

29 listopada 2017 r.

Komunikat w sprawie ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących fundusze inwestycyjne

Mając na uwadze obszary problemowe identyfikowane w toku nadzoru sprawowanego nad instytucjami rynku funduszy inwestycyjnych, odnoszące się do struktury aktywów i zobowiązań utrzymywanej przez fundusze inwestycyjne oraz zgodności tejże struktury z zasadami ograniczania ryzyka inwestycyjnego wynikającymi w szczególności z ustawy *o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi*, Komisja Nadzoru Finansowego pragnie zwrócić uwagę na istotne aspekty dotyczące wynikających z przepisów prawa obowiązków ciążyących w powyższym zakresie na funduszach inwestycyjnych oraz towarzystwach funduszy inwestycyjnych, jak również podkreślić wagę prawidłowego wypełniania tych obowiązków w kontekście zapewnienia ochrony interesu uczestników funduszy inwestycyjnych.

1. Zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego i ich źródła

Zgodnie z treścią art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. *o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi* (Dz. U. z 2016 r. poz. 1896, z późn. zm., dalej jako: „ustawa”) fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

Jednocześnie zgodnie z art. 3 ust. 3 ustawy fundusz inwestycyjny zobowiązany jest do prowadzenia działalności ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, **przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie**. Podkreślenia wymaga, że ustawodawca zdecydował się na umiejscowienie bezpośrednio po przepisach określających definicję normatywną osoby prawnej, jaką jest fundusz inwestycyjny, przepisu zobowiązującego tę osobę prawną do prowadzenia działalności w sposób zapewniający przestrzeganie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

Zaznaczenia wymaga przy tym, że zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego związanego z działalnością funduszy inwestycyjnych określone zostały przez ustawodawcę w rozmaity sposób, a w szczególności poprzez:

- 1) określenie w przepisach ustawy regulujących zasady działania poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych, ograniczeń inwestycyjnych dotyczących maksymalnego zaangażowania funduszu inwestycyjnego w poszczególne kategorie aktywów, papiery wartościowe wyemitowane przez jednego emitenta, maksymalny udział zaangażowania funduszu w łącznej wartości papierów wartościowych wyemitowanych przez danego emitenta, itp. (por. np. art. 96-101, art. 145-154 ustawy);

- 2) zobowiązanie do określenia w postanowieniach statutu funduszu inwestycyjnego, w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego, szczegółowych zasad dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych (por. art. 20 ust. 1 pkt 3 i art. 20 ust. 1a ustawy);
- 3) obowiązek ustanowienia w ramach systemu zarządzania ryzykiem funkcjonującego w towarzystwie funduszy inwestycyjnych systemu wewnętrznych limitów ryzyka dla każdego zarządzanego funduszu inwestycyjnego (por. art. 48 ust. 2b pkt 3 i art. 48 ust. 2f ustawy).

Zatem zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego związanego z działalnością każdego funduszu inwestycyjnego znajdują swoje źródło i umocowanie w ustawie, aktach wykonawczych do ustawy, statucie funduszu oraz regulacjach wewnętrznych towarzystwa. Podkreślenia wymaga przy tym, że ograniczenia inwestycyjne odnoszące się do funduszu inwestycyjnego wynikające z dokumentów wewnętrznych funduszu lub towarzystwa, takich jak statut funduszu lub polityka zarządzania ryzykiem w towarzystwie, powinny być respektowane przez, odpowiednio, fundusz inwestycyjny oraz towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Wskazania wymaga, że chociaż powyższe regulacje nie stanowią przepisów prawa powszechnie obowiązującego, to są one wiążące dla, odpowiednio, funduszu inwestycyjnego oraz towarzystwa, a brak ich respektowania może skutkować nałożeniem na towarzystwo sankcji administracyjnej.

W tym zakresie, postanowienia statutu funduszu bądź polityki zarządzania ryzykiem w towarzystwie nie stanowią odrębnych i samoistnych regulacji, lecz są immanentnym elementem przewidzianego przez ustawodawcę systemu ograniczeń inwestycyjnych, którego ogólne ramy wyznaczone są w przepisach ustawy, przy czym jego doszczegółowienie, stanowiące w istocie o jego kompletności i „szczelności”, zgodnie z dyspozycją ustawodawcy, następuje na poziomie postanowień statutu funduszu oraz regulacji wewnętrznych towarzystwa, których treść powinna uwzględniać specyfikę działalności danego funduszu inwestycyjnego.

2. Cele norm prawnych regulujących ograniczenia inwestycyjne i znaczenie ich przestrzegania w kontekście obowiązku działania w interesie uczestnika

Nie ulega wątpliwości, że podstawowym celem ograniczeń inwestycyjnych określonych w ustawie, statutach funduszy inwestycyjnych, a także regulacjach wewnętrznych towarzystw funduszy inwestycyjnych, jest ograniczanie poziomu ryzyka inwestycyjnego występującego w działalności funduszu inwestycyjnego. W tym kontekście ograniczenia inwestycyjne stanowią jedne z podstawowych norm ostrożnościowych mających zastosowanie do działalności funduszu inwestycyjnego i zarządzającego nim towarzystwa, których przestrzeganie powinno zapewnić odpowiedni poziom bezpieczeństwa i stabilności działalności prowadzonej przez fundusz inwestycyjny, adekwatny do statusu funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych jako instytucji zaufania publicznego.

W świetle powyższego, występowanie przekroczeń ograniczeń inwestycyjnych w działalności funduszu inwestycyjnego narusza interes jego uczestników, którzy mają prawo oczekiwać od towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego organem funduszu,

jako podmiotu świadczącego profesjonalnie usługi w zakresie zarządzania i reprezentowania funduszy, prowadzenia działalności inwestycyjnej danego funduszu w sposób zgodny z obowiązującymi przepisami prawa i może skutkować negatywnymi konsekwencjami związanymi z podważeniem zaufania, jakim uczestnicy powierzający funduszowi posiadane środki obdarzyli fundusz i zarządzające nim towarzystwo decydując się na dokonanie inwestycji w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne.

Co więcej, prowadząc działalność zarządzania funduszami inwestycyjnymi, zgodnie z art. 48 ust. 1 ustawy, towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest obowiązane posiadać system kontroli wewnętrznej, w skład którego – stosownie do brzmienia art. 48 ust. 2b pkt 3 – wchodzi m.in. system nadzoru zgodności działalności z prawem i system zarządzania ryzykiem. Prawidłowe funkcjonowanie ww. kluczowych elementów organizacji działalności wykonywanej przez towarzystwo winno z jednej strony w znaczącym stopniu ograniczać ryzyko występowania przekroczeń ograniczeń inwestycyjnych w działalności zarządzanych funduszy, a w przypadku ich wystąpienia zapewniać identyfikowanie naruszeń ograniczeń obowiązujących zarządzane fundusze, w następstwie czego powinny być podejmowane niezwłocznie, z uwzględnieniem interesu uczestników funduszy, działania mające na celu dostosowanie struktury aktywów i zobowiązań zarządzanych funduszy do zgodności z przepisami prawa oraz statutów funduszy, a także regulacjami wewnętrznymi towarzystwa.

Zgodnie z treścią art. 48 ust. 2f ustawy: *„W celu ograniczenia koncentracji ryzyka towarzystwo powinno w przyjętym systemie zarządzania ryzykiem ustanowić system limitów wewnętrznych dla każdego zarządzanego funduszu inwestycyjnego”*, a ponadto zgodnie z art. 20 ust. 1a ustawy: *„Statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określa szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych”*.

Uwzględniając przytoczone przepisy ustawy należy stwierdzić, że określone bezpośrednio na poziomie ustawy ograniczenia inwestycyjne stanowią ogólne, zakreślone przez ustawodawcę ramy dywersyfikacji lokat, w których powinna bezwzględnie mieścić się polityka inwestycyjna poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych. W tych ogólnych ramach, w zależności od charakterystyki poszczególnych funduszy, ich profilu ryzyka, sposobu realizacji celu inwestycyjnego, profilu inwestorów, powinna zostać określona polityka inwestycyjna poszczególnych funduszy, w tym szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych, jak również każdy zarządzany fundusz inwestycyjny powinien zostać objęty systemem limitów wewnętrznych mających na celu ograniczenie koncentracji ryzyka.

W związku z powyższym, szczególnie negatywnymi zdarzeniami są przypadki naruszania ograniczeń inwestycyjnych określonych w ustawie, gdyż wskazują one na nieskuteczność wewnętrznych mechanizmów ograniczania ryzyka, wynikających z regulacji wewnętrznych w towarzystwie i statutu funduszu, w sposób prowadzący do wykroczenia poza maksymalne poziomy koncentracji ryzyka przewidziane przepisami.

W tym kontekście należy również podkreślić, że w celu zapewnienia właściwego realizowania ciężących na towarzystwie obowiązków dotyczących ograniczania ryzyka inwestycyjnego niezbędne jest z jednej strony zapewnienie, aby wdrożona polityka zarządzania ryzykiem oraz wdrożone przez towarzystwo rozwiązania techniczne

i organizacyjne były adekwatne do skali działalności i profilu ryzyka zarządzanych funduszy inwestycyjnych, z drugiej zaś strony zapewnienie skutecznego egzekwowania postanowień wdrożonej w towarzystwie polityki zarządzania ryzykiem polegającego na efektywnym zapobieganiu występowaniu naruszeń, a przypadku ich ewentualnego wystąpienia – na niezwłocznym podjęciu działań dostosowujących.

Za budzące poważne zastrzeżenia należy więc uznać sytuacje, w których wdrożone w towarzystwie procedury wewnętrzne składające się na politykę zarządzania ryzykiem stanowią jedynie formalne wypełnienie obowiązku wdrożenia wymaganych prawem procedur, podczas gdy procedury są na tyle ogólne i niejednoznaczne, że nie mają one rzeczywistego wpływu na funkcjonowanie funduszu, w szczególności nie zapobiegają naruszaniu ograniczeń inwestycyjnych wynikających wprost z przepisów prawa (ustawy oraz aktów wykonawczych do ustawy), a zatem nie spełniają swojej fundamentalnej roli.

Szczególne wątpliwości budzić powinny również sytuacje, w których pomimo sprawnego i efektywnego funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem, przejawiającego się bieżącym, rzetelnym pomiarem ryzyka, na które narażone są fundusze inwestycyjne oraz kierowaniem do zarządu, kadry kierowniczej oraz osób odpowiedzialnych za podejmowanie decyzji inwestycyjnych raportów informujących o poziomie ryzyka funduszy, ww. informacje płynące z systemu zarządzania ryzykiem są ignorowane przez adresatów tych informacji i nie przekładają się w żadnym stopniu na decyzje inwestycyjne podejmowane w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych, co może prowadzić do negatywnych konsekwencji w postaci występowania naruszeń ograniczeń inwestycyjnych. Ewentualne występowanie tego rodzaju sytuacji może stanowić istotny czynnik obciążający adresatów raportów z systemu zarządzania ryzykiem, o ile nie zostaną podjęte przez nich adekwatne działania zmierzające do dostosowania struktury aktywów i zobowiązań funduszy do zgodności z obowiązującymi zasadami ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

3. Istotne kwestie związane z przestrzeganiem ograniczeń inwestycyjnych w szczególnych okresach w ramach działalności funduszu

Uwzględniając, iż działalność funduszu inwestycyjnego (w tym w odniesieniu do wydzielonych w nim subfunduszy) może cechować się odmienną specyfiką w zakresie stosowania ograniczeń inwestycyjnych, na przestrzeni okresu funkcjonowania funduszu, wyróżnić można, w zależności od rodzaju funduszu, m.in. następujące okresy:

- 1) okres od momentu rejestracji funduszu (lub utworzenia subfunduszu) do upływu terminu na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego funduszu (lub subfunduszu) do wymagań określonych w ustawie i statucie, który w zależności od rodzaju funduszu może wynosić:
 - a) 6 miesięcy – w przypadku funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego otwartego (por. art. 106 ust. 3 w zw. z art. 112 ust. 1 i art. 113 ust. 3 ustawy),
 - b) 12 miesięcy – w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego,

niebędącego funduszem aktywów niepublicznych (por. art. 157 ust. 3 w zw. z art. 113 ust. 3 ustawy),

c) 36 miesięcy – w przypadku funduszu inwestycyjnego aktywów niepublicznych (por. art. 197 ust. 2 w zw. z art. 157 ust. 3 ustawy)

- z uwzględnieniem pkt 2 poniżej;

2) okres od momentu rejestracji funduszu do upływu terminu na nabycie wszystkich nieruchomości zgodnie z określonymi w statucie zasadami dywersyfikacji lokat, który to okres w zależności od typu funduszu, może wynosić co do zasady:

a) 24 miesiące – w przypadku funduszu dokonującego lokat w nieruchomości, niebędącego funduszem aktywów niepublicznych (por. art. 148 ust. 3 ustawy),

b) 36 miesięcy – w przypadku funduszu dokonującego lokat w nieruchomości będącego funduszem aktywów niepublicznych (por. art. 148 ust. 3 w zw. z art. 197 ust. 2 ustawy)

(znajduje zastosowanie w przypadku funduszy dokonujących lokat w nieruchomości);

3) okres po upływie terminu na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego funduszu do wymagań określonych w ustawie i statucie lub po upływie terminu na nabycie wszystkich nieruchomości zgodnie z określonymi w statucie zasadami dywersyfikacji lokat do otwarcia likwidacji funduszu (lub subfunduszu), z uwzględnieniem pkt 4;

4) okres 36 miesięcy przed określonym w statucie dniem rozpoczęcia likwidacji funduszu, w którym do lokat funduszu nie stosuje się art. 145 ust. 3 ustawy (znajduje zastosowanie w przypadku funduszu aktywów niepublicznych, por. art. 197 ust. 3 ustawy).

Należy zwrócić uwagę, że w przypadku okresów, o których mowa w pkt 1, 2 i 4 zastosowanie znajduje łagodniejszy, co do zasady, reżim prawny w zakresie stosowania ograniczeń inwestycyjnych, stosownie do specyfiki tychże okresów działalności funduszu.

W tym miejscu Komisja pragnie zwrócić uwagę na kluczowe kwestie związane ze sposobem stosowania zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego w przypadku funduszy znajdujących się na ww. etapach działalności.

3.1. Okres od momentu rejestracji funduszu lub utworzenia subfunduszu do terminu przysługującego funduszowi na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego subfunduszu do wymagań określonych w ustawie i statucie

Zgodnie z art. 106 ust. 3 ustawy, fundusz inwestycyjny otwarty fundusz inwestycyjny otwarty jest obowiązany dostosować strukturę portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie funduszu w terminie 6 miesięcy od dnia rejestracji funduszu, a w przypadku utworzenia nowego subfunduszu w funduszu z wydzielonymi subfunduszami, fundusz ten jest obowiązany dostosować portfel inwestycyjny nowego subfunduszu do wymagań określonych w ustawie oraz statucie w terminie 6 miesięcy od dnia wejścia w życie zmian statutu w zakresie utworzenia tego subfunduszu.

Natomiast zgodnie z art. 157 ust. 3 ustawy fundusz inwestycyjny zamknięty jest obowiązany dostosować strukturę portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie funduszu w terminie 12 miesięcy od dnia rejestracji funduszu, z zastrzeżeniem art. 197 ust. 2 ustawy.

Zgodnie zaś z art. 157 ust. 3 w związku z art. 197 ust. 2 ustawy, fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych jest obowiązany dostosować strukturę portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie funduszu w terminie 36 miesięcy od dnia rejestracji funduszu.

W tym zakresie nie ulega jakiegokolwiek wątpliwości, że w okresie przysługującym na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie, fundusz nie posiada pełnej dowolności w zakresie lokowania zgromadzonych aktywów, w tym w szczególności, iż w tym okresie fundusz nie jest zobowiązany do przestrzegania ograniczeń inwestycyjnych. Podkreślenia wymaga, że wszelkie decyzje inwestycyjne podejmowane przez towarzystwo w odniesieniu do funduszu winny uwzględniać konieczność dążenia do dostosowania struktury portfela inwestycyjnego funduszu do wymagań określonych w ustawie i statucie funduszu w terminie określonym przepisami prawa i nie powinny skutkować występowaniem naruszeń ograniczeń inwestycyjnych w okresie dostosowawczym.

Zaznaczenia przy tym wymaga, że każda inwestycja dokonywana przez fundusz, również w okresie przysługującym funduszowi na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie, winna być nakierowana na doprowadzenie struktury aktywów funduszu do zgodności z przepisami ustawy i statutu funduszu, a jej przeprowadzenie powinno odbywać się ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przejawiającym się między innymi dbałością o sprawne i bezpieczne dla uczestników przeprowadzenie procesu dostosowania struktury portfela inwestycyjnego funduszu do wymagań określonych w ustawie oraz statucie funduszu.

Przyjmowanie założeń dotyczących pozyskania środków w ramach zbywania jednostek uczestnictwa funduszu lub w ramach przeprowadzenia przez fundusz w przyszłości emisji certyfikatów inwestycyjnych, co ma doprowadzić do zwiększenia aktywów ogółem funduszu, a w konsekwencji do zmniejszenia udziału w aktywach funduszu papierów wartościowych wyemitowanych przez poszczególnych emitentów do poziomu zgodnego z obowiązującymi fundusz ograniczeniami inwestycyjnymi, stwarza znaczące ryzyko, że w przypadku braku zainteresowania ze strony inwestorów nabywaniem jednostek uczestnictwa funduszu lub w przypadku niedojścia do skutku planowanych emisji certyfikatów inwestycyjnych, nie będzie możliwe dostosowanie portfela inwestycyjnego do zgodności z przepisami ustawy i statutu. W związku z tym powyższe nie może w żadnym razie stanowić uzasadnienia dla lokowania aktywów funduszu w sposób naruszający ograniczenia inwestycyjne obowiązujące fundusz w momencie ich dokonywania.

Również przyjmowanie założenia dotyczące możliwości zbycia składnika lokat posiadanego przez fundusz (którego dotyczy przekroczenie ograniczenia inwestycyjnego) przed upływem okresu na dostosowanie stanu aktywów funduszu do zgodności z przepisami prawa, nie może stanowić uzasadnienia dla prowadzenia przez fundusz działalności inwestycyjnej w okresie dostosowawczym w sposób naruszający przepisy prawa.

Towarzystwo, będąc zobowiązane na podstawie art. 10 ustawy do działania w interesie uczestników funduszu, powinno zapewnić, że każda decyzja inwestycyjna dotycząca

funduszu, nawet jeżeli jest podejmowana w okresie budowy portfela inwestycyjnego, będzie uwzględniała ograniczenia inwestycyjne obowiązujące fundusz w momencie jej podejmowania.

Towarzystwo, jako podmiot zarządzający i reprezentujący fundusz, powinno również zapewnić, stosownie do brzmienia art. 18 ust. 2 pkt 8-9 ustawy, aby w statucie funduszu zostały określone postanowienia regulujące rodzaje papierów wartościowych lub innych praw majątkowych, które mogą być przedmiotem wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w formie innej niż środki pieniężne. Nie ulega przy tym wątpliwości, że postanowienia statutu funduszu powinny być ukształtowane w taki sposób, aby wniesienie do funduszu papierów wartościowych lub innych praw majątkowych, w ramach dokonywania wpłat w ww. zakresie, nie powodowało naruszenia przez fundusz ograniczeń inwestycyjnych, do których stosowania fundusz jest zobowiązany przepisami. Podkreślenia wymaga, iż zasady dokonywania wpłat do funduszy w formie innej niż pieniężna są określane przez towarzystwo, w związku z czym towarzystwo ponosi odpowiedzialność za ewentualne naruszenia ograniczeń inwestycyjnych powstałe w wyniku dokonania wpłat, które spowodowały ich wystąpienie. Towarzystwo, działając jako organ funduszu, powinno zapewnić, aby wnoszenie wpłat nie powodowało występowania naruszeń ograniczeń inwestycyjnych w działalności zarządzanych funduszy.

Uwzględniając powyższe, normy określone w art. 106 ust. 3 oraz art. 157 ust. 3 ustawy w związku z art. 197 ust. 2 ustawy w żadnym razie nie mogą być uznawane za uprawniające fundusze inwestycyjne, w początkowym okresie ich funkcjonowania, do braku stosowania w prowadzonej działalności zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, na które narażony jest fundusz i jego uczestnicy.

3.2. Okres 36 miesięcy przed określonym w statucie dniem rozpoczęcia likwidacji funduszu, w którym do lokat funduszu nie stosuje się art. 145 ust. 3 ustawy

Zgodnie z art. 197 ust. 3 ustawy, w przypadku gdy do określonego w statucie funduszu aktywów niepublicznych dnia rozpoczęcia likwidacji pozostało nie więcej niż 36 miesięcy, do lokat funduszu nie stosuje się art. 145 ust. 3 ustawy.

Nie ulega wątpliwości, iż w okresie poprzedzającym otwarcie likwidacji fundusz inwestycyjny i towarzystwo nim zarządzające powinny podejmować działania ukierunkowane na zbycie składników aktywów funduszu i przeznaczenie ich na wykup certyfikatów inwestycyjnych. W sytuacji zbycia części składników aktywów funduszu, przeprowadzenia wykupu certyfikatów inwestycyjnych i dokonania wypłaty środków pieniężnych należnych uczestnikom, udział pozostałych w portfelu inwestycyjnym funduszu składników aktywów może ulegać zwiększeniu, co w konsekwencji może skutkować naruszeniem ograniczenia inwestycyjnego określonego w art. 145 ust. 3 ustawy.

Biorąc pod uwagę, iż fundusze aktywów niepublicznych realizują specyficzną politykę inwestycyjną, która zakłada dokonywanie lokat w aktywa mogące cechować się niższym poziomem płynności niż aktywa będące przedmiotem obrotu na rynkach giełdowych, dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego takiego funduszu do zgodności

z ograniczeniami byłoby z jednej strony utrudnione, a z drugiej strony mogłoby powodować, że w momencie otwarcia likwidacji w skład aktywów funduszu wchodziłyby instrumenty o ograniczonej płynności, co powodowałoby wydłużenie procesu likwidacji funduszu, podczas gdy za pożądaną i oczekiwaną z punktu widzenia interesu uczestników funduszu należy uznać sytuację, w której fundusz dokonuje zbycia posiadanych aktywów i przeznacza je na przeprowadzenie wykupu wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych przed dniem otwarcia likwidacji.

Mając na względzie powyższe, niewątpliwy cel regulacji zawartej w art. 197 ust. 3 ustawy stanowi stworzenie funduszowi warunków dla sprawnego przeprowadzenia procesu zbycia składników aktywów w postaci aktywów niepublicznych, które będzie połączone ze stopniowym dokonywaniem wykupu certyfikatów inwestycyjnych w okresie poprzedzającym otwarcie likwidacji funduszu.

Komisja pragnie przy tym stanowczo podkreślić, że stosowanie przepisu określonego w art. 197 ust. 3 ustawy powinno zawsze być w pełni uzasadnione i w żadnym razie nie może abstrahować od celu wprowadzenia przez ustawodawcę ww. normy prawnej. Przepis ten w żadnym razie nie wprowadza możliwości całkowicie dowolnego kształtowania polityki inwestycyjnej funduszu w okresie 3 lat przed otwarciem likwidacji Funduszu i abstrahowania od generalnych obowiązków dotyczących ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

W szczególności w żadnym razie nie znajduje jakiegokolwiek uzasadnienia występowanie sytuacji, w której w okresie 36 miesięcy przed dniem otwarcia likwidacji fundusz inwestycyjny dokonuje nowych lokat, w których zaangażowanie funduszu przekracza określony w art. 145 ust. 3 ustawy limit 20% aktywów. Takiego działania z pewnością nie można uznać za wpisujące się w system zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego wynikający z ustawy.

Szczególnie nagannie należy przy tym ocenić sytuację, w której w przypadku funduszu inwestycyjnego pierwotnie utworzonego na czas nieokreślony, w czasie jego działalności wprowadzona jest zmiana statutu w przedmiocie określenia dnia otwarcia jego likwidacji na dzień odległy o 36 miesięcy, przy czym równoległe do wprowadzonych zmian statutu fundusz dokonuje inwestycji w nowe lokaty, w których zaangażowanie funduszu przekracza określony w art. 145 ust. 3 ustawy limit 20% aktywów. Opisywany sposób postępowania należy uznać za naruszający w sposób rażący przewidziane ustawą zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego i w żadnym razie do tego rodzaju sytuacji zastosowania nie znajduje art. 197 ust. 3 ustawy.

Należy również zwrócić uwagę na sytuację, w której fundusz inwestycyjny w toku budowy portfela inwestycyjnego i dalszego prowadzenia działalności, nie wypełnił obowiązku dostosowania struktury portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie i statucie funduszu poprzez brak zapewnienia odpowiedniej dywersyfikacji portfela.

W takiej sytuacji brak dostosowania struktury portfela inwestycyjnego funduszu do ustawy i statutu obciąża towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzające funduszem oraz ewentualnie podmiot, któremu towarzystwo powierzyło zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu.

W tym kontekście zakres stosowania art. 197 ust. 3 ustawy po wejściu przez fundusz w okres 36 miesięcy przed dniem otwarcia likwidacji należy rozpatrywać ze szczególnym uwzględnieniem faktu, że brak prowadzenia przez fundusz działalności w sposób zgodny z art. 145 ust. 3 ustawy nie wynika z przeprowadzanego procesu zbywania lokat, lecz jest rezultatem nieprawidłowego zarządzania funduszem w okresie budowy jego portfela inwestycyjnego lub prowadzenia działalności. W tej sytuacji uregulowanie art. 197 ust. 3 ustawy w żadnym wypadku nie zwalnia towarzystwa z obowiązku doprowadzenia do niezwłocznego zmniejszenia poziomu narażenia uczestników Funduszu na ryzyko wynikające z zaangażowania aktywów funduszu w papiery wartościowe lub inne prawa majątkowe wyemitowane przez jeden podmiot, ponieważ uczestnicy funduszu mają prawo oczekiwać, że fundusz będzie prowadził działalność w sposób uwzględniający zasady dywersyfikacji ryzyka określone w Ustawie i statucie Funduszu.

W tego rodzaju sytuacji, treść art. 197 ust. 3 ustawy pozostaje bez wpływu na obowiązek działania przez Towarzystwo w interesie uczestników i zarządzania funduszem w sposób zgodny z interesem jego uczestników, co wymaga niezwłocznego zmniejszenia ekspozycji funduszu na ryzyko związane z jednym podmiotem.

Szczególnego podkreślenia wymaga przy tym, że co do zasady w okresie likwidacji funduszu inwestycyjnego nie mogą być dokonywane wykupy certyfikatów inwestycyjnych systematycznie w miarę upłynniania kolejnych składników aktywów, dlatego brak podjęcia przez fundusz i towarzystwo działań celem zbycia składników aktywów funduszu oraz przeznaczenia pozyskanych w ten sposób środków na przeprowadzenie wykupu certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusz przed otwarciem jego likwidacji może w rezultacie prowadzić do długotrwałego oczekiwania przez uczestników na otrzymanie środków pieniężnych z tytułu posiadanych certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

4. Zagadnienia związane z przestrzeganiem ograniczeń inwestycyjnych w przypadku powierzenia przez towarzystwo podmiotowi zewnętrznemu czynności w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu

Uwzględniając obowiązki spoczywające na towarzystwie funduszy inwestycyjnych w zakresie odnoszącym się do zapewnienia przestrzegania przez zarządzane fundusze inwestycyjne zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, odrębnego omówienia wymagają sytuacje, w których towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w drodze umowy zawartej w oparciu o art. 46 w związku z art. 45 ustawy, powierza przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią.

Przede wszystkim podkreślenia wymaga, że w omawianej sytuacji towarzystwo w dalszym ciągu pozostaje organem funduszu i podmiotem odpowiedzialnym za zarządzanie funduszem i reprezentowanie go w stosunkach z osobami trzecimi. Zgodnie z art. 64 ust. 3 ustawy *„Powierzenie wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej nie ogranicza odpowiedzialności towarzystwa”*. Należy przy tym podkreślić, że zgodnie z art. 45a ust. 4a ustawy: *„Towarzystwo jest obowiązane do bieżącego nadzorowania wykonywania powierzonych czynności, bez względu na podmiot je wykonujący”*.

Towarzystwo jest zatem odpowiedzialne za podjęcie wszelkich działań związanych z nadzorowaniem czynności wykonywanych przez podmiot zarządzający portfelem

inwestycyjnym funduszu, w celu zapewnienia, że działania wykonywane przez ten podmiot nie będą prowadziły do naruszenia przepisów prawa i postanowień statutu przez fundusz inwestycyjny, w tym w zakresie odnoszącym się do przestrzegania ograniczeń inwestycyjnych.

Nie ulega przy tym wątpliwości, że stosunki prawne łączące towarzystwo z przedsiębiorcą, któremu powierzone zostało wykonywanie czynności zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu powinny zostać odpowiednio wkomponowane w stosowane przez towarzystwo rozwiązania techniczne i organizacyjne, o których mowa w art. 48 ust. 2b pkt 1 i 3 ustawy, których wdrożenie i stosowanie towarzystwo jest obowiązane zapewnić przy wykonywaniu działalności zarządzania funduszami.

W szczególności obowiązujący wewnątrz towarzystwa system obowiązków informacyjnych powinien zapewniać efektywny przepływ informacji pomiędzy towarzystwem a podmiotem zarządzającym portfelem inwestycyjnym funduszu m.in. na temat identyfikowanych przez system zarządzania ryzykiem oraz systemu nadzoru zgodności działalności z prawem przekroczeń ograniczeń inwestycyjnych lub zagrożenia wystąpienia takich przekroczenia, zaś podmiot zarządzający portfelem inwestycyjnym funduszu powinien zapewniać podejmowanie decyzji inwestycyjnych w taki sposób, aby przestrzegane były mające zastosowanie do funduszu zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

5. Zagadnienia związane z ekspozycjami uzyskiwanymi przez fundusze za pośrednictwem spółek zależnych od funduszu oraz innych spółek utworzonych w związku z prowadzoną przez fundusz działalnością inwestycyjną

Mając na uwadze omawiane kwestie dotyczące przestrzegania zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, szczególnego omówienia wymagają zagadnienia związane z ekspozycjami uzyskiwanymi za pośrednictwem spółek zależnych od funduszu oraz innych spółek utworzonych w związku z prowadzoną przez fundusz działalnością inwestycyjną (dalej jako: „spółki celowe”). W przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych bądź specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego, realizacja polityki inwestycyjnej może następować również poprzez dokonywanie lokat w papiery wartościowe wyemitowane przez spółki celowe lub inne prawa majątkowe związane ze spółkami celowymi, które to spółki dokonują dalszych inwestycji, prowadząc tym samym do uzyskania przez fundusz inwestycyjny w sposób pośredni ekspozycji na aktywa będące przedmiotem inwestycji spółek celowych.

Nie ulega wątpliwości, że uzyskiwane w ten sposób przez fundusz, za pośrednictwem spółek celowych, ekspozycje, wpływają na ogólny poziom ryzyka funduszu i stopień narażenia funduszu na poszczególne rodzaje ryzyk mających istotne znaczenie w odniesieniu do funduszu. Dlatego też stopień, w jakim ekspozycje uzyskiwane przy wykorzystaniu spółek celowych przyczyniają się do narastania poziomu poszczególnych rodzajów ryzyka, na które narażony jest fundusz, powinny podlegać odpowiedniemu pomiarowi w ramach funkcjonującego w towarzystwie funduszy inwestycyjnych systemu zarządzania ryzykiem,

a także ograniczeniu w ramach systemu wewnętrznych limitów ryzyka, stosownie do postanowień art. 48 ust. 2f ustawy.

Podkreślenia wymaga, że wszelkie elementy działalności inwestycyjnej funduszu, zmierzające do realizacji celu inwestycyjnego funduszu, powinny być przeprowadzane w interesie uczestników, przy uwzględnieniu zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, stosownie do obowiązku określonego w art. 3 ust. 3 ustawy i powyższe stwierdzenie bez wątplenia ma zastosowanie również do sytuacji, w których cel inwestycyjny funduszu realizowany jest przy wykorzystaniu spółek celowych.

Dlatego też w systemie zarządzania ryzykiem w towarzystwie uwzględnienia wymaga specyfika działalności gospodarczej prowadzonej przez spółki celowe, zaś system ten powinien zapewnić, aby ekonomiczne aspekty działalności spółek celowych nie prowadziły do występowania nadmiernej koncentracji ryzyka. Podkreślenia wymaga, że omawiany powyżej sposób realizacji polityki inwestycyjnej może prowadzić do powstania szczególnego rodzaju konstrukcji z punktu widzenia ryzyka, na które narażony jest fundusz. Ryzyka te uwarunkowane są *de facto* strukturą papierów wartościowych i praw majątkowych wchodzących w skład aktywów spółek celowych funduszu. Dlatego prawidłowy, tj. w szczególności zapewniający rzetelny i właściwy poziom ochrony interesu uczestników funduszu, pomiar ryzyka, na które narażony jest fundusz oraz właściwe zarządzanie tym ryzykiem, wymaga uwzględnienia, przy pomiarze ryzyka funduszu i zarządzaniu nim, czynników ryzyka wynikających z lokat dokonywanych również na poziomie spółek celowych funduszu.

Mając powyższe na uwadze, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jako organ funduszu inwestycyjnego, będącego podmiotem dysponującym uprawnieniami korporacyjnymi w stosunku do spółek celowych, poprzez które realizuje politykę inwestycyjną, powinno zapewniać, aby fundusz dysponował uprawnieniami korporacyjnymi dotyczącymi spółek celowych funduszu i wykorzystywał te uprawnienia, tak aby posiadać pełną wiedzę na temat struktury aktywów i zobowiązań spółek celowych oraz zapewniać możliwość podejmowania, decyzji inwestycyjnych, prowadzących do odpowiedniego kształtowania tejże struktury z perspektywy ryzyka, jakim obciążone są aktywa danego funduszu inwestycyjnego. W przypadku braku możliwości korzystania z takich uprawnień, w efekcie czego towarzystwo nie ma możliwości efektywnego zarządzania ryzykiem inwestycyjnym funduszu, należy rozważyć wycofanie aktywów funduszu ze spółki celowej. W takiej sytuacji brak uwzględniania w prowadzonej przez towarzystwo działalności w zakresie zarządzania funduszem, w tym zarządzania ryzykiem inwestycyjnym funduszu, ryzyka związanych z ekspozycjami funduszu uzyskiwanymi na poziomie spółek celowych oraz brak odpowiedniej dywersyfikacji struktury aktywów funduszu i struktury aktywów spółek celowych funduszu, można ocenić wyłącznie jako naruszający interes uczestników funduszu.

Nie ulega przy tym wątpliwości, że wdrożone w ramach systemu zarządzania ryzykiem w towarzystwie wewnętrzne limity ryzyka, dotyczące poszczególnych rodzajów ryzyka, na które narażony jest fundusz, powinny zostać ustalone na takich poziomach, aby łączna wartość ekspozycji funduszu na poszczególne rodzaje ryzyka, uwzględniając ekspozycje wynikające z wykorzystywania spółek celowych, zapewniła odpowiedni poziom bezpieczeństwa środków ulokowanych w funduszu przez jego uczestników, adekwatny do statusu funduszu inwestycyjnego i zarządzającego nim towarzystwa jako instytucji

zaufania publicznego. W powyższym kontekście szczególne wątpliwości może budzić ustalenie tychże wewnętrznych limitów ryzyka na takich poziomach, które nie gwarantowałyby, że aktywa funduszu inwestycyjnego nie są obciążone ryzykiem większym, niż w przypadku ryzyka występującego w przypadku funduszu niewykorzystującego spółek celowych w prowadzonej działalności inwestycyjnej.

Stosowanie opisywanego powyżej podejścia do pomiaru ryzyka i zarządzania ryzykiem funduszu ma szczególnie istotne znaczenie, m.in. dlatego, że w działalności funduszu inwestycyjnego realizującego politykę inwestycyjną z wykorzystaniem spółek celowych mogą występować sytuacje, w których fundusz inwestycyjny dokonuje lokat w dwie lub większą liczbę różnych spółek celowych (na przykład poprzez nabycie udziałów w dwóch różnych spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub poprzez nabycie akcji dwóch różnych spółek komandytowo-akcyjnych), które to spółki celowe dokonują dalszej inwestycji w to samo pojedyncze aktywo (np. akcje lub obligacje wyemitowane przez jeden podmiot, współwłasność tej samej nieruchomości).

W tego rodzaju strukturze inwestycyjnej istnieje zagrożenie wystąpienia niepożądanego sytuacji, w której lokaty dokonywane bezpośrednio przez fundusz inwestycyjny spełniają formalnie regułę dywersyfikacji aktywów określoną w art. 145 ust. 3 ustawy, a zatem wartość udziałów bądź akcji w spółkach celowych funduszu nie przekroczy 20% wartości aktywów funduszu, niemniej jednak pośrednia ekspozycja funduszu w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot lub inne prawa majątkowe związane z jednym podmiotem będzie prowadziła do faktycznego przekroczenia poziomu koncentracji ryzyka obciążającego aktywa funduszu, ponad poziom wynikający z przewidzianych w ustawie limitów inwestycyjnych. Takim sytuacjom powinna skutecznie przeciwdziałać wdrożona polityka inwestycyjna funduszu oraz polityka zarządzania ryzykiem.

Wykorzystywanie w ramach działalności inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych zamkniętych lub specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych) opisaną powyżej strukturę lub struktur w rezultacie doprowadzających do występowania, z punktu widzenia profilu ryzyka na jakie narażony jest fundusz, skutków analogicznych, jak w przypadku dokonania inwestycji w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot w skali przekraczającej dopuszczalny ustawą limit, stanowi sytuację rażąco sprzeczną z zasadami dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Podkreślenia wymaga, że system zarządzania ryzykiem wdrożony w towarzystwie funduszy inwestycyjnych powinien zapewniać zapobieganie występowaniu tego rodzaju sytuacji, a w szczególności system wewnętrznych limitów ryzyka powinien uwzględniać istnienie mechanizmów zapewniających pomiar i ograniczanie ryzyka, również na poziomie inwestycji dokonywanych przez spółki celowe funduszy, mając na względzie, iż to inwestycje dokonywane przez spółki celowe w rzeczywistości generują ryzyko, które ponoszą uczestnicy funduszu.

Komisja pragnie w tym miejscu ponownie podkreślić, że art. 3 ust. 3 ustawy zobowiązuje fundusze do prowadzenia działalności ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników. Ponadto, art. 48 ust. 2f ustawy zobowiązuje towarzystwo do ustanowienia w ramach systemu zarządzania ryzykiem systemu limitów wewnętrznych, których celem jest

ograniczanie koncentracji ryzyka w działalności zarządzanych funduszy. Mając na uwadze, że w pewnych sytuacjach koncentracja ryzyka może występować na poziomie spółek celowych, system wewnętrznych limitów ryzyka przyjęty w towarzystwie powinien bezwzględnie obejmować rozwiązania, które zapewnią prowadzenie działalności przez fundusze z uwzględnieniem zasad, których celem jest przeciwdziałanie nadmiernej kumulacji ryzyka inwestycyjnego funduszu i nieadekwatnego do polityki inwestycyjnej funduszu stopnia dywersyfikacji powierzonych funduszowi środków, będącej pośrednim skutkiem inwestycji dokonywanych z wykorzystaniem spółek celowych. Powyższe podejście powinno znajdować pełne zastosowanie również w przypadku okresów, o których mowa w pkt 3 niniejszego komunikatu.

Komisja pragnie podkreślić, że omawiane powyżej kwestie dotyczące przestrzegania zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego mają kluczowy charakter w kontekście prawidłowego wywiązania się przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych ze spoczywających na nim obowiązków w zakresie zarządzania funduszem inwestycyjnym.

W tym zakresie wszelkie stwierdzone w toku sprawowanego przez Komisję nadzoru nad instytucjami rynku funduszy inwestycyjnych naruszenia przepisów prawa powszechnie obowiązującego, postanowień statutu funduszu lub interesu uczestników mogą wiązać się z odpowiedzialnością administracyjną towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym nałożeniem na towarzystwo funduszy inwestycyjnych kary pieniężnej lub sankcji cofnięcia zezwolenia albo zastosowania obu tych kar łącznie.