



**Насоки на CESR относно
методологията за изчисляване на
синтетичния индикатор за риск и
доходност в Документа с ключова
информация за инвеститорите**



Резюме

1. CESR представи на Европейската комисия своята консултация относно формата и съдържанието на оповестяваната информация в Документа с ключова информация за инвеститорите през месец октомври 2009 г. (Реф. CESR/09-949). Консултацията беше допълнена с две подробни технически методологии относно индикатора за риск и доходност (Реф. CESR/09-1026) и цифрата на текущите такси (Реф. CESR/09-1028), които бяха предадени през месец декември 2009 г. Комисията оповести, че счита, че е по-уместно тези методологии да бъдат приети чрез задължителни технически стандарти от новия Европейски орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП / ESMA), а не като изпълнителни мерки на ниво 2. През периода, предшестваш учредяването на ESMA, CESR прие методологиите като насоки на ниво 3, за да се осигури яснота за индустрията при въвеждане на новия пакет от изисквания за предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК).
2. Методологията относно синтетичния индикатор за риск и доходност (СИРД), обяснен в тези насоки, се прилага спрямо всички ПКИПЦК. Той трябва да се базира на волатилността на фонда, като се използва седмичната или месечна възвращаемост, покриваща период от предходните пет години. Според резултата от изчислението на волатилността ПКИПЦК трябва да бъде определено в съответната категория по цифрова скала от 1 до 7. Методологията посочва как трябва да бъдат определени интервалите на волатилност, както и подробни правила за това как да се оценят миграциите. Има конкретни правила за прилагане на методологията за фондове с абсолютна възвращаемост, фондове с тотална възвращаемост, фондове на жизнения цикъл и структурирани фондове. В последния случай синтетичният индикатор трябва да се изчислява на базата на анюализираната (на годишна база) волатилност, съответстваща на 99% стойност под риск (Value at Risk - VaR) на падеж.



Информация и въведение

1. В техническата си консултация за Европейската комисия относно Документа с ключова информация (ДКИ) за ПКИПЦК (CESR/09-949), публикувана на 28 октомври 2009 г. (наричана по-нататък консултацията), CESR предлага използването на синтетичен индикатор (СИРД) за оповестяване на информация за риска и доходността на фондовете, придружен от кратко текстово описание на ограниченията на индикатора, и когато е приложимо, рисковете, които не се отразяват напълно от индикатора.
2. За да стигне до това заключение CESR се консултира с външни заинтересовани лица, първоначално, през пролетта (месец март) и втори път - през лятото (месец август и началото на септември) на 2009 г., като се взеха предвид констатациите от извършения от комисията анализ. По-конкретно, анализът разкри, че инвеститорите предпочитат да бъде включен синтетичен индикатор в документа с ключова информация за инвеститорите (ДКИ), тъй като индикатор, базиращ се на цифрова скала ги прави по-уверени в сравняването на фондове и оценяване на тяхното равнище на риск.
3. CESR потвърди обаче, че включването на синтетичен индикатор за риск и доходност (СИРД) изисква споразумение относно методологическите елементи, стоящи в основата на изчисляването му. Това ще гарантира, че всички фондове на ПКИПЦК ще бъдат класифицирани в скалата за риск и доходност съгласно едни и същи критерии в целия Европейски съюз.
4. За целта, CESR разработи подробна методология за изчисляване на СИРД, която представи на комисията през месец декември 2009 г. (Реф. CESR/09-1026). При формулиране на предложението CESR се възползва от оказаното съдействие както от регулатори, така и от представители на индустрията. CESR също така публикува изявление за обратна връзка, посочвайки как отговорите на консултацията са били отразени в даденото становище (Реф. CESR/09-995).
5. Методологията включва конкретните характеристики на различните видове фондове и, по-конкретно, отговаря на следните критерии и цели:
 - да предоставя на инвеститорите важно указание за общия профил на риска и доходността на ПКИПЦК;
 - да осигури съответно разпределение на ПКИПЦК в различните класове риск;
 - да бъде приложима за всички видове ПКИПЦК;
 - да не оставя място за манипулация;
 - да позволява лесно и икономически ефективно използване от прилагашите я ПКИПЦК;
 - да бъде лесно разбираема за одитори, консултанти и дистрибутори;
 - да позволява лесен и ефективен надзор от регулаторите; и
 - да постигне достатъчна степен на стабилност в процеса на класифициране на риска по отношение на нормалните трендове и флуктуации на финансовите пазари.
6. След представянето на консултацията на CESR Европейската комисия започна работа за изготвяне на изпълнителните мерки на ниво 2, които ще подкрепят изискванията на преработената Директива за ПКИПЦК (2009/65/ЕО) на ниво 1. Консултацията, която CESR представи относно разкриване на информация за риска и доходността, по-конкретно раздел 4 на Реф. CESR/09-949, беше включена в изпълнителните мерки на ниво 2 без съществени



промени в съдържанието. Това е отразено в членове 8 до 9, 29, 32 и приложение II на прилагащия Регламент за ключовата информация за инвеститорите¹ (КИИ).

7. По време на изготвянето на изпълнителните мерки ЕК обясни, че техническите методологии, които тя счита, че формират централен елемент от консултацията, не би трябвало да бъдат представени посредством мерките на ниво 2, а като задължителни технически стандарти съгласно новата надзорна рамка на ЕС. Това се отнася за методологията за СИРД и подробната методология за изчисляване сумата на текущите разходи за всяко едно ПКИПЦК (Реф. CESR/10-674).
8. Комисията оценява методологиите като важен елемент за функционирането и еднаквото прилагане на изискванията относно ключовата информация за инвеститорите и е на мнение, че те трябва да бъдат хармонизирани и задължителни по закон за всички ПКИПЦК. Комисията освен това счита, че поради високите им технически характеристики, които са определени съгласно текущия пазар, методологиите вероятно ще изискват актуализиране от страна на CESR в бъдеще, за да отразяват развитието на пазара по подходящ и навременен начин. Това ще позволи достатъчна гъвкавост в мониторинга на прилагането на методологиите в течение на времето и нанасянето на правилни корекции.
9. Вземайки предвид тези точки, Европейската комисия реши, че е за предпочитане да позволи на бъдещия Европейски орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) да приеме методологиите като технически стандарти в тяхната цялост. Междувременно CESR прие методологиите като насоки на ниво 3. Това дава яснота и увереност на индустрията за целите на въвеждане в пакет на новите изисквания за ПКИПЦК. Заинтересованите лице трябва да отбележат, че същността на самата методология не се е променила и е съвсем същата като версията, публикувана на 22 декември 2009 г. (Реф. CESR/09-1026).

¹ РЕГЛАМЕНТ 583/2010 НА КОМИСИЯТА от 1 юли 2010 г. за прилагане на Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на ключовата информация за инвеститорите и условията, които трябва да бъдат изпълнени при предоставяне на ключова информация за инвеститорите или на проспекта посредством траен носител, различен от хартия, или на интернет страница.



Методология за изчисляване на синтетичния индикатор за риск и доходност

Следната методология за изчисляване трябва да се използва от управляващите дружества на ПКИПЦК за целите на изчисляване на синтетичния индикатор, посочен в член 8 и приложение I на изпълнителния Регламент за КИИ.

Обща методология

Таблица 1

1. Синтетичният индикатор за риск и доходност се базира на волатилността на фонда.
2. Волатилността се оценява като се използват седмичната възвращаемост за минали периоди на фонда или, ако не е възможно другоаче, като се използва месечната възвращаемост на фонда.
3. Възвращаемостта, отнасяща се за изчисляване на волатилността, ще се събира от извадков период, покриващ последните 5 години от съществуването на фонда, а в случай на разпределение на доход, ще се измерва като се вземат предвид съответните изплатени доходи или дивиденди.
4. Волатилността на фонда се изчислява и след това се превежда на годишна база, като се използва следният стандартен метод:

$$\text{volatility} = \sigma_f = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{f,t} - \bar{r}_f)^2}$$

където възвращаемостта на фонда ($r_{f,t}$) се измерва през Т неприпокриващи се периоди с дюрацията от 1/m години. Това означава m=52 и T= 260 за седмична възвращаемост и m=12 и T=60 за месечна възвращаемост; където \bar{r}_f е средната аритметична стойност на възвращаемостта на фонда за Т периодите:

$$\bar{r}_f = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{f,t}$$

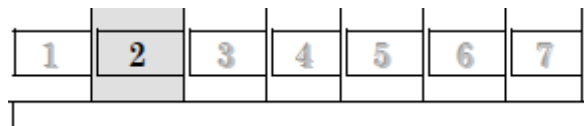
5. Синтетичният индикатор за риск и доходност отговаря на цяло число, предназначено да класифицира фонда по скала от 1 до 7, в съответствие с увеличаващото му се ниво на волатилност.
6. Нагледното показване на СИРД в ДКИ е в следната форма:

Графика или визуално обяснение

← Типично по-ниска доходност Типично по-висока доходност →
 ← По-малък риск По-висок риск →

Пример на фонд, който би спаднал към категория 2

Графика на скалата на риск и доходност



7. Управляващите дружества ще изчисляват синтетичния индикатор за риск и доходност на ПКИПЦК в стриктна координация с мерките и процедурите, приети за целите на управление на риска, и ще осигурят непрекъснат мониторинг на точното и последователно изпълнение на този процес на непрекъсната база.

8. Изчисляването на синтетичния индикатор за риск и доходност на ПКИПЦК, както и всички негови последващи изменения, трябва да бъде достатъчно добре документирано. Управляващите дружества трябва да поддържат архив за тези изчисления за период от не по-малко от пет години; този период ще бъде удължен до пет години след падеж в случая на структурираните фондове.



Обяснителен текст

СИРД трябва да се базира на волатилността на възвращаемостта (резултати от минали периоди) на фонда; това ще бъде седмичната възвращаемост на фонда от минали периоди на фонда или, ако това не е възможно поради ограничената честота на изчисленията на нетната стойност на активите, месечната възвращаемост на фонда.

СИРД трябва следователно да превърне волатилността на възвращаемостта в обща индикация относно общото ниво на риск на фонда.

Волатилността е добре известно и утвърдено понятие във финансите, мярка, която е концептуално лесно да бъде разбрана и в същото време отразяваща ефекта на много различни рискови фактори. Доколкото рискови експозиции причиняват флукутации в нетната стойност на активите (НСА) на фонда, волатилността на неговата възвращаемост ще отразява натоваванията във всички задвижващи механизми за риск и доходност, от които фондът генерира възвращаемост. Както е посочено в изпълнителния регламент, всяка съществено промяна в профила на риска и доходността на ПКИПЦК трябва да доведе до бърза преработка на ДКИ, при условие, че документът все още се използва за спазване на задълженията за разкриване на информация, свързани с публичното предлагане на фонда. Преработката на ДКИ ще включва, когато е уместно, актуализация на СИРД съгласно правилата, установени в таблица 3 на тези насоки.

Следователно, управляващите дружества трябва да извършват класификацията на риска на ПКИПЦК като интегрирана част от, или най-малко в стриктна координация с мерките и процедурите, приети за целите на управление на риска да гарантират мониторинг на правилното и последователно изпълнение на този процес на текуща база.

Освен това класификацията на риска на ПКИПЦК, както и нейните последващи изменения, трябва да бъде адекватно документирана и да се извършва при спазване на изискване за съхраняване на архива за пет години. Така както е пояснено по-долу в това приложение, гореспоменатият период за изискването на съхраняване на архива ще бъде удължен до пет години след падеж (изтичането на предложението период на държане) в случая на структурирани фондове.

Така както е посочено в параграф 3 на таблица 1, възвращаемостта, относима за изчисляване на волатилността, трябва да се измерва като се вземат предвид съответните изплащания на доход или дивиденди. Както е пояснено в примера по-долу, предвид на това, че методологията изисква изчисляването на волатилността на седмична (или месечна) възвращаемост, не е необходима корекция (напр. предполагагане на реинвестиране) по отношение на нетната стойност на активите (НСА) на фонда.

Седмица	1	2	3	4	5
НСА	100	96	89	86	90
Разпределение на доход	не	не	5	не	не
Седмична възвращаемост		- 4.00%	- 2.08%	- 3.37%	4.65%
Данни за изчислението		$(96-100)/100$	$((89+5)-96)/96$	$(86-89)/89$	$(90-86)/86$

Свързаната възвращаемост фактически се изчислява просто, като се вземе предвид също дохода, който е разпределен. Тъй като начисленият доход трябва да бъде взет предвид като фактор в НСА, това изискване няма да има никакво въздействие при изчисление на възвращаемостта, която не отговаря на периодите (седмица или месец), в които е разпределен доходът.

Определение на интервалите на волатилност

Таблица 2

1. Изчисляването на синтетичния индикатор за риск и доходност на ПКИПЦК ще се извършва съгласно следната таблица на анюализирани интервали на волатилност („обхвати“).



2. Схемата дава интервали на волатилност, които отразяват повишаващото се ниво на риск, поет от фонда и съответно неговото позициониране в скалата на риска.

Клас риск	Интервали на волатилност	
	равен или над	по-малък от
1	0%	0.5%
2	0.5%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Обяснителен текст

CESR разгледа редица алтернативи и фактори, за да формулира предложението си относно горната и долната граница на интервалите на волатилност, които трябва да бъдат използвани за категоризиране на фондовете в рисковата скала.

По-конкретно, CESR внимателно разгледа въпросите, отнасящи се до стабилността на категоризацията на риска през нормалните цикли, които характеризират финансовите пазари. В това отношение, CESR не сметна за желателно да се разработи СИРД, включващ чести миграции на категория, тъй като:

1. Документът за ключовата информация (ДКИ) обикновено няма да се преработва повече от един път годишно;
2. Чести и значителни миграции на фондове между класовете на риск могат да дадат на инвеститорите основание за безпокойство относно надеждността на индикатора.

CESR потвърждава, че за да бъде полезна за инвеститорите, класификацията на риска на фондовете трябва да дава и достатъчно дискриминационни права, за да се избегне струпването на много фондове само в един или няколко интервала.

За да се формулира предложената таблица, в допълнение към резултатите от двете си консултации с външни заинтересовани лица, CESR взе предвид резултата от няколко емпирични изследвания от регулатори, представители на индустрията, други външни участници и независими експерти относно потенциалната степен и честота на миграциите на фондовете в класовете на риск.

Интервалите на волатилност, предложени в таблицата по-горе, са резултат на компромисно решение, предназначено за установяване на баланс между изискването да се постигне адекватна степен на стабилност в процеса на класифициране на риска и това да се следва правилно разпределение на ПКППЦК в различните класове риск.

Промяна на СИРД – правила за оценяване на миграциите

Таблица 3

1. Всяка съществена промяна в профила на риска и доходността на ПКППЦК ще се отразява чрез бърза преработка на ДКИ.



2. Синтетичният индикатор за риск и доходност ще бъде променен, ако съответната волатилност на ПКИПЦК е излязла извън обхвата, отговарящ на предишната му категория риск за всяка една седмична или месечна референтна точка за данни през предшестващите 4 месеца.

3. Съгласно горната алинея, ако волатилността на ПКИПЦК се е движила така, че да отговаря на повече от един интервал през 4-месечния период, на ПКИПЦК ще бъде приписан нов клас риск, съответстващ на интервала, на който е отговаряла съответната му волатилност за мнозинството от седмичните или месечните референтни точки за данни по време на предшестващите 4 месеца.

4. Синтетичният индикатор за риск и доходност винаги ще бъде изменян, когато промените в раздела за риск и доходност на ДКИ са резултат от решение на управляващото дружество относно инвестиционната политика или стратегия на фонда. При тези обстоятелства, всички промени в СИРД ще бъдат предназначени за нови класификации на риска на фонда и, впоследствие, ще се извършват съгласно общите правила относно класификацията на риска на ПКИПЦК, представени в това приложение.

Обяснителен текст

Като общ принцип, изпълнителният Регламент установява, че всяка значителна промяна в профила на риска и доходността на фонда трябва да бъде отразена чрез бърза преработка на ДКИ, включително СИРД, ако е уместно.

Това изискване се прилага също за обстоятелствата, при които промяната на профила на риска и доходността на фонда е свързана с неумишлени промени в общите пазарни условия в сегментите, които се отнасят за инвестиционните политики и/или стратегии, приети от ПКИПЦК.

Следователно, СИРД на фонда трябва да бъде подложен на постоянен мониторинг и контрол и ако настъпи някаква съществена промяна, новата категоризация на риска на фонда трябва да бъде отразена в актуализираната версия на ДКИ.

Съществуват, обаче, няколко обстоятелства относно процеса на класификация на риска, които също трябва да бъдат взети предвид, когато се разглежда дали една промяна следва да се счита за съществена.

Например, историческата волатилност, използвана за класификация на риска се оценява от извадка от данни и следователно подлежи на оценъчни грешки. В това отношение CESR счита, че е подходящо да се създадат известни правила за предотвратяване на миграции между категориите риск, които могат да бъдат просто поради грешки на извадката.

Друга ситуация, която може да породи загриженост е случаят, в който волатилността на конкретен фонд е стабилна във времето, но се колебае около прага между две категории риск. Тази ситуация може да причини чести промени в категоризацията на риска в ДКИ, докато базовият рисков профил на фонда е стабилен и не се променя значително в течение на времето.

За да се справи с тези потенциални опасения CESR установи, че СИРД на даден фонд трябва да бъде променен, ако относимата волатилност е излязла извън интервала, отговарящ на предишната му категория риск във всяка седмична или месечна референтна точка за данни през предшестващите 4 месеца. В такъв случай, на ПКИПЦК трябва да се припише новата категория риск, отговаряща на интервала, така както е определено в таблица 3, алинея 3, на който съответната волатилност е отговаряла през предишните 4 месеца.

Във всеки случай, СИРД трябва винаги да бъде изменян, когато промените в раздела за риск и доходност на ДКИ са в резултат на решение на управляващото дружество относно инвестиционната политика или стратегия на фонда. При тези обстоятелства, всички промени в СИРД трябва да бъдат предназначени като нова класификация на риска на фонда и впоследствие да бъдат направени съгласно общите правила относно класификацията на риска на ПКИПЦК, представени в това приложение.



Конкретни въпроси относно изчисляването на волатилност

- Следните раздели предоставят методологията, която трябва да се прилага за изчислението на СИРД при обстоятелства или за фондове, за които общият подход, описан в таблица 1 не е подходящ. Например: пазарни фондове с недостатъчна история на резултатите (таблица 4);
- фондове с предварително определени целеви риск или доходност (таблицы 5, 6, 7); и
- структурирани фондове (таблица 8).

Идентифицирането на относимата волатилност може да изисква известни корекции в случай на фондове, които използват инвестиционни политики, изпълняващи предварително определен целеви риск или доходност. Тези фондове обикновено се наричат „стратегически” и може да се направи разграничение между: (1) фондове с абсолютна възвращаемост, (2) фондове с тотална възвращаемост, и (3) фондове на жизнения цикъл.

Разпределението на активите в портфейла на тези фондове се определя активно от стратегията, възприета от управителите, която може или да следва конкретен целеви риск или лимит, (както е в случая с фондове с „абсолютна възвращаемост”), или да имат за цел постигането на конкретни цели за доходността, както се определя от инвестиционната политика на ПКИПЦК, (каквото е случаят с „тотална възвращаемост” и фондовете на „жизнения цикъл”).

Предвид на това, че разпределението на портфейла на тези видове фондове може да се променя значително в течение на времето, тяхната историческа волатилност би могла да не представя правилно действителния им профил на риск и доходност по време на изчислението.

В резултат CESR разработи следните корекции, които трябва да бъдат използвани, за да се установи съответната волатилност на видовете ПКИПЦК, посочени по-горе.

Пазарни фондове с недостатъчна история на резултатите

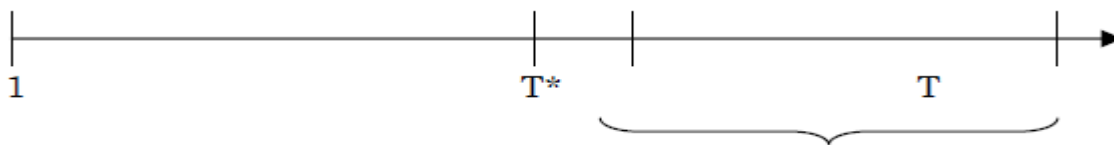
Таблица 4

1. ПКИПЦК, които се управляват съгласно инвестиционни политики или стратегии, имащи за цел да отразяват профила на риск и доходност на някои предварително определени сегменти на капиталовия пазар, ще се считат за пазарни фондове.
2. За пазарни фондове, за които няма налична пълна история на възвращаемостта, така както се изисква в таблица 1, методологията за изчисляване на синтетичния индикатор за риск и доходност ще се коригира в следната последователност:
 - а) Вземете съответната налична история на възвращаемостта на фонда;
 - б) Определете представителния модел на портфейла на фонда, целева комбинация от активи или величина за сравнение (бенчмарк);
 - в) Изчислете възвращаемостта от представителния модел на портфейла, целевата комбинация от активи или бенчмарк на фонда от началото на извадковия период, така както се изисква в таблица 1, до датата на наличност на действителна възвращаемост на фонда;
 - г) Съединете и двете серии на възвращаемост в една серия за пълния извадков период, така както се изисква в таблица 1;
 - д) Оценете преведената на годишна база (анюализирана) историческа волатилност съгласно общата формула.

Обяснителен текст

Изчислението на относимата волатилност може да изисква някои корекции за ПКИПЦК, които не съществуват достатъчно дълго, за да генерират изискваните времеви серии на относима волатилност.

Такъв е случаят с нови фондове или фондове, които скоро са променили (в значителна степен) инвестиционната си политика. При тези обстоятелства, в действителност, относимата възвращаемост на фонда е налична само от датата на учредяване (T^*), или валидност на новата инвестиционна политика, до най-скорошната дата (T) и по този начин за период, който може да е по-кратък от периода от време, изискващ се съгласно параграф 1.



Липсата на съответна история на възвращаемост за минали периоди не би трябвало да представлява проблем за "пазарни фондове", т.е. за тези фондове, които се управляват съгласно инвестиционната политика и/ или стратегии, които имат основно за цел да отразяват профила на риска и доходността на някои предварително определени сегменти на капиталовия пазар. В действителност, техните цели по отношение на разпределението на активите, по принцип, трябва да позволяват идентифицирането на значими и подходящи модели на портфейли, комбинация от активи или величини за сравнение за такива фондове.

Както е показано по-горе, методологията приема, че моделът на представителния портфейл, целевата комбинация от активи или бенчмарк могат да бъдат идентифицирани за тези фондове при налична възвращаемост за период $[1, T^*]$. Въпреки че случаят често е такъв, наличието на подходящи модели на портфейли или представителни индекси и величини за сравнение не може да бъде предположено при всички обстоятелства. В резултат на това, т. нар. решение „последна инстанция“ трябва да бъде идентифицирано като част от методологията.

В това отношение CESR счита, че когато пазарни фондове следват профила на риска и доходността на някои пазарни сегменти, които се представляват от индекси (или сравнителни величини, или целева комбинация от активи), чиято история на възвращаемост не е достатъчно дълга, СИРД на тези фондове се изчислява, вземайки предвид волатилността на тези индекси, приблизително оценена от симулацията на относимата им възвращаемост.

Симулационният процес следва да вземе предвид цялата налична информация и ще се осъществява чрез адекватни модели на рискови фактори при предположение за неутралност към риска.

И в двата случая, изчисляването или симулацията на съответната възвращаемост на величините за сравнение или целевите комбинации от активи трябва да бъдат коригирани, за да отразяват ефекта на текущите разходи, които се начисляват на фондовете, само когато може оправдано да се очаква, че те ще засегнат в съществена степен оценките за волатилност.

Фондове с абсолютна възвращаемост

Таблица 5

1. ПКИПЦК, които се управляват съгласно инвестиционна политика или стратегии, които предвиждат променливо разпределение на портфейла на фонда в класовете активи при ограничението на предварително определен лимит на риска, ще се считат за фондове с абсолютна възвращаемост.

2. За фондове с абсолютна възвращаемост, методологията за изчисляване на индикатора за риск и доходност ще включва следните стъпки:

(а) Когато има налична пълна история на възвращаемостта, вземете максимума от:

(и) действителната историческа ануализирана волатилност; и

(ии) волатилността, която е в съответствие с лимита на риск, приет от ПКИПЦК.

(б) За фондове, които нямат достатъчна история на възвращаемост и за фондове, които скоро са променили своята инвестиционна политика, се взема предвид волатилността на годишна база, която е в съответствие с лимита на риск на фонда.

3. Волатилността, посочена в точка (а)(и) ще се счита за съответстваща на лимита на риск на ПКИПЦК, ако той самият е целеви риск за фонда, или щом лимитът на риск бъде преобразуван в мярка за стойност в риск (VaR), той се изчислява чрез обратно пресъздаване на VaR при допускането на неутралност спрямо риска.

Обяснителен текст

CESR счита, че за фондовете с абсолютна възвращаемост, т.е. тези фондове, които се управляват съгласно предварително определен лимит на риска (общо изразен с волатилност или мерки за стойност под риск (VaR)), съществуването на такъв предварителен (ex-ante) „бюджет“ за риск трябва да се счита за уместна характеристика за разкриване на информация и следователно трябва да бъде взета предвид при изчисляването на СИРД.

По-конкретно, когато лимитът на риск за фондове с абсолютна възвращаемост е под формата на мярка за стойност под риск (VaR), съответната волатилност, необходима за категоризиране на риска на фонда, трябва да се извлече чрез адекватно и последователно обратно пресъздаване на стойността под риск при допускане за неутралност към риск.

Например, за стойност под риск (VaR) с доверително ниво от 99%, с период на държане равен на T времеви интервали от 1/m години, релевантната волатилност (σ_A) трябва да се изчисли чрез обратно преработване (инженеринг) на следната формула :

$$VaR = -\left(rf_{\frac{1}{m}} - \frac{\sigma_{\frac{1}{m}}^2}{2}\right) \times T + 2.33 \times \sigma_{\frac{1}{m}} \times \sqrt{T} ;$$
$$\sigma_A = \sigma_{\frac{1}{m}} \times \sqrt{m}$$

където $rf_{\frac{1}{m}}$ е безрисковият процент, валиден по време на изчисляването на всеки един от T интервалите от 1/m години, включени в периода на държане на фонда.

Фондове с тотална възвращаемост

Таблица 6

1. ПКИПЦК, които се управляват съгласно инвестиционна политика и/ или стратегии, които изпълняват определени цели за доходност, като участват чрез гъвкаво инвестиране в различни класове финансови активи, (напр. и в пазари на акции, и в пазари на инструменти с фиксиран доход), ще се считат за фондове с тотална възвращаемост.

2. За фондовете с тотална възвращаемост, методологията за изчисляване на индикатора за риск и доходност ще включва следните стъпки:

(а) Когато е налична пълна история на възвращаемостта, се взема максимума от:

(и) действителната историческа волатилност на възвращаемостта на годишна база;

(и) ануализираната волатилност на възвращаемостта на проформа комбинация от активи, съгласно референтното разпределение на активите на фонда по време на изчислението;

(и) волатилността, която, както е посочено в таблица 5, е в съответствие с лимита на риск на фонда, ако има такъв и е уместно.

(б) За нови фондове, които нямат достатъчна история на възвращаемостта и за фондове, които са променили своята инвестиционна политика през изисквания извадков период, следва да се вземе максимума на (а) (и) и (и) по-горе.



Обяснителен текст

Фондове с тотална възвращаемост ще се считат тези ПКИПЦК, които имат за цел да постигнат известна доходност като участват в различни класове активи (т.е. на пазари на акции и на пазари на инструменти с фиксиран доход). Диапазонът на тези фондове е необикновено широк и може да включва също така ПКИПЦК, които предоставят някакъв вид капиталова защита, като например „Застраховка на портфейла с постоянно съотношение” (Constant Proportion Portfolio Insurance/CPPI) или „Застраховка на портфейл с променливо съотношение” (Variable Proportion Portfolio Insurance/VPPPI).

Разпределението на портфейла на фондове с тотална възвращаемост по активи и класове активи може да се променя бързо във времето, следвайки пазарната динамика или съгласно становищата и стратегиите на управителите. Като резултат от това, активното и динамично естество на инвестиционните им политики изисква идентифицирането на СИРД на фондовете с тотална възвращаемост да се изчислява като се взема предвид максималната волатилност, произтичаща от информацията относно историята на възвращаемостта за минали периоди (абзац (а)(и)), последният състав на техните портфейли (абзац (а)(ии)) и, най-накрая, лимитите на риск, съгласно които се управляват тези фондове (абзац (а)(иии)), ако има такива.

Фондове на жизнения цикъл

Таблица 7

1. ПКИПЦК, които се управляват съгласно инвестиционна политика или стратегии, които съдържат преминаване във времето на тяхното разпределение на портфейла от акции към активи с фиксиран доход, съгласно предварително определени правила с приближаването на целевата дата на падеж, ще се считат за фондове на жизнения цикъл.

2. За фондовете с жизнен цикъл, методологията за изчисляване на индикатора за риск и доходност включва следните стъпки:

- Когато е налична пълна история на възвращаемостта и фондът не е променил своята целева комбинация от активи през този период, вземете действителната историческа волатилност;
- За нови фондове, които нямат достатъчна история на възвращаемост:
 - и) се взема историята на възвращаемостта на съответния фонд;
 - ии) се идентифицира представителната сравнителна стойност (бенчмарк), модел на портфейл или комбинация от активи на фонда и се изчислява възвращаемостта на тези представителни индекси в съответствие с таблица 4;
 - иии) комбинирайте и двете серии на възвращаемост, за да оцените относимата волатилност на годишна база.

Обяснителен текст

Фондовете с жизнен цикъл се управляват съгласно инвестиционни политики, които изискват разпределението и състава на активите в техните портфейли да стане по-сигурно, преминавайки постепенно от акции към активи с фиксиран доход съгласно предварително определени правила. Предвид на това, че съставът на портфейла се променя значително във времето, е възможно не цялата история на възвращаемост на тези фондове да бъде представителна за техния текущ цялостен профил на риска.

В резултат на това, методологията за изчисляване на СИРД за фондовете с жизнен цикъл трябва да бъде изменяна, за да отразява промените в течение на времето на референтното разпределение на активите, така както се предвижда в инвестиционните им политики.

Затова, когато на фонд на жизнения цикъл му предстои поредна промяна на целево разпределение на портфейла му в резултат на инвестиционната му политика или стратегия, управляващото дружество трябва да актуализира СИРД в съответствие с таблица 3 и впоследствие да установи относимата волатилност чрез представителните индекси, както са посочени в таблица 4 (величини за сравнение, представителни модели на портфейл или комбинации от активи), които са съответстващи на фонда по това време.



Във всеки случай, предвид на това, че инвестиционната политика на фондовете на жизнения цикъл по своята същност е структурирана така, че да доведе до такива промени в разпределението на техните портфейли и по този начин в техния профил на риск и доходност, CESR счита, че илюстрирането на техния СИРД в ДКИ трябва да бъде допълнено от изявление на видно място, предупреждаващо инвеститорите на ясен език за тези характеристики.

Текстът в таблица 7 предполага, че представителен модел на портфейл или целева комбинация от активи може да бъде идентифициран за фондове с тотална възвращаемост по времето на изчисление (алинея 2 (ии)). Наличието на информацията, необходима да се изчисли възвращаемостта на този модел на портфейл или целева комбинация на активи, не може да се предположи при всички обстоятелства и затова решението на „последна инстанция“ трябва да бъде определено като част от методологията.

В това отношение, CESR счита, че когато историята на възвращаемост на такъв модел на портфейл или целева комбинация от активи не може да бъде изчислена за достатъчно дълъг период, трябва да бъде позволена симулация на съответната възвращаемост.

Този процес на симулация трябва да отчита цялата налична информация и да се осъществява чрез адекватни модели на рискови фактори при предполагаема неутралност към риск.

Структурирани фондове

Таблица 8

1. ПКИПЦК, които предоставят на инвеститорите, на предварително определени дати, базиращи се на алгоритмизирани плащания, които са свързани с резултатите от изпълнението или реализацията на промени в цените, или други условия, на финансови активи, индекси или референтни портфейли, се считат за структурирани фондове.
2. Синтетичният индикатор за риск и доходност за структурирани фондове се изчислява като се вземе предвид волатилността на годишна база, отговаряща на 99%^{-ната} стойност под риск (VaR) на падеж, както е посочено в тази таблица.
3. Волатилността, отговаряща на 99%^{-ната} стойност под риск (VaR) на падеж, ще се оценява на базата на историческа симулация на възвращаемостта на фонда въз основа на следните модели:

$$\ln(R_{fund}) \sim N\left(\left(rf_w - \frac{\sigma_w^2}{2}\right) \times T; \sigma_w \sqrt{T}\right) ; R_{fund} = \frac{NAV^T}{NAV_0}$$

където:

- T посочва броя на седмиците, включени в периода на държане на фонда, който е равен на времето (живот до падеж), обхванат от алгоритъма, използван от неговата инвестиционна политика;

- rf_w представлява средният седмичен безрисков процент, който е валиден по време на изчисляване за периода на държане на фонда;

- σ_w е волатилността на седмичната (лог)възвращаемост на фонда.

4. 99%^{-ната} стойност под риск (VaR) на падеж на структуриран фонд, който предоставя плащане, свързано с изпълнението на предварително определен референтен актив, инструмент или пул от активи (по-долу индекс „XYZ“), се изчислява в следната последователност:

(а) Идентифицирайте съответните промени на индекса XYZ за всеки един от периодите на държане, T-седмица, който свършва във всяка една от седмиците, включени в последните 5 години. Ако продължителността на времевите серии на индекса XYZ не е достатъчна, тя може да бъде интегрирана съгласно изискванията, посочени в таблица 4 чрез обратна симулация;

(б) Симулирайте (лог)възвращаемост на падеж на фондовете, която отговаря на съответните промени в индекса XYZ, както е посочено в (а). Ако формулата позволява разпределение на дивиденди или възможност да се предвидят резултатите, при реализирането на известни обстоятелства, които се пресъздават чрез симулацията, тези плащания ще бъдат капитализирани на падежа (в края на периода T на държане) чрез съответните безрискови проценти, които са известни по време на симулацията;

(в) Изолирайте 1% (процентна) стойност от разпределението на (лог)възвращаемостта на фонда, симулирана в стъпка 2. Тази процентна стойност, променена по знак съгласно международните стандарти, представлява историческата симулация VaR на фонда под риск на падеж при доверителен интервал от 99%;

(г) След като бъде изчислена 99%-ната стойност под риск (VaR) на падеж, съответната ануализирана волатилност се изчислява в следната последователност:

и) Определете rf_w като средноседмичен безрисков процент, валиден по време на изчисляването за периода на държане на фонда. Този процент, ако не е наличен, трябва да бъде оценяван от кривата на лихвения суап;

ии) Пресъздайте обратно модела, представен по-горе, за да оцените волатилността на седмичната възвращаемост (σ_w) на фонда, която е в съответствие с цифрата на VaR, изчислена, както е показано по-горе (стъпка 3). Това може да се направи като се реши следното уравнение за σ_w :

$$VaR = -(rf_w - \frac{\sigma_w^2}{2}) \times T + 2.33 \times \sigma_w \times \sqrt{T}$$

(д) Приведете волатилността на годишна база съгласно обичайното правило за корен квадрата: $\sigma_A = \sigma_w \times \sqrt{52}$.

5. Използването на конкретен минал времеви период за изчисляването на синтетичния индикатор за риск и доходност може да породи грешка в резултата на този 5-стъпков модел поради потенциалното отклонение на базисния индекс XYZ през периода на изчисление. Тогава ПКИПЦК трябва да адаптират този 5-стъпков метод, за да гарантират, че синтетичният индикатор за риск и доходност отразява адекватно нивото на риск на ПКИПЦК чрез съответна корекция на този потенциален ефект на отклонение.

Обяснителен текст

Така, както е определено в изпълнителния Регламент, ПКИПЦК ще бъдат категоризирани като структурирани фондове ако предоставят на инвеститорите, на предварително определени дати, условни плащания базиращи се на алгоритъм, които са свързани с резултатите от изпълнението, или с реализирането на ценови промени или на други условия (в зависимост от историческото изпълнение), на финансови активи, индекси или референтни портфейли.

Във всеки случай, целевите плащания, обещани от структурираните фондове, са дължими на предварително определени дати, които отговарят на крайния падеж на периодите на държане, предложени за тези фондове. Тези дати могат също да се променят в зависимост от реализацията на някои условия относно базовите активи на фонда.

Структурираните фондове могат понякога да бъдат придружени от гаранция („твърд под”), която гарантира, че инвеститорите могат да си възстановят целия или част от капитала, първоначално инвестиран във фонда. Тези капиталови гаранции могат да бъдат безусловни (известно ниво на защита е винаги гарантирано) или условни (гаранцията може да бъде намалена) или дори напълно да изчезне (характеристика за определена граница за действие), в зависимост от непредвидено обстоятелство. Такова непредвидено обстоятелство може да бъде събитие, например намаление в стойността на референтен индекс (т.е. под известно ниво гаранцията повече не се прилага напълно или изобщо).



За постигане на целите си, структурираният фонд обикновено използва комплексни техники и инструменти (например, деривати с нелинейни плащания), което прави разпределението на неговата възвращаемост подчертано асиметрично. Освен това, инвестиционната стратегия на структурираните фондове обикновено има за последица, че тяхната експозиция към пазарни индекси или класове активи (и оттук техният рисков профил) може да се променя много бързо и драстично в течение на времето.

Предвид както на асиметрията на разпределение на възвращаемостта му, така и на променящото се естество на рисковите му експозиции, нито историческата волатилност на структуриран фонд, нито волатилността, свързана с текущата му комбинация от активи, може да се счита за представителен инструмент за оценка на рисковия му профил.

За да се справят с тези проблеми, настоящите насоки изискват рисковият профил на структурирани фондове да се оценява, като се разгледат потенциалните загуби, които дадена инвестиция във фонда може да понесе на падеж при различни пазарни условия. По-конкретно, СИРД на структурирани фондове трябва да се оценява, като, първо се изчисли стойността под риск (VaR) на падеж чрез историческа симулация и после, това измерване се преобразува в съответната волатилност на възвращаемостта на годишна база.

Този подход е предназначен да се преодолеят конкретните недостатъци, които би имал подходът, базиран на традиционно измерване на историческа волатилност. В това отношение, стойността под риск (VaR), в действителност, се фокусира върху загубите от разпределението на възвращаемостта и следователно взема предвид всяка потенциална асиметрия, която това разпределение може да създаде.

Освен това, като се изчислява възвращаемостта, която фондът би получил на падеж, процесът на измерване на риска се фокусира върху цялостната стратегия на фонда, а не само върху рисковия профил, който фондът може да има в конкретно време. Това е по-подходящо за структурирани фондове, тъй като, както беше отбелязано по-горе, рисковата експозиция, произтичаща от състава на техния портфейл, може да се променя много бързо и драстично в течение на времето.

Методологията се подкрепя, наред с други фактори, от данни, че повечето инвеститори в структурирани фондове държат инвестициите си до падеж. Предвид това, че структурираните фондове, които попадат в обсега на действие на Директивата за ПКИПЦК, трябва да останат отворени за обратно изкупуване по всяко време, CESR счита, че обяснението на техния СИРД в ДКИ трябва да бъде допълнено, там където е уместно и приложимо, с поставено на видно място предупреждение, посочващо, че ранното обратно изкупуване и/или откупуване на акции/ дялове на структурирани фондове може да бъде свързано с по-високо ниво на риск.