

αfaβeta – Zajamčeni

Metodologija izbora NAJ (zajamčeni) pokojninski skladi (načrti)

Ljubljana, marec 2019

Metodologija »**alfaBeta – zajamčeni**« je zasnovana z namenom prikaza poslovanja **zajamčenih** pokojninskih skladov, ki se upravljajo in tržijo v Sloveniji. Pri tem se je sledilo dobrim praksam merjenja uspešnosti upravljanja v najrazvitejših zahodnih državah, specifični zasnovi zajamčenih pokojninskih skladov v Sloveniji in elementom v Sloveniji že uveljavljene metodologije »**SLO Fund Rating**¹«, na podlagi katere revija Moje Finance že vrsto let ocenjuje vzajemne sklade.

Koncept »**alfaBeta – zajamčeni**« tako vključuje nekatere uveljavljene kazalnike, ki se uporabljajo za oceno kakovosti upravljanja investicijskih skladov in jih zajemajo tudi naprednejše metode ocenjevanja skladov, ki so jih razvile svetovno priznane analitske hiše (npr. Morningstar, Standard & Poor's, Lipper, itd.). Pri tem so bili ti uporabljeni na način, da metodologija znotraj razpoložljivega nabora informacij o poslovanju skladov, predstavlja uravnotežen pogled na imperativ doseganja čim višje donosnosti na eni strani in obvladovanja privzetega tveganja, navkljub oziroma bolje rečeno ravno zaradi jamstva minimalne donosnosti s strani pokojninskih družb, na drugi strani. Nobena ladja ni namreč močnejša od največjega viharja.

Metodologija »**alfaBeta – zajamčeni**« pri ocenjevanju pokojninskih skladov vključuje 3 faktorje pri oceni kakovosti pokojninskega sklada, in sicer:

- 1) Prvi faktor je **ustvarjena donosnost pokojninskega sklada**, ki ga metoda ovrednoti s kumulativno **povprečno letno donosnostjo pokojninskega sklada**.
- 2) Drugi faktor je **nagrada na enoto celotnega tveganja pokojninskega sklada** (sistematičnega in nesistematičnega tveganja), ki ga metoda ovrednoti s **Sharpovim kazalnikom**.
- 3) Tretji faktor je **največja možna izguba** (angl. Extreme Loss), kateri je bil posamezen pokojninski sklad v proučevanem obdobju izpostavljen. Mera, ki je bila v finančnem svetu razvita za potrebe merjenja maksimalne možne izgube je **Value at Risk ali krajše »VaR«**.

¹ Več o metodologiji SLO Fund Rating je na voljo na naslovu <https://mojefinance.finance.si/skladi/metodologija>

1. USTVARJENA DONOSNOST POKOJNINSKEGA NAČRTA V OPAZOVANEM OBDOBJU

Ob upoštevanju koncepta minimalne zajamčene donosnosti, ki je skupna vsem ocenjevanim pokojninskim skladom in za katero zavarovancem pokojninske družbe jamčijo z ustrezno višino zakonsko določenega zahtevanega kapitala, to pomeni, da je vsebinsko v interesu zavarovanca, ustvarjanje **čim višje donosnosti in s tem tudi čim višje presežne donosnosti** nad minimalno zajamčeno donosnostjo vsakokratnega sklada. Ob določenem razponu še sprejemljivega tveganja za pokojninsko družbo, ki mora na drugi strani obvladovati zahteve po kapitalski ustreznosti, to pomeni, da je za upravljavca zajamčenega pokojninskega sklada najbolj primeren mandat, ki zasleduje t.i. **strategijo absolutne donosnosti** (t.i. absolute return).

Glede na to, da (1) vse družbe nastopajo na enakem konkurenčnem trgu, (2) imajo enake minimalne zahteve po jamstvih donosnosti in (3) imajo enake možnosti odločanja o še sprejemljivi ravni tveganja, ki ga bodo sprejemale pri upravljanju premoženja in z njim povezanimi kapitalskimi zahtevami to neizogibno vodi v to, da je na dolgi rok najbolj pomembni - vendar vsekakor ne izključni - faktor pri presojanju pretekle uspešnosti ustvarjena donosnost v opazovanem obdobju.

V primeru metodologije »**alfa**beta – **zajamčeni**« je donosnost pokojninskega sklada v opazovanem obdobju opredeljena kot kumulativno povprečno letno donosnostjo pokojninskega sklada, ki temelji na podatkih o seriji mesečnih ustvarjenih donosnostih in je izračunana na sledeči način.

$$R_{KPLD} = [(1 + R_1) * (1 + R_2) * \dots * (1 + R_N)]^{12/N} - 1$$

- R_{KLPD} predstavlja kumulativno povprečno letno donosnost
- R_N predstavlja mesečno ustvarjeno donosnost
- N število mesecev v opazovanem obdobju

1. MERILO NAGRADE (DONOSNOSTI) NA ENOTO TVEGANJA (SHARPE RATIO)

Sharpovo razmerje v povezavi z merjenjem uspešnosti pokojninskih skladov je odkritje Nobelovega nagrajenca Williama F. Sharpa. Razmerje predstavlja absolutno mero uspešnosti in primerja presežno donosnost premoženja s celotno variabilnostjo (to pomeni s sistematičnim in nesistematičnim tveganjem) njegove donosnosti v preučevanem obdobju. Sharpovo razmerje prikazuje realizirano presežno donosnost premoženja nad netveganim premoženjem (Risk Free Benchmark), kjer celotno tveganje predstavlja standardni odklon preučevanega premoženja.

Sharpovo razmerje je lahko tudi *merilo nagrade na enoto tveganja*. Sharpov koeficient S izračunamo sledeče.

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

S predstavlja Sharpovo razmerje,

R_p donosnost pokojninskega sklada v preučevanem obdobju,

R_f minimalna predpisana zajamčena donosnost v preučevanem obdobju in

σ_p standardni odklon (volatilitet) donosnosti upravljanega sklada v določenem obdobju.

Spremenljivka za merjenje donosnosti netveganega benchmarka v metodologiji »**alfa****beta** – **zajamčeni**« pripada **minimalni zajamčeni donosnosti v skladu z vsakokratno zakonodajo**.

Vsekakor je za korektno oceno obvladovanja nagrade na enoto tveganja pomembna korektna analiza zgodovinskih mesečnih donosnosti posameznega pokojninskega sklada in njihovega standardnega odklona, kar se metodologija »**alfa****beta** – **zajamčeni**« močno zaveda. S tem namenom s posebno skrbnostjo obdela podatke o posameznih skladih, in sicer na podlagi vprašalnikov, katerih namen je identificirati tudi odstopanja in razlike med skladi v načinu računovodskih usmeritev, profilov tveganja in morebitnih drugih opaznih razlik. Cilj analize je stremenje h čim boljšemu zagotavljanju uravnoveženih pogojev (angl. level playing field) za vse ocenjene sklade.

Po skrbni analizi se realizirani standardni odklon mesečnih donosnost vsako ocenjevalno obdobje prilagodi za

K_{PV} - korekcijski faktor razlike v računovodskih politikah skladov na področju vodenja naložb, ki je opredeljen kot **povprečni delež naložb pokojninskega sklada, ki se vodijo po pošteni vrednosti**, s čimer se harmonizira pogled na različne politike vodenja naložb;

K_{LVP} - korekcijski faktor vpliva lastniških vrednostnih papirjev na del naložb pokojninskega, ki se vodi po pošteni vrednosti, ki je opredeljen kot **povprečni delež izpostavljenosti lastniških vrednostnih papirjev sklada v primerjavi s povprečnim deležem naložb sklada, ki se vodijo po pošteni vrednosti**, s čimer se prepreči učinke izkrivljanja faktorja prilagoditve K_{PV} , saj se praviloma celotno izpostavljenost lastniškim vrednostnim papirjem vrednosti po pošteni vrednosti, medtem ko za izpostavljenost dolžniškim vrednostnim papirjem temu ni tako.

Standardni odklon se tako za namene izračuna Sharpovega razmerja modificira na sledeč način in izračuna prilagojeni oziroma modificirani standardni odklon:

$$\sigma_m = \frac{\sigma_p}{K_{PV}} * (1 - K_{LVP})$$

σ_m predstavlja modificirani standardni odklon donosnosti;

σ_p predstavlja prvotno izračunani standardni odklon donosnosti;

K_{PV} predstavlja korekcijski faktor za razlike v računovodskih politikah

K_{LVP} predstavlja korekcijski faktor za razlike v vplivu lastniških vrednostnih papirjev na naložbe, ki se vodijo po pošteni vrednosti

2. MAKSIMALNA MOŽNA IZGUBA (VALUE AT RISK)

Izmed širokega števila metodologij za merjenje uspešnosti poslovanja investicijskih skladov in z njimi povezanega tveganja večina le teh kot mero tveganja uporablja mere povprečnega tveganja, saj te metode predpostavljajo, da so vlagatelji v pokojninski sklade nenaklonjeni povprečnemu tveganju. V tem pogledu je interpretacija tveganja metodologije »**alfaBeta – zajamčeni**« nekoliko drugačna in kvalitetnejše tolmači odnos do tveganja širše skupine slovenskih vlagateljev, predvsem ekstremnih nihajev.

Z namenom, da je v končni oceni posameznega pokojninskega sklada zajet tudi koncept maksimalnega možnega tveganja, kateremu je v proučevanem obdobju pokojninski sklad izpostavljen je bila v metodologijo vpeljana mera za merjenje maksimalne možne izgube. V svetu financ je vsekakor najpomembnejša mera za merjenje maksimalne možne izgube proučevanega portfelja mera Value at Risk – VaR, zato je tudi metodologija »**alfaBeta – zajamčeni**« za izračunavanje maksimalne možne izgube izbrala to mero tveganja.

Kaj je Value at Risk?

Value at Risk, v nadaljevanju VaR, je mera maksimalne možne izgube posameznega portfelja v proučevanem obdobju ob predpostavki normalnih tržnih pogojev. VaR je mera, ki z statističnimi in simulacijskimi modeli ocenjuje maksimalno tveganje posameznega portfelja. VaR meri nihajnost vseh sredstev v portfelju posameznega pokojninskega sklada. To pomeni, večja kot je volatilitnost naložb pokojninskega sklada večja je verjetnost nizke donosnosti posameznega pokojninskega sklada.

Na primer, upravljavec pokojninskega sklada ima lahko v portfelju za 100 milijonov evrov naložb z nizko volatilitnostjo, kar pomeni da je tveganje visokih izgub razmeroma nizko. Na drugi strani pa lahko upravljavec investira teh 100 milijonov v visoko tvegane naložbe, ki so praviloma tudi veliko bolj nihajne. V tem primeru pa lahko upravljavec doseže visoke donose, ampak je ob tem izpostavljen visokemu tveganju, kar pomeni da je tveganje do mogočih visokih izgub veliko. Najenostavneje povedano VaR meri možnost nastanka teh izgub in jih tudi vrednostno izmeri.

Metodologija »**alfaBeta – zajamčeni**« izračunava mero tveganja VaR po modelu zgodovinskih vrednostih, saj so le-ti v celoti in v pravem času javni, tako da lahko metodologija oceni vrednost VaR za vsak posamezen pokojninski sklad, ki je vključen v ocenjevalni proces.

Največja možna izguba (angl. Extreme Loss), kateri je posamezen pokojninski sklad v proučevanem obdobju izpostavljen je tehnično opredeljen kot zgodovinski VaR, ki predstavlja **kumulativno izgubo v petih odstotki mesečnih donosnosti z največjim upadom vrednosti premoženja v opazovanem obdobju**.

$$VaR_p = (1 + RNEG_1) * (1 + RNEG_2) * \dots * (1 + RNEG_N) - 1$$

| | |
|-------------------|---|
| VAR _p | predstavlja zgodovinski VaR |
| RNEG _N | mesečne donosnosti v najslabših mesecih |
| N | število mesecev, ki ustreza 5% opazovanih mesečnih donosnosti |

Enako kot v primeru prilagoditve standardnega odklona se tudi v tem primeru VaR prilagodi za korekcijski faktor razlike v računovodskih politikah skladov na področju vodenja naložb in korekcijski faktor vpliva lastniških vrednostnih papirjev na del naložb, ki se vodi po pošteni vrednosti in sicer na sledeči način.

$$VaR_m = \frac{VaR_p}{K_{PV}} * (1 - K_{LVP})$$

| | |
|------------------|--|
| VaR _m | predstavlja modificirani standardni odklon donosnosti; |
| VaR _p | predstavlja prvotno izračunani standardni odklon donosnosti; |
| K _{PV} | predstavlja korekcijski faktor za razlike v računovodskih politikah |
| K _{LVP} | predstavlja korekcijski faktor za razlike v vplivu lastniških vrednostnih papirjev na naložbe, ki se vodijo po pošteni vrednosti |

3. NAČIN DODELITVE OCENE ZAJAMČENIM POKOJNINSKIM SKLADOM (NAČRTOM)

3.1. Določanje prispevkov (uteži) posameznih faktorjev

Metodologija »**alfa****beta** – **zajamčeni**« pri ocenjevanju pokojninskih skladov upošteva 3 faktorje pri oceni kakovosti upravljanja pokojninskega sklada, pri čemer je upoštevano, da je bilo vsebinsko gledano upravljavcu dodeljen mandat v okviru t.i. strategije absolutne donosnosti (t.i. absolute return), pri čemer je glavni imperativ ustvariti presežno donosnost nad minimalno zajamčeno (t.i. **alfa**). Hkrati se od upravljavca pričakuje tudi **aktivno obvladovanje tveganja portfelja**, in sicer na način, da se karseda razumno omeji nihanja vrednosti in največjo možna izguba vrednosti (t.i. **beta**), zato imata pomemben, vendar ne prevladujoč prispevek h končni oceni tudi oba faktorja povezana z **beta**. Specifične uteži so naslednje:

- 1) **65% utež: ustvarjena donosnost pokojninskega sklada**, ki ga metoda ovrednoti s *kumulativno povprečno letno donosnostjo pokojninskega sklada*.
- 2) **25% utež: nagrada na enoto celotnega tveganja pokojninskega sklada** (sistematičnega in nesistematičnega tveganja), ki ga metoda ovrednoti z *modificiranim Sharpovim razmerjem*, ki smo ga z namenom zagotavljanja uravnoteženih pogojev (angl. level playing field) ocene skladov prilagodili za (a) faktor razlike v računovodskih politikah skladov na področju vodenja naložb in (b) faktor vpliva lastniških vrednostnih papirjev na del naložb, ki se vodi po pošteni vrednosti.
- 3) **10% utež: največja možna izguba** (angl. Extreme Loss), kateri je posamezen pokojninski sklad v proučevanem obdobju izpostavljen. *Zgodovinski Value at Risk*, ki predstavlja kumulativno izgubo v 5% mesečnih donosnosti z največjim upadom vrednosti premoženja in smo ga z namenom zagotavljanja uravnoteženih pogojev (angl. level playing field) ocene skladov prilagodili za (a) faktor razlike v računovodskih politikah skladov na področju vodenja naložb in (b) faktor vpliva lastniških vrednostnih papirjev na del naložb, ki se vodi po pošteni vrednosti.

Slika 1: Grafični prikaz prispevkov h končni oceni po metodologiji alfaBeta –
zajamčeni

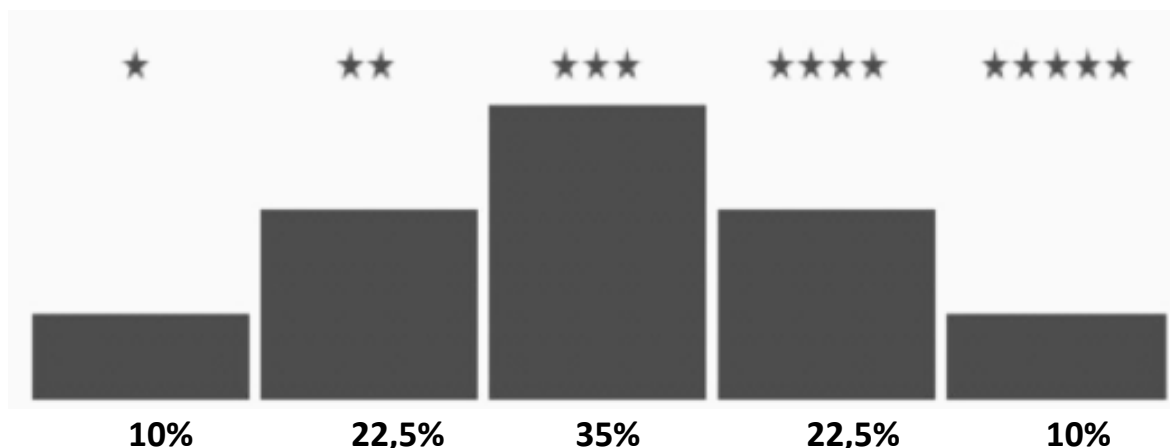


3.3. Določanje kriterijev za dodelitev ocene pokojninskih skladov »alfaBeta – zjamčeni« z zvezdicami

Zadnja faza v procesu pridobivanja končne ocene za posamezni pokojninski sklad v metodologiji »alfaBeta – zjamčeni« je določanje števila zvezdic preučevanemu pokojninskemu skladu. Višji kot je tehtani seštevek ocenjenih faktorjev, večja je zmožnost pokojninskega sklada, da pridobi večje število zvezdic. Število zvezdic v metodologiji »alfaBeta – zjamčeni« se določi pokojninskemu skladu po sledeči lestvici:

| | |
|-------|---|
| ★★★★★ | najboljših 10 % pokojninskih skladov |
| ★★★★ | nadpovprečnih 22,5 % pokojninskih skladov |
| ★★★ | povprečnih 35 % pokojninskih skladov |
| ★★ | podpovprečnih 22,5 % pokojninskih skladov |
| ★ | najslabših 10 % pokojninskih skladov |

Slika 2: Ocene VS z zvezdicami porazdeljene z normalno distribucijo



Opozorilo:

Zgornja lestvica je ocena pokojninskih skladov na osnovi preteklih podatkov. Za izbiro pravega pokojninskega sklada, ki odseva vse vlagateljeve želje, potrebe in želena tveganja morajo vlagatelji v pokojninski sklade imeti še nekatere dodatne informacije o sami naložbi ne le preteklo poslovanje, saj kot je znano pretekli donosi ne pogojujejo bodočih donosov.

3.4. Postopek izračuna končne ocene pokojninskih skladov za 5, 10 in 15-letno obdobje

V nadaljevanju so opisani koraki pri izračunu faktorjev, skupni tehtani oceni in končni dodelitvi zvezdic pokojninskim skladom v opazovanih obdobjih, ki obsegajo 5, 10 in 15 let:

1. Izračunamo faktorje (1) ustvarjene donosnosti pokojninskega sklada (»R«), (2) nagrade na enoto celotnega tveganja pokojninskega sklada (»SR«) in (3) največje možne izgube (»VAR«) - za vsakokratno obdobje.
2. Ker imajo navedeni faktorji različne vrednosti, ki se ne morejo preprosto sešteti jih moramo prilagoditi tako, da jih standardiziramo na enak imenovalec. To storimo s statistično standardizacijo, ki nam omogoči, da lahko vse tri faktorje kasneje obtežimo in seštejemo.
3. Ko izračunamo in standardiziramo vse tri faktorje jih obtežimo z relevantnimi utežmi in sicer na način, da faktor R pomnožimo z vrednostjo 6,5 (65-odstotna utež), faktor SR z vrednostjo 2,5 (25-odstotna utež), medtem ko faktor VAR z vrednostjo 1 oziroma ohranimo njegovo vrednost (10-odstotna utež).
4. Seštejemo obtežene vrednosti po posameznih faktorjih (**Formula = $6,5 \cdot R + 2,5 \cdot SR + VAR$**) in pridobimo tehtano standardizirano vrednost ocene oziroma doseženi rezultat sklada v skladu z metodologijo »**alfa****beta** – **zajamčeni**«.
5. Zmagovalec obdobja je tisti zajamčeni pokojninski sklad, ki v proučevanem obdobju doseže najboljši rezultat in obratno.
6. Glede na doseženo vrednost razporedimo pokojninski sklade v skladu s statističnimi zakonitostmi normalne porazdelitve in kriteriji za dodelitev zvezdic za vsako od obdobj in vsakemu izmed njih določimo število zvezdic.

3.5. **Ocene pokojninskih skladov z metodologijo »alfaβeta – zajamčeni«**

Pokojninski skladi so v metodologiji »alfaβeta – zajamčeni« ocenjeni po pravilih, ki so podana v nadaljevanju. V kolikor pokojninski sklad ne izpolnjuje vseh pravil ga metodologija ne more uvrstiti v eno izmed ocenjevanih obdobjnih skupin skladov.

- Metodologija »alfaβeta – zajamčeni« se izračunava za preteklo obdobje;
- Obdobje ocenjevanja je 5, 10 in 15 let;
- V vsaki obdobjni podskupini mora biti najmanj 5 zajamčenih pokojninskih skladov različnih upravljavcev;
- V obdobjni skupini, kjer je manj kot 5 pokojninskih skladov, vendar je dolgoročno evidentno, da bo v skupini 5 ali več pokojninskih skladov si ocenjevalec pridržuje pravico eno ali dvoletnega prehodnega obdobja za zmanjšanje skupine na 4 ali 3 pokojninske sklade v skupini. Namen navedenega ukrepa je konsistentnost ocenjevanja določene skupine;
- Za uvrstitev posameznega zajamčenega pokojninskega sklada v ocenjevalni proces za 5-letno obdobje mora le-ta imeti zgodovinske zapiske VEP ali izračunane donosnosti na najmanj mesečni ravni za najmanj zadnjih 5 let in pol (prilagoditev pokojninskega sklada investicijski politiki) hkrati pa ni »bistveno« (vsaj 50%) spreminjal naložbene politike, z izjemo prilagoditev relevantni zakonodaji, v opazovanem obdobju;
- Za uvrstitev posameznega zajamčenega pokojninskega sklada v ocenjevalni proces za 10-letno obdobje mora le-ta imeti zgodovinske zapiske VEP ali izračunane donosnosti na najmanj mesečni ravni za najmanj zadnjih 10 let in pol (prilagoditev pokojninskega sklada investicijski politiki) hkrati pa ni »bistveno« (vsaj 50%) spreminjal naložbene politike, z izjemo prilagoditev relevantni zakonodaji, v opazovanem obdobju;
- Za uvrstitev posameznega zajamčenega pokojninskega sklada v ocenjevalni proces za 15-letno obdobje mora le-ta imeti zgodovinske zapiske VEP ali izračunane donosnosti na najmanj mesečni ravni za najmanj zadnjih 15 let in pol (prilagoditev pokojninskega sklada

investicijski politiki) hkrati pa ni »bistveno« (vsaj 50%) spreminjal naložbene politike, z izjemo prilagoditev relevantni zakonodaji, v opazovanem obdobju;

- Pokojninski sklad, kateri bo preoblikovan/združen/ukinjen se izloči iz ocenjevanja v primeru, da ta ne bo več na voljo vlagateljem na trgu po napovedani spremembi. Informacija mora biti javno objavljena najkasneje 30 dni pred objavo rezultatov oziroma je informacija znana/vnaprej javljena s strani pokojninske družbe izborni komisiji.
- V primeru, da v terminu po objavi nominiranih pokojninskih skladov po skupinah (okvirno v mesecu decembru za ocenjevano leto) in zaključkom ocenjevalnega procesa (konec meseca februarja tekočega leta) ocenjevalna komisija pridobi informacije, da so bile pri katerem izmed nominiranih skladov grobo kršena pravila upravljanja ali dobre prakse upravljanja sredstev ima uredništvo Mojih Financ pravico, da naknadno poseže v seznam nominirancev in ta pokojninski sklad izloči iz ocenjevalnega procesa. V primeru, da gre po mnenju uredništva za hujšo kršitev lahko ta izloči tudi vse ostale pokojninskega sklade te družbe iz ocenjevanja za tekoče leto.
- V primeru nastanka dilem pri ocenjevanju pokojninskih skladov, ki niso urejena in zajeta na podlagi zgoraj navedenih si uredništvo Mojih Financ pridružuje pravico uvedbe dodatnih pravil in spremembe metodologije, vendar izključno z namenom izboljšanja načina ocenjevanja poslovanja skladov.