



Stanowisko Rady Banków Depozytariuszy w sprawie stosowanych praktyk rynkowych w zakresie wyceny wartości dłużnych papierów wartościowych nienotowanych na aktywnym rynku

W nawiązaniu do pisma Komisji Nadzoru Finansowego („Komisja Nadzoru”) z dnia 20 czerwca 2012 r. (sygnatura DFI/IV/4039/10/1/12/14/BK), Rada Banków Depozytariuszy przy ZBP pragnie odnieść się do zagadnień w nim poruszonych, przedstawić zasady postępowania i wyrazić wspólne stanowisko banków pełniących funkcję depozytariuszy dla funduszy inwestycyjnych („Depozytariusze”).

Ad. 1)

W zakresie wyceny dłużnych papierów wartościowych nienotowanych na aktywnym rynku, banki depozytariusze stosują zapisy Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych („Rozporządzenie”) w szczególności par. 25 ust. 1 pkt. 1). W praktyce sprowadza się to do wyceny instrumentów nienotowanych na aktywnym rynku wg efektywnej stopy procentowej („ESP”) tj. bez bezpośredniego uwzględnienia bieżących zmian ryzyka kredytowego emitenta oraz ryzyka płynności a także ryzyka rynkowego stóp procentowych. Efektywna stopa procentowa jest bowiem z definicji wewnętrzną stopą zwrotu danego instrumentu dłużnego, a zatem nie posiada odniesienia do bieżących parametrów rynkowych (w pewnym zakresie wyjątek stanowią instrumenty zmienno kuponowe).

Dokonując wyceny ESP Depozytariusze (oraz niezależnie fundusz inwestycyjny) monitorują istotne informacje dotyczące ryzyka kredytowego emitenta. W przypadku pojawienia się twardych przesłanek wskazujących na zmianę ryzyka kredytowego emitenta (np. złożenie przez emitenta wniosku o upadłość, wypowiedzenie przez banki finansujące emitenta istotnych umów kredytowych, nie wywiązanie się przez emitenta ze zobowiązań wynikających z obligacji także innych emisji niż posiadane przez fundusz) fundusz dokonuje uznaniowego przeszacowania wartości instrumentów dłużnych do wartości godziwej. W przypadku pojawienia się nowych istotnych informacji dokonywane są kolejne przeszacowania.

Odnosnie ryzyka płynności Depozytariusze uznają, iż w momencie emisji dłużnych papierów wartościowych nienotowanych na aktywnym rynku emitowanych przez przedsiębiorstwo, pierwotne ryzyko płynności jest uwzględnione przez inwestorów biorących udział w emisji w cenie (marży odsetkowej) instrumentu. Innymi słowy, ponieważ instrument z założenia w momencie emisji jest niepłynny (nienotowany na aktywnym rynku), środowisko

Depozytariuszy przyjmuje założenie iż ryzyko płynności jest uwzględnione (jako maksymalnie wysokie) przez mechanizmy rynkowe w momencie emisji w cenie instrumentu i tylko jego obniżenie (jako pojawienie się aktywnego rynku) będzie zmieniało sposób wyceny. Z chwilą pojawienia się aktywnego rynku wyceny dany instrument jest wyceniany wg ceny z tego rynku.

Ad. 2)

W zakresie wyceny dłużnych papierów wartościowych notowanych na aktywnym rynku w sytuacji utraty przez rynek cech aktywności, Depozytariusze stosują przepisy Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych.

Szczegółowe postępowanie w tym zakresie jest określone w polityce rachunkowości poszczególnych funduszy. Należy zauważyć, iż poszczególne fundusze stosują różne praktyki w tym zakresie, które ze względu na brak odpowiednich, szczegółowych wytycznych mogą cechować się pewną dozą uznaniowości.

Najczęstsze rozwiązania stosowane przez fundusze przedstawiają się w sposób następujący:

- Fundusze przyjmują różne wartości kryteriów, służących do badania aktywności rynków, takich jak maksymalny okres, w którym transakcje nie występują, minimalny wolumen obrotów, ilość zawartych transakcji w danym okresie.
- Jako cechy aktywności rynku są uznawane kombinacje warunków (pojedynczo bądź łącznie), które są wymienione w par. 24 ust. 2 Rozporządzenia.
- W przypadku uznania utraty przez rynek cech aktywności, fundusze wyceniają instrument z wykorzystaniem ESP bądź stosują wycenę wg wartości godziwej z uwzględnieniem par. 30 Rozporządzenia.

Ponadto – nawiązując do bardziej generalnych pytań zawartych w ww. piśmie KNF - Rada chciałaby także przekazać uzupełniająco przemyślenia i spostrzeżenia grupy ekspertów w zakresie ustalania wartości dłużnych papierów wartościowych przy metodzie skorygowanej ceny nabycia, oszacowanej przy zastosowaniu efektywnej stopy procentowej („ESP”) oraz przy pomocy metod i modeli rynkowych („modele”).

Ad. ESP)

Zalety:

1. Ustalenie wartości dłużnych papierów wartościowych przy pomocy ESP jest wystandaryzowane, ogólnie znane i stosowane.
2. Generuje małe ryzyko operacyjne.
3. Cechuje się niskim kosztem obsługi operacyjnej.

4. Wycena wg ESP bezpośrednio po emisji danego instrumentu (dla każdego instrumentu), oraz w przypadku instrumentów zmienokuponowych, dla których nie zaszła zmiana ryzyka kredytowego, jest zbliżona do wartości rynkowej instrumentu.
5. Możliwość stosowania do części dłużnej w przypadku niektórych obligacji opcyjnych.

Wady:

1. Ustalenie wartości dłużnych papierów wartościowych przy pomocy ESP, z wyłączeniem okresu następującego bezpośrednio po ich emisji nie uwzględnia rodzajów ryzyka charakterystycznych dla instrumentów dłużnych – wycena ESP nie uwzględnia bieżących zmian ryzyka kredytowego emitenta, ryzyka płynności oraz rynkowego poziomu stóp procentowych. Tym samym może powodować zaniżenie zmienności stóp zwrotu jednostek funduszy inwestycyjnych oraz niemiarodajność miar ryzyka opartych na zmienności (w tym odchylenie standardowe).
2. Brak jednoznaczności przepisów w zakresie przeszacowania wartości instrumentów wycenianych wg ESP do wartości godziwej w sytuacji istotnego pogorszenia sytuacji kredytowej emitenta (np. niedawna sytuacja spółek DSS, PBG i ABM Solid) oraz uznaniowość ze strony TFI powoduje, iż przeszacowania do wartości godziwej danego instrumentu są dokonywane przez różne TFI w różnym terminie oraz w różnej wysokości. Co więcej, sytuacje w których TFI jednorazowo odpisują wartość inwestycji (w skrajnych przypadkach do zera) skutkują jednorazową, często istotną, negatywną zmianą wartości jednostki uczestnictwa. Jest to szczególnie negatywne dla uczestników funduszy obligacji oraz pieniężnych, które mogą mieć w swoich portfelach niepłynne instrumenty, które zgodnie z Rozporządzeniem wyceniane są wg ESP. Zasadnym byłoby zatem określenie jednolitych zasad i kryteriów dokonywania przeszacowania do wartości godziwej.
3. Brak możliwości uwzględnienia w bieżącej wycenie spadku ryzyka kredytowego emitenta (jedynie wzrost ryzyka jest uwzględniany poprzez odpisy, o których mowa w pkt. 2), z uwagi na uwzględnianie w kalkulacji ESP marży na ryzyko kredytowe przyjętej dla kuponu w dokumencie informacyjnym danej emisji instrumentów dłużnych.

Ad. modele)

Zalety:

1. Wycena dłużnych papierów wartościowych przy pomocy modeli rynkowych, uwzględnia czynniki ryzyka związane z tego typu papierami, a przez to daje lepsze oszacowanie wartości instrumentu niż ESP.
2. Oparcie modeli wyceny na danych rynkowych powoduje, iż zmiany warunków rynkowych na bieżąco są odzwierciedlane w wycenie instrumentu, a przez to pośrednio w wartości jednostek uczestnictwa i miarach ryzyka funduszu inwestycyjnego.
3. Możliwość wyceny obligacji opcyjnych.

Powyższe zalety wyceny modelowej występują wyłącznie w sytuacji dostępności danych pochodzących z aktywnego rynku. Powszechnie dostępna jest krzywa rentowności, która pokazuje zależność pomiędzy poziomem stóp procentowych dla danej waluty a czasem trwania inwestycji. Brak jest natomiast dostępu do najistotniejszego parametru wyceny papierów dłużnych zawierających ryzyko kredytowe, a mianowicie rynkowego poziomu marży na ryzyko kredytowe i ryzyko płynności przypisanej do danego emitenta (tzw. Z-spread lub OAS dla obligacji opcyjnych).

Wady:

1. Jakość wyceny modelowej zależy bezpośrednio od jakości zastosowanej metodologii, poczynionych założeń, implementacji narzędzia do wyceny oraz jakości zastosowanych danych rynkowych. W przypadku braku danych pochodzących z rynku, np. w zakresie marży kredytowej, wycena modelowa będzie oparta na założeniu okresowej aktualizacji w modelu ryzyka kredytowego emitenta, co podobnie jak w ESP spowoduje zaniżenie zmienności stóp zwrotu jednostek funduszy inwestycyjnych oraz niemiarodajność miar ryzyka opartych na zmienności (w tym odchylenie standardowe stóp zwrotu).
2. Ograniczony dostęp Depozytariuszy do aktualnych danych niezbędnych do budowy i aktualizacji modeli wycen, w szczególności w zakresie ryzyka kredytowego.
3. Ustalenie wartości dłużnych papierów wartościowych przy pomocy modeli rynkowych jest kosztownym i czasochłonnym procesem zarówno po stronie TFI, jak i Depozytariuszy. Wymaga znacznego nakładu pracy oraz specjalistycznej wiedzy, a przez to konieczności zatrudnienia odpowiednich specjalistów. Zwiększenie ilości instrumentów dłużnych wycenianych z modelu wpłynie na zwiększenie kosztów funkcjonowania zarówno Depozytariuszy jak i TFI, a tym samym spowoduje, iż inwestowanie poprzez fundusze inwestycyjne będzie się wiązać z wyższymi kosztami dla uczestników.
4. Generowanie ryzyka błędnej wyceny związanego z:
 - a. doбором odpowiedniej metodologii wyceny lub jej złą specyfikacją,
 - b. budową narzędzia do wyceny (błędy programistyczne / problemy techniczne, użycie przybliżeń),
 - c. obsługą bieżącą narzędzia (ryzyko błędnego wdrożenia, ograniczona lub okresowa dostępność danych, brak kalibracji modelu)
 - d. modelowaniem tzw. volatylity smile przy wycenie obligacji opcyjnych.
5. Stosowanie modeli do wyceny niepłynnych aktywów w warunkach polskich często wiąże się z uznaniowością w zakresie oceny ryzyka kredytowego emitenta. Wysokość marży kredytowej ma zasadniczy wpływ na ostateczną wycenę instrumentu dłużnego.
6. W przypadku spółek niepublicznych oraz dodatkowo, gdy nie istnieją na rynku inne emisje instrumentów danego emitenta lub istnieją lecz są to emisje niepubliczne, brak jest odpowiednich danych wsadowych i porównawczych.

7. Brak jednoznaczności w metodach wyceny nie płynnych instrumentów finansowych (zarówno w zakresie samych metodologii, jak i danych rynkowych) powoduje, stosowanie do wyceny tych samych instrumentów różnych modeli przez różne podmioty, co skutkuje różnymi wycenami.
8. Brak jest na rynku profesjonalnych narzędzi (na przykład tzw. black box), dostępnych cenowo zarówno dla TFI, jak i Depozytariuszy oraz jednoznacznych wytycznych w zakresie stosowania modeli.
9. Wycena dłużnych papierów wartościowych za pomocą modeli rynkowych jest tylko swoistym przybliżeniem do wyceny rynkowej i może nie odzwierciedlać faktycznej wartości godziwej danego aktywa.

Podsumowanie: rekomendacja metod wyceny w kontekście wskaźnika zysku do ryzyka

W ocenie Rady, ESP można stosować do kategorii skarbowych papierów dłużnych o terminie wykupu nie dłuższym niż rok, np. bonów skarbowych, a także dla innych instrumentów dłużnych, tymczasowo pod warunkiem braku istotnych zdarzeń dotyczących ryzyka kredytowego emitenta oraz braku istotnych zmian stóp procentowych dla instrumentów stałokuponowych (np. w okresie od emisji instrumentu do momentu uznania aktywności rynku, bądź wdrożenia odpowiedniego modelu wyceny). W przypadku instrumentów zmienkuponowych wycena ESP i wycena z modelu, w którym marża na ryzyko kredytowe podlega jednorazowej aktualizacji, w sytuacji istotnego pogorszenia sytuacji finansowej emitenta, dadzą podobny efekt na bieżącą wycenę, jak również odchylenia standardowe stóp zwrotu dla takiego portfela wycenianego z modelu lub ESP będą do siebie podobne. Zatem w większości przypadków, z uwagi na istniejące ograniczenia w dostępności danych, przyjęty sposób wyceny (ESP lub model) nie będzie miał wpływu na większe uwrażliwienie wyceny dłużnych papierów wartościowych na wahania rynkowe.

Szersze zastosowanie wyceny przy pomocy modeli rynkowych będzie z pewnością wymagało uregulowania w przepisach takich kwestii jak:

- i. Postępowanie w przypadku powstania rozbieżności („marginesu różnic”) wyceny instrumentów finansowych pomiędzy TFI a Depozytariuszem wynikającej między innymi z zastosowania w wycenie przy pomocy modeli rynkowych niezależnych uzyskanych danych czy parametrów wejściowych modelu),
- ii. Postępowanie w przypadku, gdy jedna ze stron lub obydwie (TFI i Depozytariusz) popełnią błąd operacyjny w wycenie modelowej, w przypadku wprowadzenia marginesu różnic w wycenach i ustalenia dopuszczalnej kwoty przy której nie następuje korekta wartości jednostki ze względu na niską istotność błędu.

Rada chciałaby poddać pod rozważenie Komisji Nadzoru Finansowego propozycje pozwalające na zredukowanie ww. rodzajów ryzyka:

1. Uregulowanie obowiązku zapewnienia zbudowania metody i modelu rynkowego wyceny przez niezależną, ekspercką jednostkę (np. na

zlecenie emitenta czy agenta wprowadzającego daną emisję), który będzie służył do wyceny tego typu aktywów i będzie używany przez TFI i Depozytariuszy.

2. Wprowadzenie obowiązku publikowania przez TFI np. co kwartał zaktualizowanych danych, o których mowa w art. 8 ust. 1 lit. b) Rozporządzenia Komisji nr 583/2012 – tj. dodatkowych współczynników odnoszących się do poszczególnych rodzajów ryzyka: kredytowego, płynności oraz stóp procentowych. Dałoby to potencjalnemu, a także aktualnemu uczestnikowi funduszu, informacje o poziomie ryzyka związanego z inwestycją w dany fundusz, bez konieczności wprowadzania skomplikowanych i kosztownych procedur operacyjnych potencjalnie eliminujących ryzyko operacyjne wynikające z konstruowania i stosowania skomplikowanych modeli w codziennej wycenie aktywów funduszu. W przeciwnym razie nastąpi wzrost kosztów, który odbije się niekorzystnie na wynikach funduszu, a tym samym interesie uczestników.

Rada Banków Depozytariuszy deklaruje udział w dalszych pracach zmierzających do przygotowania konkretnych propozycji zapisów dotyczących zmian przepisów prawa w powyższym zakresie.

Warszawa, dnia 20 lipca 2012 roku