

ПРИЛОЖЕНИЕ НА ПОДХОДА НА ПОДРОБЕН ПРЕГЛЕД ОТ ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ДРУЖЕСТВА ЗА ЦЕЛИТЕ НА SOLVENCY II

Главен асистент д-р Нигохос Канарян, Нов български
университет

Резюме: Докладът разглежда едно от предизвикателствата на Директивата Solvency II – прилагането на подхода за подробен преглед. Въпреки, че европейският регулаторен орган EIOPA дава насоки за приложението на подхода, то съществуват редица въпроси относно неговото приложение. Ние предлагаме количествен модел за подробен преглед на инвестициите на застрахователните дружества в предприятия за колективни инвестиции (колективни инвестиционни схеми). Моделът ни е разновидност на този на Dor, Jagannathan и Meier (2003) за анализ на инвестиционния стил и се прилага при наличие на ограничена информация относно структурата на инвестиционните портфейли.

Ключови думи: Solvency II, Look-through approach,

1. Въведение

Директивата Solvency II има важно значение за управлението на капитала на застрахователните дружества и е в сила от 1 януари 2016 г. Тя въвежда рисковно-базиран подход на хармонизирана регулация в рамките на ЕС. Регулацията на застрахователните дружества в ЕС е изградена от три стълба: оценяване и капиталови изисквания; риск и системи за управление; отчитане и оповестяване.

Solvency II изисква по-голямо ниво на оповестяване, прозрачност и отчетност от застрахователните компании по отношение на активите, в които са инвестирани. Тази по-подробна информация за активите е необходима за отчетността към регулаторните органи и изчисляването на капиталовите изисквания за платежоспособност. Получаването на тази информация за активите улеснява спазването на принципа на предпазливостта и подпомага за поддържането на ефективна система за управление на риска като част от системата на управление.

Делегираният регламент по Solvency II ((ЕС) 2015/35) предвижда, застрахователите да използват стандартната формула, за да изчислят капиталовото изискване за платежоспособност, SCR. За целта се

оценява всеки един финансов актив, в който са инвестирани застрахователните дружества. Особено внимание се обръща на схемите за колективно инвестиране и другите инвестиции във фондове, напр. фонд от фондове. Това налага застрахователите да предоставят редица данни, свързани с платежоспособността си. Подходът за подробен преглед (look through approach) е ключов в процеса на изчисляване на капиталовите изисквания за платежоспособност.

ЕЮРА публикува насоки относно прилагането на подхода. Регулаторът изисква от застрахователните компании да извършат достатъчен брой повторения на подхода, за да се обхванат всички съществени рискове. С други думи изискването е да се приложи подхода за оценка и управление на рисковия профил на инвестициите, включително рисковете, вградени във взаимни фондове, хедж фондове и секюритизирани активи. Сложните финансови инструменти и непрестанно променящата се икономическа среда затрудняват прилагането на подхода по начина, по който се изисква.

Когато не може да се приложи подходът на подробен поглед Делегираният регламент ((ЕС) 2015/35) предвижда SCR да бъде изчислен въз основа на целево разпределение на активите на предприятието за колективно инвестиране или фонд. Съществува изискване целевото разпределение на активите да е на много детайлно ниво, така че застрахователят да изчисли всички съответни под-модули и сценарии на стандартната формула за оценка на собствените рискове. В допълнение на това, риск мениджърите на застрахователните дружества трябва да се съобразят с друго много консервативно изискване - фондът да се управлява при стриктно спазване на целевото разпределение на активите. Ако подходът не може да се приложи, то риск мениджърите изчисляват SCR като класифицират инвестициите си в колективни инвестиционни схеми, фондове, секюритизирани активи като инвестиции в собствен капитал от тип 2. Това от своя страна води до по-високо капиталово изискване за платежоспособност. Актуалността на въпроса, който подлагаме на дискусия, е огромна предвид появата на нови финансови инструменти, нарастващият брой и активи на управление на колективните предприятия за инвестиране, а в същото време изискванията на регулацията на застрахователните дружества поставят не само риск мениджърите, но и фонд мениджърите в затруднено положение.

2. Подходът през призмата на фонд мениджърите

За правилното оценяване на пазарния риск, присъщ за предприятията за колективно инвестиране, вкл. фонд от фондовете, е

необходима по-подробна информация, която фонд мениджърите трябва да предоставят извън тази, която регулярно публикуват, според изискванията на Директивите UCITS и AIFMD. Информацията, която застрахователните дружества следва да попълнят в шаблона за количествено отчетане (QRT), както и за целите на изчисляване на SCR, е много по-детайлна. Необходимите данни, които следва да се предоставят на застрахователите е до ниво базов актив (акция, облигация, дериватив). Това предопределя трите роли на фонд мениджърите в този подход

Първата роля на фонд мениджърът като доставчик на данни. Данните, които те ще предоставят на застрахователните дружества са необходими за изчисляването на капиталовото изискване за платежоспособност, SCR, и за целите на отчетането пред регулатора. Застрахователите от своя страна следва да внедрят системи за контрол на качеството на предоставяните данни, за да идентифицират пропуски, несъответствия, да наблюдават и контролират качеството на данните. Възможно е доставчик на данните да бъде трето лице. Тогава фонд мениджърите ще бъдат в ролята си на посредник и да се уверят, че доставчикът отговаря на всички условия за предоставяне на данните. Нещо повече, може да се наложи изискване за притежаване на адекватна политика за управление на риска и наличие на системи за вътрешен контрол.

Фонд мениджърът като последовател на принципа на предпазливостта е втората роля. Директивата Solvency II не въвежда ограничения по отношение на инвестициите на застрахователите, което не означава, че те могат да вземат инвестиционни решения, без да преценяват дали са разумни и в интерес на притежателите на полици. От друга страна фонд мениджърите трябва да инвестират единствено в активи, за които правилно могат да бъдат идентифицирани, оценени, наблюдавани, управлявани, контролирани и отчетани рисковете.

Един фонд мениджър на фонд от фондове не може да разполага с цялата изискуема информация от застрахователите. Следователно той може да изиска такава от други фонд мениджъри или други доставчици на услуги. Конфиденциалността в този обмен на данни е от ключово значение. Други, фонд мениджъри ще трябва да споделят информацията относно управляваните от тях активи и инвестиционни стратегии. Фонд мениджърите, които нямат преки инвеститори застрахователни компании също трябва да разкриват информацията.

Независимо от протестите на множество фонд мениджъри относно необходимостта от детайлно оповестяване, ако те искат да запазят застрахователните компании като инвеститори, то ще им се наложи да

се съобразят с изискванията на ЕЮРА. Това, което може да се очаква е ограничаване на информацията от страна на фонд мениджърите и изискване на конфиденциалност при предоставянето на данните, оформено в писмен договор.

3. Количествен модел за детайлен преглед

С цел избягване на рестриктивното класифициране на инвестициите в предприятия за колективно инвестиране като инвестиции в собствен капитал тип 2, ние предлагаме количествен модел за детайлен преглед. Предложеният от нас модел е модификация на утвърдената техника за анализ на стила в портфейлната теория на *Sharpe (1988, 1992)*. *Sharpe* прилага количествен модел за анализ на стила на портфейлния мениджър на база доходността на портфейла (return-based style analysis). Той се разглежда като частен случай на множествения регресионен анализ. Ефективността на алокацията на активите се измерва, като се анализират историческите доходности на инвестиционния портфейл спрямо определени (рискови) фактори, които представляват даден клас активи.

Количественият модел за анализ на инвестиционния стил е широко използван при изследване на структурата на инвестиционните портфейли, за които няма подробна информация за състава им. Именно това ни дава основание да го модифицираме и използваме като инструмент в краен случай, т.е. преди да се пристъпи към класификация на инвестицията като собствен капитал тип 2. Поради изискването за ограничен обем ние ще представим само идеята на предлагания от нас модел за детайлен преглед.

Количественият модел за детайлен преглед е рестриктивен модел на множествената регресия за портфейлен анализ, който е описан от *Пътев и Канарян (2008)*. Моделът е разновидност на този на *Dor, Jagannathan и Meier (2003)*. Регресионните коефициенти пред рисковите фактори могат да имат положителна стойност в рамките на 0 и 1. Те изразяват връзката между доходността на даден портфейл спрямо m броя (рискови) фактори, като тя се допуска да е линейна и стохастична. Много често в портфейлния анализ факторите представляват даден пазарен индекс, приет за еталон на даден клас актив. Ако регресионният коефициент пред рисков фактор еталонен индекс на съкровищни облигации с падеж 7-10 години е статистически значим и със стойност 0.5, то това би дало основание на застрахователя да класифицира инвестиционната схема като облигация. Така той ще изчисли съответстващите за съкровищни облигации рискове.

Изборът на еталонни индекси (рискови фактори) при прилагането на подробния анали е от изключително значение. Според *Sharpe (1992)* еталонните индекси трябва да отговарят на няколко критерия. Всеки индекс трябва да е съставен от многобройни ценни книжа като претеглена стойност с тяхната пазарна капитализация. Индексите трябва да са взаимноизключващи се, което означава, че в модела не трябва да се използват два индекса, които отразяват активите от един и същи клас. Моделът трябва да съдържа индекси, които не са линейна комбинация от други индекси. Това се прави с цел да се сведе до минимум мултиколинearността.

Параметрите на модифицираното регресионно уравнение се изчисляват на база извадка от месечни данни за доходността на колективната инвестиционна схема и доходността на еталонните индекси (рискови фактори) за последните 36 месеца.

Заключение

Предложеният количествен модел за детайлен преглед на инвестициите в колективни инвестиционни схеми е на първоначален етап на разработване. Той трябва да бъде съобразен с нелинейния характер на доходността на инвестиционните портфейли на фондовете. Прецизно определяне на рисковите фактори (еталони индекси) е необходимо при прилагането му за целите на анализа на хедж фондовете.

ЛИТЕРАТУРА

1. Насоки относно подхода на подробен преглед, https://eiopa.europa.eu/Publications/Guidelines/LRA_Final_document_BG.pdf [Последно посетен 30.09.2016]
2. Пътев, Пл., Канарян, Н. Управление на портфейла. Абагар, 2008
3. Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)
4. Commission Delegated Regulation (EU) amending Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 concerning the calculation of regulatory capital requirements for several categories of assets held by insurance and reinsurance undertakings published on 30 September 2015
5. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws,

regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions

6. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

7. Dor. A.B., R. Jagannathan., and I. Meier. Understanding Mutual Fund and Hedge Fund Styles Using Return-Based Style Analysis, *Journal of Investment Management*, Volume 1, 2003, pp. 94-134

8. Sharpe, W. Determining Fund's Effective Asset Mix, *Investment Management Review*, December 1988, pp 59-69

9. Sharpe, W. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, *Journal of Portfolio Management*, Winter 1992, pp 7-19

10. Technical standards for application of Directive 2009/138/EC of the European Parliament and the Council of 25 Nov 2009