в момента на българския капиталов пазар няма подходящи условия за инвестиции в традиционно високодоходни финансови инструменти като обикновените акции. Нещо повече, съществуват косвени доказателства за наличието на относително висок брой емисии обикновени акции, които са неправилно оценени от пазара.

Второ. Липсата на ясно разграничение между представянето на високодоходните и балансираните фондове означава, че за изследвания период някои балансирани фондове са имали поведение на високодоходни и/или високодоходни фондове са имали характеристики по-скоро на балансирани такива. Посоченото е явно доказателство, че някои от колективните инвестиционни схеми с високодоходен и балансиран профил се отклоняват значимо от изпълнението на своите инвестиционни цели, което пък е непряко доказателство за неефективност на техния портфейлен мениджмънт. Заключение то обаче не бива да бъде третирано еднозначно, поради лошата ликвидност на българския капиталов пазар и липсата на адекватни възможности за диверсифициране или реструктуриране на инвестиционните портфейли, които той представя.

Трето. Доминиращите инвестиционни фондове за периода след кризата са тези с нискорисков инвестиционен профил. От друга страна, най-неефективните инвестиции в

колективни инвестиционни схеми за следкризисния период са тези във фондовете, инвестиращи в дялове на акционерни дружества със специална инвестиционна цел.

Четвърто. С оглед общото представяне на всички анализирани високодоходни инвестиционни фондове може да се каже, че най-успешният между тях за анализирания период безспорно е Статус Финанси, следван от КТБ Фонд Акции, Астра Плюс и ОББ Премиум Акции. Много плътно до тази първа група се нареждат Ти Би Ай Динамик и Стандарт Инвестмънт Високодоходен. Най-лошо представил се в изследването фонд в акции е Алфа Индекс Имоти. От друга страна, Варчев Високодоходен, ОББ Патримониум Земя, Сомони Прогрес и Капман Макс също имат много незадоволително общо представяне на фона на своите конкуренти с високодоходен профил.

Пето. Като балансиран фонд с най-добри характеристики за периода 06.03.2009-21.05.2010 г. може да бъде посочен Астра Баланс. Челното подреждане се допълва от силно изравнените като общо представяне Сентинел-Принципал, КТБ Балансиран Фонд и Ти Би Ай Съкровище. На другия полюс – при най-лошо представилите се балансирани фондове, могат да бъдат наредени Инвест Класик, Варчев Балансиран Фонд и КД Пеликан.

Шесто. Колективната инвестиционна схема с нискорисков профил, която има най-ефективен портфейлен мениджмънт по време на следкризисния период, е БенчМарк Фонд-б Парижен, следван много плътно от Райфайзен (България) Фонд Парижен Пазар и Райфайзен (България) Фонд Облигации. В същото време портфейлният мениджмънт при Елана Долар Фонд получава най-лоша комплексна оценка от всички нискорискови фондове. Групата на лошо представилите се нискорискови фондове се допълва от БКМ Балансиран Капитал и Стандарт Инвестмънт Консервативен.

Седмо. Въпреки по-незадоволителните си резултати според информационния коефициент, коефициента на Modigliani и Modigliani, коефициента на Jorion, модела на Jensen и модела Траупор и Мазу, като инвестиционен фонд с най-добър портфейлен мениджмънт за периода 06.03.2009 – 21.05.2010 г. категорично може да бъде посочен БенчМарк Фонд-6 Парижен. След него, но на голяма дистанция, се нарежда Статус Финанси, следван от Райфайзен (България) Фонд Парижен Пазар и Райфайзен (България) Фонд Облигации.

Осмо. Като инвестиционен фонд с най-не-ефективен мениджмънт и най-лоши резултати може да бъде посочен БенчМарк Фонд-3 Сектор Недвижими Имоти, следван в класирането от малко по-доброто общо представяне на Варчев Балансиран Фонд, Алфа Индекс Имоти и Варчев Високодоходен.

Девето. Относително най-ефективен портфейлен мениджмънт за изследвания период – на основата на общото подреждане на всичките си инвестиционни фондове, реализират Ти Би Ай Асет Мениджмънт, Райфайзен Асет Мениджмънт и БенчМарк Асет Мениджмънт. След тях се нарежда Елана Фонд Мениджмънт. На обратния полюс са Болкан Капитал Мениджмънт, Варчев Мениджинг Компани и Златен Лев Капитал, чийто портфейлен мениджмънт за периода 06.03.2009 – 21.05.2010 г. очевидно е далеч от желаното качество.

Десето. При съобразяване на представянето на управляващите дружества с броя организирани от тях фондове като такива с добър портфейлен мениджмънт изпълват Статус Капитал, КТБ Асет Мениджмънт, Аспра Асет Мениджмънт и на много малка дистанция от тях Карол Капитал Мениджмънт. Незадоволителни резултати въз основа на средния резултат на всички управлявани от тях фондове показват отново Болкан Капитал

Мениджмънт и Варчев Мениджинг Компани, както и Инвест фонд Мениджмънт.

Единадесето. Налице са сигнали, че инвестиционната политика в преобладаващото число колективни инвестиционни схеми и управляващи дружества е различна. Това е изключително позитивен факт, защото той създава възможности за мениджърска диверсификация на инвестициите и оптимална защита от инвестиционния риск. Нещо повече, това е съществена предпоставка за възникване и развитие у нас на популярните в страните с развит капиталов пазар фондове, инвестиращи в дялове на в групи колективни инвестиционни схеми.

Разбира се, статията не изчерпва проблемите за изследването на портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове в следкризисния период. Поради ограничителните условия на изследването фондовете, инвестиращи в чужбина, останаха извън неговия обхват. Във връзка с това, като основна насока за продължаване на изследванията по темата за оценка на портфейлния мениджмънт на българските колективни инвестиционни схеми, се определя изследването на портфейлното изпълнение на инвестиционните фондове, инвестиращи в чужбина. Другото направление за бъдещи проучвания е изследването на портфейлното представяне чрез използване на измерители, за които към момента на провеждане на изследването не съществува достатъчно подходяща и общодостъпна информация за тяхното прилагане като тези на Foster и Stutzer [13, 2003], Grinblatt и Titman [14, 1993], Brinson, Hood и Beebower [10, 1986] и др. Третото основно направление е изследването на възможностите за съставяне на портфейли от дялове на инвестиционни фондове, като по този начин се анализират възможностите и вероятните позитивни страни от конструирането на фондове от фондове в рамките на българския капиталов пазар.

Литература

1. Адамов, В., Дж. Холст, А. Захариев, Финансов анализ, В. Търново, Абагар, 2006.
2. Адамов, В., Пл. Пътев, С. Проданов, А. Захариев, Инвестиции, В. Търново, Абагар, 1999.
3. Атанасов, П., Автореферат на дисертационен труд на тема „Взаимни фондове, структура и приложения (измерване на доходността от управление на взаимни фондове в акции, базирани върху неразвити пазари с ограничена ликвидност)“, София, 2010.
4. Йорданов, Й., Инвестиционни фондове – структура, мениджмънт, оценка, Варна, 2002.
5. Йорданов, Й., Финансови инвестиции, Варна, Лотос 23, 2001.
6. Канарян, Н., Моделиране и прогнозиране риска на българския капиталов пазар, Банки, Инвестиции, Пари, 09/2003.
7. Орешарски, Пл., Инвестиции: Анализ и управление на инвестиционни портфейли, ЕА, Плевен, 2009.
8. Пътев, Пл., Н. Канарян, Управление на портфейла, В. Търново, Абагар, 2008.
9. Bodie, Z., A. Kane, A. J. Marcus, Investments, McGraw-Hill, 2001.
10. Brinson, G., L. Hood, G. Beebower, Determinants of Portfolio Performance, Financial Analysts Journal, July-August, 1986, p. 39-44.
11. Elton, E. J., M. J. Gruber, S. J. Brown, W. N. Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons, 2009.
12. Fama, E., Components of Investment Performance, Journal of Finance, June 1972, pp. 551-567.
13. Foster, F. D., M. Stutzer, Performance and risk aversion of funds with benchmarks: A large deviations approach, University of Otago Working paper, 2003.
14. Grinblatt, M., S. Titman, Performance Measures without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Performance, Journal of Business, Vol. 66, 1993, p. 47-68.
15. Jensen, M., The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, Journal of Finance, 23, 1967, p. 389-416.
16. Jorion, P., Financial Risk Manager Handbook, John Wiley and Sons, 2007.
17. Jorion, P., Value at Risk: The Benchmark for Controlling Market Risk, McGraw-Hill Professional, 2000.
18. Kaplan, P. D., J. A. Knowels, Kappa: A Generalized Downside Risk-Adjusted Performance Measure. Journal of Performance Measurement, 8, 2004, p. 42-54.
19. Modigliani, F., L. Modigliani, Risk-Adjusted Performance, Journal of Portfolio Management, Vol. 23, No. 2, 1997, p. 45-54.
20. Reilly, F. K., K. C. Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, South-Western College Publishing, 2002.
21. Sharpe, W. F., Mutual Fund Performance. Journal of Business, 39, 1966, p. 119-13.
22. Sortino, F., L. Price., Performance Measurement in a Downside Risk Framework, The Journal of Investing, Fall, 1994. p. 59-65.
23. Treynor, J., K. Mazuy, Can Mutual Funds Outguess the Market, Harvard Business Review, 43, July-August, 1966.
24. Treynor, J., How to Rate Management of Investment Funds, Harvard Business Review, 43, 1965, p. 63-75.
25. Warwick, B., The Handbook of Risk, John Wiley and Sons, 2003. **ИА**