



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

Warszawa, 30.11.2010 r.

Szanowny Pan

Dariusz Daniluk

Podsekretarz Stanu

Ministerstwo Finansów

ul. Świętokrzyska 12

00-916 Warszawa

W nawiązaniu do Państwa pisma z dnia 15 listopada br. nr FN/FN3/0301/6/KPK/675/2010 przedstawiamy poniższe uwagi do projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych.

W pkt 34 projektu proponujemy następującą modyfikację art. 151a dotyczącego ograniczeń w przypadku stosowania przez zamknięte fundusze inwestycyjne krótkiej sprzedaży.

Proponowana treść art. 151a:

Przy stosowaniu limitów inwestycyjnych, o których mowa w art. 145 ust. 3–4 oraz art. 146 ust. 1 i ust. 6, fundusz inwestycyjny zamknięty uwzględnia papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne lub tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania będące przedmiotem krótkiej sprzedaży, w ten sposób, iż ustala na każdym instrumencie odrębnie różnicę pomiędzy wartością papierów wartościowych, instrumentów rynku pieniężnego, instrumentów pochodnych lub tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania będących w portfelu inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego a wartością tych samych papierów wartościowych, instrumentów rynku pieniężnego, instrumentów pochodnych lub tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, będących przedmiotem krótkiej

sprzedaży, a następnie wartość bezwzględną z tak otrzymanej wielkości traktuje jako zaangażowanie wynikające z określonego instrumentu.

Uzasadnienie:

Przedmiotowy przepis w pierwotnej wersji wprowadza obowiązek uwzględniania instrumentów finansowych będących przedmiotem krótkiej sprzedaży zarówno w odniesieniu do limitów inwestycyjnych wynikających z Ustawy, jak i statutu funduszu. Uznając zasadność uregulowania ograniczeń inwestycyjnych dotyczących krótkiej sprzedaży, proponujemy – w celu wyeliminowania nieuniknionych trudności interpretacyjnych – ograniczyć je do limitów, które ustawodawca uznał za kluczowe dla ochrony uczestników funduszu, umieszczając je w Ustawie. W naszej ocenie jedyne limity inwestycyjne, które dotyczą funduszy inwestycyjnych zamkniętych i mają potencjalny związek z transakcjami krótkiej sprzedaży, określone są w art. 145 ust. 3–4 oraz art. 146 ust. 1 i 6. Limity inwestycyjne określone w art. 145 ust. 5–7 dotyczą depozytów bankowych i walut, które nie mogą być przedmiotem transakcji krótkiej sprzedaży. Transakcje krótkiej sprzedaży nie naruszają również zakazu sformułowanego w art. 145 ust. 9. Krótka sprzedaż nie dotyczy również nieruchomości, w związku z czym nie ma wpływu na stosowanie limitu inwestycyjnego sformułowanego w art. 147–148.

Największe wątpliwości budzi jednak rozciągnięcie zasady sformułowanej w art. 151a na limity statutowe funduszy. Limity te formułowane są w różnorodny sposób i mogą obejmować jednocześnie jedną lub kilka klas aktywów. Nasuwa to szereg wątpliwości interpretacyjnych, które zilustrowano na poniższych przykładach.

Przykład 1

Statut funduszu zawiera postanowienie ograniczające maksymalny udział akcji do 40% aktywów funduszu. Fundusz posiada akcje (długa pozycja) następujących spółek: A i B, każda o wartości 1 mln złotych, oraz dokonał krótkiej sprzedaży akcji spółek C i D o wartości 1 mln zł każda.

Zgodnie z proponowaną treścią art. 151a, zaangażowanie w akcje spółki A wynosi: $|1 \text{ mln zł} - 0| = 1 \text{ mln zł}$ (analogicznie dla spółki B, a łącznie dla tych dwóch spółek 2 mln zł). Podobnie, zaangażowanie w akcje spółki C wynosi: $|0 - 1 \text{ mln zł}| = 1 \text{ mln zł}$ (analogicznie dla spółki D, a łącznie dla spółek C i D 2 mln zł).

Powstaje w związku z tym wątpliwość, czy łączne zaangażowanie funduszu w akcje wynosi 0 zł, czyli „nettujemy” pozycje na akcjach jako „tych samych” instrumentach finansowych, czy też sumujemy pozycje do 4 mln zł. Użyte w art. 151a sformułowanie „tych samych (w domyśle: instrumentów finansowych)” może zatem budzić poważne wątpliwości interpretacyjne, gdy nie jest ograniczone do ściśle zdefiniowanych limitów ustawowych.

Lech-egzet

Jeszcze większe wątpliwości interpretacyjne mogą powstać wówczas, gdy statut funduszu – w ramach jednego limitu dla klasy aktywów – przewiduje uwzględnianie pozycji w instrumentach pochodnych, np. kontraktach terminowych. Nie można wykluczyć sytuacji, w której interpretacja art. 151a będzie prowadziła do wniosku, że pozycje wynikające z krótkiej sprzedaży akcji określonych spółek należy ująć ze znakiem plus (po określeniu wartości bezwzględnej udziału spółek podlegających krótkiej sprzedaży), a pozycje krótkie w kontraktach terminowych ze znakiem minus. Może to prowadzić do przeciwnego ujęcia pozycji inwestycyjnej i zwiększenia potencjalnego ryzyka dla uczestników funduszu, co ilustruje poniższy przykład.

Przykład 2

Statut funduszu zawiera postanowienie ograniczające maksymalny udział instrumentów udziałowych do 40% aktywów funduszu, przy czym wartość nabytych akcji jest odpowiednio powiększana (pomniejszana) o wartość nabytych (sprzedanych) kontraktów terminowych na akcje lub indeksy akcji.

Fundusz nie posiada akcji (długa pozycja), natomiast dokonał krótkiej sprzedaży akcji spółek A, B, C i D o łącznej wartości odpowiadającej 40% aktywów funduszu. Jednocześnie fundusz dokonał sprzedaży indeksowych kontraktów terminowych na kwotę 40% aktywów funduszu.

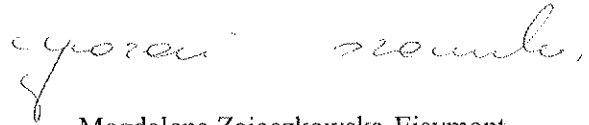

Zgodnie z proponowaną treścią art. 151a, zaangażowanie w akcje spółek A, B, C, D wynosi 40% aktywów funduszu (jest dodatnie z uwzględnieniem wartości bezwzględnych). Dodatkowo jednak, zgodnie z postanowieniami statutu funduszu, od pozycji tej należy odjąć sprzedane kontrakty terminowe, co prowadzi do (błédnego) wniosku, że zaangażowanie funduszu w instrumenty udziałowe jest na poziomie 0%.

Podsumowując, uważamy, że nie jest możliwe wskazanie jednego właściwego sposobu uwzględniania krótkiej sprzedaży w limitach inwestycyjnych definiowanych na poziomie statutu funduszy. Próba narzucenia takiej interpretacji może potencjalnie prowadzić do wzrostu dopuszczalnego ryzyka funduszu lub ograniczać zaangażowanie funduszu w krótką sprzedaż w sytuacji, gdy nie powoduje ona wzrostu ryzyka ponad poziom wynikający z ograniczeń zapisanych w ustawie lub przyjętych przez fundusz.

Należy również uwzględnić, że żaden z pozostałych artykułów Ustawy nie narzuca uwzględniania określonej reguły interpretacyjnej przy stosowaniu przez fundusz limitów statutowych. Fundusze inwestycyjne posiadają swobodę kształtowania dodatkowych ograniczeń inwestycyjnych, pod warunkiem, że nie naruszają one ograniczeń przewidzianych w Ustawie. Uważamy zatem, że właściwe rozwiązanie powinno polegać na bezpośrednim określeniu w Ustawie tylko tych limitów inwestycyjnych dotyczących krótkiej sprzedaży, które ustawodawca uznał za istotne, przy

pozostawieniu swobody w zakresie uwzględniania krótkiej sprzedaży w dodatkowych limitach inwestycyjnych, zgodnych z profilem ryzyka i stosowaną przez fundusz polityką inwestycyjną.

Nie zgłaszamy natomiast uwag do pozostałej części projektu zmiany ustawy o funduszach inwestycyjnych.



Magdalena Zajączkowska-Ejsymont



Prezes Związku Maklerów i Doradców