



## ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

ul. Sienna 93/2, 00-815 Warszawa  
<http://www.zmid.org.pl>

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

Warszawa, dnia 6 lutego 2013 roku

**Szanowny Pan Minister**  
**Wojciech Kowalczyk**  
Ministerstwo Finansów  
ul. Świętokrzyska 12  
00-916 Warszawa

**Dotyczy pisma sygn. FN3/0301/6/KPK/1048/1078/2012**

### **Uwagi do projektów aktów wykonawczych do znowelizowanej ustawy o funduszach inwestycyjnych**

Szanowny Panie Ministrze,

W odpowiedzi na pismo z dnia 18 stycznia 2013 r. sygn. nr FN3/0301/6/KPK/1048/1078/2012 chcielibyśmy uprzejmie zgłosić uwagi w trybie konsultacji społecznych do następujących projektów Rozporządzeń Ministra Finansów:

1. Rozporządzenie w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny otwarty umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne,
2. Rozporządzenie w sprawie dokonywania przez fundusz inwestycyjny zamknięty lokat, których przedmiotem są instrumenty pochodne oraz niektóre prawa majątkowe,
3. Rozporządzenie w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy,
4. Rozporządzenie w sprawie zakresu informacji zawartych w dokumencie informacyjnym funduszu inwestycyjnego,
5. Rozporządzenie w sprawie określenia sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

**Uwagi do projektu Rozporządzenia w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny otwarty umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne** (dalej: „**Rozporządzenie o Instrumentach Pochodnych FIO**”).

#### § 7–9

Proponujemy skreślenie § 7–9 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO i zastąpienie ich odpowiednimi regulacjami dotyczącymi limitów dla instrumentów pochodnych przewidzianymi w projekcie Rozporządzenia w sprawie określenia sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (dalej: „**Rozporządzenie o Warunkach Działalności**”).

W konsekwencji proponujemy przeniesienie § 16 ust. 1 i ust. 3, § 17–19 i § 21 oraz Załączników nr 1–2 z Rozporządzenia o Warunkach Działalności do Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO.

Uregulowanie limitów dotyczących instrumentów pochodnych w dwóch różnych aktach wykonawczych prowadzi do ich niespójności i nadmiarowości. W szczególności:

- W § 8 ust. 2–3 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO dotychczas obowiązujące limity dla instrumentów pochodnych poddano pewnym modyfikacjom. W projekcie proponuje się, by były one obliczane – w pewnym uproszczeniu – jako suma lokat funduszu w instrumenty bazowe oraz sumy kwot zaangażowań w instrumenty pochodne. Stanowi to zmianę w stosunku do sytuacji obecnej w takim zakresie, że pojęcie „bazy instrumentów pochodnych” zostało zastąpione pojęciem „kwoty zaangażowania”. Pojęcie „kwoty zaangażowania” nie zostało jednak zdefiniowane w Rozporządzeniu o Instrumentach Pochodnych FIO. Wydaje się, że pokrywa się ono z pojęciem „kwoty zaangażowania” zdefiniowanym w § 3 Załącznika nr 1 do projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności. Powoduje to nie do końca prawidłową z legislacyjnego punktu widzenia sytuację, gdy jedno z rozporządzeń posługuje się pojęciami niezdefiniowanymi w tym rozporządzeniu ani w samej ustawie, a jedynie w innym akcie wykonawczym.
- § 16 ust. 1 projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności wprowadza nowy limit dla instrumentów pochodnych dla FIO właściwy w przypadku wyboru przez fundusz metody zaangażowania dla potrzeb ustalenia całkowitej ekspozycji funduszu. Wydaje się, że wprowadzenie tego limitu prowadzi do pewnej kolizji z limitami z § 8 ust. 2–3 projektu Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO. Generalnie ideą obu limitów jest ograniczenie zaangażowania w instrumenty pochodne obliczonego metodą całkowitej ekspozycji, po uwzględnieniu kompensacji, do kwoty 100% WAN funduszu (z uwzględnieniem powiększenia tej kwoty o inne metody lewarowania, tj. wartość zabezpieczeń uzyskanych przez fundusz w ramach transakcji repo oraz pożyczek pod krótką sprzedaż, zgodnie z § 9 ust. 1 Załącznika nr 1 do projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności). Limity określone w projektach obu Rozporządzeń mają zasadniczo ten sam cel i są liczone tą samą metodą, a jednocześnie kontrolują to samo ryzyko (poziom lewarowania) w sposób niespójny.
- Analizując nowy limit z § 16 ust. 1 projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności oraz dotychczasowe limity z Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO, dochodzimy do wniosku, że utrzymywanie limitu z § 8 ust. 2 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO (obliczonego – jak można się domyśleć – metodą całkowitej ekspozycji, co pozostaje implikacją użytego pojęcia „kwota zaangażowania”) wydaje się niecelowe. Limit ten w wysokości 100% WAN stanowi sumę całkowitej ekspozycji na instrumenty pochodne i sumy ryzyk kontrahenta. Tym samym limit ten łączy ryzyko dźwigni finansowej z ryzykiem kredytowym, co wydaje się nieuzasadnione. Z kolei limit z § 16 ust. 1 projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności również w wysokości 100% WAN stanowi sumę całkowitej ekspozycji na instrumenty pochodne, po uwzględnieniu kompensacji, powiększonej o wartość zabezpieczeń uzyskanych przez fundusz w ramach transakcji repo oraz pożyczek pod krótką sprzedaż. Tym samym limit ten sumuje główne źródła dźwigni

finansowej, nie łącząc ich z innymi ryzykami, stąd nasuwa się logiczny wniosek, że limit ten jest poprawniejszy celowościowo. Wydaje się, że w sytuacji, gdy ryzyko kredytowe wynikające z niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych podlega osobnemu limitowaniu, limit z § 8 ust. 2 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO powinien być wykreślony. Podobnie proponujemy skreślenie limitu z § 8 ust. 3 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO, który stanowi sumą całkowitej ekspozycji na instrumenty pochodne, sumy ryzyk kontrahenta oraz sumy wartości tradycyjnych lokat funduszu. Jeśli wziąć pod uwagę, że limit z § 16 ust. 1 projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności uwzględnia wszystkie źródła dźwigni finansowej i ogranicza ekspozycję FIO do 100% WAN, nasuwa się logiczny wniosek, że dodanie sumy pozostałych aktywów funduszu nie może spowodować przekroczenia limitu 200% WAN (lub 210%, jeśli uwzględnić dodatkowo możliwość zaciągania przez FIO pożyczek i kredytów do równowartości 10% WAN). A zatem limit z § 8 ust. 3 staje się nadmiarowy w tym sensie, że może zostać przekroczony jedynie wówczas, gdy przekroczony zostanie limit z § 16 ust. 1 projektu Rozporządzenia o Warunkach Działalności.

- Zgodnie z dyrektywą 2010/43/UE (art. 41 ust. 3) oraz rekomendacją CESR/10-788, towarzystwo dla każdego funduszu wybiera alternatywnie jedną z dwóch metod ustalania ekspozycji dotyczącej instrumentów pochodnych: metodę zaangażowania lub metodę wartości zagrożonej. W projektach Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO, a także Rozporządzenia o Warunkach Działalności nie zostało to dostatecznie uwzględnione. Metoda wartości zagrożonej właściwa jest tylko dla niektórych funduszy (przede wszystkim absolutnego zwrotu), a także wymaga bardzo pracochłonnego i kosztownego wdrożenia. Wybór w odniesieniu do danego funduszu metody wartości zagrożonej przewidzianej w § 14 pkt 2 Rozporządzenia o Warunkach Działalności powinien wyłączać stosowanie wszelkich przepisów dotyczących metody zaangażowania. Wybór metody wartości zagrożonej pozostaje zatem w sprzeczności z zastosowaniem limitów z § 8 ust. 2–3 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO, które oparte są na metodzie zaangażowania. Pozostawienie § 8 ust. 2-3 powodowałoby, że fundusz, który dokona wyboru metody wartości zagrożonej, musiałby de facto równolegle stosować metodę zaangażowania.

### **Uwagi do Załącznika**

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

**Uwagi do projektu Rozporządzenia w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny zamknięty lokat, których przedmiotem są instrumenty pochodne oraz niektóre prawa majątkowe otwarte umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne** (dalej: „**Rozporządzenie o Instrumentach Pochodnych FIZ**”).

#### **§ 6–7**

Proponujemy skreślenie dotychczasowych § 6–7 Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIZ i zastąpienie ich odpowiednimi regulacjami dotyczącymi limitów dla instrumentów pochodnych przewidzianymi w projekcie Rozporządzenia o Warunkach Działalności.

Proponujemy przeniesienie § 16 ust. 2–3, § 17 ust. 1 i ust. 3, §18–19 i § 21 oraz Załączników nr 1–2 z Rozporządzenia o Warunkach Działalności do Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIZ.

Uregulowanie limitów dotyczących instrumentów pochodnych w dwóch różnych aktach wykonawczych prowadzi do ich niespójności i nadmiarowości. Uzasadnienie dla powyższej propozycji jest analogiczne do przedstawionego w uwagach dotyczących Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO.

**Uwagi do projektu Rozporządzenia w sprawie określenia sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych** (dalej: „**Rozporządzenia o Warunkach Działalności**”, „**Rozporządzenie**”)

#### **Uwaga ogólna**

Uwzględniając przedstawione powyżej uwagi do projektów Rozporządzeń o Instrumentach Pochodnych FIO/FIZ, uważamy, że wskazane jest uporządkowanie limitów dotyczących instrumentów pochodnych w taki sposób, że wszystkie limity dotyczące stosowania instrumentów pochodnych przez FIO/FIZ znajdują się w odpowiednim rozporządzeniu regulującym limity dla tych funduszy. Uważamy, że właściwym aktem jest tu Rozporządzenie o Instrumentach Pochodnych FIO oraz Rozporządzenie o Instrumentach Pochodnych FIZ, ze względu na delegację ustawową z art. 94 ust. 7 oraz art. 154 ust. 6 ustawy. Wydaje się, że przywołana w Rozporządzeniu o Warunkach Działalności delegacja ustawowa z art. 48a ustawy została przekroczona, gdyż dotyczy ona jedynie warunków i zakresu działania systemu zarządzania ryzykiem, a nie limitów inwestycyjnych. Podobnie proponujemy przeniesienie Załączników nr 1–2 z Rozporządzenia o Warunkach Działalności do Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIO (i równoległe do Rozporządzenia o Instrumentach Pochodnych FIZ, jak wyjaśniono powyżej).

#### **Uwagi szczegółowe**

##### **§ 10 ust. 1**

Proponujemy następujące brzmienie tego przepisu:

„1. W ramach systemu zarządzania ryzykiem towarzystwo ustanawia, wdraża i zapewnia stosowanie polityki zarządzania ryzykiem. Polityka zarządzania ryzykiem obejmuje w szczególności pisemne procedury określające wszystkie istotne rodzaje ryzyka oraz zasady jego oceny dla każdego z funduszy zarządzanego przez towarzystwo.”

Wydaje się, że powyższa propozycja lepiej odzwierciedla specyfikę ryzyka inwestycyjnego funduszy. Z projektu Rozporządzenia nie wynika bowiem, jak należy rozumieć ryzyko całkowite, ani jakie inne istotne rodzaje ryzyka mogłyby potencjalnie pozostawać poza jego zakresem.

##### **§ 11**

W **ust. 1** proponujemy skreślić kropkę w ostatnim zdaniu i dodać następujący fragment: „lub zlecone wyspecjalizowanej jednostce zewnętrznej.”

Proponujemy uwzględnienie okoliczności, że proces zarządzania ryzykiem jest wysoce specjalistyczny i obecnie w Europie dynamicznie rozwija się jego outsourcing dla funduszy inwestycyjnych.

W **ust. 2 pkt 4** proponujemy następujące brzmienie pierwszego zdania: „przedkładanie zarządowi oraz radzie nadzorczej towarzystwa nie rzadziej niż raz na kwartał sprawozdań w zakresie: (...)”

Wydaje się, że nie ma potrzeby tworzenia osobnych sprawozdań rocznych i kwartalnych. Ponadto, zgodnie z § 10 ust. 2, polityka zarządzania ryzykiem określa częstotliwość sprawozdań dla zarządu i rady nadzorczej – częstotliwość ta może być większa niż kwartalna, np. miesięczna.

W **ust. 2 pkt 5** proponujemy w miejsce sformułowania „kontrola stosowania procedur” wpisać „przegląd i opiniowanie procedur”. Wydaje się, że powyższe sformułowanie lepiej odzwierciedla treść art. 12 ust. 3 lit. f) dyrektywy 2010/43/UE. Stała komórka ds. ryzyka nie powinna realizować zadań z zakresu kontroli procesów wyceny przewidzianych dla komórki ds. audytu wewnętrznego.

W **ust. 4** proponujemy skreślenie słów: „nie brały udziału w wykonywaniu czynności operacyjnych dotyczących ustalania poziomu i rodzaju ryzyka ponoszonego przez fundusz ani”.

Stała komórka ds. ryzyka została powołana dyrektywą 2010/43/UE w celu wydzielenia wszelkich zadań związanych z monitorowaniem ryzyka, w szczególności przejęcia tych zadań od innych jednostek organizacyjnych zajmujących się np. procesami zarządzania aktywami lub procesami księgowymi. W tej sytuacji naturalne wydaje się powierzenie tej komórce zadań z zakresu ustalania i pomiaru ryzyka – również w zakresie czynności operacyjnych. W przeciwnym przypadku powstaje ryzyko braku rozdzielnia procesu ustalania parametrów ryzyka od procesów zarządzania funduszami. Nie znajdujemy również oparcia dla proponowanego przepisu w postanowieniach dyrektywy 2010/43/UE.

## § 12

W **ust. 2** proponujemy zastąpienie fragmentu „w szczególności rodzaj i łączną wartość aktywów zarządzanych przez nie funduszy” sformułowaniem „w szczególności rodzaj aktywów i stopień złożoności polityki inwestycyjnej zarządzanych przez nie funduszy”.

Wydaje się, że sama łączna wartość aktywów zarządzanych przez towarzystwo nie powinna mieć istotnego wpływu na treść procedur w zakresie zarządzania ryzykiem. Procedury te powinny być uwarunkowane polityką inwestycyjną funduszu (rodzaj aktywów) i poziomem jej złożoności.

W **ust. 3 pkt 1** proponujemy następujące brzmienie:

„1) w ramach procedur wdraża procesy i metody pomiaru ryzyka w celu zapewnienia, że poszczególne rodzaje ryzyka oraz ich wkład do ogólnego profilu ryzyka są mierzone dokładnie, na podstawie rzetelnych i wiarygodnych danych;”

Powyższa uwaga jest spójna z uwagą zgłoszoną do § 10 ust. 1, a także odpowiada treści art. 40 ust. 2 lit. a) dyrektywy 2010/43/UE.

W **ust. 3 pkt 3** proponujemy następujące brzmienie:

„3) dla funduszy stosujących metodę pomiaru całkowitej ekspozycji wskazaną w § 14 ust. 2, a także dla innych funduszy wskazanych w polityce zarządzania ryzykiem, nie rzadziej niż raz na kwartał przeprowadza analizę skrajnie niekorzystnych warunków na wynik na pozycjach wchodzących w skład aktywów funduszu (testy warunków skrajnych funduszu), w szczególności uwzględniając skrajne zakłócenia: (...)”

W powyższym przepisie należy uwzględnić dokument CESR/10-788 (pkt 3.6.5), w których wyraźnie zalecono stosowanie testów warunków skrajnych dla funduszy stosujących pomiar ryzyka metodą

wartości zagrożonej (VaR). Testy warunków skrajnych stanowią uzupełnienie metody VaR, gdyż metoda ta opiera się na rachunku prawdopodobieństwa i szeregu założeń co do rozkładu stóp zwrotu z lokat funduszu i struktury ich korelacji. Odporność tych założeń na warunki skrajne powinna być przedmiotem regularnych testów.

Natomiast stosowanie testów warunków skrajnych dla pozostałych funduszy wydaje się niewłaściwe. Metoda ta jest oderwana od sposobu pomiaru ryzyka metodą zaangażowania, a także od tradycyjnych miar ryzyka dla funduszy akcyjnych (np. współczynnik beta, *tracking terror*, *active share*) czy dłużnych (np. duracja, limity pozycji walutowej, limity ryzyka kredytowego). Wydaje się, że stosowanie tej metody dla takich funduszy jak akcyjne, dłużne, gotówkowe/pieniężne, z ochroną kapitału wynikającą ze strategii opcyjnej lub CPPI, nieruchomości czy surowcowe nie jest spójne z zasadami zarządzania ryzykiem w tych funduszach. Testy warunków skrajnych są natomiast właściwe dla funduszy definiujących poziom ryzyka w kategoriach dopuszczalnej zmienności czy straty (fundusze absolutnego zwrotu), a także dla funduszy stosujących złożone strategie inwestycyjne, oparte w szczególności na intensywnym wykorzystaniu instrumentów pochodnych.

W **ust. 3 pkt 4** proponujemy następujące brzmienie:

„1) w ramach procedur ustanawia, wdraża i zapewnia przestrzeganie systemu wewnętrznych limitów na ryzyka, który obejmuje środki stosowane w zarządzaniu oraz kontroli wszystkich istotnych rodzajów ryzyka oraz ich wkładu do ogólnego profilu ryzyka funduszu;”

Powyższa uwaga jest spójna z uwagą zgłoszoną do § 10 ust. 1, a także ściślej odpowiada treści art. 40 ust. 2 lit. d–e dyrektywy 2010/43/UE.

W **ust. 4** proponujemy skreślenie przyimka „w”.

### § 13

W **ust. 2** proponujemy następujące brzmienie:

„2. W przypadkach, o których mowa § 12 ust. 3 pkt 3, towarzystwo opracowuje i wdraża procedury prowadzenia testów warunków skrajnych obszaru płynności funduszu.”

Powyższa uwaga jest spójna z uwagą zgłoszoną do § 12 ust. 3 pkt 3.

### § 14

Rozporządzenie o Warunkach Działalności powinno wyraźnie wskazywać, że towarzystwo dla każdego funduszu wybiera alternatywnie jedną z dwóch metod: metodę zaangażowania lub metodę wartości zagrożonej, zgodnie z art. 41 ust. 3 dyrektywy 2010/43/UE oraz rekomendacją CESR/10-788. Sugeruje to zresztą § 15 ust. 1 projektu Rozporządzenia, ale w § 14 brak spójników „lub” powoduje, że nie jest to jednoznaczne. Należy podkreślić, że metoda wartości zagrożonej właściwa jest tylko dla niektórych funduszy (przede wszystkim absolutnego zwrotu, a także innych funduszy stosujących zaawansowane instrumenty pochodne, dla których metoda zaangażowania może nie być właściwa).

### § 16 ust. 1-3

Proponujemy wyraźne wskazanie, że powyższe limity nie mają zastosowania w przypadku wyboru przez fundusz (odpowiednio FIO lub FIZ) metody wartości zagrożonej.

### § 17 ust. 3

Proponujemy następujące brzmienie pkt 2:

„2) nie wprowadza dodatkowych opcji, nie zawiera dodatkowych elementów dźwigni finansowej ani dodatkowych ryzyk w porównaniu do tych innych aktywów, o których mowa w pkt 1.”

Wydaje się, że powyższe sformułowanie lepiej oddaje sens wyłączenia danego instrumentu pochodnego z ustalania całkowitej ekspozycji funduszu. Nie chodzi tu bowiem o całkowity brak dźwigni finansowej, którą zawiera każdy instrument pochodny, lecz o brak dodatkowej dźwigni, dodatkowych ryzyk czy dodatkowych opcji w stosunku nie tyle do instrumentu bazowego, który podlega swapowaniu, a do tzw. instrumentu referencyjnego, na który przekształcony zostaje

instrument bazowy w wyniku zastosowania instrumentu pochodnego. Powyższa interpretacja znajduje odzwierciedlenie w treści rekomendacji CESR/10-788 (Box 3 lit. c: „*It includes neither additional optional features, nor leverage clauses nor other additional risks as compared to a direct holding of the reference financial assets*”, przy czym pojęcie *reference financial assets* zdefiniowano w lit. a).

#### **§ 18 ust. 2**

Proponowana brzmienie § 18 ust. 2:

„2. Towarzystwo może stosować techniki redukcji, o których mowa w ust. 1 pkt 1 i pkt 3, jeżeli transakcje mające za przedmiot instrumenty pochodne podlegające tym technikom zostały zawarte wyłącznie w celu redukcji ryzyka funduszu.”

Wydaje się, że dopuszczenie stosowania technik redukcji pod warunkiem, że instrumenty pochodne podlegające tym technikom zostały użyte wyłącznie w celu redukcji ryzyka, nie odpowiada celom stosowania specjalnych zasad kompensacji, o których mowa w § 18 ust. 2 pkt 2. Zgodnie z regulacjami dotyczące specjalnych zasad kompensacji, kompensacji tej podlegają pozycje na rynku bazowym oraz w instrumentach pochodnych w poszczególnych przedziałach zapadalności, przy czym instrumenty pochodne mogą być użyte przez fundusz zarówno w celu obniżenia, jak i podwyższenia duracji do określonego poziomu, a więc nie tylko w celu zabezpieczenia przed ryzykiem. Potwierdza to również treść rekomendacji CESR/10-788 (box 7), gdzie przy opisie specjalnych zasad kompensacji nie wskazano warunku, by kompensowane instrumenty pochodne służyły jedynie ograniczeniu ryzyka (wskazanie takie zawiera natomiast opis technik *nettingu* oraz *hedgingu*, odpowiadających technikom wskazanym w § 18 ust. 2 pkt 1 i pkt 3).

#### **§ 18 ust. 4**

Proponujemy skreślenie tego przepisu.

Powyższy przepis wyłącza z kalkulacji aktywów netto funduszu dla potrzeb ustalenia limitów z § 16 ust. 1–2 te lokaty oraz instrumenty pochodne, które zostały wcześniej wykorzystane w ramach jednej z metod redukcji zaangażowania. Rozwiązanie to nie wydaje się poprawne. Zastosowanie tej metody prowadzi m.in. do sytuacji, gdy fundusz kompensuje pozycję w walutowych instrumentach pochodnych z aktywami podlegającymi zabezpieczeniu (np. portfel obligacji). Jednak wyłączenie tych aktywów z kalkulacji WAN w przypadku, gdy fundusz posiada ekspozycję walutową stanowiącą równowartość 100% WAN i w pełni ją zabezpiecza, prowadziłoby do sytuacji, gdy fundusz nie może zawierać żadnych innych transakcji na instrumentach pochodnych ani stosować transakcji repo. Fundusz ponosiłby zatem swoistą karę za pełne zabezpieczenie ryzyka kursowego, co wydaje się to niezgodne z celem regulacji.

Należy również zwrócić uwagę, że przepis w proponowanym brzmieniu praktycznie wyklucza sens stosowania specjalnych zasad kompensacji, o których mowa w § 18 ust. 1 pkt 2. Zgodnie z tymi zasadami, kompensacji może podlegać nawet cały portfel obligacji funduszu oraz instrumentów pochodnych, których instrumentami bazowymi są obligacje lub stopa procentowa (np. portfel obligacji skarbowych i IRS). Całkowitą ekspozycję funduszu wylicza się wówczas zgodnie z przepisami określonymi w § 6 Załącznika. Przypadek, gdy szczególnymi zasadami kompensacji objęte są wszystkie lub niemal wszystkie aktywa funduszu powodowałby, że w myśl § 18 ust. 4 limit zastosowania instrumentów pochodnych wynosiłby 0% WAN.

Skoro celem zasad kompensacji jest wyłączenie z limitów dźwigni finansowej tych instrumentów pochodnych, które redukują ryzyko lub przynajmniej go nie powiększają, obniżanie limitu poprzez wyłącznie z aktywów netto lokat użytych w ramach kompensacji jest niezgodne z tym celem.

W naszej ocenie proponowany przepis nie ma też odzwierciedlenia w uregulowaniach dyrektywy 2010/43/UE ani rekomendacji CESR/10-788. Rekomendacja CESR/10-788 w kilku punktach wskazuje, że celem limitu dźwigni finansowej jest ograniczenie całkowitej efektywnej dźwigni do dwukrotności WAN funduszu. Odpowiada to limitowi całkowitej ekspozycji (instrumenty pochodne +

inne źródła dźwigni) na poziomie 100% WAN, po wyłączeniu z licznika ekspozycji podlegającej kompensacji, ale bez wyłączania jakichkolwiek lokat z obliczeń WAN (mianownika).

### Uwagi do Załącznika nr 1

#### § 4

W **ust. 1 pkt 5** w definicji WR dla obligacji zamiennej na akcje proponujemy w miejsce „obligacji zamiennej na akcje” wpisać „opcja zamiany na akcje w obligacji zamiennej”, a w miejsce „współczynnika delta obligacji zamiennej” wpisać „współczynnika delta opcji zamiany”.

Ponadto proponujemy dodać **ust. 3** o następującej treści:

„3. W przypadku gdy integralną część konstrukcji danego instrumentu pochodnego stanowi mnożnik lub mnożniki, wartość nominalna instrumentu pochodnego wyznaczana jest przy zastosowaniu tego mnożnika bądź mnożników.”

Powyższe ma na celu uwzględnienie sytuacji, gdy stosowany niewystandaryzowany instrument pochodny podlega skalowaniu, poprzez obniżenie jego wartości referencyjnej i zastosowanie dodatkowych mnożników, np. transakcja zamiany stóp procentowych (IRS), w której wartość referencyjna jest obniżona o połowę, a wymianie podlega dwukrotność stopy zmiennej na dwukrotność stopy stałej.

#### § 5

W **ust. 1** proponujemy w miejsce kropki wstawić przecinek, a następnie dodać: „oraz z uwzględnieniem wyłączeń, o których mowa w § 17 ust. 3.” Ponadto proponujemy poprawić odwołanie do § 14 ust. 5 na odwołanie do § 18 ust. 1 Rozporządzenia.

W **ust. 2** proponujemy poprawić odwołanie do § 18 ust. 1 na odwołanie do § 18 ust. 2 Rozporządzenia.

W **ust. 3 pkt 1** proponujemy wykreślić słowa „tych samych”.

O ile ograniczenie kompensacji do instrumentów pochodnych, dla których bazę stanowi ten sam instrument bazowy, wydaje się uzasadnione, o tyle warunek, by kompensacji podlegały jedynie te same instrumenty pochodne wydaje się być niezgodny z celami kompensacji. Potwierdza to analiza rekomendacji CESR/10-788 (ust. 2.1.3 pkt 19), w której pokazano jako przykład możliwość kompensacji pozycji długiej netto w akcjach spółki xyz z opcją sprzedaży tych akcji. Możliwe jest również kompensowanie bardziej złożonych pozycji, takich jak długa pozycja w akcjach, krótka pozycja w kontraktach terminowych i opcja sprzedaży – pod warunkiem, że dotyczą tych samych instrumentów bazowych.

W **ust. 6** proponujemy zapis o następującym brzmieniu:

„6. Pozycje w instrumentach pochodnych lub lokatach, o których mowa w ust. 3, mogą być przedmiotem kompensacji, jeżeli zawarcie tych transakcji eliminuje wszystkie czynniki ryzyka inwestycyjnego związane z tymi instrumentami i lokatami, w tym ryzyko specyficzne, z wyłączeniem ryzyka kontrahenta.”

W naszej ocenie powyższa propozycja pozwala uwzględnić następujące przesłanki:

- 1) Ważnym warunkiem dopuszczalności kompensacji jest wyeliminowanie praktycznie wszystkich ryzyk inwestycyjnych związanych z daną lokatą, w tym ryzyka specyficznego. Niedopuszczalne jest m.in. traktowanie pozycji arbitrażowych jako podlegających kompensacji (por. CESR/10-788 ust. 2.1.3). W związku z tym proponowany w projekcie Rozporządzenia warunek „jeżeli zawarcie tych transakcji eliminuje wszystkie istotne czynniki ryzyka” może być interpretowany zbyt rozszerzająco – ryzyko specyficzne lokaty może zostać bowiem uznane za nieistotne na tle ryzyka rynkowego.
- 2) Z drugiej strony, w przypadku użycia przez fundusz niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych pojawia się ryzyko kontrahenta, które najczęściej nie może być wyeliminowane i



ma wtórne znaczenie wobec pozostałych ryzyk inwestycyjnych, dlatego powinno być dopuszczone.

## § 6

Zwracamy uwagę, że celem specjalnych metod kompensacji jest m.in. dopuszczenie kompensacji portfeli obligacji i pozycji w instrumentach pochodnych typu FRA/IRS. Potwierdza to treść rekomendacji CESR/10-788 (box 3) *“UCITS that invest primarily in interest rate derivatives may make use of specific duration-netting rules in order to take into account the correlation between the maturity segments of the interest rate curve.”*, a także przykład zastosowania specjalnych metod kompensacji wskazany w ust. 2.1.3 pkt 31 tej rekomendacji. W związku z tym nie wydaje się zasadne utrzymanie warunku wskazanego w § 6 ust. 1 pkt 1, by kompensacji podlegały jedynie instrumenty stanowiące bazę instrumentów pochodnych oraz instrumenty dłużne wyemitowane przez jeden podmiot. Wydaje się to nawet czynnością niezgodną z celami specjalnych zasad kompensacji (*duration-netting rules*) określonymi w rekomendacji CESR/10-788. Przykład wskazany w ust. 2.1.3 pkt 31 tej rekomendacji wskazuje jako nieprawidłową kompensację długiej pozycji w instrumencie dłużnym i krótkiej pozycji w kontrakcie terminowym na ten instrument, gdyż jest to transakcja zabezpieczająca. Ekspozycja wynikająca z takich pozycji powinna podlegać wcześniejszej redukcji na podstawie § 18 ust. 1 pkt 3, przed zastosowaniem specjalnych zasad kompensacji.

W **ust. 1 pkt 1** proponujemy zmodyfikowany zapis o następującym brzmieniu:

„1) kompensacji podlegają jedynie instrumenty pochodne, których bazę stanowi stopa procentowa, oraz instrumenty dłużne denominowane w walucie, do której odnosi się ta stopa procentowa,”

W **ust. 1 pkt 4-5** proponujemy zmodyfikowany zapis o następującym brzmieniu:

„4) prospekt funduszu inwestycyjnego określa docelowy poziom lub przedział duracji funduszu inwestycyjnego, przy czym przedział ten nie jest szerszy niż 3 lata,

5) duracja funduszu inwestycyjnego znajduje się w przedziale, o którym mowa w pkt. 4, lub jest bliska docelowego poziomu duracji,”

Powyższe zapisy mają na celu odzwierciedlenie sytuacji, w której większość funduszy dłużnych definiuje politykę inwestycyjną nie jako docelowy poziom duracji, lecz pewien przedział duracji wokół neutralnego poziomu. Określenie ścisłego poziomu duracji, do której osiągnięcia dąży fundusz, wykluczałoby możliwość podejmowania przez fundusz aktywnych zakładów co do przesunięcia krzywej dochodowości.

W **ust. 3** proponujemy korektę błędnych odwołań, tj.:

- w pkt. 1 powinno być odwołanie do ust. 2 pkt 4,
- w pkt. 2 powinno być odwołanie do ust. 2 pkt 5,
- w pkt. 3 powinno być odwołanie do ust. 2 pkt 6,
- w pkt. 4 powinno być odwołanie do ust. 2 pkt 7,
- w pkt. 5 powinno być odwołanie do ust. 2 pkt 1-7.

## § 7

W **ust. 1** proponujemy skreślić słowa „ten sam”.

Warunek, by redukcji podlegały jedynie kwoty zaangażowania w te same instrumenty pochodne, wydaje się być nadmiernie zawężający w stosunku do złożoności niektórych transakcji zabezpieczających. Potwierdza to analiza rekomendacji CESR/10-788 (ust. 2.1.3 pkt 33c), w której pokazano jako przykład transakcji zabezpieczającej, która może podlegać kompensacji, pozycję długą w obligacji korporacyjnej o stałym oprocentowaniu zabezpieczoną pozycją długą w kontrakcie CDS oraz pozycją w swapie procentowym (IRS) przewidującym zamianę stóp stałych na stopę zmienną.

W **ust. 2** proponujemy poprawić odwołanie (§ 18 ust. 2 zamiast § 18 ust. 1).

W **ust. 3** proponujemy następujące brzmienie **pkt 2**:

„2) zawarcie transakcji mających za przedmiot instrumenty pochodne lub lokaty prowadzi do eliminacji wszelkich ryzyk związanych z tymi instrumentami i lokatami,”

Użycie spójnika „i” w miejsce „lub” pozwala na wyeliminowanie wątpliwości, że zastosowanie kompensacji dla transakcji zabezpieczających jest możliwe wówczas, gdy wszelkie istotne ryzyka związane zarówno z instrumentami pochodnymi, jak i lokatami, zostaną wyeliminowane.

Wyjątkiem powinna być przewidziana w ust. 4 kompensacja walutowych instrumentów pochodnych zabezpieczających inne lokaty funduszu przed ryzykiem walutowym, gdzie zazwyczaj instrumenty pochodne nie eliminują pozostałych ryzyk zabezpieczanych lokat.

W **ust. 4** proponujemy korektę pomyłki pisarskiej, tj. przeniesienie przyimka „w” i umieszczenie go po słownie „wyłącznie”.

## § 8

Proponujemy następujące brzmienie **§ 8**:

„§ 8. Kwota zaangażowania w ten sam instrument pochodny może być wykorzystana w ramach kompensacji, specjalnych zasad kompensacji albo uznana za pozycję zabezpieczającą do wysokości swej wartości, która nie została wcześniej wykorzystana w ramach pozostałych metod redukcji całkowitej ekspozycji funduszu określonych w § 18 ust. 1 rozporządzenia.”

Wydaje się, że dopuszczalność tylko jednokrotnego wykorzystania lokaty nie będącej instrumentem pochodnym w celu kompensacji ryzyka wynikającego z instrumentów pochodnych jest nieuzasadniona. Przykładowo, fundusz może kompensować ryzyko wynikające z posiadanego zagranicznego portfela akcji naśladującego indeks oraz kontraktów terminowych na ten indeks. Jednak taka kompensacja nie powinna wykluczać kompensowania kwot zaangażowań wynikających z walutowych transakcji zabezpieczających w odniesieniu do tego portfela akcji.

## Załącznik nr 2

### § 2

W **pkt 1** proponujemy skreślenie lit. b) oraz lit. d) – fundusz, który odzwierciedla uznany indeks, nie kwalifikuje się do stosowania metody wartości zagrożonej.

W **pkt 3** proponujemy poprawkę pomyłki pisarskiej w słowie „potwierdzonej”.

W **pkt 4 lit. f)** proponujemy następujące brzmienie:

„f) wprowadzenie systemu wewnętrznych limitów na wartość zagrożoną, wyznaczoną przy uwzględnieniu wszystkich istotnych rodzajów ryzyka objętych modelem wartości zagrożonej, który podlega zatwierdzeniu przez zarząd towarzystwa”

Rozporządzenie wprowadza wymóg obliczania całkowitej ekspozycji przy zastosowaniu modelu VaR, zgodnie z § 17 Załącznika nr 2. Przedmiotowy przepis wydaje się wprowadzać wymóg dekompozycji VaR na poszczególne rodzaje ryzyka rynkowego, który nie wynika z przepisów dyrektywy 2010/43/UE ani rekomendacji CESR/10-788. Ponadto rekomendacja CESR/10-788 wprowadza wyraźny wymóg uwzględniania zarówno ryzyka rynkowego, jak i specyficznego, przy kalkulacji VaR (pkt 3.6.3 box 17), co wydaje się znacznie istotniejsze niż dekompozycja.

W **pkt 4 lit. h)** proponujemy następujące brzmienie:

„h) uwzględnianie w modelu wartości zagrożonej wszelkich transakcji, które mogą powodować wzrost dźwigni finansowej funduszu, w szczególności:(...)”

Rekomendacja CESR/10-788 (pkt 41) wprowadza wyraźny wymóg uwzględniania transakcji wpływających na dźwignię finansową (repo, pożyczki papierów wartościowych) przy kalkulacji VaR. Proponowany przepis powinien wykluczać przeciwną interpretację. Pominięcie wskazanych w lit. h) transakcji należy ocenić jako sprzeczne z istotą metody VaR.

Proponujemy również skreślenie przepisu zawartego w **lit. j)**, który stanowi powtórzenie przepisu z **lit. i)**.

W **pkt 9** proponujemy skreślenie drugiego przecinka.

### § 3

W **pkt 3** proponujemy zastąpienie słów „zmienności współczynników korelacji” sformułowaniem „zmienności i współczynników korelacji”.

### § 9

W **pkt 3** proponujemy poprawienie pomyłki pisarskiej w słowie „instrumenty”.

### § 15

Proponujemy doprecyzowanie pierwszego zdania: Towarzystwo powinno posiadać w odniesieniu do każdego funduszu, **dla którego dokonano wyboru jednego z dwóch wariantów metody wartości zagrożonej, o których mowa w § 14 pkt 2 rozporządzenia, pełną dokumentację (...)**”

W **pkt. 10** proponujemy następujące brzmienie:

„10) system wewnętrznych limitów na wartość zagrożoną, wyznaczoną przy uwzględnieniu wszystkich istotnych rodzajów ryzyka objętych modelem wartości zagrożonej.”

Powyższa uwaga jest spójna z propozycją zgłoszoną w pkt 4 lit. f).

**Uwagi do projektu *Rozporządzenie w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy***

Nie zgłaszamy uwag do powyższego projektu.

**Uwagi do projektu *Rozporządzenia w sprawie zakresu informacji zawartych w dokumencie informacyjnym funduszu inwestycyjnego***

Nie zgłaszamy uwag do powyższego projektu.

Z poważaniem,

Grzegorz Łętocha  
Prezes Związku Maklerów i Doradców