

# EIC Fund Ratings 2014: inovativní přístup

**EIC Fund Ratings přináší na trh zajímavé hodnocení českých podílových fondů. Na rozdíl od světové konkurence je rating daleko komplexnější a využitelný v praxi. To lze jedině uvítat.**

Ratingy fondů sice na finančních trzích nehrají ani zdaleka tak klíčovou roli, jako třeba ratingy dluhopisů, nicméně jejich obliba je poměrně značná. Ostatně není se čemu divit. Pro investora není nic lepšího (snazšího), než se podívat na jeden ukazatel (vetešinou počet hvězdiček) a poznat, jestli je uvažovaný podílový fond dobrý nebo špatný.

Takhle jednoduché to ale samozřejmě není. Jen pro představu, minimálně v Evropě jsou asi nejslavnějším ratingem fondů hvězdičky od Morningstar. Jenže to, že je tento rating oblíbený, neznamená, že je bez problémů. Pokud by někdo nevěděl, tak Morningstar přiděluje fondům 1 až 5 hvězdiček. Problém je ale už třeba jen v tom, že je přesně dáno, kolik fondů musí dostat ten či onen počet hvězdiček. Pro danou kategorii např. vždy platí, že 10 % fondů dostane nejlepší hodnocení, tedy 5 hvězdiček, 35 % fondů tři hvězdičky a 10 % hvězdičku jednu. Když tedy budu mít např. kategorii o 100 fondech, pak 10 z nich bude mít 5 hvězdiček. Ne víc, ne méně. Ano, tyto fondy jsou z dané kategorie nejlepší, ale znamená to, že jsou dobré? Mohou být nic moc, jen prostě lepší než ty ostatní.

Mezi fondy mohou být navíc jen minimální rozdíly a přesto se mohou lišit v počtu hvězdiček. Nejde o to, že by fond musel dosáhnout nějaké hodnoty, aby mu mohl být přiřazen ten či onen počet hvězdiček, prostě se fondy seřadí a hvězdičky se přidělí. Obdobný problém má pak i další slavný rating od společnosti Lipper.

Některé studie navíc ukazují, že např. jen cca 35 % fondů s 5 hvězdičkami od Morningstar porazí svůj benchmark. U fondů s jednou hvězdičkou porazí svůj benchmark asi 31 % fondů. To moc velký rozdíl není.

Otázka je také v tom, jestli je rizikové očistěný výnos tím nejlepším způsobem,

jak rating určovat (Morningstar započítává v určité váze i poplatky atd.).

Ostatně objevují se i ratingy, které například seřadí fondy prostě podle výnosu a dají jim na základě toho nějaké hodnocení. Tak takto to určitě není správně. Obecně pak platí, že velká část ratingů vychází ze Sharpe ratia. Ten sám o sobě není špatný ukazatel, ale je přeci jen poněkud zjednodušující.

V ČR, respektive na Slovensku, se nicméně v nedávné době objevil nový rating fondů, který se snaží jít na celou věc poněkud komplexněji a proto stojí za pozornost. Je totiž skutečně hodně zajímavý a navíc řeší řadu výše uvedených problémů.

## CAPM

Jak jsem již uvedl, většina ratingů používá pro udělení hvězdičky „jen“ např. nějakou formu Sharpe ratia. Ne však rating od EIC. Ten totiž používá o poznání komplexnější model CAPM (byť z pohledu teorie portfolia jde o model základní), z něj vycházející SML přímkou a pracuje s ukazateli jako je beta či Jensen's Alpha (dále alfa).

Každý kdo absolvoval nějaké základy teorii portfolia nebo finančních trhů, musel s CAPM modelem přijít do styku, nicméně protože jde o základ ratingu od EIC, není na škodu si jej alespoň letmo připomenout.

CAPM model (Capital Asset Pricing Model), česky model oceňování kapitálových aktiv, se zabývá vztahem mezi rizikem a očekávaným výnosem. Vychází přitom z Markowitzova modelu portfolia, respektive je jeho speciálním případem.

Vzorec modelu CAPM vypadá následovně:  $E(r_i) = r_f + \beta (E(r_m) - r_f)$ . Kde  $E(r_i)$  značí očekávanou výnosovou míru,  $r_f$  bezrizikovou výnosovou míru,  $\beta$  reprezentuje rizikovost (přesněji systematické riziko) a dostaneme se k ní ještě později. A konečně  $E(r_m)$

představuje očekávaný tržní výnos, typicky tedy nějaký akciový index.

Pokud veličiny ze vzorce zaneseme do grafu, dostaneme se k již dříve zmíněné Security market line, přímce SML.

## RATING V PRAXI

Výše uvedený text se může zdát někomu poněkud akademický či strohý a nebude daleko od pravdy, nicméně pro pochopení toho, jak rating od EIC funguje, je prostě potřeba model CAPM znát.

V praxi, při tvorbě EIC ratingu, nicméně nejde o nic až tak komplikovaného. Vše probíhá tak, že se fondy nejprve rozdělí do kategorií. Jinak řečeno, fondy se nejprve rozdělí podle typů aktiv, do kterých investují (na akciové, dluhopisové, smíšené, peněžní, komoditní a nemovitostní) a dále také podle regionu, investičního stylu či třeba velikosti společností, do kterých investují.

Z vývoje cen (fondy se porovnávají na základě procentuální změny denních cen od 2.1.2014 do 31.12.2014, tzn. 260 pozorování) všech fondů v dané kategorii se poté vytvoří index dané kategorie, přičemž platí, že váha všech fondů je v tomto indexu shodná. Vývoj ceny fondů se přitom sleduje v období jednoho roku. Takto vytvořený index kategorie, respektive jeho výnos za onen jeden rok, je pak to, co jsme ve vzorečku výše označili jako  $E(r_m)$ , tedy jakýsi reprezentant trhu.

Než je ale fond definitivně do dané kategorie zařazen, proběhne ještě kontrola. Ta spočívá ve výpočtu korelace mezi vývojem ceny daného fondu a dříve vypočítaného indexu kategorie. Pokud je korelační koeficient nižší než 0,3, je fond vyřazen. Důvod je celkem prostý, je-li korelace takto malá, je pravděpodobné, že byl fond například do kategorie zařazen nesprávně, případně špatně oceňuje aktiva atd. Jinak řečeno, takovýto fond nemá s danou kategorií nic moc společného a jen by zkresloval výsledek.

Jakmile je definitivně jasno v tom, které fondy v kategorii zůstanou a které ne, vypočítá se pro ně již dříve zmíněný a důležitý ukazatel  $\beta$ . Pro připomenutí, beta vyjadřuje míru rizika fondu vzhledem k průměrnému riziku všech fondů v dané kategorii. Pokud je tedy  $\beta$  větší než 1, fond je rizikovější než průměr. To při rostoucím trhu znamená, že fond roste násobně více (rychleji) než průměr a naopak na klesajícím trhu jde o násobek poklesu fondu.

Jakmile je vypočítána  $\beta$ , je možné přistoupit konečně k „cili“, tedy výpočtu hodnoty alfa. To je ta hodnota, která určuje postavení fondu. Výpočet alfa přitom vychází ze vzorce  $\alpha = (R_f - R_m) - \beta_{im} * (R_m - R_f)$ .

Všechny veličiny už přitom známe, jak betu pro daný fond, tak  $R_i$ , reprezentující průměrný anualizovaný výnos fondů, tak  $R_m$ , tedy průměrný anualizovaný výnos indexu dané kategorie. Ještě doplníme, že  $R_f$  je výnos bezrizikového aktiva, v tomto případě jde konkrétně o průměrnou bezrizikovou úrokovou míru, počítanou jako aritmetický průměr jednodenních úrokových sazeb v období od 1.1.2014 do 31.12.2014.

Jak je tedy vidět, výpočet určující postavení fondu je poměrně komplexní, protože v sobě zahrnuje jak rizikovost, tak výnos trhu, i výnos bezrizikového aktiva.

V tomto bodě by v zásadě šlo již fondy v dané kategorii seřadit podle vypočítaných hodnot alfa od nejlepšího po nejhorší a přiřadit jim hvězdičky. Nicméně takové řešení by mělo stejný problém jako v případě ratingu od Morningstar. To, že má fond v dané kategorii nejlepší hodnotu alfa, ještě neznamená, že je skutečně dobrý. Navíc všechny fondy v kategorii si mohou být třeba podobné a přitom by musely dostat jiný počet hvězdiček.

## JAK PŘIDĚLIT HVĚZDIČKY?

Řešení je naštěstí poměrně snadné. Jak jsme již řekli, vnesením hodnot ze vzorce pro výpočet CAPM získáme SML přímku. Jde v zásadě o jednoduchou věc, kdy na ose x máme hodnoty beta a na ose y poté požadovanou míru výnosnosti -  $E(r_i)$ . Když za betu dosadíme hodnoty 0 a 1, získáme dvě hodnoty  $E(r_i)$ , což na vynesení přímky stačí (viz graf 1).

Přímka SML přitom určuje, jakého očekávaného výnosu, vzhledem k riziku vyjádřenému beta koeficientem, by měly dosahovat fondy v dané kategorii. Pokud fond leží nad SML přímkou, dosáhl kladné hodnoty alfa (nadvýnos), pokud pod SML přímkou, dosáhl záporné hodnoty alfa (podvýnos).

Nyní už je problém pouze v tom, že jedna SML přímka je pro udělení většího počtu hvězdiček málo. Můžete dát hvězdičku fondům nad SML přímkou a nedat jí těm pod, jenže to je tak vše.

Řešení je ale opět jednoduché. Prostě se přidají další 4 SML přímky. A to posunutím té původní o směrodatnou odchylku (respektive její násobek). Směrodatnou odchylkou samozřejmě myslíme volatilitu dané kategorie, vypočítanou na základě vývoje indexu dané kategorie. V praxi tedy první novou SML přímku získáme, když body  $R_f$  a  $R_m$  zvýšíme o  $SML + \sigma$ , druhou jako  $SML + 1,64\sigma$ , třetí jako  $SML - \sigma$  a čtvrtou jako  $SML - 1,64\sigma$ .

A proč 1,64 směrodatné odchylky? Opět v zásadě snadná odpověď z pohledu statistiky. Při normálním rozložení pokrývá jedna směrodatná odchylka asi 67 % prostoru, 1,64 směrodatné odchylky pak 90 %. To není nic nového, ale skutečnost, na kterou narazil každý, kdo někdy pracoval s volatilitou.

Pro rating EIC z toho tedy vyplývá, že nad nejvyšší SML přímku ( $+1,64\sigma$ ) by se mělo nacházet 5 % nejlepších fondů a naopak 5 % nejhorších fondů ( $5\% + 5\% = 10\%$  a  $90\% + 10\% = 100\%$ ) by se mělo nacházet pod nejnižší položenou SML přímku ( $-1,64\sigma$ ).

Pokud pak do takto vytvořeného grafu zanesme hodnoty pro jednotlivé fondy, už nám nic nebrání v tom, přiřadit jim hvězdičky. Praktickou ukázkou je graf 2.

Že nad nejvyšší SML přímku bude 5 % fondů, je samozřejmě teorie. V praxi může být nad nejvyšší SML přímku třeba 0 %, nebo naopak třeba 8 % fondů. Podstatné je, že jsme vytvořili nějaké hranice, podle kterých můžeme fondům přidělit počet hvězdiček, ovšem nejsme přitom vystaveni nutnosti udělit nejvyšší počet hvězdiček fondům, které jsou sice nejlepší v dané kategorii, ale zas až tak dobré být nemusí.

Ještě praktičtěji. Například v segmentu akcie – Evropa bylo v rámci ČR hodnoceno v EIC ratingu 40 podílových fondů. Pokud bychom je čistě seřadili od nejlepšího po nejhorší a přidělili jim na základě percentilu jednu až šest hvězdiček, pak by mělo 6 až 7 fondů (dle zaokrouhlení) 6 hvězdiček, tedy nejlepší hodnocení. Bez ohledu na to, jestli jsou skutečně tak dobré. Jenže EIC rating nepřidělil 6 hvězdiček ani jednomu fondu z této kategorie a 5 hvězdiček získal jen jeden fond. To je velký rozdíl a vlastně daleko přesnější hodnocení.

Je tedy zřejmé, že nový rating od EIC je velmi zajímavý. Opravdu totiž řeší problémy, se kterými se většina ratingů podílových fondů potýká. Model CAPM je samozřejmě z pohledu teorie portfolia vlastně základ, jenže je pořád komplexnější než zaběhlá hodnocení, které využívá většina dosavadních ratingů fondů mnohdy od světových společností.

Další výhodou je také skutečnost, že rating nepracuje s percentily, takže pokud není fond skutečně dobrý, 6 hvězdiček prostě nedostane. Podobné fondy pak budou mít stejný počet hvězdiček. Sečteno a podtrženo, nový rating fondů má skutečně co nabídnout a může být opravdu použitelný v praxi. ■

Jiří Mikeš

