

Окончателен доклад

Насоки

за компетентните органи и управляващите дружества на ПКИПЦК относно измерването на риска и изчисляването на общата рискова експозиция (глобалния риск) за някои видове структурирани ПКИПЦК

Съдържание

I. Резюме.....	4
II. Политика.....	5

Приложение I:	Анализ на разходите и ползите
Приложение II:	Становище на Групата на участниците от сектора за ценни книжа и пазари
Приложение III:	Коментари по публичната консултация за насоките
Приложение IV:	Проект на насоки



Използвани акроними

ESMA /ЕОЦКП/	Европейски орган за ценни книжа и пазари
CESR /КЕРЦК/	Комитет на европейските регулатори за ценни книжа
ПКИПЦК	Предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
КИИ	Ключова информация за инвеститорите
CPPI	Застраховка на портфейл с постоянно съотношение
VaR	Стойност под риск
SMSG /ГУСЦКП/	Група на участниците от сектора за ценни книжа и пазари



I. Резюме

Причини за публикуване

Структурираните ПКИПЦК дават на инвеститорите предварително определена възвращаемост в зависимост от различните сценарии, въз основа на стойността на базовия актив. ESMA счита, че е уместно, за някои видове структурирани ПКИПЦК да се установи незадължителен режим за изчисляване на общата рискова експозиция, като се използва подхода на задълженията.

Съдържание

Този доклад излага насоките на ESMA относно измерването на риска и изчисляването на общата рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК. Те допълват насоките на CESR относно измерването на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска на насрещната страна (контрагент) за ПКИПЦК (Реф. CESR/10-788), публикувани през месец юли 2010 г. (понататък „общите насоки“).

Настоящите насоки предлагат за известни видови структурирани ПКИПЦК незадължителен режим за изчисляване на общата рискова експозиция като се използва методът на задълженията.

Конкретният подход, приет от ESMA, се състои от изчисляване за всеки един сценарий, на който инвеститорите могат да бъдат изложени по всяко време, на общата рискова експозиция, като се използва подходът на задълженията. Съгласно този подход, всеки сценарий трябва да спазва по всяко време 100% лимит на общата рискова експозиция, като използва общите насоки.

ESMA счита, че обхватът на този алтернативен подход трябва да бъде ясно определен. Затова в насока 1 на раздел II на този доклад е даден списък на всички критерии, които структурираните ПКИПЦК трябва да спазват, за да могат да се възползват от този конкретен подход. Включени са също редица примери за онагледяване как незадължителният режим трябва да се приложи на практика. Насока 2, междуременно, определя допълнителни задължения за разкриване на информация за ПКИПЦК, които използват незадължителния режим.

ESMA също така счита, че при определени обстоятелства, от структурирани ПКИПЦК, които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г., не трябва да се изисква да спазват таблици от 1 до 25 от общите насоки, при условие, че спазват правилата, определени от компетентния орган на тяхната държава-членка по произход, за изчисляване на общата рискова експозиция.



II. Подход към политика

1. При разработката на насоките ESMA взе предвид коментарите, получени от заинтересованите лица по време на публичната консултация. ESMA също оцени разходите и ползите от своето предложение. Изявление относно коментарите и анализа разходи-ползи са включени в приложения I и III на този доклад.

Насока 1

1. ПКИПЦК, които отговарят изцяло на критериите в алинея 2 могат да изчисляват общата рискова експозиция, като използват подхода на задълженията по начина, описан в алинея 3.
2. Критериите са следните:
 - а) ПКИПЦК се управлява пасивно и е структурирано да постигне, на падеж, предварително определена възвращаемост, и държи през цялото време активи, необходими да се гарантира, че тази предварително определена възвращаемост ще бъде изпълнена;
 - б) ПКИПЦК се базира на формула и предварително определената възвращаемост може да бъде разделена в ограничен брой отделни сценарии, които зависят от стойността на базовите активи и които предлагат на инвеститорите различен доход;
 - в) инвеститорият може да бъде изложен на риск само във връзка с един профил на възвращаемост във всеки момент по време на живота на ПКИПЦК;
 - г) използването на подхода на задълженията, както е определено в общите насоки за изчисляване на общата рискова експозиция за отделни сценарии е целесъобразно, като се имат предвид изискванията на таблица 1 от общите насоки;
 - д) ПКИПЦК има краен падеж, ненадвишаващ 9 години;
 - е) ПКИПЦК не приема нови записвания от публиката след първоначалния период на предлагане на пазара;
 - ж) максималната загуба, която ПКИПЦК може да понесе, когато портфейлът преминава от един профил на възвращаемост в друг, трябва да бъде ограничена до 100% от първоначалната офертна цена; и
 - з) въздействието на резултатите от един-единствен базов актив върху профила на възвращаемост, когато ПКИПЦК преминава от един сценарий в друг, отговаря на изискванията за диверсификация на Директивата относно ПКИПЦК, въз основа на първоначалната нетна стойност на активите на ПКИПЦК.
3. Методът на изчисление е подходът на задълженията, така както е описан в общите насоки, коригиран по следния начин:
 - а) Инвестиционната стратегия на базата на формула за всяка предварително определена възвращаемост се разделя в отделни сценарии за възвращаемост
 - б) Финансовите деривативните инструменти, предвидени във всеки сценарий, се оценяват с цел да се установи дали дериватът може да бъде изключен от изчислението на общата рискова експозиция съгласно разпоредбите на таблици 3 или 4 на общите насоки.

г) ПКИПЦК изчислява общата рискова експозиция на индивидуалните сценарии, за да оцени спазването на ограничението за общата рискова експозиция от 100% от НСА.

4. От ПКИПЦК, които отговарят на критериите, изложени в алинеи 2 (а), 2 (б), 2 (в) и 2 (г) по-горе, и които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г., не се изисква да спазват изискванията, изложени в таблици от 1 до 25 на общите насоки, при условие, че спазват установените от компетентния орган на тяхната държава-членка по произход правила за изчисление на общата рискова експозиция.

2. Съгласно изискванията на алинея 3 от таблица 1 на общите насоки ПКИПЦК е отговорно за избирането на подходяща методология за изчисляване на общата рискова експозиция. Структурираните ПКИПЦК могат да използват стандартните подходи на задълженията, или на стойност под риск (VaR), за да изчислят общата рискова експозиция. ПКИПЦК може също така да приеме незадължителен режим, като използва подхода на задълженията в съответствие с разпоредбите на насока 1 (по-горе). Това позволява ПКИПЦК да изчислява общата рискова експозиция на всеки отделен сценарий като използва подхода на задълженията. Характеристиките на всеки един индивидуален сценарий трябва да бъдат съвместими с използването на такъв подход. Това изключва сценарии, разчитащи на сложни инвестиционни стратегии или екзотични деривати, както се посочва в алинея 4 на таблица 1 от общите насоки.
3. Структурираните ПКИПЦК за целите на изискванията за КИИ на ПКИПЦК се определят като ПКИПЦК, които, на предварително определени дати, предоставят на инвеститорите доход, основаващ се на алгоритъм, който е свързан с резултатите от дейността или реализацията на промени в цените или други условия, на финансови активи, индекси или референтни портфейли, или ПКИПЦК със сходни характеристики. КИИ дава широко определение на структурираните ПКИПЦК; само обаче тези структурирани ПКИПЦК, които отговарят на критериите в алинея 2 на насока 1 могат да калкулират общата рискова експозиция като използват метода, изложен в насока 1.
4. За всеки един портфейл на структурирано ПКИПЦК могат да бъдат генерирани редица различни сценарии, основаващи се на възможния резултат за възвращаемостта на падеж. ESMA очаква, че ПКИПЦК няма да включват прекалено голям брой различни сценарии, тъй като това ще повдигне въпроси относно правилното разкриване на информация и разбирането ѝ от страна на инвеститорите.
5. Активно управляваните ПКИПЦК, или ПКИПЦК, които не следват базаща се на формула подход и предлагат на инвеститорите предварително определен доход, не могат да използват подхода, изложен в насока 1. Алинея 2 (а) обаче от насока 1 не изключва възможността, ПКИПЦК активно да управлява отношенията си с контрагента; това включва смяна на контрагентите, управление на обезпечение и реструктуриране на деривата, когато е необходимо, за да се вземат предвид записванията и обратните изкупвания. ПКИПЦК, което следва СРРІ стратегия не се счита за пасивно управлявано. Когато структурирано ПКИПЦК придобие експозиция към базов фонд или индекс, или друг вид управляван портфейл, тези структури трябва също да бъдат пасивно управлявани.
6. От ПКИПЦК се изисква да предоставят възможност за обратно откупуване на дялове от инвеститорите съгласно член 84 от Директивата за ПКИПЦК. Инвеститорите, които откупуват обратно дялове в тези структурирани ПКИПЦК не се ползват от предварително определен доход и могат да бъдат подложени на волатилността на базовите активи и флактуации в нетната стойност на активите. Счита се, че структурираните ПКИПЦК с по-дълъг падеж биха могли да увеличат тези рискове от волатилността за откупуващите обратно дялове инвеститори и поради това е определен максимален период. Падежът на структурираните ПКИПЦК ще се измерва от края на началния период на оформяне, когато дериватът е сключен. ESMA очаква, първоначалният период на предлагане за структурирано ПКИПЦК, общо, да не надвишава 3-б месеца.

7. Когато ПКИПЦК приеме незадължителния режим, то изчислява общата рискова експозиция за всеки един отделен сценарий. Този метод на изчисление е подходящ, когато подписката (записването на дялове) се прави през началния период на предлагане. Пълното затваряне на фонда, обаче, може да има отрицателно въздействие върху определяне цената на дериватите, тъй като контрагентите ще знаят, че сделките ще бъдат само в една посока. Поради това ПКИПЦК не трябва да приема нови записвания след първоначалния период на предлагане. Това може да включва предоставяне на ограничени възможности за записване на дялове с висока минимална такса. Това не пречи на ПКИПЦК да вземе мерки, за да се справи с риска от погрешно определяне на цените, свързан с деривати.
8. Структурираните ПКИПЦК, които предоставят на инвеститорите рискова експозиция, надвишаваща 200% от изпълнението на индекс или на базисен портфейл, не биха спазили изискванията за обща рискова експозиция, посочени в член 51(3) на Директивата за ПКИПЦК. Като такива, те не са разрешени.
9. Когато общата рискова експозиция се изчислява за всеки индивидуален сценарий, ПКИПЦК трябва да бъде в състояние да измерва загубата поради прехвърлянето от един сценарий в друг. Тази загуба/ липса се изчислява по време на прехвърлянето, когато базовият актив достигне бариерата и зависи от профила на възвращаемост при текущите пазарни условия. Лимитът на загубата (100% от първоначалната нетна стойност на активите) има за цел ограничаване на липсата поради достигане на бариерата.

Пример 1:

Падеж	5 години
Базов индекс	Индекс Eurostoxx 50. Първоначална нетна стойност на активите 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none"> • Ако индексът падне с повече от 60%, тогава възвращаемостта е равна на изпълнението на индекс Eurostoxx 50 • В противен случай, възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 30 евро

10. Когато индексът премине бариерата, неговото изпълнение е равно на -60%. Така че възвращаемостта се движи от 130 евро до 40 евро. Загубата, която ПКИПЦК понася, когато се прехвърля от сценарий 2 на сценарий 1, е равна на 90% от първоначалната нетна стойност на активите. Това е в съответствие с максималния лимит за загуба.

Пример 2:

Падеж	5 години
Базов индекс	Индекс Eurostoxx 50. Първоначална нетна стойност на активите 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none"> • Ако индексът падне с повече от 60%, тогава възвращаемостта е равна на изпълнението на индекс Eurostoxx 50 • В противен случай, възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 50 евро

11. В този случай, по време на прехвърлянето, изпълнението на индекс Eurostoxx 50 е равен на -60%, а възвращаемостта се движи от 150 евро до 40 евро. Загубата поради прехвърлянето от сценарий 2 към сценарий 1 е равна на 110% от първоначалната нетна стойност на активите. Това не е в съответствие с изисквания максимален лимит на загуба.
12. ПКИПЦК трябва да вземат предвид изискванията за диверсификация на Директивата за ПКИПЦК, въз основа на първоначалната нетна стойност на активите на ПКИПЦК, при разглеждане на въздействието на една единствена съставна част в базовата кошница върху цялостния профил на възвращаемостта, когато ПКИПЦК се прехвърли от един сценарий към друг. Това означава, че ПКИПЦК трябва да идентифицира актив, който води до това



прехвърляне и да провери дали неговият принос за липсата между двата сценария спазва изискванията за диверсификация на директивата. Ако смяната зависи от няколко актива, в такъв случай приносът на всеки един актив за загубата между двата сценария трябва да е в съответствие с правилата за диверсификация. За кошница от индивидуални ценни книжа, трябва да бъде спазено правилото за 5%/10%/40%. За други видове базови активи, например, фондове на фондове или финансови индекси, ПКИПЦК трябва да спазват инвестиционните ограничения, съдържащи се членове от 52 до 55 на Директивата за ПКИПЦК. Следните примери онагледяват този въпрос:

Пример 3:

Падеж	5 години
Базов актив	кошница от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20) равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите от 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none">Ако изпълнението на всички акции е положително, в такъв случай възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 30 евроАко изпълнението на една акция е отрицателно, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите

13. Предвид на това, че движението на резултата от една акция от положителна в отрицателна стойност води до вариация от 30% от дохода, това не е в съответствие с правилата за диверсификация.

Пример 4:

Падеж	5 години
Базов актив	кутия от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20), равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none">Ако изпълнението на всичките акции е положително, тогава доходът е равен на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от + 30 евро,Ако изпълнението на една от акциите е отрицателно, тогава доходът е равен на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 26 евро

14. Предвид на това, че движението на резултата от една акция от положителна в отрицателна стойност води до вариация от по-малко от 4% от дохода, това е в съответствие с правилата за диверсификация.

Пример 5:

Падеж	5 години
Базов актив	Кошница от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20) равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите от 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none">Ако резултатът от две или повече от акциите е отрицателен, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите от 100 евроВ противен случай, възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 30 евро т.е. 130 евро

15. Тъй като движението в резултатите на най-малко две акции от положителни в отрицателни води до вариация от 30% от нетната стойност на активите, това не съответства на правилата за диверсификация.

Пример 6



Падеж	5 години
Базов актив	Кошница от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20), равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите от 100 евро плюс дивидент от 20 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none"> Ако резултатът от две или повече от акциите е отрицателен, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите от 100 евро В противен случай, възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 28 евро т.е. 128 евро

16. Предвид на това, че движението в изпълнението на две или повече акции от положителни в отрицателни причинява вариация от най-много 8% от нетната стойност на активите, това е в съответствие с правилата за диверсификация.

Пример 7:

Падеж	5 години
Базов актив	Кошница от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20) равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите от 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none"> Ако изпълнението на всичките акции е положително, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 100 евро = 200 евро, В противен случай, ако резултатът от най-малко една акция е негативен, доходът е равен на първоначалната нетна стойност плюс резултатите от равно претеглената кошница (минимално обратно откупуване = 100 евро)

17. Тъй като движението в резултата на една акция само към отрицателен би могло да доведе до намаление от 100% в профила на възвращаемостта, този пример не спазва правилата за диверсификация.

Пример 8:

Падеж	5 години
Базов актив	Кошница от 20 акции (акция 1, акция 2... акция 20) равно претеглени. Първоначална нетна стойност на активите от 100 евро
Възвращаемост	<ul style="list-style-type: none"> Ако изпълнението на акцията “с най-добър резултат” е равно на или по-голямо от 30%, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите плюс дивидент от 20 евро, В противен случай, възвращаемостта е равна на първоначалната нетна стойност на активите

18. Предвид на това, че движението в изпълнението на една акция, т.е. акцията с най-добър резултат, води до намаление от 20% в профила на възвращаемостта, този пример не спазва правилата на диверсификация.

19. Следните примери онагледяват как ПКИПЦК, прилагащи различни сценарии, могат да изчислят общата рискова експозиция, като се използва процедурата, изложена в насока 1.

Падеж	5 години
Възвращаемост	Възвращаемостта на падеж е равна на първоначалната инвестиция на инвеститора плюс 120% от положителното изпълнение на индекс Eurostoxx 50 . <u>На падеж:</u> Сценарий 1 – ако изпълнението на индекс Eurostoxx 50 е положително (напр. +30%), тогава възвращаемостта е равна на първоначалната инвестиция (напр.



	<p>1 000 евро плюс 120% от изпълнението на индекс Eurostoxx 50 $1\ 000\ \text{евро} * (100\% + (120\% * 30\%)) = 1\ 360\ \text{евро}$</p> <p>Сценарий 2 - Ако изпълнението на индекс Eurostoxx е отрицателно, тогава възвращаемостта е равна на първоначалната инвестиция, т.е. 1 000 евро</p>
--	--

20. Най-напред, фондът трябва да избере подходяща методология за изчисляване на общата рискова експозиция от тези, посочени в общите насоки (т.е. подход на задълженията, подход на относителна стойност под риск (VaR), или подход на абсолютна стойност под риск (VaR)).
21. Ако се използва подходът на задълженията, ПКИПЦК може или да изчисли своето задължение за целия си инвестиционен портфейл, или за индивидуални сценарии.
22. Последното изчисление се базира на разбивка на крайната възвращаемост на ПКИПЦК в отделни, алтернативни сценарии и на прилагане на подхода на задълженията и правилата за диверсификация за всеки индивидуален сценарий. Резултатът от това изчисление зависи от това как е структурирано ПКИПЦК.

Алтернативните сценарии, в които ПКИПЦК могат да бъдат разделени, са следните:

Сценарий 1: възвращаемостта е равна на първоначалната инвестиция плюс 120% от изпълнението на индекс Eurostoxx 50 (ако изпълнението на индекс Eurostoxx 50 е положително);

Сценарий 2: възвращаемостта е равна на първоначалната инвестиция (ако изпълнението на индекс Eurostoxx 50 е положително).

Случай 1: ПКИПЦК сключва суап пълна възвращаемост (включително напълно обезпечени суапи) с контрагент.

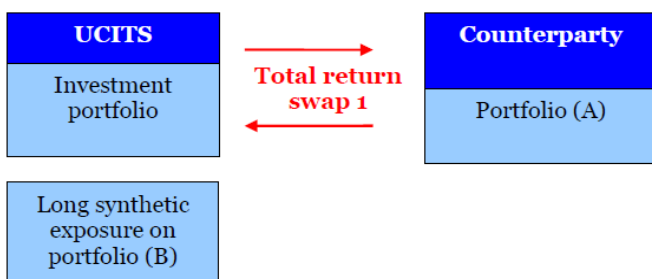
В сценарий 1, ПКИПЦК може да бъде видяно като комбинация от:

- а) инвестиционен портфейл;
- б) суап пълна възвращаемост, който разменя пълната възвращаемост на инвестиционния портфейл на фонда за портфейл (А), който предлага 100% от първоначалната НСА и 100% от изпълнението на Eurostoxx 50; и
- в) синтетична дълга експозиция към портфейл (В), който дава синтетична експозиция към 20% от изпълнението на Eurostoxx 50.

ПКИПЦК
Инвестиционен
портфейл

Контрагент
Портфейл (А)

Суап 1 пълна възвращаемост



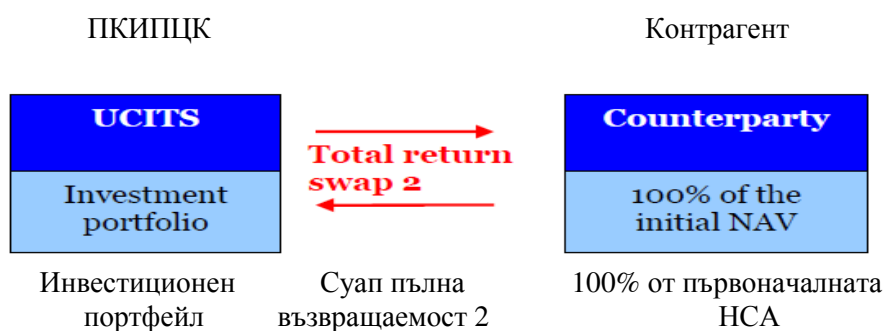
Синтетична дълга експозиция
към портфейл (В)



23. Тъй като комбинацията от (а) и (б) изпълнява критериите на таблица 3 от общите насоки, суапът пълна възвращаемост не е взет предвид за изчисляване на общата експозиция.
24. Синтетичната дълга експозиция към портфейл (Б) се взема предвид за изчисляване на общата експозиция. Нейното задължение е равно на пазарната стойност на базовия актив; т.е. 20% от индекс Eurostoxx 50.
25. Предвид на това, че доходът съгласно сценарий 1 е равен на първоначалната инвестиция плюс 120% от Eurostoxx 50, това води до обща рискова експозиция от 0,2 за сценарий 1.

В сценарий 2, ПКИПЦК може да бъде видяно като комбинация от:

- а) инвестиционен портфейл и
б) суап пълна възвращаемост, който заменя изпълнението на този инвестиционен портфейл срещу 100% от първоначалната инвестиция.



26. Предвид на това, че комбинацията от (а) и (б) изпълнява критериите на таблица 3 от общите насоки, суапът пълна възвращаемост не е взет предвид за изчисляване на общата рискова експозиция. Това води до обща рискова експозиция от 0 за сценарий 2.

Случай 2: Фондът инвестира в безрискови активи и сключва суап за изпълнение с контрагент

В сценарий 1, ПКИПЦК може да бъде видяно като комбинация от:

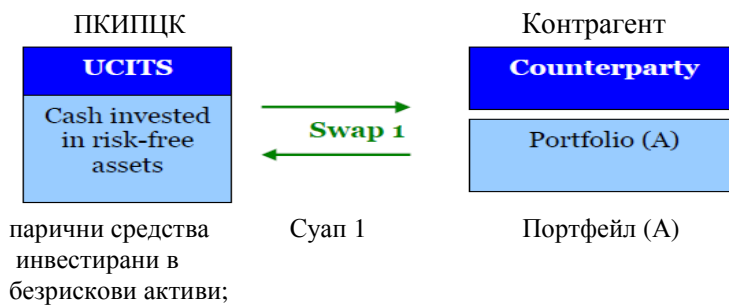
- а) парични средства, инвестирани в безрискови активи;
б) фючърсен контракт F1 върху 100% от Eurostoxx 50; и
в) фючърсен контракт F2 on 20% от Eurostoxx 50.

UCITS
Cash invested in risk-free assets
A futures contract F1 on 100% of the Eurostoxx
A futures contract F2 on 20% of the Eurostoxx

27. Предвид на това, че комбинацията от (а) и (б) изпълнява критериите на таблица 4 от общите насоки, фючърс F1 не е взет предвид при изчисляването на общата рискова експозиция.
28. Фючърсният контракт F2 се взема предвид при изчисляването на общата рискова експозиция. Неговото задължение е равно на 20% от Eurostoxx 50. Тъй като възвращаемостта съгласно сценарий 1 е равна на първоначалната инвестиция плюс 120% от Eurostoxx 50, това води до обща рискова експозиция от 0,2.

В сценарий 2, ПКИПЦК може да бъде видяно като комбинация от:

- парични средства инвестирани в безрискови активи; и
- суап, който заменя възвращаемостта от този инвестиционен портфейл за 100% от първоначалната НСА.



29. Поради това, че комбинацията от (а) и (б) изпълнява критериите на таблица 4 от общите насоки, суапът не се взема предвид при изчисляването на общата рискова експозиция. Това води до обща рискова експозиция от 0 за сценарий 2.

Случай 3: Фондът инвестира във висококачествени активи и сключва суап с контрагент

В сценарий 1, фондът може да бъде видян като комбинация от:

- парични средства, инвестирани в нискорискови, но не безрискови активи;
- фючърсен контракт F1 върху 100% of Eurostoxx 50; и
- фючърсен контракт F2 върху 20% от Eurostoxx 50.

UCITS
Cash invested in low-risk assets
A futures contract F1 on 100% of the Eurostoxx
A futures contract F2 on 20% of the Eurostoxx

30. Тъй като паричните средства не са инвестирани в безрискови активи, (а) и (б) не могат да бъдат комбинирани съгласно разпоредбите на таблица 4 от общите насоки. Задължението по този начин е равно на задължението на фючърния контракт F1 плюс задължението на фючърския контракт F2. Това води до задължение от 120% от Eurostoxx 50 и обща рискова експозиция от 1,2. ПКИПЦК не спазва изискванията за обща експозиция.
31. ПКИПЦК може да изчисли общата си рискова експозиция като използва подхода на относителна стойност под риск (VaR) при условие, че VaR моделът е адекватен и отразява кредитния риск на активите, притежавани от ПКИПЦК.
32. Структурирани ПКИПЦК, получили разрешение преди въвеждането на Общите насоки, и които отговарят на критериите на алинеи 2(а), 2(б), 2 (в) и 2(г) на насока 1, не е необходимо да спазват таблица 1 до 25 на общите насоки. Това е поради факта, че критериите в таблица 1 не са били установени, когато тези ПКИПЦК са били учредени и ако портфейлът на ПКИПЦК бъде коригиран да отговаря на новите насоки, това би засегнало предварително определената възвращаемост на инвеститорите на падеж. Това не би било в най-добър интерес на инвеститорите, тъй като те са инвестирали в ПКИПЦК въз основа на предварително определената възвращаемост. Докато тези съществуващи структурирани ПКИПЦК могат да продължат да приемат нови записвания, те не могат активно да предлагат за продажба техните дялове. Структурираните ПКИПЦК могат да се възползват от тази разпоредба на изключване само поради заварено положение, като използват текущия си профил на възвращаемост, но когато ПКИПЦК направи някаква промяна в деривата, която има за резултат нов профил на възвращаемостта или сценарий, то трябва да спазва напълно насоките.

Насока 2

1. Управляващите дружества на ПКИПЦК, които използват подхода за изчисляване на обща рискова експозиция, така както е изложен в насока 1, трябва да осигурят проспекта:
 - (а) да съдържа пълно разкриване на информацията относно инвестиционната политика, базовата рискова експозиция и формули за доход на ясен език, който може да бъде лесно разбран от инвеститорите на дребно; и
 - (б) да включва ясно предупреждение за риск, информиращо инвеститорите, които откупват обратно инвестицията си преди падеж, че те не се ползват от предварително определената възвращаемост и могат да понесат значителни загуби.



Обяснителен текст

33. Важно е инвеститорите правилно да разберат въздействието на различните сценарии в едно структурирано ПКИПЦК и дали, например, капиталът им е защитен. Проспектът също трябва да разкрива въздействието върху инвеститорите, които откупват обратно техните дялове преди падеж и не се възползват от предварително определената възвращаемост, включително капиталова защита, когато е възможно.

Приложение I

Анализ на разходите и ползите

Защо е необходимо да се разработват насоки за измерването на риска и изчисляването на общата рискова експозиция и риска от контрагента за ПКИПЦК?

34. Член 51(3) от Директивата за ПКИПЦК поставя горна граница за „общата рискова експозиция” (т.е. степента, в която върху ПКИПЦК оказват въздействие движенията в стойностите на базовите активи). Макар че оценяването на тази обща рискова експозиция е сравнително просто за директни фондове за инвестиране в обикновени акции, то може да бъде по-комплицирано за други фондове. Въпреки че Препоръка 2004/383/ЕО на Европейската комисия излага две общи методологии (така наречения „подход на задълженията” и алтернативна методология, основаваща се на изчислението на цифрите на стойност под риск (VaR)), съществуват значителни разлики на национално ниво, включително относно степента на предписание.
35. Съществува високо ниво на отклонения относно прилагането на лимита, предвиден в Директивата за ПКИПЦК (член 51(3)). Например, над една трета от държавите-членки изискват рискови експозиции, произтичащи от деривати да бъдат включени; други не искат. По-малко от половината от държавите-членки приспособяват методологии за измерване на риска към рисковия профил на ПКИПЦК – подхода на ”задълженията”, стойност под риск (VaR) или други сложни методологии са позволени в различна степен, и държавите-членки се различават много относно параметрите, които изискват да бъдат използвани в рамките на тези методологии. Половината от държавите-членки изискват стрес тестване да помага на управлението на риска, свързан с аномални движения на пазара, докато само някои държави-членки изискват бек-тестване на модела за измерване на риск с оглед на данни от минали периоди.
36. Член 41(3) от Директива 2010/43/ЕС на ЕК предвижда, че държавите-членки могат да позволят на управляващите дружества да изчисляват обща рискова експозиция като използват по целесъобразност подхода на задълженията, стойност под риск или други усъвършенствани методологии за измерване на риска. Съгласно същия член, стойност под риск “VaR” означава измерване на максималния размер на очакваната загуба при определен доверителен праг за определен период от време.
37. Член 42 от Директива 2010/43/ЕС на ЕК предоставя известно ниво на предписание за използване на изчисляването на общата рискова експозиция с подхода на задълженията. Всяка една позиция на финансов деривативен инструмент се превръща в пазарната стойност на еквивалентна позиция. Споразуменията за нетиране и хеджиране могат да бъдат позволени от държавите-членки при изчисляване на общата рискова експозиция, а споразуменията за временно заемане на средства, сключени от името на ПКИПЦ, трябва да бъдат включени в изчисляването на общата експозиция.
38. Мерките на ниво 2 не предвиждат каква, например, трябва да бъде методологията за превръщането на позиция на финансов деривативен инструмент в еквивалентната пазарна стойност, или какви трябва да бъдат параметрите за изчисляването на общата рискова експозиция при използване на подхода на стойност под риск (VaR). Затова CESR обмисли дали трябва или не трябва да предостави подробни правила за това, как да се прилагат разпоредбите, предвидени в Директива 2010/43/ЕС, с оглед измерване на риска за изчисляването на общата експозиция и риска от контрагента. Липсата на насоки на CESR в тази област означава, че ПКИПЦК, в зависимост от това къде са учредени, ще могат да изчисляват общата рискова експозиция или риска на контрагента по различен начин, което би било вредно за защитата на инвеститорите.

39. Следователно, бе решено Директива 2010/43/ЕО на ЕК да бъде придружена от насоки на CESR относно измерването на риска и изчисляване на общата рискова експозиция, и риска на контрагента за ПКИПЦК. През месец юли 2010 г. CESR публикува насоки в тази област (Реф. CESR/10-788).

Защо е необходимо да се разработят насоки за измерване на риска и изчисляване на общата експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК?

40. Има някои ПКИПЦК, които предлагат на инвеститорите предварително определена възвращаемост в края на даден падеж при договореност, че инвестициите им ще останат до падежа на фонда. Тези видове се управляват пасивно и са структурирани да постигнат на падеж предварително определената възвращаемост и държат по всяко време активите, необходими да се гарантира че предварително определената им възвращаемост ще бъде изпълнена. Структурираната възвращаемост обикновено зависи от стойността на базовите активи. Инвеститори, които откупват обратно своите дялове преди падежа няма да се възползват от договорената възвращаемост доход и ще бъдат изложени на пазарния риск на базовия портфейл на суапа.
41. В консултативния доклад (Реф. CESR/10-118), излагащ предложените от CESR насоки за измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция, и риска на контрагента за ПКИПЦК, CESR приканва заинтересованите лица да дадат становище относно необходимостта от определен режим за изчисляване на общата рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК.
42. Структурираните ПКИПЦК се управляват, за да предоставят на инвеститорите предварително определена възвращаемост на падежа на фонда. Те могат да я постигнат, например, чрез сключване на деривативни транзакции, които гарантират, че предварително определената възвращаемост ще бъде постигната. Управляващият фонда по този начин няма голяма свобода да следва изискванията, посочени в насоките. Той е напълно ограничен да постигне предварително определената формула, която е обещана на инвеститорите и следователно може да наруши насоките по чисто пасивен начин.
43. Възвращаемостта може да зависи от някои условия, свързани с конкретни ценни книжа. Например, управляващият сключва бариерни опции и, ако стойността на ценната книга е близо до бариерата/ задействаща цена за такава опция, и ако падежът е скоро, делтата на такава опция може да бъде много значителна и волатилна, и би могла да води до нарушение на лимита за общата рискова експозиция (дори по методологията на стойност под риск (VaR)), така както е посочено в консултативния доклад на CESR относно предложените насоки.
44. За да може да вземе изцяло предвид становищата от публичната консултация по този въпрос, CESR се ангажира да извърши допълнителна работа за оценка дали ще бъде целесъобразно за някои видове структурирани ПКИПЦК да използват други методологии за изчисляване на общата експозиция.

Предложение на ESMA за насоки

45. Като взе предвид разискванията с представители на индустрията и допълнително разглеждане на този въпрос, CESR публикува консултативен доклад (Реф. CESR/10-1253) на 18 ноември 2010 г., излагащ предложение за алтернативен подход за прилагането на съществуващите насоки.
46. Конкретният подход се състои от изчисляване на общата експозиция за всеки сценарий, на който инвеститорите могат да бъдат изложени на риск по всяко време, като се използва подхода на задълженията. Съгласно този подход, всеки един сценарий трябва да

спазва по всяко време 100% лимит на общата рискова експозиция, като използва съществуващите насоки на CESR. Следователно, предложението на CESR се състоеше по-скоро в алтернативно приложение на подхода на задълженията, така както е посочен в съществуващите насоки, отколкото конкретен режим.

47. ESMA считаше, че обхватът на този алтернативен подход трябва да бъде ясно определен. Поради това от ESMA бе изготвен списък с всички критерии, на които структурираните ПКИПЦК трябва да отговарят напълно, за да могат да се възползват от този специфичен подход. Някои от тези критерии и възможните алтернативи са:

- ПКИПЦК се управлява пасивно и е структурирано да постигне на падеж предварително определената възвращаемост и държи по всяко време активите, необходими да се гарантира, че тази предварително определена възвращаемост ще бъде изпълнена.

Алтернативният подход за изчисляване на общата експозиция за структурирани ПКИПЦК, използващи подхода на задълженията, не може да се използва от активно управлявани ПКИПЦК или от ПКИПЦК, които не следват основаващ се на формула подход и предлагат на инвеститорите предварително определена възвращаемост. ESMA обаче счете, че трябва да има известна гъвкавост, позволяваща на управляващите активите да управляват активно отношенията с контрагентите за деривати, управление на обезпечение и реструктуриране на деривата, когато е необходимо. В действителност, ако ESMA не бе възприела този подход, това щеше да е във вреда на инвеститорите, тъй като управляващите на структурирани ПКИПЦК трябва да могат да направят необходимите корекции на суапа по време на живота на фонда, за да могат да предоставят обещания доход на инвеститорите на падеж.

- ПКИПЦК има краен падеж ненадвишаващ 9 години.

ESMA разгледа дали да наложи горна граница на крайния падеж на фондовете, желаещи да се възползват от този незадължителен подход. Налането на горна граница потенциално би позволило да бъдат създадени структурирани ПКИПЦК с изключително дълги падежи. ESMA беше на мнение, че това би повишило риска от волатилността за инвеститорите, които извършват обратно откупуване на дялове преди падеж. Дори при вземане предвид възможното намаляване на този риск чрез разкриване на информация, ESMA счита, че въпреки това някакъв вид горна граница е необходима. Следващата стъпка бе да се вземе решение за подходящото ниво за горната граница. Една от възможностите беше да се удължи лимитът на падеж до 15 години, за да се вземе предвид бъдещото търсене на пазара (например, пенсионни схеми). ESMA обаче не възприе тази възможност като подходяща, тъй като все още щеше да има неприемливо висок риск от волатилност, понасян от инвеститори, които извършват обратно откупуване на дялове преди падеж. Затова ESMA наложи лимит на падежа от 9 години въз основа на това, че той представлява правилен баланс между гъвкавостта за управляващите на ПКИПЦК при структуриране на ценните им книжа, като се отчитат потенциалните рискове за инвеститора.

- ПКИПЦК не приема нови записвания от публиката след първоначалния период на предлагане.

ESMA разгледа въпроса дали да изиска, структурираните ПКИПЦК да бъдат затворени за нови подписки след първоначалния период на предлагане на пазара. Когато ПКИПЦК приеме незадължителния режим за изчисляване на общата рискова експозиция, то изчислява общата рискова експозиция за всеки отделен сценарий. Този метод на изчисление е подходящ, когато подписката се прави по време на първоначалния период на предлагане. Следващата стъпка беше да се реши дали структурираните ПКИПЦК трябва да бъдат законово затворени или изискването да не се приемат нови записвания от публиката е достатъчно. Предпочитанията на ESMA бяха за последното, въз основа на това, че ако се изисква, структурираните ПКИПЦК да бъдат затворени за нови записвания на дялове, това може да има отрицателно въздействие върху цената на базовите финансови деривати, получени от фонда, (тъй като контрагентите ще знаят, че сделките на вторичния пазар ще бъдат в една посока (продажба)).

- Максималната загуба, която ПКИПЦК може да понесе, когато портфейлът се прехвърли от един профил на възвращаемост в друг трябва да бъде ограничена до 100% от първоначалната офертна цена.

ESMA разгледа дали да изисква лимит на загубата, която ПКИПЦК могат да понесат, когато портфейлът преминава от една възвращаемост към друга. Да не се наложи лимит, би позволило потенциално на управляващите активите да разработят структурирани ПКИПЦК с много голяма липса на средства между сценариите, където има много по-голяма вероятност за отрицателни резултати от дейността, отколкото за положителни. Затова ESMA реши да ограничи тази липса до 100% от първоначалната цена на предлагане.

- Въздействието на изпълнението на един единствен базов актив върху профила на възвращаемост, когато ПКИПЦК премине от един сценарий към друг, спазва изискването за диверсификация на Директивата за ПКИПЦ.

ESMA разгледа въпроса, дали изпълнението на един единствен базов актив от суапа върху профила на възвращаемостта трябва да бъде ограничено, или не. Да не се наложи лимит, би могло потенциално да доведе до ситуации, когато въздействието от резултатите на един единствен базов актив върху профила на възвращаемост би било много значително. Така, ПКИПЦК трябва да вземат предвид изискванията за диверсификация на Директивата за ПКИПЦК при разглеждане на въздействието на една съставна част на базовата кошница върху цялата възвращаемост, когато ПКИПЦК се прехвърля от един сценарий в друг.

- От структурирани ПКИПЦК, които отговарят на някои от критериите, изброени в таблица 1 на насоките на ESMA, и които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г., не трябва да се изисква да спазват разпоредбите на таблица от 1 до 25 на съществуващите насоки на CESR, при условие, че спазват правилата, установени от компетентния орган на тяхната държава по произход, за изчисляването на обща експозиция.

Алтернативният подход би бил, да се задължат всички съществуващи структурирани ПКИПЦК да спазват съществуващите насоки на CESR. Този подход би бил вреден за инвеститорите в ПКИПЦК, защото би принудил управляващите активите да променят суапа или структурата на доходите, които се продаваха на инвеститора. Поради това ESMA реши да даде правило на изключване за структурирани ПКИПЦК, които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г.



Приложение II

Становище на Групата на участниците от сектора на ценни книжа и пазари

48. Съгласно член 16 на Регламента за ESMA¹, при разработването на насоките, ESMA, когато е необходимо, ще поиска становище или консултация от Групата на участниците от сектора на ценни книжа и пазари (ГУСЦКП). Член 37 от Регламента предвижда възможността да не се провеждат консултации с ГУСЦКП, ако трябва да бъдат предприети спешно мерки и консултацията е невъзможна.
49. През месец юли 2010 г. CESR публикува Насоки относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска на насрещната страна за ПКИПЦК (общите насоки). Тези насоки ще станат приложими на 1 юли 2011 г., крайният срок за транспониране на Директива IV за ПКИПЦК. Структурираните ПКИПЦК не могат да изпълняват напълно общите насоки. Неспазването им от тези фондове ще бъде във вреда на интересите на инвеститорите, които са инвестирали в тези фондове.
50. При това положение, от съществена важност беше насоките за компетентните органи относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция (глобалния риск) за някои видове структурирани ПКИПЦК да бъдат публикувани колкото се може по-скоро, за да могат държавите-членки да извършат необходимите законодателни действия до 1 юли 2011 г., когато ще влязат в сила общите насоки.
51. Предвид на това, че ГУСЦКП все още предстои да бъде създадена и с оглед да се избегне по-нататъшно забавяне, Съветът на надзорниците на ESMA реши да издаде насоките без да се консултира с ГУСЦКП.

¹ РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 1095/2010 НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 24 ноември 2010 г. за създаване на Европейски надзорен орган (Европейски орган за ценни книжа и пазари)



Приложение III

Коментари по обществената консултация за насоките на CESR относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК (Реф. CESR/10-1253)

Въпрос 1: Съгласни ли сте с предложения подход за изчисляване на общата рискова експозиция от някои видове структурирани ПКИПЦК, които отговарят на критериите в алинея 2 на таблица 29²?

52. Предложеният подход бе посрещнат изключително добре от участниците в консултацията. Някои от тях обаче изразиха опасения относно критериите в таблица 29.
53. Един от участниците поиска разяснение по отношение на използването и обхвата на подхода на стойност под риск (VaR) за изчисляване на общата рискова експозиция за структурирани ПКИПЦК.
54. Съгласно едно заинтересовано лице, предложеният подход не е приложим, предвид на това, че тези видове фондове са предназначени да бъдат държани до падеж и няма да е необходимо да се изчислява общата рискова експозиция чрез стандартния подход на задълженията, незадължителния подход на задълженията, или подхода на стойност под риск (VaR).
55. Един участник изрази становище, че всички структурирани ПКИПЦК трябва да спазват насоките на CESR, публикувани през месец юли 2010 г. и не трябва да има никакво различие в изчисляването на общата рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК.
56. Бе поискано потвърждение, че структурираните ПКИПЦК трябва да отговарят на всички критерии в таблица 1, за да могат да използват тази алтернативна методология на изчисление.
57. Някои участници бяха на мнение, че резултатът от изчислението на общата рискова експозиция трябва да дава едни и същи резултати, независимо от това как е структуриран фондът, и че фондовете с една и съща формула за възвращаемост трябва да имат едно и също изчисление на общата рискова експозиция.

ESMA счете за необходимо да подчертае, че структурираните ПКИПЦК трябва да отговарят на всички критерии от таблица 1, за да могат да използват алтернативната методология за изчисление, и измени съответно първото изречение на алинея 2 от таблица 1.

Алинея 90 от обяснителния текст също бе изменена, за да се изясни, че структурираните ПКИПЦК могат да използват стандартни подход на задълженията или подхода на стойност под риск (VaR), за да изчисляват общата рискова експозиция, но че те могат също така да приемат незадължителен режим като използват подхода на задълженията съгласно разпоредбите на таблица 1.

² Препратките в приложение III отговарят на номерирането на консултацията относно Насоки на CESR относно измерване на риска и изчисляване на обща рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК (Реф. CESR/10-1253)

Въпрос 2: Съгласни ли сте с предложените критерии за тези структурирани ПКИПЦК?

58. В консултацията бе изразено общо съгласие с предложените критерии с изключение на разпоредбата за лимитиране на падежа на ПКИПЦК (критерий 2 д)), за което мнозинството от участниците поиска удължаване до 15 години (вижте въпрос 5) и изискването, ПКИПЦК да бъде затворено за нови подписки след първоначалния период на предлагане (критерий 2 е)) (вижте въпрос 6).
59. Според един участник, критерий 2 з) не е необходим и не е възможен на практика, тъй като винаги ще съществува пазарна ситуация, когато загубата при преминаване от един сценарий в друг ще бъде по-висока от предварително определено ниво. За същия участник, единственият практически подход да се ограничи загубата между два сценария е да се направи чрез самата възвращаемост и точно това се предлага от ESMA с правилото за диверсификация.
- Друг участник не беше съгласен с критерий 2 в), защото той е в противоречие с реалността и съществуващите структури на фондове, за които, по всяко време преди падеж обикновено има няколко сценария, на които инвеститорите биха могли да бъдат изложени. Затова, Европейската търговска асоциация предложи преформулиране на критерия в тези насоки - “по всяко време през живота на ПКИПЦК само един профил на възвращаемост ще бъде прилаган за инвеститора”
60. . Това становище бе подкрепено от няколко участници.
61. Някои от отговорилите също така изразиха опасения относно изискването, че структурираните ПКИПЦК трябва да бъдат управлявани пасивно. Според тях, това не трябва да пречи на управляващите активите да управляват активно отношенията с контрагентите по деривати, да променят контрагенти, управление на входящите и изходящите потоци и др. По същия въпрос, един участник беше на мнение, че не само пасивно управлявани фондове на ПКИПЦК трябва да могат да се възползват от различен подход на изчисление и поиска от ESMA да определи алтернативни принципи за измерване на риска, приемливи за активно управлявани фондове на структурирани ПКИПЦК.

ESMA взе предвид коментара, направен от един участник относно критерий 2 в) и измени текста, както следва: “*по всяко време през живота на ПКИПЦК само един профил на възвращаемост се прилага за инвеститора*”.

ESMA прие забележката, формулирана от някои респонденти относно пасивното управление на ПКИПЦК, и че това изискване не трябва да пречи на ПКИПЦК да управлява активно отношенията си с контрагентите. Това включва промяна на контрагенти, управление на обезпечение и реструктуриране на деривати, когато е необходимо да се вземат предвид подписки и обратни откупувания. Затова алинея 14 на обяснителния текст беше изменен, за да отрази това.

Въпрос 3: Съгласни ли сте с обхвата на приложение на алтернативния подход, който произтича от критериите и подхода на изчислението на общата рискова експозиция, определен в алинея 2 на таблица 29? Ако има конкретни критерии, които биха могли да представляват трудност за някои ПКИПЦК, обяснете причините за вашето становище и опишете видовете въпросни ПКИПЦК?

62. Участниците в консултацията общо се съгласиха с обхвата на приложение на алтернативния подход, но някои от тях изразиха становището, че структурираните ПКИПЦК, които имат еквивалентна финансова структура и същата възвращаемост, трябва да бъдат подложени на еквивалентно третиране.



Въпрос 4: Можете ли да предложите алтернативни критерии?

63. От участниците не бяха поискани допълнителни критерии.

Въпрос 5: Съгласни ли сте с предложението да се лимитира падежът на структурираните ПКИПЦК, които могат да прилагат разпоредбите на таблица 29 до 9 години? Имате ли някакви алтернативни предложения?

64. Мнозинство от отговорилите биха предпочели ограничение от 15 години за падежа на ПКИПЦК, за да се вземе предвид бъдещото търсене на пазара (например, пенсионни фондове). Участниците също подчертаха, че лимитът трябва да започва след първоначалния период на предлагане.

65. Съгласно едно заинтересовано лице, ограничението до 9 години не е уместно и ако трябва да има лимит, той трябва да се определя за всеки отделен случай.

66. Няколко участници се съгласяваха с предложение лимит.

ESMA не се съгласи с предложението на участници да се лимитира падежа на структурираните ПКИПЦК на 15 години. Според ESMA, това би увеличило риска от волатилност за инвеститорите, които извършват обратно откупуване преди падеж.

ESMA обаче се съгласи, че падежът на структурираните ПКИПЦК трябва да се измерва от края на първоначалния период на предлагане (т.е. когато дериватът е сключен), но подчерта, че периодът на предлагане не трябва да надвишава 3-6 месеца.

Въпрос 6: Съгласни ли сте с предложението да се забрани на тези структурирани ПКИПЦК да приемат нови подписки (записвания на дялове) след първоначалния период на предлагане?

67. Мнозинството биха предпочели изискването, структурираните ПКИПЦК да не бъдат търгувани активно след първоначалния период на предлагане на пазара. Според тези участници, затварянето на фонда ще има отрицателен ефект върху определяне цените на дериватите, получени от фонда, тъй като контрагентите (на срещните страни) ще знаят, че сделките на вторичния пазар ще бъдат само в една посока (продажба).

68. Само шестима участника се съгласиха напълно с предложението.

ESMA прие, че изискването за затваряне на ПКИПЦК след първоначалния период би могло да има отрицателно въздействие върху определяне цените на дериватите.

Затова, алинея 2 е) на таблица 1 беше изменена с изискването, ПКИПЦК да не приемат нови подписки от публиката след първоначалния период на продажби. Обяснителният текст (алинея 95) също бе изменен да отразява това изменение.

Въпрос 7: Съгласни ли сте с предложените критерии да се ограничи максималната загуба, която ПКИПЦК може да понесе по отделен сценарий или в даден ден? Можете ли да предложите методи, чрез които тази загуба може да бъде ограничена, или други предпазни мерки, които да бъдат приложени за рисковете, произтичащи от функции тип бариери, така както е описано в таблица 29?



69. Повечето от участващите в консултацията се съгласиха с този критерий и подчертаха, че максималната загуба вече е била лимитирана от изискванията за диверсификация.
70. Един участник обаче не се съгласи с това предложение и поиска неговото премахване за капиталово защитени структурирани ПКИПЦК. Същият участник бе на мнение, че необходимостта да има лимитирана разлика между сценариите, е спорна.
71. Няколко участници поискаха потвърждение от ESMA, че това предложение не означава, че не е приемливо да се създаде продукт, при който на конкретен ден инвеститорът не понася загуба, но на следващия ден резултатът прехвърля продукта в друг сценарий и има съществена разлика между двата дохода.

ESMA счита уместно да измени насоките, за да се лимитира загубата, която ПКИПЦК може да понесе, когато възвращаемостта премине от един сценарий в друг. Някои участници бяха на мнение, че в насоките, изискването, загубата да бъде ограничена, е неопределено. Поради това, окончателните насоки изискват максималната загуба, която ПКИПЦК може да понесе, когато портфейлът премине от един профил на доход в друг, да бъде лимитирана до 100% от първоначалната цена на предлагане.

Към окончателните насоки бяха добавени два примера за онагледяване на това изискване.

Въпрос 8: Съгласни ли сте с предложението относно структурирани ПКИПЦК, които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г.? Имате ли някакво алтернативно предложение?

72. Всички участници, с изключение на един, приемат правилото за изключване поради завареното положение, въведено в предложените насоки.

Следвайки общото съгласие от участниците относно правилото за изключване, ESMA не измени насоките.

Бе сметено за необходимо, обаче, да се изясни, че само съществуващи профили на възвращаемост, предложени преди публикуването на тези насоки, могат да се възползват от правилото на изключване, и че в случай, когато съществуващите структурирани ПКИПЦК искат да създадат нови формули с различни профили на възвращаемост, след влизане в сила на тези насоки, те трябва да ги спазват.

Въпрос 9: Полезни ли са примерите, дадени в алинея 97 за онагледяване на изискването за диверсификация?

73. Повечето участници считаха, че примерите, предоставени в алинея 18, са полезни. Някои от тях, обаче, не се съгласиха с изискването, че въздействието на изпълнението на един единствен базов актив върху профила на възвращаемостта, когато ПКИПЦК се прехвърли от един сценарий в друг, трябва да отговаря на изискванията за диверсификация на Директивата за ПКИПЦК, въз основа на първоначалната нетна стойност на активите на ПКИПЦК. Според един участник, това изискване ще забрани някои доходи от рамката на ПКИПЦК, което ще бъде вредно за защитата на инвеститорите, тъй като същите доходи ще се продават като се използват структурирани облигации (notes).

74. Според някои от участниците, за да бъдат най-полezni, тези примери трябва да бъдат взаимно изключващи се, и примери 1 и 2 трябва да бъдат изготвени в следната насока: “ако изпълнението на една от всички акции е положително”.
75. Според един участник, примерите се позовават само на 10% лимит на изискванията за диверсификация, а те трябва да се позовават на всички законови прагове, например правилото за 5%/10%/40%. По същия въпрос се прие, че трябва да се прилага само 10% праг.

ESMA се съгласи с направените коментари относно примерите и направи съответните изменения. Насоките бяха също така променени, за да се поясни, че позоваването на изискванията за диверсификация на ПКИПЦК се отнася за всички приложими ограничения, посочени в членове 52 – 55 от Директивата за ПКИПЦК, в зависимост от класа активи.

Въпрос 10: Можете ли да предложите алтернативни примери?

76. Имаше предложения да се добавят нови примери, за да се илюстрира по-добре правилото за диверсификация. Тези примери поясняват как трябва да бъде анализирана възвращаемостта, базираща се на “акция с най-добро изпълнение”.

ESMA се съгласи, че примерите, предложени от някои участници, са полезни и добави два от тях в насоките (примери 7 и 8).

Въпрос 11: Считате ли, че примерите в алинея 98 обясняват правилно как се изчислява общата рискова експозиция при различни сценарии?

77. Повечето от участниците считат, че примерите в алинея 98 обясняват правилно как общата рискова експозиция се изчислява при различни сценарии.
78. Няколко участника, обаче, предложиха допълнителни структури на доход, които бе трябвало да бъдат позволени. Тези структури са:

- Напълно обезпечена репо с контрагент + суап за изпълнение;
- Инвестиционен портфейл + суап за изпълнение + външна гаранция за дохода.

79. Няколко участника не виждат необходимост от различно третиране при случай 2 в сравнение със случай 3. По същия въпрос, един респондент се съгласи, че паричните средства, инвестирани в активи, които не са безрискови, трябва да доведат до увеличение на общата рискова експозиция на продукта, но констатира, че разграничението между “безрискови” и “висококачествени нискорискови” е произволно и ще доведе до нестабилност. Поради тази причина този участник беше на мнение, че подходът на задълженията трябва да бъде позволен и за случай 3.

ESMA анализира внимателно коментарите, получени по въпроса за безрисковите активи. ESMA счита, че няколко инвестиционни структури могат да се считат еквивалентни на инвестиция в безрискови активи. ESMA, обаче, реши да не дава повече подробности по този въпрос, а да контролира строго пазарните практики по отношение на тълкуването за това, какво се счита за еквивалентно на безрисковите активи, и следователно, не счете за уместно да промени окончателните насоки.



Въпрос 12: Имате ли алтернативни примери?

80. Както се посочва във въпрос 11 по-горе, бяха предложени алтернативни примери.

Въпрос 13: Съгласни ли сте с предложените изисквания за разкриване на информация в проспекта от таблица 30?

80. Всички участници, с изключение на един, се съгласиха с предложените изисквания за разкриване на информация в проспекта.

Поради общото съгласие на респондентите относно предложеното разкриване на информация в проспекта в таблица 2, ESMA не промени насоките.

Въпрос 14: Ясна ли е използваната в насоките терминология? Има ли използвани някои термини, за които мислите ще е полезно да има определение?

82. Повече от участвалите в консултацията са счели, че използваната в насоките терминология е достатъчно ясна и не смятат за необходимо да се добавят още дефиниции към краткия речник.

83. Някои респонденти, обаче, са счели за важно да се даде определение за “висококачествен”, “нискорисков”, “безрисков”, “незначителен” и “ограничен”, за да се избегне различно тълкуване.

ESMA не счете за необходимо да даде определения за тези термини, но както се посочва във въпрос 11, ще осъществява строг мониторинг на практиките по отношение на тълкуването за това, какво се счита за еквивалент на безрискови активи.



Приложение IV

Проект на насоки за компетентните органи и управляващите дружества на ПКИПЦК относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция (глобален риск) за някои видове ПКИПЦК



Съдържание

I.	Обхват	28
II.	Определения	28
III.	Цел	28
IV.	Спазване на изискванията и задължения за докладване	29
V.	Насоки относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция за някои видове структурирани ПКИПЦК	29



I. Обхват

I. Настоящите насоки се прилагат по отношение на *компетентните органи и управляващите дружества на ПКИПЦК*.

II. Определения

2. За целите на настоящите насоки термините, отбелязани в курсив, имат значението, определено в таблицата по-долу:

<i>Компетентни органи</i>	Органите, посочени в член 97 от <i>Директивата относно ПКИПЦК</i>
<i>Управляващо дружество на ПКИПЦК</i>	Дружество, чиято обичайна дейност е управлението на ПКИПЦК под формата на взаимни фондове или инвестиционни дружества (колективно управление на портфейли на ПКИПЦК)
<i>Директивата относно ПКИПЦК</i>	Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (преработена версия)
<i>Общи насоки</i>	Насоки относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска от насрещната страна за ПКИПЦК, публикувани от Европейския комитет на регулаторите на ценни книжа (Реф. CESR/10-788)
<i>ESMA</i>	Европейски орган за ценни книжа и пазари

III. Цел

4. Настоящите насоки допълват изискванията относно изчисляването на общата рискова експозиция, свързана с дериватните инструменти в член 51(3) от *Директивата за ПКИПЦК* и членове от 40 до 42 на Директива 2010/43/ЕС на ЕК. Комитетът на европейските регулатори за ценни книжа (CESR) изрази становище, че посочените разпоредби следва да бъдат допълнени с по-подробни насоки относно изчисляването на общата рискова експозиция (глобалния риск) с цел да се избегне положение, при което методът на изчисление, използван от ПКИПЦК, може да се различава значително в зависимост от правилата в неговата държава-членка. Това доведе до приемането на *Общите насоки* през месец юли 2010 г.

4. Целта на настоящите насоки е да се предостави на някои видове структурирани ПКИПЦК, така както са описани в насока 1, незадължителен режим за изчисляване на общата рискова експозиция чрез използване на подхода за задълженията.



III. Спазване на изискванията и задължения за докладване

Статут на насоките

5. Настоящият документ съдържа насоки, издадени съгласно член 16 от Регламента за ЕОЦКП³. Съгласно член 16, параграф 3 от регламента, компетентните органи и участниците на финансовите пазари полагат всички усилия за спазване на насоките.
6. В насоките е представено становището на *ЕОЦКП (ESMA)* за подходящите надзорни практики в Европейската система за финансов надзор, или за това, как правото на Съюза следва да се прилага в дадена област. Поради това *ЕОЦКП* очаква всички *компетентни органи и участници* на финансовите пазари, за които се прилагат насоките, да ги спазват, освен ако не е посочено друго. Компетентните органи следва да ги включат в надзорните си практики, включително, когато някои конкретни насоки в рамките на документа са насочени предимно към участниците на финансовите пазари.

Изисквания за докладване

7. *Компетентните органи* трябва да уведомят *ЕОЦКП (ESMA)* дали спазват или възнамеряват да спазват настоящите насоки, или да посочат причините за неспазването им, в срок от [2 месеца след датата на публикуването]. Уведомленията трябва да се изпращат на [електронен адрес].
8. *От управляващите дружества на ПКИПЦК* не се изисква да докладват дали спазват настоящите насоки.

IV. Насоки относно измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция (глобалния риск) за някои видове структурирани ПКИПЦК

9. ПКИПЦК, които изпълняват напълно критериите от точка 10, могат да изчисляват общата рискова експозиция, като използват подхода за задълженията по описания в точка 11 начин.
10. Критериите са:
 - а) ПКИПЦК е пасивно управлявано предприятие, структурирано да постигне на падежа предварително определена възвращаемост, което във всеки момент разполага с активите, необходими да се гарантира, че тази предварително определена възвращаемост ще бъде постигната;
 - б) ПКИПЦК се основава на формула и предварително определената възвращаемост може да бъде разделена на ограничен брой отделни сценарии, които зависят от стойността на базовите активи и които предлагат на инвеститорите различна възвращаемост;
 - в) инвеститорият може да бъде изложен на риск само във връзка с един профил на възвращаемост във всеки момент по време на съществуването на ПКИПЦК;

³ Регламент (ЕС) No 1095/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 г. за създаване на Европейски надзорен орган (Европейски орган за ценни книжа и пазари), за изменение на Решение No 716/2009/ЕО и за отмяна на Решение 2009/77/ЕО на ЕК.



г) използването на подхода за задълженията, определен в *Общите насоки* за изчисляване на общата рискова експозиция за отделните сценарии е целесъобразно, като се вземат под внимание изискванията от таблица 1 от *Общите насоки*;

д) крайният падеж на ПКИПЦК не надвишава 9 години;

е) ПКИПЦК не приема нови записвания от граждани след първоначалния период на предлагане на пазара;

ж) максималната загуба, която ПКИПЦК може да понесе, когато портфейлът преминава от един към друг профил на възвращаемост, трябва да бъде ограничен до 100% от първоначалната офертна цена; и

з) въздействието на резултатите от един-единствен базов актив върху профила на възвращаемост, когато ПКИПЦК преминава от един към друг сценарий, отговаря на изискванията за диверсификация съгласно Директивата относно ПКИПЦК, въз основа на първоначалната нетна стойност на активите на ПКИПЦК.

11. Методът на изчисляване е подходът за задълженията, представен в общите насоки, но коригиран по следния начин:

а) Инвестиционната стратегия, на базата на формула за всяка предварително определена възвращаемост, се разделя на отделни сценарии за възвращаемост.

б) Финансовите деривативни инструменти, предвидени във всеки сценарий, се оценяват с цел да се установи дали дериватът може да бъде изключен от изчисляването на общата рискова експозиция съгласно условията в таблица 3 или 4 на Общите насоки.

в) Накрая, ПКИПЦК изчислява общата рискова експозиция на отделните сценарии с цел да се оцени спазването на ограничението за общата рискова експозиция (глобалния риск) от 100% от нетната стойност на активите.

12. От ПКИПЦК, които отговарят на критериите, посочени в точка 10, букви а), б), в) и д) по-горе и които са получили разрешение преди 1 юли 2011 г., не се изисква да отговарят на условията от таблиците от 1 до 25 на общите насоки, при условие, че спазват всички правила при изчисляването на глобалния риск, определени от компетентния орган в тяхната държава.

13. Управляващите дружества на ПКИПЦ, които използват подхода за изчисляване на общата рискова експозиция, представен в настоящите насоки, следва да гарантират, че проспектът:

а) съдържа пълна информация за инвестиционната политика, базовите формули за риск и възвращаемост, на ясен език, който може да бъде разбран лесно от инвеститорите на дребно; и

б) включва ясно предупреждение за риска към инвеститорите, които извършват обратно откупуване на инвестицията си преди падежа, че няма да се възползват от предварително определената възвращаемост и могат да понесат значителни загуби.