



## ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-545 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok. 30  
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (022) 628 37 43  
e-mail: [biuro@zmid.org.pl](mailto:biuro@zmid.org.pl)

Warszawa, dnia 7 listopada 2011 roku

**Szanowny Pan Minister**  
**Wiesław Szczuka**  
Ministerstwo Finansów  
ul. Świętokrzyska 12  
00-916 Warszawa

### **Uwagi do projektu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie dokonywania przez fundusz inwestycyjny zamknięty lokat, których przedmiotem są instrumenty pochodne oraz niektóre prawa majątkowe**

W odpowiedzi na pismo Pana Wiesława Szczuki, Podsekretarza Stanu w Ministerstwie Finansów z dnia 24 października 2011 r., chcielibyśmy uprzejmie zgłosić uwagi w trybie konsultacji społecznych do projektu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie dokonywania przez fundusz inwestycyjny zamknięty lokat, których przedmiotem są instrumenty pochodne oraz niektóre prawa majątkowe („Rozporządzenie”).

#### Uwagi ogólne:

Projekt rozporządzenia realizuje upoważnienie zawarte w art. 154 ust. 6 ustawy o funduszach inwestycyjnych („Ustawa”). Przyjęta w projekcie konstrukcja ograniczeń dotyczących stosowania instrumentów pochodnych jest analogiczna jak w przypadku obecnie obowiązujących przepisów regulujących stosowanie instrumentów pochodnych przez otwarte fundusze inwestycyjne, przy odpowiednio zwiększonych limitach inwestycyjnych.

Takie rozwiązanie ma wyraźne zalety. Przede wszystkim umożliwia monitorowanie limitów wykorzystania instrumentów pochodnych dla wszystkich funduszy inwestycyjnych (typu FIO, SFIO i FIZ) w oparciu o jednolitą metodologię. Wdrożenie przepisów Rozporządzenia powinno być zatem możliwe w krótkim czasie i bez konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z dostosowaniem systemów informatycznych. Zastosowanie w Rozporządzeniu dla funduszy typu FIZ szerszych limitów w porównaniu z funduszami typu FIO ma również uzasadnienie w świetle polityki inwestycyjnej funduszy typu FIZ, która może być ukierunkowana na stosowanie szerokiego spektrum strategii inwestycyjnych, w tym arbitrażu i tzw. krótkich pozycji inwestycyjnych, przy czym sens ekonomiczny takich transakcji jest częstokroć warunkowany wykorzystaniem wysokiej dźwigni finansowej.

Odnoszenie do funduszy typu FIZ wszystkich zasad obowiązujących obecnie dla funduszy typu FIO nie zawsze ma jednak wystarczające uzasadnienie. Fundusze typu FIZ, zgodnie z regulacjami

Nr konta: BGK Oddział I w Warszawie, 90 1130 1017 0020 1062 5620 0001

Członek stowarzyszony Europejskiej Federacji Stowarzyszeń Analityków Finansowych – EFFAS  
Członek stowarzyszony Stowarzyszenia Certyfikowanych Międzynarodowych Analityków Inwestycyjnych – ACIIA

ustawowymi, mają znacznie większą swobodę zawierania transakcji dotyczących instrumentów pochodnych. W przypadku funduszy typu FIZ, Ustawa nie precyzuje zamkniętego katalogu przesłanek zawarcia transakcji na instrumentach pochodnych, jak ma to miejsce w przypadku funduszy otwartych (art. 94 ust. 1a pkt 2 Ustawy). W odniesieniu do funduszy typu FIZ nie wydaje się zatem uzasadnione m.in. tak restrykcyjne ograniczanie na poziomie Rozporządzenia spektrum instrumentów bazowych dla instrumentów pochodnych, jak ma to miejsce w przypadku funduszy typu FIO.

Uwagi szczegółowe:

- 1) § 4 ust. 2 – proponujemy skreślenie. § 4 ust. 1 nie przewiduje żadnych wyjątków co do uwzględniania ryzyka instrumentów pochodnych w procesie zarządzania ryzykiem funduszu. A zatem wskazanie w ust. 2 szczególnej sytuacji, która wymaga uwzględniania ryzyka instrumentów pochodnych w procesie zarządzania ryzykiem funduszu, nie wpływa na obowiązywanie ogólnej zasady określonej w ust. 1.
- 2) Proponujemy modyfikację § 7. Pojęcie „takiego samego instrumentu pochodnego” wydaje się niejasne, gdyż nie wiadomo, czy dopuszcza jakąkolwiek różnicę w parametrach instrumentów pochodnych, w których odwrotne pozycje podlegają kompensacie. Wydaje się, że taka kompensacja powinna być dopuszczalna dla instrumentów pochodnych o takiej samej konstrukcji, dotyczących tego samego instrumentów pochodnego. Przykładowo, zawarcie transakcji wymiany stóp procentowych (interest rate swap - IRS) następuje przy określonym poziomie stopy stałej. Stopa ta ulega ciągłym dostosowaniom do warunków rynkowych. Zawarcie transakcji odwrotnej do pierwotnej transakcji IRS następuje zatem przy innej stopie stałej. Pojawia się zatem trudność interpretacyjna, czy transakcje te można uznać za podlegające kompensacie, pomimo że z ekonomicznego punktu widzenia ich efekt finansowy powoduje eliminację ryzyka dla funduszu.

Jednocześnie zwracamy na inną trudność interpretacyjną, które pojawia się w sytuacji, gdy instrumentem bazowym jest np. stopa procentowa (np. w przypadku transakcji forward rate agreement – FRA, czy IRS). Trudno wówczas ustalić, co należy rozumieć przez wartość pozycji długiej bądź krótkiej w instrumencie bazowym.

W miejsce dotychczasowego ust. 1 w § 7 proponujemy nowe ust. 1-2 przy jednoczesnej zmianie numeracji pozostałych ustępów w § 7:

§ 7 1. Fundusz jest obowiązany ustalać w każdym dniu wyceny aktywów funduszu wartość pozycji w instrumencie bazowym dla danego instrumentu pochodnego w ten sposób, że od wartości pozycji długich w instrumencie bazowym wynikających z instrumentu pochodnego odejmuje wartość zajmowanych pozycji krótkich w tym samym instrumencie bazowym, **wynikających z instrumentu pochodnego o takiej samej konstrukcji.**

2. W przypadku instrumentów pochodnych, których bazę stanowią stopy procentowe, za wartość odpowiednio pozycji długich lub krótkich w instrumencie bazowym przyjmuje się wartość nominalną instrumentów pochodnych, na podstawie której kalkulowane są przepływy pieniężne podlegające wymianie, a w przypadku, gdy do ustalenia przepływów pieniężnych z tytułu instrumentu pochodnego zastosowano dodatkowo mnożniki – wartość nominalną tych instrumentów pochodnych skorygowaną o odpowiedni mnożnik.

- 3) Proponujemy modyfikację § 8 ust. 2, w celu zachowania spójności z limitem wskazanym w ust. 1. Należy pamiętać, że zaciągnięcie przez fundusz pożyczki papierów wartościowych zwiększa aktywa funduszu przy niezmienionych aktywach netto. Obecny sposób zapisania limitów powoduje, że wartość transakcji krótkiej sprzedaży powodują wzrost wykorzystania limitu określonego w ust. 1 oraz są dwukrotnie ujmowane w limicie określonym w ust. 2, co pokażemy na poniższym przykładzie.

Dokonanie krótkiej sprzedaży pożyczonych instrumentów finansowych powoduje uzyskanie przez fundusz gotówki, która powinna być inwestowana w instrumenty finansowe lub depozyty bankowe. Rozważmy zatem przypadek, gdy portfel funduszu początkowo składa się

w 100% z obligacji skarbowych, po czym fundusz zaciąga pożyczkę papierów wartościowych (np. obligacji skarbowych o rentowności niższej niż wynikająca z aktualnego położenia krzywej dochodowości) i dokonuje krótkiej sprzedaży tych obligacji. Załóżmy, że transakcja stanowi równowartość 300% aktywów netto funduszu. Uzyskaną gotówkę fundusz lokuje w obligacje skarbowe innej serii charakteryzujące się wysoką rentownością, wyższą od wynikającej z aktualnego położenia krzywej dochodowości (transakcja arbitrażowa). W takim przypadku fundusz wykorzysta w pełni limit 300% przewidziany w § 8 ust. 1.

Aby ustalić zaangażowanie funduszu zgodnie z § 8 ust. 2, należy dodać wartość lokat funduszu innych niż określone w art. 145 ust. 1 pkt 5–6 oraz poziom wykorzystania limitu obliczony zgodnie z ust. 1. Wartość lokat, o których mowa w art. 145 ust. 1 pkt 1 (obligacje), będzie teraz stanowić 400% wartości aktywów netto funduszu („WAN”). Dodając do tego wykorzystanie limitu określonego w ust. 1 na poziomie 300% WAN, uzyskujemy maksymalną wartość limitu, zgodną z ust. 1, na poziomie 700% WAN. A zatem transakcja krótkiej sprzedaży o wartości odpowiadającej 300% WAN funduszu powoduje wzrost wykorzystania limitu określonego w ust. 2 o 600% WAN.

#### Proponowane brzmienie § 8 ust. 2:

2. Suma wartości lokat funduszu, z wyłączeniem tych, o których mowa w art. 145 ust. 1 pkt 5 i 6 ustawy, oraz wartości ustalonej zgodnie z ust. 1, z uwzględnieniem art. 151a ust. 2 ustawy, pomniejszona o wartość instrumentów będących przedmiotem krótkiej sprzedaży, nie może przekroczyć 400% wartości aktywów netto funduszu.

- 4) Proponujemy skreślenie § 10. W przypadku funduszy typu FIZ, w przeciwieństwie do FIO, Ustawa nie wskazuje zamkniętego katalogu przypadków stosowania instrumentów pochodnych (tj. ograniczanie ryzyka inwestycyjnego oraz sprawne zarządzanie portfelem, o których mowa w art. 94 ust. 1a pkt 2 Ustawy w odniesieniu do FIO), a zatem nie ma powodów, by określać, w jakich przypadkach fundusz inwestycyjny zamknięty może zastosować instrument pochodny przed oczekiwanym nabyciem instrumentu bazowego. Należy przyjąć, że fundusz inwestycyjny zamknięty może zastosować instrument pochodnych, jeśli jest to zgodne z jego polityką inwestycyjną i transakcja jest zgodna z kryteriami wskazanymi w statucie funduszu oraz limitami ustawowymi i statutowymi.
- 5) Proponujemy istotną modyfikację § 11. W przypadku zamkniętych funduszy inwestycyjnych nie ma powodu do określania katalogu indeksów, które mogą stanowić bazę instrumentów pochodnych, w sposób tak restrykcyjny jak ma to miejsce w przypadku funduszy otwartych.

Trudno wskazać powody, dla których indeksy stanowiące bazę instrumentów pochodnych miałyby spełniać wymogi dywersyfikacji analogiczne jak określone przez ustawę dla portfeli funduszy otwartych. Przyjęcie obecnego zapisu prowadziłoby do sytuacji, w której fundusz zamknięty może posłużyć się instrumentami pochodnymi opartymi na indywidualnych instrumentach finansowych i uzyskać portfel zdywersyfikowany zgodnie z warunkami określonymi dla funduszy zamkniętych, a nie może zastosować bardziej zdywersyfikowanego indeksu, który jednak nie spełnia wymogów Rozporządzenia. Po drugie, w praktyce inwestycyjnej obok indeksów akcji czy obligacji występują również indeksy walut czy towarów, do których proponowany przepis w obecnym brzmieniu wprost się nie odnosi się.

Zwracamy również uwagę, że skład i metodologia konstrukcji wielu reprezentatywnych i powszechnie stosowanych indeksów nie są udostępniane do publicznej wiadomości, lecz stanowią informację dostępną za opłatą subskrypcyjną na rzecz sponsora indeksu. W naszej ocenie, przesłanką wystarczającą do zastosowania przez fundusz zamknięty indeksów jako bazy instrumentów pochodnych powinno być wykazanie przez fundusz, że spełnia on wskazane w rozporządzeniu kryteria dywersyfikacji, reprezentatywności oraz płynności składników. Wystarczy, gdy do publicznej wiadomości podawane są wartości indeksu.

Proponujemy jednocześnie modyfikację kryterium płynności składników indeksu. Należy przyjąć, że fundusz zamknięty może stosować dany indeks jako bazę instrumentów pochodnych, o ile możliwa jest jego zadawalająca replikacja, tj. replikacja umożliwiająca zabezpieczenie funduszu przed zmianami wartości tego indeksu.

Proponowane brzmienie § 11:

§ 11. Za indeksy, które mogą stanowić bazę instrumentu pochodnego, w tym niewystandaryzowanego instrumentu pochodnego, uważa się indeksy wymienione w załączniku do rozporządzenia oraz indeksy spełniające łącznie następujące warunki:

- 1) skład indeksu spełnia odpowiednio zasady rozproszenia ryzyka inwestycyjnego, przy czym w szczególności:
    - a) zmiany ceny lub aktywność transakcyjna w odniesieniu do jednego składnika indeksu nie wpływa w sposób istotny na wartość indeksu,
    - b) w sytuacji, gdy w skład indeksu wchodzi składniki będące lokatami, o których mowa w art. 145 ust. 1 pkt 1, 4 lub 6–7 lub 146 ust. 1 ustawy, jest on zdywersyfikowany co najmniej w stopniu przewidzianym w art. 145–146 ustawy,
  - 2) indeks stanowi miarodajny wskaźnik charakteryzujący rynek, do którego się odnosi, przy czym:
    - a) indeks w odpowiedni i właściwy sposób odzwierciedla wyniki reprezentatywnej grupy składników będących przedmiotem obrotu na rynku, do którego się odnosi,
    - b) dokonywana jest regularna weryfikacja składu indeksu, która może skutkować zmianami tego składu dokonywanymi zgodnie z ustalonymi kryteriami, w celu zapewnienia, że przedstawia on sytuację na rynku, do którego się odnosi,
    - c) składniki indeksu charakteryzują się płynnością, która w razie potrzeby umożliwia odzwierciedlenie składu indeksu w stopniu wystarczającym dla zastosowania przez fundusz strategii zabezpieczającej przed zmianami wartości indeksu,
  - 3) ogóle zasady konstrukcji indeksu oraz wartości indeksu są udostępniane do publicznej wiadomości.
- 6) Proponujemy uzupełnienie w załączniku do Rozporządzenia listy indeksów, które mogą stanowić bazę instrumentów pochodnych. Proponujemy dodanie poniższych indeksów (główne światowe indeksy rynku surowcowego oraz indeksy akcji na rynku tureckim):
- a) Thomson Reuters/Jefferies CRB Excess Return
  - b) Thomson Reuters/Jefferies CRB Total Return
  - c) S&P GSCI Excess Return
  - d) S&P GSCI Total Return
  - e) Rogers International Commodity Excess Return
  - f) Rogers International Commodity Total Return
  - g) Dow Jones-UBS Commodity Excess Return
  - h) Dow Jones-UBS Commodity Total Return
  - i) ISE-100 oraz ISE-30 w Republice Turcji

Z poważaniem,

Grzegorz Łętocha  
Wiceprezes Związku Maklerów i Doradców