

CESR

КОМИТЕТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ РЕГУЛАТОРИ ПО ЦЕННИ КНИЖА

Дата: 28 юли 2010 г.

Реф.: CESR/10-788

**Насоки на CESR за измерване на риска и изчисляване на
общата рискова експозиция и риска на насрещната страна
при колективните инвестиционни схеми**

Съдържание

| | |
|--|----|
| Резюме..... | 3 |
| Въведение..... | 4 |
| 1. Определение и обхват на обща рискова експозиция..... | 5 |
| 2. Изчисляване на общата рискова експозиция, като се използва метода на поетите задължения..... | 7 |
| 3. Изчисляване на общата рискова експозиция, като се използва метода на стойност под риск (VaR)..... | 20 |
| 4. Рискова експозиция към насрещната страна на извънборсови пазари..... | 36 |
| 5. Правила за покритие на трансакции с деривативни финансови инструменти..... | 39 |
| 6. Кратък речник на термините..... | 40 |

Резюме

Този документ излага насоките на CCSR по управление на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска от насрещната страна за предприятията за колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа (ПКИПЦК). Тези насоки придружават изпълнителните мерки на ниво 2 в контекста на измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска от насрещната страна за схемите за колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа.

Основната цел на тези насоки е да предоставят на заинтересованите лица подробни методологии, за да се насърчат еднакви условия между страните членки в областта на измерване на риска и изчисляване на общата рискова експозиция и риска от насрещната страна.

За постигането на тази цел, CCSR дава хармонизирано определение на обща рискова експозиция. CCSR подчертава, че изчисляването на общата рискова експозиция представлява само един елемент от цялостния процес на управление на риска на ПКИПЦК и избирането на подходяща методология за изчисляването му остава отговорност на ПКИПЦК. Относно изчисляването на общата рискова експозиция, CCSR излага детайлни методологии, които да бъдат следвани от ПКИПЦК когато използват метода на поетите задължения или метода на стойност под риск (VaR).

За метода на поетите задължения, CCSR излага насоки относно:

- Конвертирането на финансови деривати в еквивалентна позиция в базовите активи на тези деривати;
- Методологиите за нетиране на хеджиращите обезпечения и принципите, които трябва да бъдат спазвани при изчисляване на общата рискова експозиция; и
- Изчисляването на общата рискова експозиция, като се използват техники за ефективно управление на портфейли.

За метода на стойност под риск (VaR), CCSR излага насоки относно:

- Принципите, които да се прилагат при избора между относителна и абсолютна стойност под риск (VaR);
- Методологията за изчисляване на общата рискова експозиция, като се използва относителна и абсолютна стойност под риск (VaR), при спазване на редица количествени и качествени изисквания;
- Допълнителни предпазни мерки, които ПКИПЦК трябва да установят при изчисляването на общата рискова експозиция чрез метода на стойност под риск (VaR).

В тези насоки, CESR също така определя общи принципи, отнасящи се за активите, които могат да се използват като обезпечение и правилата за извършване на трансакции с деривативни финансови инструменти.

Накрая, за да може изцяло да бъдат взети предвид коментарите получени от публичната консултация относно първоначалните мнения на CESR относно конкретни насоки за структурирани ПКИПЦК, CESR ще продължи работата си за да прецени дали ще бъде подходящо за определени видове структурирани ПКИПЦК да използват други методологии за изчисляване на общата рискова експозиция.

Въведение

През месец март 2007 година, Европейската комисия обяви редица целеви допълнения на Директивата за ПКИПЦК (85/611/ЕИК). След допълнителна работа и консултации, Комисията прие предложение за актуализираната Директива за ПКИПЦК през месец юли 2008 година, коригирана версия на която бе одобрена от Европейския парламент през месец януари 2009 година и приета от Съвета през юни 2009 година. Окончателният текст на ревизираната Директива (2009/65/ЕО) бе публикуван в Официален вестник на 17 ноември 2009 година.

На 13 февруари 2009 година Европейската Комисия представи предварително искане на CESR за техническа консултация по съдържанието на изпълнителните мерки относно бъдещата Директива за ПКИПЦК („мандата“). Мандатът ще се раздели на три части:

- I. Искане за техническа консултация по мерките на ниво 2, относно паспорта на управляващите дружества;
- II. Искане за техническа консултация по мерките на ниво 2, отнасящи се за ключовата информация за инвеститорите;
- III. Искане за техническа консултация по мерките на ниво 2, отнасящи се за сливания на фондове, структурите от типа главни-захранващи и нотификационната процедура.

CESR предостави техническа консултация на Европейската Комисия по Част I от мандата, разглеждаща мерките на ниво 2, отнасящи се за паспорта на управляващото дружество на ПКИПЦК (Реф.: CESR/09-963) през месец октомври 2009 г. Тази консултация включваше предложени мерки на ниво 2 за изчисляване на общата рискова експозиция на ПКИПЦК. Тези предложения бяха предмет на публична консултация през месец юни 2009 година (Реф.: CESR/09-489). Консултатията също препоръча определени мерки по прилагането, отнасящи се за изчисляването на обща рискова експозиция, да бъдат придружени от насоки на ниво 3. Консултатията на CESR също така предложи мерките на ниво 2 и насоки на ниво 3 да бъдат приети като един пакет до месец юли 2010 година.

Насоките от ниво 3 допълват мерките по прилагането на ниво 2 в контекста на оценка на риска и изчисляването на общата рискова експозиция и риска от насрещната страна за ПКИПЦК.

В този документ, общият термин ПКИПЦК се отнася за:

- инвестиционното дружество, ако ПКИПЦК е самоуправляващо се, и
- управляващото дружество, ако ПКИПЦК не е самоуправляващо се, или ако ПКИПЦК е учредено под формата на договорен фонд или дялов тръст.

Насоки

1 Определение и обхват на общата рискова експозиция

Кутия 1

1. ПКИПЦК трябва да изчислява общата си рискова експозиция най-малко ежедневно. Ограниченията за общата рискова експозиция трябва да бъдат спазвани постоянно. В зависимост от инвестиционната стратегия, която се следва, ПКИПЦК трябва, когато е необходимо, да извършва също така изчисления в рамките на деня.
2. Съгласно Член 41 (3) на Директива 2010/43 на Комисията за прилагане на Директива 2009/65/ЕО на Европейския Парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания, конфликти на интереси, правилата за поведение, управление на риска и съдържанието на споразумение между депозитар и управляващо дружество („прилаганата Директива”), ПКИПЦК може да счете за подходящи при изчисляване на общата рискова експозиция само тези методологии, за които CESR е публикувал насоки на ниво 3.
3. Отговорност на ПКИПЦК е да избере подходяща методология за изчисляване на общата рискова експозиция. По-конкретно, изборът трябва да се базира на самооценката от ПКИПЦК на рисковия му профил, произтичащ от инвестиционната му политика (включително използването от него на деривативни финансови инструменти).

ПКИПЦК трябва да използва усъвършенствана методология за измерване на риска (включваща програма за стрес тестване), подобна на метода на стойност под риск (VaR) за изчисляване на общата рискова експозиция, когато:

- (а) осъществява сложни инвестиционни стратегии, които представляват повече от незначителна част от инвестиционната политика на ПКИПЦК;
- (б) има повече от незначителна експозиция към екзотични деривати; или
- (в) метода на поетите задължения не отразява достатъчно пазарния риск на портфейла.

5. Използването на метода на поетите задължения или метода на стойност под риск (VaR), или друга усъвършенствана методология за изчисляване на общата рискова експозиция не освобождава ПКИПЦК от изискването да установи съответни вътрешни мерки и лимити за управлението на риска.

Пояснения

1. CCSR подчертава в консултацията си по управление на риска в контекста на паспорта на управляващото дружество, че изчисляването на общата рискова експозиция представлява само един елемент от общия процес на управление на риска от ПКИПЦК (вижте по-специално Кутия 1 (точки 3 и 4 на обяснителния текст) и Кутия 9 (точка 50 от обяснителния текст) в Раздел IV на консултацията). Процесът на управление на риска трябва да съдържа процедури, които позволяват на управляващото дружество да оценява експозицията на ПКИПЦК към всички съществени рискове, включително пазарни рискове, ликвидни рискове, рискове от насрещната страна и оперативни рискове.

ПКИПЦК трябва непрекъснато да оценяват инвестиционната стратегия и състава на портфейла, за да установяват дали са необходими изчисления в рамките на деня. Това може да бъде необходимо, например, за конкретен ден поради повишена волатилност, или може да е необходимо по-често.

2. По отношение на избирането на методология, използвана за измерване на общата рискова експозиция, CCSR очаква, че методът на поетите задължения не трябва да се прилага за ПКИПЦК, които използват в голяма степен и систематично, деривативни финансови инструменти като част от сложни инвестиционни стратегии. Като общо правило, CCSR очаква ПКИПЦК да използват метода на максимална загуба, за да оценят дали сложната инвестиционна стратегия или използването на екзотични деривати представляват повече от незначителна експозиция.

3. Освен това, има инвестиционни стратегии, които могат да се реализират от ПКИПЦК чрез използването на деривативни финансови инструменти, за които методът на поетите задължения не обхваща достатъчно относимите рискове (например, недиректни рискове като риска от волатилност, гама риска или риска на базата) и/или за които не дава, по отношение на комплексността на стратегията, адекватна и рисково чувствителна представа за относимите рискове (например, стратегии като хедж фондове). Примери (неизчерпателен списък) на такива стратегии могат да бъдат:

- опционни стратегии (напр. делта-неутрални стратегии или стратегии, основаващи се на волатилността)
- арбитражни стратегии (напр. арбитраж на базата на кривата на лихвения процент, арбитраж с конвертируеми облигации и др.)
- комплексни/сложни дълги/къси и/или пазарно неутрални стратегии.

2. Изчисляване на общата рискова експозиция, като се използва метода на поетите задължения

2.1. Методологии за преобразуване

2.1.1. Стандартни деривати –внедрени деривати и нестандартни деривати

Кутия 2

1. Методологията за преобразуване на задължението при стандартни деривати е винаги пазарната стойност на еквивалентна позиция в базовия актив. Тя може да бъде заменена от условната стойност или цената на фючърсен договор, когато е по-консервативна. За нестандартни деривати, когато не е възможно дериватът да бъде конвертиран в пазарната стойност или условната стойност на еквивалентния базов актив, може да се използва алтернативен подход, при условие че общата сума на дериватите представлява незначителна част от портфейла на ПКИПЦК.

2. При изчисляване на общата рискова експозиция по метода на поетите задължения, ПКИПЦК трябва да предприемат следните стъпки:

а) да изчислят задължението на всеки отделен дериват (вкл. на внедрени деривати и левъридж, свързан с техники за ефективно управление на портфейли (ERM techniques)).

б) да се идентифицират нетиращи и хеджиращи споразумения. За всяко едно нетиращо или хеджиращо споразумение да се изчисли нетно задължение както следва:

- Брутното задължение е равно на сумата от задълженията на отделните деривативни финансови инструменти (включително внедрени деривати) след тяхното нетиране;
- Ако нетиращото или хеджиращо споразумение включва позиции в ценни книжа, пазарната стойност на тези позиции може да се използва за компенсиране на брутни задължения;
- Абсолютната стойност на резултата от изчислението е равна на нетното задължение.

в) Тогава общата рискова експозиция е равна на сумата от:

- Абсолютната стойност на задължението на всеки отделен дериват, който не участва в нетиращи или хеджиращи споразумения; и
- Абсолютната стойност на всяко нетно задължение след нетиращото или хеджиращото споразумение, описани по-горе, и

- Сумата на абсолютните стойности на задължението, свързано с техники за ефективно управление на портфейл (ERM techniques) (реф. Кутия 6)

3. Изчисляването на брутното и нетното задължение трябва да се базира на точно преобразуване на позицията на финансовия дериват в пазарната стойност на еквивалентна позиция в базовия актив на този дериват.

4. Изчислението на задължението на всяка една позиция на финансов дериват трябва да се преобразува в базисната валута на ПКИПЦК, като се използва спот курс.

5. Когато валутен дериват има две рамена, които не са в базисната валута на фонда, и двете рамена трябва да бъдат взети предвид при изчисляване на задължението.

6. Следните методи за преобразуване трябва да бъдат прилагани за неизчерпателния списък при стандартни деривати по-долу:

Методологии за преобразуване – стандартни деривати

- Фючърси

- Фючърс върху облигации

Брой договори * условен размер на договора * пазарна цена на най-евтината за доставка референтна облигация

- Лихвен фючърс

Брой договори * условен размер на договора

- Валутен фючърс

Брой договори * условен размер на договора

- Фючърс върху акции (equity):

Брой договори * условен размер на договора * пазарна цена на базовата акция (equity share)

- Фючърси върху индекс

Брой договори * условен размер на договора * стойност на индекса

- Обикновени ванила опции (закупени/ продадени „пут” и „кол” опции)

- Обикновени ванила опция върху облигация:

Условна стойност на договора * пазарна стойност на базовата референтна облигация * делта

- Обикновена ванила опция върху акция:
Брой договори * условен размер на договора * пазарна стойност на базовата акция * делта
- Обикновена ванила опция върху лихвен процент
Условна стойност на договора * делта
- Обикновена ванила валутна опция
Условна стойност на договора на валутното рамо (рамена) * делта
- Обикновени ванила опции върху индекс
Брой договори * условна стойност на договор * стойност на индекс * делта
- Обикновени ванила опции върху фючърси
Брой договори * условна стойност на договор * пазарна стойност на базовия актив * делта
- Обикновени ванила суопции :
Преобразуваната стойност на задължението по референтния суап (вижте по-долу) * делта
- Варанти и права
Брой акции/ облигации * пазарна стойност на базовия референтен инструмент * делта
 - Суапи
- Обикновени ванила фиксиран/ плаващ лихвен процент и инфлационни суапи:
Пазарна стойност на базовия актив (условната стойност на фиксираното рамо може също да се приложи)
- Валутен суап:
Условна стойност на валутното рамо (рамена)
- Лихвени суапи в кръстосани валути
Условна стойност на валутното рамо (рамена)
- Базисен суап за обща възвращаемост:
Базисната пазарна стойност на референтния актив(и)
- Небазисен суап за обща възвращаемост
Кумулативната базисна пазарна стойност на двете рамена на СПВ (TRS)
- Суап за кредитно неизпълнение с един референтен субект
Защита на продавач – по-високата от пазарната стойност на базисния

референтен актив, или условната стойност на суапа за кредитно неизпълнение

Защита на купувач – пазарната стойност на базисния референтен актив

- Договор за разлики

Брой акции/облигации * пазарна стойност на базисния референтен инструмент

- Фоуърдни споразумения

- Фоуърдни валутни договори

Условна стойност на валутното рамо (рамена)

- Договори за фоуърдни валутни курсове

Условна стойност

- Левъридж експозиция (експозиция със заемни средства) към индекси или индекси с внедрен левъридж

Дериват, предоставящ левъридж експозиция към базисен индекс или индекси, който имат внедрен левъридж към техния портфейл, трябва да прилагат метода на поетите задължения към въпросните активи.

Методологии за преобразуване – Внедрени деривати

7. Следният метод за преобразуване трябва да се прилага към неизчерпателния списък по-долу на финансови инструменти с внедрени деривати.

- Конвертируеми облигации:

Брой на референтни акции * пазарна стойност на базисните референтни акции * делта

- Credit linked notes

Пазарна стойност на базисния референтен актив(и)

- Частично изплатени ценни книжа (Partly Paid Securities):

Брой акции/ облигации * пазарна стойност на базисните референтни инструменти

- Варанти и права:

Брой акции/ облигации * пазарна стойност на базисния референтен инструмент * делта

Методологии за преобразуване – Нестандартни (екзотични) деривати

8. Следните инструменти са дадени като пример за нестандартни деривати по отношение на методология на задълженията, която да бъде използвана.

- Суапи върху вариация

Суапите върху вариация са договори, които позволяват на инвеститорите да придобият експозиция към вариация (волатилността на квадрат) на базисния актив, и по-конкретно, да търгуват бъдеща реализирана (или историческа) волатилност (realized (or historical) volatility) срещу текуща очаквана волатилност (implied volatility). Съгласно пазарната практика, цената на упражняване (strike) и условната вариация (variance notional) се изразяват по отношение на волатилността. За условната вариация това дава:

$$\text{Условна вариация} = \frac{\text{условна вега}}{2 \times \text{цената на упражняване}}$$

Условната вега предоставя теоретична стойност на печалбата или загубата, произтичащи от 1% промяна във волатилността.

Предвид това че реализираната волатилност не може да бъде по-малко от нула, дълга суапова позиция има известна максимална загуба. Максималната загуба по къс суап често се ограничава от включването на горна граница на волатилността. Без горна граница, обаче, потенциалните загуби на къс суап са неограничени.

Методологията за преобразуване, която да бъде използвана за даден договор във време t е:

Условна вариация * (текуща) вариация_t (без горна граница на волатилност)

Условна вариация * min [(текуща) вариация_t ; горна граница на волатилност²] (с горна граница за волатилност)

Където: (текуща) вариация_t е функция на повдигната на квадрат реализирана и очаквана волатилност, по-точно:

$$\begin{aligned} \text{(текуща) вариация}_t &= \frac{t}{T} * \text{реализирана волатилност}(0, t)^2 \\ &+ \frac{T-t}{T} * \text{очаквана волатилност}(t, T)^2 \end{aligned}$$

- Суапи върху волатилност

По аналогия с суапите върху вариация, следните формули за преобразуване трябва да се прилагат за върху волатилност суапи:

Условна вега * (текуща) вариация_t (без горна граница на волатилност)

Условна т вега * min [(текуща) волатилност_t ; горна граница на волатилност] (с горна граница за волатилност)

Където (текущата) волатилност_t е функция на реализираната и имплицирана волатилност.

9. Барьерни (knock-in knock-out) опции (Barrier (knock-in knock-out) Options)

Брой договори * условен размер на договора * пазарна стойност на базовата акция (equity share) * максимална делта

Където максималната делта е равна на най-високата (ако е положителна), или най-ниската (ако е отрицателна) стойност, която делтата на опцията може да достигне, като се вземат предвид всички възможни сценарии на пазара.

Пояснения

4. По-долу са дадени разяснителни примери на изчисляване на задължението за някои видове деривати, като се използват предписаните методи на преобразуване:

- Фючърс върху облигации

ПКИПЦК купува 10 договора от Bund future за месец септември 2009 година. Приемайки че „най-евтината за доставка” облигация е 10 годишната 4% Bund (2018), търгуваща се по €120, изчислението на задължението е:

$$10 * 100,000 * (\text{€ } 120/100) = \text{€ } 1,200,000$$

- Обикновени опции върху индекси

ПКИПЦК закупува 100 пут опции върху Dow Jones Euro STOXX 50. Приемайки текущо ниво на индекса от 3,000 и условен размер на контракта от 10, изчислението на задължението за тази опция върху индекс (приема се делта от 0.5) е:

$$(100 * 10) * 3000 * 0.5 = \text{€ } 1,500,000$$

- Суапи за кредитно неизпълнение с един референтен субект

ПКИПЦК продава кредитна защита за корпоративна облигация от инвестиционен клас с условна стойност от € 1,000,000. Приемайки че референтната облигация се търгува по €86, изчислението на задължението е:

$$\text{Пазарната стойност е } \text{€ } 1,000,000 * (\text{€ } 86/100) = \text{€ } 860,000$$

$$\text{Условната стойност е } \text{€ } 1,000,000$$

Следователно условната стойност е по-висока от пазарната стойност, така че тя трябва да бъде включена в изчислението на задължението.

- FX Форуърд/ валутен фючърс

Деноминирано в щ.д. ПКИПЦК продава **20** договора от Евро/ Щатски долар краткосрочен валутен фючърс (условна стойност на контракта **€250,000**). На **31/12/20XX** обменният курс EUR/USD е 1.30. Той е същият за фоуърден валутен договор с условна стойност от **€5,000,000**.

И в двата случая стойността на задължението е $\{20 * €250,000\} * 1.30 = \text{USD } 6,500,000$.

Същото ПКИПЦК сключва и Евро/ Йена фоуърден валутен договор за **€1,000,000/YEN 100,000,000**. На **31/12/20XX** обменният курс EUR/USD е 1.30, а обменният курс YEN/USD е **80**. Тъй като и двете рамена на фоуърдния валутен договор са в небазисна валута, те и двете трябва да бъдат взети предвид при изчисляване на задължението както следва:

$$\{€1,000,000 * 1.30\} + \{YEN 100,000,000 / 80\} = \text{USD } 2,550,000$$

- Суапи върху вариация

Приемете, че ПКИПЦК има дълга позиция във суап върху вариация (без горна граница на волатилност) върху Eurostoxx50 с цена на упражняване от 25 (изразена с оглед на волатилност), условна вега от €250,000 и че текущата вариация (волатилност на квадрат) е 30^2 (= €900).

В последствие, условната вариация би била равна на **€5000** за дадения договор.

За този него, задължението във време t възлиза на: $5000 * 30^2 = €4,500,000$.

- Бариерни (knock-in knock-out) опции

ПКИПЦК закупува 100 нок-аут опции (up and out call) върху DJEurostoxx50. Приемайки текуща стойност на индекса от 3000 и условен размер на договора от 10, и максимална делта от 0.8, изчислението на задължението е:

$$(100 * 10) * 3,000 * 0.80 = €2,400,000$$

5. Внедрени деривати могат да бъдат налични в обичайно търгувани финансови продукти, такива като конвертируеми облигации. Структурираните продукти също могат да имат внедрени деривати, и като такива задействат изискването да се прилага методологията за изчисляване на задължението. В зависимост от комплексността на деривативната структура, внедрена в приемащата ценната книга, структурата трябва да бъде разбита на съставните и части и ефектът на слоевете на деривативни експозиции трябва да бъде адекватно отразен.

6. Някои деривативни инструменти проявяват рискови характеристики, което означава че стандартния подход за преобразуване не е подходящ, тъй като той не улавя достатъчно присъщите рискове, свързани с този вид продукти. Някои деривати, например, могат да проявят зависимост от историческо изпълнение, като тези характеристики подчертават необходимостта от използването както на ясни модели за управление на риска и за целите на ценообразуване, но също така и да отразяват тяхната комплексност в методологията за изчисляване на задължението. Тези деривати могат да бъдат самостоятелни извънборсови търгувани (ОТС) договори, или могат да бъдат заложи (внедрени) в приемаща ценна книга (вижте по-горе)¹.

7. Друга обща характеристика на тези продукти е наличието на силно променлива делта, което би могло, например, да доведе до значителни загуби. Очаква се че много от тези инструменти ще трябва да бъдат оценявани поотделно, тъй като алтернативни структури могат да включват съставни бариери, или бариери, инкорпорирани в други видови деривати, например бинарните опции могат да бъдат структурирани с бариери. Нивото на потенциалните загуби, които могат да бъдат неограничени, също трябва да бъде взето предвид, в зависимост от това на коя страна по конкретния договор е ПКИПЦК.

8. Съществуват други нестандартни деривати, такива като деривати върху *bespoke* кошници (кошници от кредитни деривати) с характеристики като акумулатори, характеристики на нелинейно участие и характеристики на комплексна корелация при неизпълнение.

9. Когато не е възможно да се определи подходящ подход за конкретен дериват, или деривативна структура, ПКИПЦК не може да прилага методологията на поетите задължения.

¹ Зависимостта от историческо изпълнение (Path dependency) е определена в краткия речник на термините (Раздел 6)

2.1.2 Видове деривативни финансови инструменти, които могат да бъдат изключени от изчисляването на общата рискова експозиция

Кутия 3

1. Деривативен финансов инструмент не се взема предвид при изчисляване на задължението, ако изпълнява всички от следните характеристики:
 - (а) той заменя изпълнението на финансови активи, държани в портфейлите на ПКИПЦК с изпълнението на други референтни финансови активи;
 - (б) изцяло компенсира пазарния риск на заменените активи, държани в портфейла на ПКИПЦК, така че изпълнението на ПКИПЦК (напр. изпълнението на нетната стойност на активите) да не зависи от изпълнението на заменените активи; и
 - (в) не включва нито допълнителни характеристики за избор, нито клаузи за левъридж или други допълнителни рискове, в сравнение с директно държане на референтните финансови активи.

Пояснения

10. Деривативен финансов инструмент, който отговаря на горните критерии е предназначен да замени експозицията на други референтни финансови активи срещу експозиция към финансови активи, държани директно в портфейла на ПКИПЦК. Освен това, той не подлага ПКИПЦК на пазарния риск на държаните активи, тъй като напълно защитава ПКИПЦК от движения в пазарната стойност на тези активи.

11. Като пример, ако портфейл на ПКИПЦК инвестира в индекса DAX и държи деривативен финансов инструмент, който заменя изпълнението на индекса DAX с изпълнението на индекса NIKKEI, в такъв случай той трябва да е еквивалентен на държането на експозиция към индекса NIKKEI в портфейла. Така че нетната стойност на активите на ПКИПЦК не зависи от показанията на индекса DAX.

12. Предвид това че деривативният финансов инструмент не предоставя увеличаваща се експозиция или левъридж (т.е. експозиция се създава на не левъридж база) така както се изчислява като се използва метода на поетите задължения, няма да е необходимо той да се вземе предвид в процеса на изчисление при метода на поетите задължения.

13. Тази обосновка може да се приложи за случаи, в които замяната на изпълнението включва няколко актива, или дори целия портфейл.

Кутия 4

1. Деривативен финансов инструмент не се взема предвид при изчисляване на задължението, ако отговаря и на двете условия:

(а) комбинираното държане от ПКИПЦК на деривативен финансов инструмент, свързан с финансов актив, и парични средства, които се инвестират в безрискови активи е равностойно на държане на парична позиция в дадения финансов актив.

(б) Деривативният финансов инструмент не се счита за генериращ увеличаваща се експозиция и ливъридж или пазарен риск.

Пояснения

14. Като пример, приемете че ПКИПЦК инвестира във фючърсни контракти върху индекси и държи парична позиция, равна на общата базова пазарна стойност на фючърсни контракти. Това е равнозначно на директно инвестиране в индексни акции и използването на тези деривативни финансови инструменти (т.е. фючърси върху индекси) не води до увеличаваща се експозиция.

15. Безрискови активи:

За активи, които осигуряват безрискова възвращаемост обикновено се приемат тези, които осигуряват възвращаемостта на краткосрочни (обикновено 3-месечни) висококачествени държавни облигации, например 3-месечни съкровищни облигации на САЩ.

2.1.3. Нетирание и хеджиране

Кутия 5

Нетирание и хеджиране

1. При изчисляване на общата рискова експозиция като се използва метода на поетите задължения, могат да бъдат взети предвид нетиращи и хеджиращи споразумения, за намаляване на общата рискова експозиция.

2. Нетиращите споразумения се определят като:

Комбинации от сделки в деривативни финансови инструменти и/ или позиции по ценни книжа, които се отнасят до един и същ базов актив, независимо - в случай на деривативни финансови инструменти – от падежната дата на договорите; и когато сделките по деривативни финансови инструменти и/ или позиции ценни книжа се сключват с единствената цел да се елиминират рисковете, свързани с позиции, получени чрез другите деривативни финансови инструменти и/ или позиции по ценни книжа.

3. Хеджиращи споразумения се определят като:

Комбинация от сделки по деривативни финансови инструменти и/ или позиции ценни книжа, които не се отнасят непременно за един и същ базов актив и когато сделките по деривативни финансови инструменти и/ или позиции ценни книжа се сключват с единствената цел да се приспаднат рисковете, свързани с позиции, получени чрез други деривативни финансови инструменти и/ или позиции ценни книжа.

4. Ако ПКИПЦК използва консервативно изчисление (conservative calculation), а не точно изчисление на задължението за всеки един деривативен финансов инструмент, хеджиращите и нетиращи споразумения не могат да бъдат взети предвид за намаляване на задълженията по участващите дериват, ако то има за резултат подценяване на общата рискова експозиция.

Нетиране

1. ПКИПЦК може да нетира позиции:
 - между деривативни финансови инструменти, при условие че те се отнасят за един и същ базов актив, дори ако датата на падеж на деривативните финансови инструменти е различна;
 - Между деривативен финансов инструмент (чийто базов актив е прехвърляема ценни книжа, инструмент на паричния пазар или предприятие за колективно инвестиране) и този същия съответстващ базов актив.
 - ПКИПЦК, които инвестират предимно в лихвени деривати могат да използват конкретни правила за дюрационно нетиране, за да се вземе предвид корелацията между падежните сегменти на лихвената крива.

Пояснения за нетиране

16. Изискването че нетиращото споразумение трябва да се отнася за един и същ базов актив трябва да се тълкува стриктно: активи, които ПКИПЦК счита за еквивалентни или силно корелирани, такива като различни класове акции или облигации, емитирани от един и същ емитент, не трябва да се считат за идентични за целите на нетиращи споразумения.

17. Определението на нетиращи споразумения има за цел да осигури да бъдат взети предвид само тези сделки които компенсират рисковете, свързани с други сделки, като не оставят съществен остатъчен риск. Това означава че комбинации от сделки, които имат за цел да създадат възвращаемост, независимо колко малка, като се намаляват някои рискове, но като се запазват други, не трябва да се считат за нетиращи споразумения. Такъв е случаят, например, с арбитражни инвестиционни стратегии, които имат за цел да генерират възвращаемост като се възползват от ценовите несъответствия между деривативни финансови инструменти с един и същ базов актив, но различни падежи.

18. Възможно е да се нетира кол опция върху акция хуз с 3-месечен матюритет с пут опция върху същата тази акция хуз с 6-месечен матюритет. Общата рискова експозиция по остатъчната позиция по тези две опции е равна на (абсолютна стойност на) сумата на експозицията към кол опцията (която е положителна) и към пут опцията (която е отрицателна).

19. Възможно е да се нетира дълга позиция в акция хуз с пут опция върху същата тази акция хуз.

20. Следният прост пример показва процеса на нетиране.

Портфейлът на ПКИПЦК съдържа:

- 10 акции X допуснати до търговия и включени в индекса DAX, чиято комбинирана пазарна стойност е **100**
- къса позиция чрез фючърси в същата тази акция X, чиято пазарна стойност е **-20**
- дълга позиция чрез фючърси върху индекса FTSE с пазарна стойност **30**
- къса позиция чрез фючърси върху индекса DAX с пазарна стойност от **-10**

Задължението на всеки един индивидуален дериват е:

- дериват върху акция X: **-20**
- дериват върху индекса FTSE : **30**
- дериват върху индекса DAX : **-10**

Без нетиращи или хеджиращи споразумения, общата рискова експозиция би била равна на сумата на абсолютните стойности на всяко индивидуално деривативно задължение: **60**

Комбинираните дълга позиция и къса позиция по акция X съставляват нетиращо споразумение. Брутното задължение на това нетиращо споразумение е **-20**. Позицията, обаче в акции X (100) може да бъде прихваната срещу тези **-20**. Това води до нетно задължение от нула.

Общата рискова експозиция е равна на сумата от:

- абсолютната стойност на задължението на деривата върху индекса FTSE : **30**
- абсолютната стойност на задължението на деривата върху индекса DAX : **10**
- абсолютната стойност на нетното задължение на нетиращото споразумение : **0**

Не се позволява да се нетира късата позиция към индекса DAX срещу акция X. По такъв начин общата рискова експозиция е равна на **40**.

21. Използването на консервативно изчисляване в хеджиращото и нетиращото споразумение може да доведе до подценяване на общата рискова експозиция. Приемете че портфейла на ПКИПЦК съдържа:

- дълга позиция по акция X, чиято пазарна стойност е **100**
- къса позиция чрез фючърси върху акция X с точно изчисление, равна на **80** и консервативно изчисление равно на **100**.

Нетирането на позициите, използващи консервативното изчисление води до експозиция равна на **0**, докато тя би била равна на **20** при използване на точното изчисление. То подценява общата рискова експозиция.

Правила за дюрационно-нетиране

1. Правилата за дюрационно нетиране не могат да бъдат използвани, ако това би довело до неточна преценка на рисковия профил на ПКИПЦК. Възползващите се от тези правила на нетиране ПКИПЦК не трябва да включват друг източник на риск (напр. волатилност) в тяхната лихвена стратегия. Следователно, например, при лихвени арбитражни стратегии не трябва да прилагат тези правила на нетиране.
2. Използването на тези правила за дюрационно нетиране не може да генерира неоправдано ниво на левъридж чрез инвестиране в краткосрочни позиции. Така например, краткосрочни лихвени деривати не могат да бъдат основният източник на изпълнение за ПКИПЦК със средна дюрация, ако се възползва от тази нетираща методология.
3. Лихвен дериват на ПКИПЦК трябва да бъде преобразуван в еквивалентна позиция в базовия му актив съгласно следната методология:

1. Определете всеки лихвен деривативен финансов инструмент по съответния интервал на следната базирана на матюритета скала:

| Интервал | Обхват на матюритет |
|----------|---------------------|
| 1 | 0-2 години |
| 2 | 2-7 години |
| 3 | 7-15 години |
| 4 | > 15 години |

2. Изчислете еквивалентната позиция в базовия актив на всеки лихвен деривативен инструмент като неговата дюрация, разделена на целева дюрация на ПКИПЦК и умножена от пазарната стойност на базовия актив:

$$\text{Еквивалентна позиция в базовия актив} = \frac{\text{duration}_{FDI}}{\text{duration}_{target}} \times MtM_{underlying}$$

където:

- duration_{FDI} е дюрацията (чувствителност към лихвени проценти) на лихвения деривативен инструмент,
- duration_{target} е съгласно инвестиционната стратегия, дирекционните позиции и очакваната стойност на риск по всяко едно време и ще бъде регулирана по друг начин.

Тя е също така в съответствие с дюрацията на портфейла при нормални пазарни условия.

- $MtM_{underlying}$ е пазарната стойност на базовия актив, така както се посочва в кутия 2.

3. Нетирайте дългата и къса еквивалентни позиции в базов актив в рамките на всеки интервал. Стойността на първата, която се нетира с последната е нетираната позиция за този интервал.
4. Нетирайте сумата на останалата без нетиране дълга (или къса) позиция в интервал (i) със сумата на останалата къса (дълга) позиция, оставаща в интервал ($i+1$).
5. Нетирайте сумата на дългата (или къса) позиция, която не е нетирана в интервал (i) със сумата на останалата къса (дълга) позиция, оставаща в интервал ($i+2$).
6. Изчислете нетираната сума между дългите и къси позиции, които не са нетирани на двата най-отдалечени интервала.
7. ПКИПЦК изчислява общата си рискова експозиция като сумата на:
 - (а) 0% от нетираната позиция за всеки интервал;
 - (б) 40% от нетираните позиции между два съседни интервала (i) и ($i+1$);
 - (в) 75% от нетираните позиции между два отдалечени интервала, отделени от друг интервал, като се име предвид интервали (i) и ($i+2$);
 - (г) 100% от нетираните позиции между двата най-отдалечени интервала; и
 - (д) 100% от останалите без нетиране позиции.

4. ПКИПЦК, което използва правилата за дюрационно нетиране, които са по избор, може също да се възползва от хеджиращата рамка в допълнение към Кутия 8. Само, лихвените деривати, обаче, които не са включени в хеджиращите споразумения могат да използват правилата за дюрационно нетиране.

Пояснения за правила за дюрационно нетиране

22. Поради това че стандартният метод на поетите задължения погрешно води до считането на лихвени проценти с различен матюритет като различни базови активи, някои ПКИПЦК може да се нуждаят да използват специфични правила за нетиране, които позволяват частично дюрационно нетиране.

23. При определяне на инвестиционната си стратегия и рисков профил, ПКИПЦК трябва да могат да определят нивото на лихвения риск и впоследствие да оценят неговата целева дюрация (като дюрация означава чувствителността на пазарната стойност на портфейла към движенията на лихвените проценти). ПКИПЦК трябва да взимат предвид предварително определената целева дюрация когато прави инвестиционния си избор. Това означава, че дюрацията на портфейла трябва да бъде около целевата дюрация в нормални пазарни условия. При неблагоприятни пазарни условия, дюрацията на портфейла може да се отклони от целевата дюрация. Съставът на портфейла трябва да бъде модифициран, за да се регулира този спред.

24. За всеки един лихвен деривативен инструмент, еквивалентната позиция в базов актив представлява сумата, която ще трябва да бъде инвестирана в паричен актив, за да има същия рисков профил като съвкупния рисков профил на лихвения деривативен инструмент, държан от ПКИПЦК. Затова паричният актив се приема че е облигация с дюрация, която е равна на целевата дюрация на ПКИПЦК.

25. CESR не очаква ПКИПЦК с дълга дюрация, което инвестира в много краткосрочни деривати (напр. 3-месечни инструменти) да използва тези правила за нетиране. Това би се счело за арбитраж и CESR очаква такова ПКИПЦК да не използва тези конкретни правила за нетиране.

26. Матюритетите /падежите/, предложени да бъдат прагове на интервалите (2 години, 7 години и 15 години) са избрани по такъв начин, че интервалите да обхванат основните матюритети на емитиране на облигационния пазар (5, 10 и 30 години).

27. Използваният метод позволява нетирането на дълги позиции с къси позиции, чийто базови активи са различни лихвени проценти (например, 1 година срещу 2 години).

(а) в рамките на всеки един интервал, нетирането на позициите е напълно прието.

Например, ПКИПЦК могат да инвестират в деривативния инструмент с най-близък матюритет до този, който имат за цел да хеджират заради ликвидност, и дълга позиция в лихвен деривативен инструмент с 18 месечен матюритет може да бъде съчетана с къса позиция в лихвен деривативен инструмент с 2-годишен матюритет, поради ниската му ликвидност на облигационния пазар.

(б) нетирането на позиции между два различни интервала е частично позволено.

Нетирането на дълги и къси позиции, чийто базови активи имат голям матюритетен спред е позволено само частично между различни зони. Разбира се, позициите, чийто модифицирана дюрация е много по-висока отколкото модифицираната дюрация на целия портфейл не са в съответствие с инвестиционната стратегия на ПКИПЦК и пълното им съчетаване не трябва да се позволява. Например, не би било подходящо да се съчетае къса позиция с 18-месечен матюритет (отнесена в зона 1) с дълга позиция с 10-годишен матюритет (отнесена в зона 3), като целевата дюрация на ПКИПЦК е около 2.

28. Трябва да се прилагат известни неустойки (penalties) към нетираните позиции за да се позволи само частично нетиране и те се изразяват посредством проценти, основаващи се на средните корелации между матюритетните интервали за 2 години, 5 години, 10 години и 30 години от лихвената крива.

29. В действителност, колкото по-голям е спредът на времевия интервал между позициите, толкова повече нетиращите ги позиции трябва да бъдат подложени на неустойка (penalties), което обяснява защо тези проценти се увеличават с разстоянието между зоните.

30. Правила за дюрационно нетиране не могат да се използват за целите на хеджиране. Например, при изчисляването на общата рискова експозиция, ПКИПЦК могат най-напред да определят хеджиращите споразумения. И след това, дериватите включени в тези споразумения се изключват от изчислението на общата рискова експозиция. ПКИПЦК трябва да използват точна калкулация в хеджиращите споразумения. CESR не очаква ПКИПЦК да използват правила за дюрационно нетиране при изчисляване на хеджирането. Правилата на дюрационното нетиране могат да използват да конвертират останалите лихвени деривати в еквивалентни позиции на техните базови активи.

31. Като пример, нека да разгледаме следния портфейл:

| Портфейл | | | | |
|------------------------|-----------|------------------|--------|----------------|
| Инструмент | Матюритет | Условна стойност | Размер | Чувствителност |
| Облигация | 4 год. | 650 000 | 1 | 3,79 |
| Лихвен фючърс | 3 год. | 200 000 | 3 | 3,50 |
| Лихвен фючърс | 4 год. | 75000 | -1 | 4,05 |
| Фючърс върху облигации | 4 год. | 650000 | -1 | 3,80 |

Общата рискова експозиция се изчислява както следва:

а. Дългата позиция в облигацията с матюритет 4 години се хеджира от късата позиция в облигационния фючърс със същия матюритет (редовете в зелено). Това хеджиращо споразумение по този начин се изключва от изчисляването на общата рискова експозиция.

б. След това се прилагат правилата за дюрационно нетиране за останалите лихвени деривати (лихвени фючърсни договори с матюритет 3 години и 4 години).

Хеджиране

1. Хеджиращи споразумения могат да се взимат предвид при изчисляване на общата рискова експозиция само ако компенсират рисковете, свързани с някои активи и, по-конкретно, ако отговарят на всички посочени по-долу критерии:

- (а) инвестиционни стратегии, които имат за цел генериране на възвращаемост не трябва да се разглеждат за хеджиращи споразумения;
- (б) трябва да има проверимо намаление на риска на ниво ПКИПЦК;
- (в) рисковете, свързани с деривативни финансови инструменти, напр. общ и специфичен, ако има такъв, трябва да бъдат компенсирани;
- (г) те трябва да се отнасят за един и същ клас активи; и
- (д) те трябва да бъдат ефективни в условията на неблагоприятни пазарни условия.

2. Независимо от горните критерии, деривативни финансови инструменти, използвани за целите на хеджиране на валута (т.е. те не добавят увеличаваща се експозиция, левъридж и/ или други пазарни рискове) могат да бъдат нетирани при изчисляване на общата рискова експозиция на ПКИПЦК.

3. За избягване на съмнение, някои пазарни неутрални или дълги/ къси инвестиционни стратегии няма да отговарят на всички определени по-горе критерии.

Пояснение за хеджиране

32. Обхватът на хеджиращи споразумения, така както е определен в това ръководство е много по-тесен отколкото този на стратегиите, често посочвани като хеджиращи стратегии.

33. Следният списък показва ситуации, в които хеджиращата стратегия може да отговаря на горните критерии:

(а) Практика за управление на портфейл, която има за цел да намали дюрационния риск, като комбинира инвестиране в дългосрочна облигация с лихвен суап или да се намали дюрацията на облигационния портфейл на ПКИПЦК чрез заемане на къса позиция в договор за фючърс върху облигация, представляващи лихвения риск на портфейла (дюрационно хеджиране).

(б) Практика за управление на портфейл, която има за цел да компенсира значителните рискове, свързани с инвестиране в добре диверсифициран портфейл от акции, чрез заемане на къса позиция във фючърс върху индекс на фондов пазар, където състава на портфейла от акции е много близък до индекса на фондовия пазар и неговата възвращаемост силно корелирана с тази на индекса на фондовия пазар, и където късата позиция във фючърса върху индекса на фондовия пазар позволява сигурно

намаление на общия пазарен риск, свързан с портфейла на акции (бета-хеджиране на добре диверсифициран портфейл с ценни книжа, където специфичният риск се счита за незначителен).

(в) Практика за управление на портфейл, която има за цел да компенсира риска, свързан с инвестиране в облигации с фиксиран лихвен процент, като комбинира дълга позиция в суап за кредитно неизпълнение и лихвен суап, който заменя този фиксиран лихвен процент с лихвен процент, равен на подходящ референтен процент на паричния пазар (например, EONIA²) плюс спред.

Такава стратегия може да се счита за хеджираща стратегия, тъй като всички критерии за хеджиране, определени по-горе по принцип са спазени.

34. Следният списък показва ситуации, които не отговарят на критериите за хеджиране:

(а) Практика за управление на портфейл, която има за цел да компенсира риска на дадена акция чрез заемане на къса позиция чрез деривативен контракт в акция, която е различна, но силно корелирана с първата акция.

Въпреки че тази стратегия се основава на заемане на противоположни позиции в един и същ клас активи, тя не хеджира специфичния риск, свързан с инвестиране в акция х. Тя не трябва да се счита за хеджираща стратегия, така както е определена в точка 1 на Кутия 8, предвид това че критерии (а), (б) и по-специално (в) не са спазени.

(б) Практика за управление на портфейл, която има за цел да задържи алфата на кошница от акции (съдържаща ограничен брой акции) чрез комбиниране инвестирането в тази кошница от акции с бета-коригирана къса позиция във фючърс върху индекс на фондов пазар.

Стратегията няма за цел да компенсира значителните рискове, свързани с инвестирането в тази кошница от акции, но да компенсира бета (пазарния риск) на това инвестиране и да задържи алфа. Алфа компонентът на кошницата може да доминира над бета компонента и така води до загуби на ниво на ПКИПЦК. Поради тази причина, тя не трябва да се счита за хеджираща стратегия, така както е определена в точка 1 на Кутия 8 по-горе, тъй като критерии (а) и (б), по специално, не са изпълнени.

(в) Стратегия за арбитраж при сливане: тази стратегия комбинира синтетична къса позиция в акция с дълга позиция (синтетична или не) в друга акция.

Както при предишния пример, тази стратегия има за цел да хеджира бета (пазарен риск) на позициите и да генерира възвращаемост, свързана със съответното изпълнение и на двете акции. По същия начин, алфа компонентът на кошницата с акции може да доминира над бета компонента и по този начин да доведе до загуби на ниво на ПКИПЦК. Тя не трябва да се счита за хеджираща стратегия, така както е

² EONIA Европейски овърнайт среден индекс

определена в точка 1 на Кутия 8, тъй като критерии (а), (б) и (в), по-специално, не са спазени.

(г) Стратегия, която има за цел да хеджира дълга позиция в акция със закупена кредитна защита на облигация (CDS) на същия емитент.

Тази стратегия се отнася за два различни класа активи и не може да бъде взета предвид за целите на изчисляване на общата рискова експозиция, тъй като критерии (г), наред с другите, така както е посочен в точка 10 на Кутия 5 по-горе не е спазен.

7.1.4. Техники за ефективно управление на портфейл

Кутия 9

1. Ако ПКИПЦК са упълномощени да извършват транзакции за обратно изкупуване или транзакции за заемане на ценни книжа, за да генерират допълнителен левъридж чрез реинвестирането на обезпечение, тези транзакции трябва да бъдат вземани предвид за определянето на общата рискова експозиция.
2. ПКИПЦК, които реинвестират обезпечение във финансови активи, които предоставят възвращаемост, надвишаваща безрисковата възвращаемост, трябва да включват в изчисленията на общата си рискова експозиция:
 - Получената сума, ако се държи парично обезпечение; и
 - Пазарната стойност на въпросния инструмент, ако се държи непарично обезпечение
3. Всяка създадена обща рискова експозиция ще бъде добавяна към общата рискова експозиция, създадена чрез използването на деривати и тяхната обща сума не трябва да е по-голяма от 100% от нетната стойност на активите.
4. Всяко по-нататъшно използване на обезпечение като част от друга транзакция за обратно изкупуване или транзакция за заемане на ценни книжа трябва да бъде третирано по същия начин и да бъде включено в изчислението на общата рискова експозиция.

Пояснение

35. В това ръководство, CCSR се позовава на „по-нататъшно използване” на получено от ПКИПЦК обезпечение. CCSR счита, че такова „по-нататъшно използване” не може да доведе до право на ПКИПЦК да осъществяват транзакции, които се състоят от повторната употреба на обезпечение за целта на уреждане на задължение за доставка, произтичащо от ценна книга, която е продало с краткосрочна спекулативна продажба.

36. По-долу са посочени примери на транзакции, които могат да породят обща рискова експозиция:

- Договори за продажба и обратно изкупуване („репо”):

Тази транзакция обикновено се извършва когато ПКИПЦК „продава” ценни книжа на насрещна страна по обратно репо сделки и се договаря да ги закупи обратно по договорена цена в бъдеще. ПКИПЦК ще понесе *финансови разходи* за осъществяването на тази транзакция и за това ще се нуждае да реинвестира паричните постъпления (ефективно парично обезпечение) във финансови инструменти, които предоставят възвращаемост по-голяма от понесените финансови разходи. Това реинвестиране на „парично обезпечение” означава, че увеличаващ се пазарен риск ще бъде понесен от ПКИПЦК и трябва да бъде взет предвид при изчисляване на общата рискова експозиция. Важно е да се отбележи, че икономическите рискове и ползи от „продадените” ценни книжа остават за ПКИПЦК. Също така трябва да се отбележи, че една репо транзакция почти винаги ще породи левъридж, тъй като паричното обезпечение *трябва* да бъде реинвестирано при доходност по-голяма от понесените финансови разходи, за да постигне ПКИПЦК възвращаемост. В случай че е получено непарично обезпечение като част от транзакцията и това обезпечение се използва по-нататък като част от друга репо сделка, или договор за заемане на ценни книжа, пълната пазарна стойност на обезпечението трябва да бъде включена в сумата на общата рискова експозиция.

- Договори за покупка и обратна продажба („обратни репо сделки”)

Тази транзакция се осъществява когато ПКИПЦК „закупи” ценни книжа от насрещна страна по „репо” сделка и се договори да ги продаде обратно на договорена цена в бъдеще. ПКИПЦК обикновено осъществяват тези транзакции за да генерират нискорискова доходност от типа на паричния пазар, а „закупените” ценни книжа действат като обезпечение. Следователно, няма създадена обща рискова експозиция, нито пък ПКИПЦК поемат рисковете и ползите на „закупените” ценни книжа., т.е. няма нарастващ пазарен риск. Възможно е, обаче, „закупените” ценни книжа да бъдат използвани по-нататък като част от репо сделка или за транзакция по заемане на акции, така както е описано по-горе, и в такъв случай пълната пазарна стойност на ценните книжа трябва да бъде включена в сумата на общата рискова експозиция.

- Договори за заемане на ценни книжа

ПКИПЦК, осъществяващо транзакция³ за заемане на ценни книжа, ще даде в заем ценни книжа на получаваща ги в заем насрещна страна (която обикновено взема на заем ценни книжа за да покрие транзакция за физическа предварителна продажба) срещу договорена такса. Вземащият в заем ценните книжа ще предостави парично или непарично обезпечение на ПКИПЦК. Обща рискова експозиция ще бъде създадена само когато парично обезпечение бъде реинвестирано в инструменти, които предоставят възвращаемост по-голяма от безрисковата възвращаемост. Ако непаричното обезпечение се използва по-нататък като част от репо сделка или транзакция по заемане на акции, пълната пазарна стойност на ценните книжа трябва да бъде включена в стойността на общата рискова експозиция, така както е описано по-горе.

- Безрискова възвращаемост

ПКИПЦК, които инвестират парично обезпечение във финансови инструменти, предоставящи доходност по-голяма от общоприетата безрискова възвращаемост, трябва да взема предвид пазарната стойност на тези финансови инструменти при изчисляване на общата им рискова експозиция. Безрисковата възвращаемост, също така, е доста трудно да бъде определена, общоприето е обаче че на практика пазарите използван възвращаемостта на краткосрочни (обикновено 3-месечни) висококачествени държавни облигации, например 3-месечни съкровищни бонове на САЩ.

³ Наричани също транзакции за „stock lending” и “stock loan”

3. Изчисляване на общата рискова експозиция като се използва Метода на стойност под риск (VaR)

3.1 Общи принципи и общо изискване

Кутия 10

1. Изчисление на обща рискова експозиция, като се използва Метода стойност под риск (VaR) трябва да вземе предвид всички позиции на портфейла на ПКИПЦК.
2. ПКИПЦК трябва винаги да определя максималния лимит за стойност под риск (VaR) съгласно определения му рисков профил.

Пояснение

37. Ако ПКИПЦК използва метода на стойност под риск (VaR) за да измерва общата си рискова експозиция, тогава то трябва да спазва всички изисквания, определени в тази Глава.

38. Методът на стойност под риск (VaR) е измерител на максималната потенциална загуба по-скоро поради пазарен риск, отколкото поради левъридж. По-специално, методът на стойност под риск (VaR) измерва максималната потенциална загуба на дадендоверителен интервал (вероятност) през конкретен времеви период в нормални пазарни условия.

39. Например, ако стойността под риск (VaR) (1 ден, 99%) на ПКИПЦК е равна 4 милиона щ.д., това означава че в обичайни пазарни условия ПКИПЦК може да бъде 99% сигурно че промяна в стойността на неговия портфейл не би довела до намаление с повече от 4 милиона щ.д. за 1 ден. Това е равностойно да се каже че съществува 1% вероятност (доверителен интервал) че стойността на портфейла му би могла да намалее с 4 милиона щ.д. или повече за 1 ден, но нивото на тази сума не е определено (т.е. то би могло да бъде катастрофично).

40. Като част от общия процес на управление на риска, ПКИПЦК трябва да създадат, въведат и поддържат документирана система на вътрешни лимити относно измерителите, използвани да се управляват и контролират релевантните рискове за всяко едно ПКИПЦК. Лимитите за стойност под риск (VaR) трябва винаги да бъдат определяни съгласно определения рисков профил. По-конкретно, CESR счита че може да има обстоятелства при които, предвид договорения рисков профил, ПКИПЦК трябва да определи лимит на стойност под риск (VaR), която е по-ниска от регулаторен праг, за да се осигури съгласуваност между лимита на стойността под риск (VaR) и рисковия профил.

41. ПКИПЦК, които използват стойност под риск (VaR) като част от методологията им за управление на риска трябва да осигурят всички експозиции за ефективно управление на портфейла да са включени също така в техните изчисления и лимити.

3.2. Методи при стойност под риск (VaR) – относителна стойност под риск (VaR) и абсолютна стойност под риск (VaR) – Изборът

Кутия 11

1. За целите на изчисляване на обща рискова експозиция ПКИПЦК може да използва подхода на относителна стойност под риск (VaR) или подхода на абсолютна стойност под риск (VaR), така както са изложени по-долу.
2. ПКИПЦК е отговорно за вземане на решение кой подход на стойност под риск (VaR) е най-подходящата методология, като се има предвид рисковия профил и инвестиционната стратегия на ПКИПЦК.
3. ПКИПЦК трябва да може да докаже, че подходът на стойност под риск (VaR), който използва е подходящ. Решението и стоящите в основата му допускания трябва да бъдат изцяло документирани.
4. Като общо правило, трябва да има последователност в избора на вида стойност под риск (VaR), използван за изчисляване на общата рискова експозиция.

Пояснение

42. Пазарната практика по ПКИПЦК през последните години показва, че има два основни подхода при използването на стойност под риск (VaR), а именно относителният и абсолютният подход за измерване на стойност под риск. И за двата подхода, стойността под риск (VaR) се изчислява за всички позиции на портфейла на ПКИПЦК. Направеният избор трябва да бъде надлежно обоснован и трябва да се поддържа последователност (например, ПКИПЦК, което е избрало да използва абсолютна стойност под риск (VaR) не може да премине към относителна стойност под риск (VaR) просто защото е нарушило лимитите, определени в насоките за използването на абсолютна VaR.

43. Стратегии, подходящи за метода на относителна стойност под риск (VaR) са тези, при които е определен общоприет еталон без левъридж, отразяваща инвестиционната стратегия, която ПКИПЦК осъществява. В този случай общоприетия еталон е стандартизация, която очевидно служи като основа за референтен портфейл при подхода на относителна стойност под риск (VaR). Използването на относителна стойност под риск (VaR) би бил също така най-прозрачният начин за инвеститора,

който по принцип е запознат с общоприетия еталон и който трябва да има поне косвено представа за риска на този общоприет еталон.

44. За разлика от това, за ПКИПЦК инвестиращи в множество различни класове активи (multi-asset classes) и които не определят инвестиционната цел по отношение на общоприет еталон, а по-скоро като абсолютна възвращаемост (absolute return target), е подходящ метода на абсолютна стойност под риск (VaR). По-специално, за абсолютна възвращаемост, ПКИПЦК които управляват портфейла по отношение на целева стойност под риск (targeted VaR), изчисляването на референтен портфейл може да бъде неуместно.

3.3 Метод на относителна стойност под риск (VaR)

Кутия 12

1. Съгласно метода на относителна стойност под риск (VaR), общата рискова експозиция на ПКИПЦК се изчислява както следва:
 - Изчислете стойността под риск (VaR) на текущия портфейл на ПКИПЦК (който включва деривати);
 - Изчислете стойността под риск (VaR) на референтен портфейл;
 - Проверете стойността под риск (VaR) на портфейла на ПКИПЦК да не е повече от два пъти по-голяма от стойността под риск на референтния портфейл, за да осигурява ограничение на общия коефициент на левъридж (global leverage ratio) на ПКИПЦК до 2. Този лимит може да бъде представен както следва:

$$\frac{(\text{VaR ПКИПЦК} - \text{VaR референтен портфейл})}{\text{VaR референтен портфейл}} \times 100 \leq 100\%$$

2. Референтният портфейл и свързаните с него процеси трябва да отговарят на следните критерии:
 - Референтният портфейл трябва да бъде без левъридж и трябва, по-конкретно, да не съдържа деривативни финансови инструменти, или внедрени деривати, с изключение на това че:
 - ПКИПЦК осъществяващо дълга/ къса стратегия може да избере референтен портфейл, който използва деривативни финансови инструменти за да придобие късата експозиция;
 - ПКИПЦК, което възнамерява да има портфейл с хеджиран валутен риск, може да избере индекс с хеджиран валутен риск като референтен портфейл;
 - Рисковият профил на референтния портфейл трябва да бъде в съответствие с инвестиционните цели, политика и лимити на портфейла на ПКИПЦК;
 - Ако профилът риск/доходност на ПКИПЦК се променя често, или ако определението на референтен портфейл не е възможно, в такъв случай методът на относителна стойност под риск (VaR) не трябва да се използва.
 - Процесът, отнасящ се за определянето и непрекъснатото поддържане на референтния портфейл трябва да бъде интегриран в процеса на управление на риска и да бъде подкрепен с адекватни процедури. Трябва да бъде разработено „Насоки относно състава на референтния портфейл”. В допълнение, действителният състав на референтния портфейл и всички промени в него трябва да бъдат ясно документирани.

Пояснения

45. Методът на относителна стойност под риск (VaR) не измерва левъриджа на стратегиите, той по-скоро позволява на ПКИПЦК да удвоят риска от загуба по даден модел на стойност под риск. Той създава ясна връзка между риска от загуба на референтния портфейл и риска от загуба на ПКИПЦК, и сходството на рисковете между референтния портфейл и портфейла на ПКИПЦК трябва да попречи на ПКИПЦК да използват стратегии с голям левъридж, предвид изискванията в настоящото ръководство относно избора на референтен портфейл.

46. CESR счита, че спазването на критериите, ръководещи избора на референтния портфейл трябва да включва и риска от конструирането на референтните портфейли по начин, който „проиграва” изчисляването на относителна стойност под риск.

47. Съгласно тези критерии, референтният портфейл не трябва да съдържа финансови деривати или внедрени деривати, за да се избегне левъридж вътре в самия референтен портфейл, с изключение на ПКИПЦК осъществяващи дълги/ къси стратегии. Ако в референтния портфейл се използват къси позиции, тогава абсолютната сума на дълги и къси позиции трябва да бъде равна на 100% от нетната стойност на активите на ПКИПЦК.

48. Референтният портфейл трябва да има рисков профил, който е много близък, ако не идентичен, с портфейла на ПКИПЦК. Портфейлът на ПКИПЦК трябва да бъде сведен обратно до референтен портфейл без левъридж, който трябва да бъде в съответствие с инвестиционните цели и политики на ПКИПЦК (така както са посочени в правилата на фонда му или в учредителния акт и неговия просpekt). Той трябва да се придържа към инвестиционните лимити (но не непременно към лимитите за емитента), определени в Директивата за ПКИПЦК. За избягване на съмнение, само дълъг общоприет еталон (long-only benchmark) не трябва да се използва като референтен портфейл за дълга/ къса стратегия, тъй като той няма да доведе до сходство в рисковите профили на референтния портфейл и портфейла на ПКИПЦК.

49. Референтният портфейл може да се базира на комбинация от пазарни индекси без левъридж, което е в съответствие с инвестиционната стратегия. Той също така може да бъде извлечен от целево разпределение, разпределение на активите, наблюдавано през последния период, или статистически анализ на пазарните рискове на портфейла. Когато трябва да бъде направен избор между различни референтни портфейли, трябва да бъде избран портфейлът с най-ниското ниво на потенциален пазарен риск. За избягване на съмнение, това означава че индекс на развиващи се пазари не трябва да бъде използван като референтна величина за портфейл, инвестиран в по-малко волатилни пазари.

3.4. Метод на абсолютна стойност под риск (VaR)

Кутия 13

1. Подходът на абсолютна стойност под риск (VaR) ограничава максималната стойност под риск (VaR), която ПКИПЦК може да има по отношение на неговата нетна стойност на активите.

3.5. Минимални изисквания за метод на стойност под риск (VaR)

Кутия 14

1. Когато оценява общата рискова експозиция посредством метод на относителна или абсолютна стойност под риск (VaR), ПКИПЦК трябва да спазва минималните количествени и качествени изисквания, така както са изложени по-долу.

3.6. Метод на стойност под риск (VaR): Количествени изисквания

3.6.1 Стандарти на изчисление

Кутия 15

1. Абсолютната стойност под риск (VaR) на ПКИПЦК не може да бъде по-голяма от 20% от неговата нетна стойност на активите.
2. Изчисляването на абсолютната и относителната стойност под риск (VaR). Трябва да се извършва в съответствие със следните параметри:
 - (а) едностранен доверителен интервал от 99%;
 - (б) период на държане, равен на 1 месец (20 работни дни);
 - (в) период на ефективно наблюдение (история) на рисковите фактори от най-малко 1 година (250 работни дни), освен ако по-къс период на наблюдение не се оправдава от значително увеличение в ценовата волатилност (например, екстремни пазарни условия);
 - (г) тримесечно осъвременяване на данните, или по-чести когато пазарните цени са подложени на съществени промени;
 - (д) най-малко ежедневно изчисление.
3. Доверителен интервал и/ или период на държане, различаващи се от определените параметри в (2)(а) и (б) могат да се използват от ПКИПЦК, при условие че доверителният интервал не е под 95% и периода на държане не надвишава 1 месец (20 дни).
4. За ПКИПЦК, позоваващи се на метод на абсолютна стойност под риск (VaR), използването на други параметри на изчисление става заедно с промяна размера на ограничението от 20% в съответствие с конкретния период на държане и/ или доверителен интервал. Промяната в размера може да се направи само при допускане на нормално разпределение с идентично и независимо разпределение на възвръщаемостта за рисковите фактори, с позоваване на квантилите на нормално разпределение и правилото на корен квадратен от времето.

Пояснения

50. CESR счита, че ръководства, отнасящи се до тримесечното осъвременяване на данните е особено релевантно за ПКИПЦК, използващи параметричен модел на стойност под риск (VaR).

51. ПКИПЦК могат да се отклоняват от определените стандартите за изчисляване на стойност под риск (VaR) (т.е. доверителен интервал от 99% и период на държане от 1 месец (20 дни)), определени по-горе. Например, ПКИПЦК би могло теоретично да

използва доверителен интервал от 95% и период на държане от 7 дни. В такъв случай, максималния лимит за стойност под риск (VaR) от 20% за ПКИПЦК, използващо абсолютна стойност под риск трябва да бъде намален за да отразява тези различни стандарти за изчисление съгласно принципите, посочени в Кутия 15.

52. По отношение на промяната, CESR е на мнение, че привеждането на лимита за абсолютна стойност под риск (VaR) в съответствие с различен доверителен интервал и различен период на държане трябва да се направи при спазване на посочените по-долу принципи.

При привеждане на лимита за абсолютна стойност под риск (VaR) в съответствие с различен доверителен интервал, ПКИПЦК трябва да вземе предвид таблицата по-долу, излагаща квантилите на нормалното разпределение:

| Ниво на доверие | Коефициент нормално разпределение |
|-----------------|-----------------------------------|
| 99% | 2,326 |
| 97,5% | 1,96 |
| 95,0% | 1,645 |

При доверителен интервал от $y\%$ (и период на държане 20 дни), 20%-ият лимит при доверителен интервал от $x\%$ (т.е. 99%) трябва да бъде променен съгласно следната формула (1):

$$VaR(y\%) \approx \frac{\text{coeff}(y\%)}{\text{coeff}(x\%)} \times VaR(x\%)$$

Например, ако ПКИПЦК използва доверителен интервал от 95% в своите вътрешни процеси, прилагането на формула (1) води до следния променен максимален лимит на стойност под риск (VaR) :

$$VaR(95\%) \approx \frac{1,645}{2,326} \times VaR(99\%) = \frac{1,645}{2,326} \times 20\% \approx 14,1\%$$

По същия начин е възможно да се премине от един времеви период в друг такъв, като се използва правилото корен квадратен от времето. За ПКИПЦК, използващо метод на абсолютната стойност под риск (VaR) с период на държане от x дни (и доверителен интервал от 99%), 20% -ият лимит с период на държане от t дни (т.е. 20), трябва да бъде преведен в съответствие съгласно следната формула (2):

$$VaR(x \text{ дни}) \approx \frac{\sqrt{x}}{\sqrt{t}} \times VaR(t \text{ дни})$$

Например, ако ПКИПЦК използва период на държане от 5 дни във вътрешните си процеси, приложението на формула (2) води до следния приведен в съответствие максимален лимит на стойност под риск (VaR) :

$$\text{VaR (5 дни)} \approx \frac{\sqrt{5}}{\sqrt{20}} \times 20\% = 10\%$$

За ПКИПЦК, използващо вътрешно доверителен интервал от 95% и период на държане от 5 дни, приведенят в съответствие максимален лимит на стойност под риск (VaR) е:

$$\text{VaR (95\%, 5 дни)} \approx \frac{1,645}{2,326} \times \frac{\text{VaR (20 дни, 99\%)}}{\sqrt{4}} \approx 7\% \text{ от нетната стойност на активите}$$

По отношение на метода на относителна стойност под риск (VaR), относителното естество на измерването означава че не е необходима корекция на лимита за стойност под риск (VaR) (т.е. 200%) в случаи когато ПКИПЦК използва параметри, различни от стандартните, посочени по-горе.

3.6.2 Покритие на риска

Кутия 16

1. Моделът на стойност под риск (VaR), използван за целите на изчисление на общата рискова експозиция трябва да взема предвид, като минимум, общия пазарен риск и, ако е приложимо, характерния риск. Събитийните рискове (и/или рискове от неизпълнение), на които ПКИПЦК е изложено след неговите инвестиции, трябва да бъдат взети предвид, както минимум, в програма за стрес тестове. Ако предложената рамка за измерване на риска се окаже неадекватна, компетентните институции си запазват правото да изискат по-стриктни мерки за такива ПКИПЦК.

Пояснения

53. За яснота, свързаните понятия общ пазарен риск, специфичен пазарен риск, характерен риск и събитийен риск са допълнително обяснени в краткия речник (раздел б).

3.6.3 Пълнота и точност на оценката на риска

Кутия 17

1. Изборът на подходящ модел остава отговорност на ПКИПЦК. При избирането на модела на стойност под риск (VaR), ПКИПЦК трябва да осигури моделът да бъде подходящ относно осъществяваната инвестиционна политика и видовете и комплексността на използваните финансови инструменти.
2. Моделът на стойност под риск (VaR) трябва да осигури пълнота и трябва да оценява рисковете с висока степен на точност. По-конкретно:
 - Всички позиции на портфейла на ПКИПЦК трябва да бъдат включени в изчислението на стойност под риск (VaR).
 - Моделът трябва адекватно да улавя всички съществени пазарни рискове, свързани с портфейлни позиции и, по-специално, специфичните рискове, свързани с деривативни финансови инструменти. За целта, всички рискови фактори, които имат повече от пренебрежимо влияние върху колебанието в стойността на портфейла трябва да бъдат покрити от модел на стойност под риск (VaR).
 - Количествените модели, използвани в рамките на стойност под риск (инструменти за ценообразуване, оценка на волатилността и корелациите и т.н.) трябва да осигуряват високо ниво на точност.
 - Всички данни, използвани в рамките на стойност под риск (VaR) трябва да осигуряват последователност, навременност и надеждност.

Пояснения

54. CESR приема че съществуват разнообразни модели за оценяване на стойност под риск (VaR). Всеки един модел има свои допускания, преимущества и недостатъци. Обичайните модели включват параметричен (Варианс-коварианс вариационен-ковариационен) модел, модел на историческа симулация и модел на Монте Карло симулация. Отговорност на ПКИПЦК е да избере подходящ модел за стойност под риск (VaR), предвид това че някои модели може да не са подходящи за някои видове портфейли на фондове. Например, CESR е на мнение че за ПКИПЦК, използващи в голяма степен финансови деривати с нелинейни рискови характеристики, параметричният модел за стойност под риск (VaR) не е подходящ и такова ПКИПЦК трябва по-скоро да използва модел на историческа симулация или модел на Монте Карло симулация.

55. CESR счита, че моделът трябва адекватно да улови всички съществени пазарни рискове, свързани с портфейлни позиции и, по-конкретно, специфичните рискове,

свързани с деривативни финансови инструменти. За целта, всички рискови фактори, които имат повече от пренебрежимо влияние върху колебанието на стойността на портфейла трябва да бъдат покрити с модел на стойност под риск (VaR). С цел поясняване (неизчерпателно), следните рискове трябва, например, да бъдат отразени, ако е приложимо, от модела на стойност под риск (VaR):

- всички значителни ценови рискове по отношение на опционни позиции или асимилирани („наподобяващи опции“) позиции (т.е. гама, вега и др.);
- непоследователни колебания в краткосрочни и дългосрочни лихвени проценти (рискове на сročната структура);
- спред рискът (например между суапи и облигации), произтичащ от не много добре корелирани движения между държавни и други лихвени проценти с фиксиран доход;
- разлики в развитието на спот и фюуърдните цени на акции (equities).

56. За да улови всички съществени пазарни рискове, CESR счита че моделът на стойност под риск (VaR) трябва да покрие достатъчен брой рискови фактори, които ще зависят от инвестициите, направени от ПКИПЦК на различните пазари (лихвен риск, валутен риск, капиталов риск, спред риск и др.). Възможни рискови фактори (неизчерпателен списък) могат да бъдат, например:

- за лихвен риск: в основните валути и пазари, кривата на доходността трябва да бъде разделена на минимум шест матуритетни сегмента, за да отрази измененията на волатилността на процентите по кривата на доходността;
- за (лихвен) спред риск: да се определи напълно отделна крива на доходността за недържавни инструменти с фиксиран доход различни от държавни инструменти с фиксиран доход или да се оценява спреда по държавни лихвени проценти по държавни инструменти в различни точки по кривата на доходността;
- за капиталов риск: да има, например, като минимум рисков фактор за всеки един от капиталовите пазари, в които ПКИПЦК държи позиции (т.е. пазарен индекс), или да има рискови фактори за всеки един сектор, в който ПКИПЦК държи позиции (т.е. секторен индекс), или да има рискови фактори, отговарящи на волатилността на отделните акции (equities).

3.6.4 Бек тестване (Back Testing)

Кутия 18

1. ПКИПЦК трябва да контролира точността и изпълнението на своя модел на стойност под риск (т.е. капацитет за предвиждане на оценките на риска) , като осъществява програма за бек тестване.
2. Програмата за бек тестване трябва да дава за всеки работен ден сравнение на измерването на едnodневната стойност под риск, генерирано от модела на ПКИПЦК за позициите на ПКИПЦК в края на деня, с едnodневната промяна на стойността на портфейла на ПКИПЦК до края на следващия работен ден.
3. ПКИПЦК трябва да изпълняват програмата за бек тестване най-малко ежемесечно, подлежащо винаги на извършване с обратно действие сравнението за всеки работен ден в алинея 2.
4. ПКИПЦК трябва да определя и контролира „превишенията” въз основа на тази програма за бек тестване. „Превишение” е едnodневна промяна в стойността на портфейла, която надвишава свързаното измерване на едnodневен стойност под риск, изчислена от модела.
5. Ако резултатите от бек тестването показват процент на „превишения”, който е твърде висок, ПКИПЦК трябва да преразгледа модела на стойност под риск и да направи съответните корекции.
6. Висшето ръководство на ПКИПЦК трябва да бъде информирано най-малко на тримесечна база (а когато е приложимо, компетентната институция на ПКИПЦК трябва да бъде информирана на шестмесечна база), ако броят на превишенията за всяко едно ПКИПЦК за последните 250 работни дни надвишава 4 в случай на 99% доверителен интервал. Тази информация трябва да съдържа анализ и обяснение на източниците на „надвишенията” и излагане на мерките, които са били взети (ако има такива) за подобряване точността на модела. Компетентната институция може да вземе мерки и да приложи по-стриктни критерии за използването на стойност под риск, ако „превишенията” надвишават приемлив брой.

Пояснения

57. Програмата за бек тестване трябва да се изпълнява въз основа или на ефективните промени („мръсно бек тестване”) или на хипотетичните промени („чисто бек тестване”) в стойността на портфейла на ПКИПЦК, или и двете. ПКИПЦК трябва

да предприемат съответни стъпки за да подобрят програмата си за бек тестване, ако се счита че е недостатъчна.

58. Бек тестване се изпълнява идеално върху хипотетичните промени в стойността на портфейла. Тоест, то трябва идеално да се базира на сравнение между стойността на портфейла в края на деня и, при запазване на позиции, на неговата стойност в края на следващия ден.

59. При допускане за 99% доверителен интервал, точният брой на „превишения“ за всяко едно ПКИПЦК е 2.5 за последните 250 работни дни. По-голям брой „превишения“ е показателен за подценяване на стойност под риск (VaR). Ако резултатите на бек тестването показват процент от изключения, който се явява прекалено висок, ПКИПЦК трябва да преразгледа своя модел на стойност под риск (VaR) и да направи съответните корекции.

60. Когато резултатите от бек тестването пораждат последователно неточни оценки и неприемлив брой „превишения“ (т.е. броят на „превишенията“ не е в съответствие с доверителния интервал, избран за изчисленията на стойност под риск (VaR), компетентната институция си запазва правото да вземат мерки и например, да приложат по-стриктни критерии за използването на стойност под риск (VaR), или ако е необходимо, да забранят използването на модела за измерване на общата рискова експозиция. Компетентната институция може, например, също да изиска резултатите от изчислението на стойност под риск (VaR) на ПКИПЦК да бъдат увеличени чрез коефициент на усилване.

3.6.5. Стрес тестване

Кутия 19

Стрест тестване – общи разпоредби

1. Всяко ПКИПЦК, използващо метода на стойност под риск (VaR) трябва да провежда строга, пълна и рисково адекватна програма за стрес тестване в съответствие с качествените и количествените изисквания, изложени по-долу.
2. Програмата за стрес тестване трябва да бъде предназначена да измерва потенциална голяма обезценка на стойността на ПКИПЦК в резултат на неочаквани промени в съответните пазарни параметри и корелационни коефициенти. Обратно на това, където е уместно, тя трябва също така да измерва промените в съответните пазарни параметри и корелационни коефициенти, които могат да доведат до голяма обезценка на стойността на ПКИПЦК.
3. Стрес тестовете трябва да бъдат добре интегрирани в процеса на управление на риска на ПКИПЦК и резултатите трябва да бъдат вземани предвид когато се взимат инвестиционни решения за ПКИПЦК.

Пояснения

61. Насоките изискват строга, пълна и рисково адекватна програма за стрес тестване. Сложността на стрес тестовете трябва да съответства на рисковия профил на ПКИПЦК, т.е. стрес тестовете за ПКИПЦК с комплексен рисков профил трябва да отразява тази комплексност. Обратно, стрес тестове за по-малко рискови ПКИПЦК могат съответно да бъдат по-прости и по-малко изисквателни.

62. Трябва да бъдат избрани и тествани стрес сценарии, които да отразяват екстремни промени на пазарите и други фактори на околната среда, които биха засегнали ПКИПЦК. Сценариите трябва да бъдат правдоподобни, т.е. малко вероятни да се случат, но не невъзможни.

63. Обратно на това, ПКИПЦК трябва, ако е уместно във връзка с неговата стратегия и риск профил и базирайки се на конкретна рискова ситуация, активно да установи сценарии, които биха имали голямо въздействие върху ПКИПЦК и вероятността за реализиране на такъв сценарий. За такива сценарии, ПКИПЦК трябва да въведе подходящи мерки в своя процес за управление на риска за ранно предупреждение и превенция.

64. Ако не е възможно да оцени точно потенциалната обезценка на стойността на ПКИПЦК, или промените в параметрите и корелациите за специфичен вид риск, ПКИПЦК може вместо това да направи експертна оценка.

65. Стрес тестовете трябва да бъдат интегрирани в процеса на управление на риска на ПКИПЦК. Тоест, резултатите от изчисленията на стрес тестовете трябва да бъдат наблюдавани и анализирани от звеното за управление на риска и те трябва да бъдат представени за разглеждане от висшето ръководство. Резултатите трябва да бъдат вземани предвид когато се взимат инвестиционни решения за ПКИПЦК. Ако резултатите от изчисленията на стрес тестовете разкриват конкретна уязвимост към дадена съвкупност от обстоятелства, в такъв случай те трябва да предизвикат, ако е приложимо и уместно, незабавни мерки и коригиращи действия за правилно управление на риска (например хеджиране или намаляване на експозициите).

Стрес тестване – количествени изисквания

1. Стрес тестовете трябва да покриват всички рискове, които засягат в значителна степен стойността или колебанието в стойността на ПКИПЦК. По-специално, тези рискове, които не са напълно отразени от използвания модел на стойност под риск (VaR), трябва да бъдат взети предвид.
2. Стрес тестовете трябва да бъдат подходящи за анализиране на потенциални ситуации, в които използването на значителен левъридж би изложило ПКИПЦК на значителен риск от спад в стойността и би могло потенциално да доведе до несъстоятелност на ПКИПЦК (т.е. нетна стойност на активите <0).
3. Стрес тестовете трябва да се фокусират върху тези рискове, които макар и незначителни в нормални обстоятелства, са вероятни да бъдат значителни в стрес ситуации, такива като риск от необичайни промени в корелациите, неликвидността на пазарите в стресови пазарни ситуации или поведението на сложни структурирани продукти в условията на ликвидност под стрес.

Пояснения

66. Стрес тестовете трябва по принцип да включват всички рискове, на които ПКИПЦК е изложено, с изключение на тези, които дори в стресови ситуации имат не по-голям от пренебрежим/ несъществен ефект върху стойността на ПКИПЦК.

67. ПКИПЦК може теоретично, поради ефекта на левъридж и в зависимост от състава и профила на ПКИПЦК, да загуби повече отколкото стойността на собствените си активи в редки ситуации. Следователно, когато е уместно по отношение на неговия състав и риск профил, ПКИПЦК трябва активно да установява сценарии, които биха могли да доведат до това, стойността на ПКИПЦК да стане отрицателна.

68. Освен това, ПКИПЦК трябва да вземат предвид разстройването на обичайни отношения и стандарти. Например, корелациите могат да се променят много поради стресови ситуации.

Стрес тестване – количествени изисквания

1. Стрес тестовете трябва да се правят редовно, най-малко един път месечно. Допълнително, те трябва да се правят всеки път когато промяна в стойността или състава на ПКИПЦК, или промяна в пазарните условия прави много вероятно резултатите от стрес тестовете да се различават значително.
2. Съдържанието на стрес теста трябва да бъде приспособено в съответствие със състава на ПКИПЦК и пазарните условия, които са релевантни за ПКИПЦК.
3. Управляващите дружества трябва да въведат ясни процедури по отношение на съдържанието и непрекъснатото приспособяване на стрес тестовете. На базата на тези процедури, за всяко едно ПКИПЦК трябва да се разработи програма за провеждане на тези стрес тестове. Трябва да се обясни защо програмата е подходяща за ПКИПЦК. Изпълнените стрес тестове заедно с техните резултати трябва да бъдат ясно документирани. Трябва да бъде дадено мотивирано обяснение, ако се предвижда тестът да се отклони от програмата.

Пояснения

69. Месечни стрес тестове трябва да са достатъчни за портфейли, които са относително постоянни. За бързо изменящите се портфейли, може да са подходящи по-чести стрес тестове. Ръководството изисква да се провеждат допълнителни стрес тестове, ако съставът на портфейла на ПКИПЦК, или пазарната среда се променят по съответен начин. За ПКИПЦК, които репликират индекс (index replicating UCITS) отговарящи на член 53 на Директивата за ПКИПЦК, стрес тестовете биха могли да се провеждат не толкова често, тъй като те нямат въздействие върху инвестиционните решения.

70. Всеки път когато съдържанието на стрес теста бъде променено, и двата, предишният и измененият стрес тестове трябва да бъдат проведени едновременно най-малко веднъж и резултатите да бъдат сравнени.

71. Предвид това, че тези изисквания позволяват много свобода при съставянето на стрес тестовете, трябва да има ясни процедури, изпълнявани от управляващите дружества. За всяко едно ПКИПЦК трябва да има правилно документирана програма, определяща отделните стрес тестове, които трябва да бъдат проведени за фонда с обяснение защо програмата е подходяща за ПКИПЦК. Освен това програмата на изпълнението (включително конкретното изпълнение, резултатите и последствията) трябва да бъдат документирани така че да могат да бъдат проследени.

3.7. Метод на стойност под риск (VaR): Качествени изисквания

Кутия 22

Задачи, осъществявани от звеното по управление на риска

1. Съгласно член 12(3) на имплементиращата Директива относно задачите, които трябва да се изпълняват от звеното за управление на риска, звеното за управление на риска трябва да бъде отговорно за:
 - (а) подаване на изходни данни, тестване, поддържане и използване на модела на стойност под риск (VaR) ежедневно;
 - (б) надзор върху процеса, отнасящ се за определяне на референтен портфейл, ако ПКИПЦК избере метод на относителна стойност под риск (VaR);
 - (в) осигуряване непрекъснато непрекъснато осигуряване адаптираност на моделът да се адаптира към портфейла на ПКИПЦК;
 - (г) изпълняване на непрекъснато утвърждаване (валидиране) на модела;
 - (д) утвърждаване и въвеждане за всяко едно ПКИПЦК документирана система за лимитите на стойност под риск (VaR), съответстващи на рисковия му профил, която трябва да бъде одобрена от висшето ръководство и Съвета на директорите;
 - (е) мониторинг и контрол на лимитите на стойност под риск (VaR);
 - (ж) периодичен мониторинг на нивото на левъридж, генерирано от ПКИПЦК;
- (з) представяне периодично доклади, отнасящи се за текущото ниво на измерване на стойност под риск (VaR), (включително бек тестване и стрес тестване) за висшето ръководство.

Използване на модел на стойност под риск (VaR)

2. Моделът на стойност под риск (VaR) и свързаните с него резултати трябва да представлява неразделна част от ежедневната работа по управление на риска. Освен това, те трябва да бъдат интегрирани в постоянния инвестиционен процес, ръководен от инвестиционните мениджъри като част от програмата по управление на риска, за да се държи рисковият профил на ПКИПЦК под контрол и в съгласие с инвестиционната стратегия.

Утвърждаване (валидиране) на модела

3. След първоначалното разработване, моделът трябва да премине утвърждаване (валидиране) от страна, независима от процеса на изграждане, за да се осигури че моделът е концептуално правилен и улавя адекватно всички съществени рискове. Процесът на утвърждаване трябва също така да се извършва след всяка значителна промяна в модела. Значителна промяна може да се отнася за използването на нов продукт от ПКИПЦК, необходимостта от подобряване на модела след резултатите на обект тестването, или решение, взето от ПКИПЦК да промени значително известни аспекти на модела.
4. Звеното за управление на риска трябва да извършва непрекъснато утвърждаване (валидиране) на модела за стойност под риск (VaR) (това включва, но не само бек тестване, така както е определено в Кутия 18) за да се гарантира точността на калибрирането на модела. Прегледът трябва да бъде документиран. Когато е необходимо, моделът трябва да се коригира.

Документация и процедури

5. Изискванията към документацията, изложени в член 40(2) на имплементиращата Директива трябва да се разбират да се включва достатъчно информация за модела на стойност под риск (VaR) и свързаните процеси и техники, покривайки наред с друго:
 - а. рисковете покрити от модела;
 - б. методологията на модела;
 - в. математическите допускания и базови величини (foundations);
 - г. използваните данни;

- д. точността и пълнотата на оценката на риска;
- е. методите, използвани за валидиране на модела;
- и. процеса на обратно тестване;
- й. процеса на стрес тестване;
- к. обхвата на валидност на модела; и
- л. оперативното изпълнение.

72. Валидиране на модела на стойност под риск (VaR) след първоначалното му разработване може да се проведе, например, от съответна компетентна институция, от вътрешен или външен одитор, или от доставчик на външни услуги, независими от процеса на изработване.

3.8 Стойност под риск (VaR): Допълнителни предпазни мерки и разкриване на информация

3.8.1. Допълнителни предпазни мерки

Кутия 23

1. ПКИПЦК, които изчисляват обща рискова експозиция, като използват методология на стойност под риск (VaR), трябва редовно да контролират своя левъридж.
2. ПКИПЦК трябва да допълват рамката на VaR/ стрес тестване, там където е уместно, като взимат предвид рисковия профил и осъществяваната инвестиционна стратегия, с други методи за измерване на риска.

Пояснения

73. Съществува риск, че използването на модела на стойност под риск (VaR), може да има за резултат стратегии на ПКИПЦК, използващи високо ниво на левъридж, при система за управление на риска, която не улавя адекватно всички имащи отношение рискове, по-конкретно “фет тейл” риск.

74. Например, ПКИПЦК които осъществяват арбитражни стратегии, където смесването на дълга и къса стратегии води до фет тейлс (неблагоприятни движения

както на дългите, така и на късите рамена), но ниска стойност под риск (VaR), могат да инкорпорират високи нива на левъридж. ПКИПЦК, които прибягват до арбитражни стратегии със заемни средства, докато измерват общата си рискова експозиция със стойност под риск (VaR), трябва следователно да вземат съответни допълнителни мерки за да контролират рисковия си профил (например, CVaR /условна стойност под риск/ или други методи, можещи да открият потенциалното въздействие на пазарни събития с малка вероятност).

75. В допълнение, ПКИПЦК могат да държат активи когато рисковият профил не може да бъде уловен адекватно от изчисляването на стойност под риск (VaR). Структурирани ценни книжа, свързани с кредити финансови инструменти или деривативни финансови инструменти, предназначени да ограничат максималната загуба при дадено доверителен интервал са примери на такива активи. Подходящи допълнителни методи за управление на риска, следователно, трябва да осигурят че както максималната загуба, така и чувствителността към движения на пазара в неблагоприятни условия са адекватно уловени и лимитирани.

3.8.2. Разкриване на информация

а) Проспекти

Кутия 24

1. ПКИПЦК трябва да оповестява в проспекта си метода, използван за изчисляване на общата рискова експозиция (т.е. метода на поетите задължения, относителна стойност под риск (VaR) или абсолютна стойност под риск (VaR).
2. ПКИПЦК, използващи методи на стойност под риск (VaR), трябва да оповестяват очакваното ниво на левъридж и възможността от по-високи нива на левъридж в проспекта.
3. Левъридж трябва да се изчислява като сума на условните стойности на използваните деривати.
4. При използване на подхода на относителна стойност под риск (VaR), в проспекта трябва да бъде оповестена информация относно референтния портфейл.

Пояснения

76. За да бъде в изпълнение на член 70 на Директивата за ПКИПЦК, проспектът на ПКИПЦК трябва да предоставя на инвеститорите информация относно риска, свързан

с дериватите, така например като съществуването на риск от левъридж и съответното ниво на поетия риск.

77. Предвид това че методът на стойност под риск (VaR), не ограничава директно нивото на левъридж, перспективът на ПКИПЦК трябва да оповестява възможността за по-високи нива на левъридж и също така очаквано ниво на левъридж, което може да бъде достигнато. Оповестеното ниво на левъридж, обаче, не е предназначено да бъде допълнителен лимит на експозиция за ПКИПЦК. Нивото на левъридж може да се променя в течение на времето. Когато ПКИПЦК предвижда, че очакваните нива на левъридж може да се променят, тогава разкритата в проспекта информация би могла да отразява максимално очакваните нива, например „Левъриджът не се очаква да надвиши.....”, или обичайно очакваното ниво на левъридж заедно с информацията за възможност за по-високи нива на левъридж при известни обстоятелства (напр. много ниска пазарна волатилност).

б) Годишни отчети

Кутия 25

1. ПКИПЦК трябва да оповестява в годишния си отчет метода, използван за изчисляване на общата рискова експозиция (т.е. подход на поетите задължения, относителна стойност под риск (VaR) или абсолютна стойност под риск (VaR).
2. При използване на метода относителна стойност под риск (VaR), в отчета трябва да бъде оповестена информацията относно референтния портфейл.
3. Измерената стойност под риск (VaR) на ПКИПЦК трябва да бъде публикувана в годишния отчет. В това отношение, предоставената информация трябва да включва поне най-ниското, най-високо и средното използване на лимита на стойност под риск (VaR), изчислени през финансовата година. Трябва да бъдат посочени моделът и използваните входящи данни за изчисление (модел на изчисление, доверителен интервал, период на държане, продължителност на историята на данните).
4. ПКИПЦК, използващи методите на стойност под риск (VaR), трябва да оповестяват нивото на левъридж, използвано през съответния период.
5. Левъридж трябва да се изчислява като сумата на условните стойности на използваните деривати.

Пояснения

78. Настоящото ръководство изисква оповестяването на избрания метод (на поетите задължения, относителна или абсолютна стойност под риск (VaR)) в годишния отчет. Прозрачността за инвеститорите ще се повиши чрез разкриването на информация относно референтния портфейл, предвид това че неговият състав основно определя нивото на риск, който ПКИПЦК поемат.

79. Освен това, тъй като стойност под риск (VaR) е общ измерител на риска, нейното оповестяване също повишава прозрачността за инвеститорите.

4. Рисква експозиция към насрещната страна на извънборсови пазари

4.1 Обезпечение

Кутия 26

1. Обезпечението може да се използва на намаляване на рисковата експозиция към насрещна страна, при условие че то отговаря по всяко време на следните принципи на високо ниво:
 - Ликвидност – всяко едно обезпечение трябва да бъде достатъчно ликвидно, за да може да бъде продадено бързо на добра цена, която е близо до оценка преди продажбата. Обезпечението трябва нормално да се търгува на високоликвиден пазар с прозрачно ценообразуване. В допълнение, обезпечение с кратки цикли на сепълмент се предпочита пред дълги цикли на сепълмент, тъй като активите могат да бъдат конвертирани в пари в наличност по-бързо.
 - Оценка – обезпечението трябва да може да бъде оценявано най-малко всекидневно и не трябва да се позволява възможност за „остарели цени”. Неспособност да се оценява обезпечение чрез независими средства очевидно ще постави ПКИПЦК в риск, и това би се отнасяло също така за оценките „следвай модела” и активи, които се търгуват „тънко” (с ниско предлагане и търсене).
 - Кредитното качество на издателя – предвид това, че обезпечението предоставя вторично право на обратно получаване, кредитното качество на издателя на обезпечението е важно. То може да включва използването на намаления в стойността (haircuts) в случай на не „толкова висок” кредитен рейтинг. Ще бъде разумно да се приема обезпечение върху активи, които показват по-голяма ценова волатилност, когато има приети достатъчно консервативни намаления.
 - Корелация – Корелация между насрещна страна на извънборсов пазар (ОТС) и полученото обезпечение трябва да се избягва.
 - Диверсификация на обезпечението (концентрация на активи) – съществува очевиден риск, ако обезпечение бъде високо концентрирано в една емисия, сектор или страна.
 - Оперативни и правни рискове – управлението на обезпечение е много сложна дейност. Поради това, наличието на правилни системи, оперативни възможности и правна компетентност са от критична важност.

- Обезпечението трябва да бъде държано от трета страна попечител, върху която се упражнява разумен контрол, и която или не е свързана с предоставящия обезпечението, или е законово обезпечена срещу последствията от фалит (неизпълнение) на свързана страна.
 - Обезпечението трябва да бъде изцяло прилагано в изпълнение от ПКИПЦК по всяко време без обръщане към или одобрение от насрещната страна.
 - Непарично обезпечение не може да се продава, реинвестира или залага.
 - Парично обезпечение може да се инвестира само в безрискови активи.
2. ПКИПЦК може да пренебрегне риска от насрещната страна при условие че стойността на обезпечението, оценена по пазарна цена и като се вземат предвид подходящи дисконти, надвишава по всяко време стойността на изложената на риск сума.
 3. За изчисляването на обезпечение, представляващо значителен риск от колебание на стойността, ПКИПЦК трябва да прилага благоразумни дисконтови проценти.

Пояснения

80. ПКИПЦК не могат да инвестират парично обезпечение във финансови инструменти, предоставящи доходност по-голяма от общоприетата безрискова възвращаемост. Въпреки че безрисковата възвращаемост е доста трудно определима, общоприето е че в практиката пазарите използват възвращаемостта на краткосрочни (обикновено 3-месечни) висококачествени държавни облигации, например 3-месечни съкровищни бонове на САЩ.

81. Трябва да се отбележи, че обезпечение под формата на парични депозити във валута, различна от валутата на експозицията трябва също така да подлежат на коригиране поради валутно несъответствие.

82. За обезпечение, което създава риск от колебание в стойността, могат да бъдат определени разумни дисконтови проценти, като се симулира оценяването както на ценните книжа, така и на обезпечение през многобройни периоди на държане.

4.2. Концентрация на насрещната страна/ емитента

Кутия 27

1. Съгласно Член 52(1) на Директивата за ПКИПЦК, рисковата експозиция на ПКИПЦК към насрещна страна по дериват на извънборсов пазар не може да надвишава 5% от активите. Този лимит се повишава до 10% в случай на кредитни институции. Следната експозиция трябва също така да се изчислява в рамките на лимитите на насрещна страна на извънборсов пазар, определена в Член 52(1):

- Първоначален маржин, предоставен за и вариращ маржин, получен от брокер относно борсово търгувани или извънборсови деривати, който не е защитен от правила за клиентските пари, или други подобни споразумения за защита на ПКИПЦК срещу несъстоятелност на брокера.

2. Следната рискова експозиция трябва също да бъде включена, когато се изчислява лимитът за концентрация на емитента, посочена в Член 52(2):

- Всяка нетна експозиция към насрещна страна, генерирана чрез споразумения за заемане или обратно изкупуване на ценни книжа, като под нетна експозиция се разбира сумата, вземане на ПКИПЦК, минус всяко предоставено на ПКИПЦК обезпечение. Експозициите, създадени чрез реинвестиране на обезпечение трябва също да бъдат взети предвид при изчисляване на концентрацията на емитента.

3. Когато се изчислява експозиция за целите на Член 52 на Директивата за ПКИПЦК, ПКИПЦК трябва да установи дали неговата експозиция е към насрещна страна на извънборсов пазар, брокер или клирингова къща.

4. Експозиция на позиционен риск към базовите активи на деривативни финансови инструменти (включително внедрени деривативни финансови инструменти) в прехвърляеми ценни книжа, такива като инструменти на паричния пазар или предприятия за колективно инвестиране, комбинирани, когато е уместно, с позиции от директни инвестиции, не могат да надвишават ограниченията, определени в Член 55 и 55.

5. При изчисляване на риска от концентрация на емитента, деривативните финансови инструменти (включително внедрени деривативни финансови инструменти) трябва да бъдат разгледани обстойно при определяне на крайната експозиция на позиционен риск. Тази позиционна експозиция трябва да бъде взета предвид при изчисленията на концентрацията на емитента. Тя трябва да се изчислява като се използва метода на задълженията, там където е уместно, или максималната потенциална загуба в резултат на неизпълнение от емитента, при по-консервативен подход. Тя също така трябва да се изчислява от всички ПКИПЦК, независимо от това дали използват стойност под риск (VaR) за целите на общата рискова експозиция.

6. Тази разпоредба не се прилага в случай на базирани на индекси деривативни финансови инструменти, при условие че базисният индекс е такъв, който отговаря на всички определени в Член 53(1) критерии.

Пояснения

83. ПКИПЦК трябва да инвестира не повече от 5% от активите си в прехвърляеми ценни книжа или инструменти на паричния пазар, емитирани от едно и също лице. Това ограничени може да се повиши до максимално 10% от активите му в прехвърляеми ценни книжа или инструменти на паричния пазар, емитирани от едно и също лице, при условие че общата стойност на прехвърляеми ценни книжа и инструменти на парични пазар, държани в емитенти, във всеки от които ПКИПЦК инвестира повече от 5%, не надвишава 40%.

84. ПКИПЦК трябва да инвестира не повече от 10% (или 20%, ако е разрешено от държавата членка) от активите си в дялове на едно единствено ПКИПЦК, или друго предприятие за колективно инвестиране. Освен това, инвестициите, направени в дялове на предприятия за колективно инвестиране, различни от ПКИПЦК не трябва да надвишават съвкупно 30% от активите на ПКИПЦК.

85. Методът на задълженията трябва да се използва при изчисленията на концентрацията на емитента, когато е уместно. Например, ако използването на метода на задълженията води до безкрайна стойност –(бинарна опция), рисковата експозиция на позицията ще бъде равна на максималната потенциална загуба в резултат на неизпълнение от емитента.

5. Правила за покритие на трансакции с деривативни финансови инструменти

Кутия 28

1. ПКИПЦК трябва да може да изпълнява по всяко време всичките си задължения за плащания и доставки, възникнали по трансакции, включващи деривативни финансови инструменти.
2. Мониторинг за осигуряване деривативните финансови трансакции да имат адекватно покритие, трябва да съставлява част от процеса на управление на риска.

Пояснения

86. Правилата за покритие са приложими във всички обстоятелства, когато ПКИПЦК има задължения съгласно условията на дериватен контракт, включително синтетични къси позиции (т.е. трансакции в които ПКИПЦК е изложено на риска да трябва да закупи ценни книжа на по-висока цена, отколкото цената по която ценните книжа ще бъдат доставени).

87. В случай на дериватни контракти, които предвиждат, автоматично или по избор на насрещната страна, физическа доставка на базовия финансов инструмент на датата на падеж или датата на упражняване, и доколкото физическа доставка е обичайна практика в случая с въпросния инструмент, ПКИПЦК:

- трябва да държи в портфейла си базовия финансов инструмент като покритие, или
- в случай когато ПКИПЦК счита че базовият финансов инструмент е достатъчно ликвиден, то може да държи като покритие други ликвидни активи (включително пари в наличност) като покритие, при условие че тези активи (след като бъдат приложени съответни предпазни мерки, т.е. дисконтиране в стойността/haircuts/), държани в достатъчни количества, могат да бъдат използвани по всяко време за придобиване на базовия финансов инструмент, който трябва да бъде доставен.

88. По отношение на дериватни контракти, които предвиждат паричен сетълмент, автоматично или по усмотрение на ПКИПЦК, последното трябва да държи достатъчно ликвидни активи (след като бъдат приложени съответни предпазни мерки, т.е. дисконтиране в стойността/haircuts/), за да му позволят да извърши изискващи се по контракт плащания (примери: „кол” за марж, лихвени плащания, разплащане в брой по контракти, и т.н.). ПКИПЦК трябва да определи за себе си метода, по който ще определя нивото на покритие за контракти с разплащане в брой. Този метод трябва да

осигурява ПКИПЦК да може по всяко време да изпълнява задълженията си по плащания.

89. Процесът на управление на риска трябва да включва редовни проверки за това дали покритието, налично за ПКИПЦК, под формата на базовия финансов инструмент или под формата на ликвидни активи, така както са описани по-горе, съществува в достатъчно количество за посрещане на всички бъдещи задължения.

6. Кратък речник на термините

Абсолютна стойност под риск (VaR)

Определя се като стойност под риск (VaR) на ПКИПЦК, с горна граница като процент от нетната стойност на активите.

Бариерни опции

Бариерна опция е опционен контракт, при които в допълнение към обичайната фиксирана цена, има допълнителни специфични бариерни или задвижващи нива. Ако базовият актив на опцията се допре до бариерата по време на срока на валидност на опцията, опционният контракт предвижда конкретни последици (например, активиране или деактивиране на опцията), което зависи от вида на бариерната опция. Стандартните договори за бариерни опции, които могат да бъдат видени в индустрията са нок-аут или нок-ин опции, или опции комбиниращи и двете характеристики

Базисен суап на обща възвращаемост

Контрактът за базисен суап на обща възвращаемост се определя като двустранен контракт между платец на обща възвращаемост и получател на обща възвращаемост, чрез който платецът на обща възвращаемост заплаща общата възвращаемост на референтен актив (т.е. къса позиция в референтен актив) и получава от получателя на общата възвращаемост (т.е. дълга позиция в референтен актив), по принцип, плащане на плаващ лихвен процент (например Libor) плюс спред.

Договор за разлики

Договор за разлики е контракт между две страни, обикновено наричани „купувач“ и „продавач“, предвиждащ че продавачът ще заплати на купувача разликата между текущата стойност на актив и неговата стойност когато договорот е бил сключен. Фактически, договорите за разлики, са финансови деривати, които позволяват на инвеститорите да заемат дълги или къси позиции в базови финансови инструменти. Договорите за разлики не включват покупката или продажбата на актив, само договореността да се получава или плаща движението в неговата цена.

Клирингова къща

Клирингова къща съдейства при прехвърлянето на средства и контракти между членове, които сключват сделки. Клирингова къща е централна точка за депозиране и изплащане на средства, които трябва да бъдат кредитирани или дебитирани от сметките на фирмите - нейни членки. Клирингова къща може също така да гарантира изпълнението на контракта, независимо от какво може да направи отделния член. Ако член е в неизпълнение на задължение, колективните ресурси на членовете се използват да удовлетворят иска, така както е необходимо.

Събитиеен риск

Риск от това че стойността на финансов инструмент се променя по рязък и внезапен начин в сравнение с поведението на общия пазар и по начин, който излиза доста извън нормалния обхват на колебания в стойността. Събитийният риск включва, например, миграционния риск за лихвени продукти, или риска от значителни промени или внезапни покачвания в цените на акциите.

Общ пазарен риск

Риск от загуба, произтичаща от промени в общото ниво на пазарните цени.

Обща рискова експозиция

Общата рискова експозиция е мярка, предназначена да лимитира увеличаваща се експозиция и ливъридж, генерирани от ПКИПЦК чрез използването на деривативни финансови инструменти (включително внедрени деривати), или пазарния риск на портфейла на ПКИПЦК.

Предложена алтернатива: Дефиницията на обща рискова експозиция трябва да бъде изяснена така, че увеличаваща се експозиция и ливъридж да се свържат по-точно с ПКИПЦК, като се използва метода на задълженията, а общата рискова експозиция за ПКИПЦК, използващи метода на стойност под риск (VaR) да бъде свързана с пазарния риск.

Характерен риск

Риск от това, стойността на финансов инструмент да се променя повече или по-малко отколкото общо пазара (но не по рязък и внезапен начин).

Лихвени дериватни инструменти

В контекста на дюрационно-нетиращите споразумения, лихвен дериватен инструмент е дериват, при който базовият актив е правото да се плати или получи условна сума пари с даден лихвен процент. Изменението от пазар на пазар в лихвения дериват е свързано главно с движението на лихвената крива. Примери (неизчерпателен списък) на лихвени деривати могат да са: лихвен суап, договор за лихвен фоуърд, лихвен фючърс, фючърс върху условна облигация. Рисковият профил на лихвените деривати не включва друг главен източник на риск, различен от лихвения риск. За избягване на съмнение, опции или корпоративни облигации, които включват кредитен риск не трябва да се считат за лихвени дериватни инструменти.

Небазисен суап на обща възвращаемост

Контрактите за небазисни суапи на обща възвращаемост се тези, при които вместо платежно рамо в плаващ лихвен процент, суапът на обща възвращаемост се позовава на плащане с фиксиран лихвен процент или на общата възвращаемост на друг референтен актив.

Частично изплатена ценна книга

Ценна книга, по която само част от капиталовата сума и дължимата премия са платени. Неизплатените суми са платими по време, избрано от компанията, издаваща ценната книга.

Зависимост от историческо изпълнение /Path Dependency/

Зависимост от историческо изпълнение отразява факта, че крайната стойност на някои екзотични деривати зависи не само от стойността на базовия актив по това време, но също така от предишни точки във времето. Стойността, следователно, зависи от „пътя“ по който е поел базовият актив по време на живота на деривата.

Относителна стойност под риск (VaR)

Определя се като стойност под риск (VaR) на ПКИПЦК, разделена от стойността под риск (VaR) на бенчмарк или референтен портфейл (т.е. подобен портфейл без деривати). Това може да бъде действителен бенчмарк портфейл (такъв като индекс) или фиктивен портфейл. VaR на портфейла на ПКИПЦК не трябва да надвишава два пъти ПКИПЦК на съпоставим бенчмарк портфейл.

Право

Право се предоставя на съществуващи акционери на корпорация да запишат обикновени акции от нова емисия, преди тя да бъде предложена на публиката. Правото обикновено има валидност от 2-4 седмици. Цената на записване обикновено е по-ниска от публично офериранията цена.

Специфичен пазарен риск

Специфичният пазарен риск включва два вида риск, а именно характерния риск и събитийния/ от неизпълнение риск.

Стойност под риск (VaR)

Стойност под риск (VaR) е измерител на потенциална загуба за ПКИПЦК поради пазарен риск. По-конкретно, VaR измерва потенциалната загуба в дадено доверително ниво (вероятност) през конкретен времеви период при нормални пазарни условия.

Обратно тестване на VaR

Това е процесът на оценяване на точността и качеството на Модела на стойност под риск (VaR), като се сравняват генерираните от модел измервания на (VaR), които той дава в дадено време, с действително наблюдаваните печалби и загуби.

Стрес тестване на (VaR)

Стрес тестване е процес за установяване как портфейлът би реагирал на променящи се условия на пазарите. Стрес тестването има за цел да установи екстремни събития, които могат да задвижат катастрофични загуби в даден портфейл.

Варианс суап

Варианс суапите са контракти, които позволяват на инвеститорите да придобият експозиция към вариация /дисперсия/ (волатилността на квадрат) на базисния актив, и по-конкретно, да търгуват бъдеща реализирана (или историческа) волатилност срещу текуща имплицирана волатилност. Съгласно пазарната практика, текущата цена и условната вариация се изразяват с оглед на волатилност.

Варант

Ценна книга, обикновено емитирана заедно с облигация или привилегирована акция, даваща право на държателя да закупи конкретно количество ценни книжа по конкретна цена, обикновено над текущата пазарна цена по време на емитирането, в определен или неопределен период. Ако цената на ценната книга се повиши над цената на упражняване на варанта, в такъв случай инвеститорият може да закупи ценната книга по цената на упражняване на варанта и да я препродаде с печалба. В противен случай, валидността варанта просто ще изтече или ще остане неизползван.