UKNF | URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie niektórych aspektów dotyczących zarządzania ryzykiem funduszy inwestycyjnych i alternatywnych spółek inwestycyjnych

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie niektórych aspektów dotyczących zarządzania ryzykiem funduszy inwestycyjnych i alternatywnych spółek inwestycyjnych

1 Adresaci

Stanowisko ma zastosowanie do towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz zarządzających ASI prowadzących działalność na podstawie zezwolenia, a także do biegłych rewidentów przeprowadzających usługę atestacyjną systemów zarządzania ryzykiem w towarzystwach funduszy inwestycyjnych.

2 Cel

Stanowisko określa oczekiwania UKNF odnośnie sposobu realizacji niektórych obowiązków określonych w przepisach prawa regulujących funkcjonowanie systemu zarządzania ryzykiem.

3 Definicje

ustawa o funduszach	Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
rozporządzenie UE 231/2013	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru
rozporządzenie 2103/2020	Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych
fundusz	fundusz inwestycyjny, a w przypadku funduszu z wydzielonymi subfunduszami: każdy odrębny subfundusz, fundusz zagraniczny, unijny AFI lub alternatywna spółka inwestycyjna

interesariusze procesu zarządzania ryzykiem	osoby lub jednostki organizacyjne, które mają istotny udział w szeroko pojętym procesie zarządzania ryzykiem obejmującym raportowanie i komunikację z funkcją zarządzania ryzykiem: • funkcja zarządzania portfelami inwestycyjnymi funduszy, w tym zarządzający portfelami, doradcy inwestycyjni, traderzy i analitycy – niezależnie od tego, czy są zatrudnieni w towarzystwie lub zarządzającym ASI, czy też w zewnętrznym podmiocie, któremu powierzono czynności zarządzania portfelami inwestycyjnymi, • zarząd i rada nadzorcza, • właściwe komitety, takie jak komitet audytu lub komitet ds. ryzyka

4 Wstęp do stanowiska

Prawodawca unijny i krajowy zdecydowali o określeniu obowiązków dotyczących zarządzania ryzykiem na dość wysokim poziomie ogólności, z możliwością uwzględnienia w ramach realizacji tych przepisów zasady proporcjonalności.

Zawarte w stanowisku wytyczne nie zawierają dodatkowych obowiązków nakładanych przez organ nadzoru, a stanowią przedstawienie oczekiwanego sposobu realizacji obowiązków wynikających z treści przepisów prawa.

Obowiązki dotyczące systemów zarządzania ryzykiem dla UCITS i AFI zostały uregulowane w odrębnych aktach prawnych, jednakże zgodnie z motywem 51 preambuły rozporządzenia UE 231/2013, w celu zapewnienia spójności, zadania i obowiązki w ramach funkcji zarządzania ryzkiem w ZAFI powinny mieć podobny charakter do zadań powierzonych stałej funkcji zarządzania ryzykiem w spółkach zarządzających UCITS.

5 Zasada proporcjonalności

Obowiązujące przepisy prawa regulujące zarządzanie ryzykiem funduszy zostały ukształtowane w sposób uwzględniający zasadę proporcjonalności, która wyraża się przez konieczność dostosowania określonych procesów i procedur zarządzania ryzykiem, a także rozwiązań organizacyjnych dotyczących funkcji zarządzania ryzykiem, w szczególności liczby etatów i kwalifikacji pracowników dedykowanych tej funkcji, do skali i stopnia złożoności prowadzonej działalności, a także do specyfiki działalności inwestycyjnej poszczególnych funduszy. Zasada proporcjonalności powinna być stosowana na poszczególnych etapach zarządzania ryzykiem funduszu, omówionych w sekcji 6 stanowiska. Poniżej przedstawione zostało ramowe proponowane podejście dotyczące sposobu uwzględniania zasady proporcjonalności w odniesieniu do poszczególnych aspektów omówionych w sekcji 6, jakkolwiek to

TFI w polityce zarządzania ryzykiem powinno zdefiniować, w jaki sposób zamierza stosować zasadę proporcjonalności. Określone poniżej konkretne kryteria i wartości liczbowe wpływające na klasyfikację funduszu do określonego trybu zarządzania ryzykiem w myśl zasady proporcjonalności mają charakter poglądowy i przykładowy.

Przy stosowaniu zasady proporcjonalności TFI lub zarządzający ASI mogą uwzględniać w szczególności następujące charakterystyki funduszu.

Częstotliwość i względna wartość zawieranych transakcji:

- kilka-kilkanaście transakcji rocznie – monitoring ryzyka prowadzony jest z częstotliwością odpowiadającą dniom wyceny określonym w statucie funduszu oraz – poza dniami wyceny – w czasie zawierania i negocjowania istotnych umów, których stroną jest fundusz lub innych istotnych operacji gospodarczych;
- kilkadziesiąt-kilkaset transakcji rocznie, przy rocznej stopie obrotu portfela[1] nie większej niż 100% – codzienny monitoring ryzyka;
- kilkadziesiąt-kilkaset transakcji rocznie, przy rocznej stopie obrotu portfela powyżej 100% – codzienny monitoring ryzyka, wraz z obsługą informatyczną zautomatyzowanej analizy ryzyka pre-trade na poziomie I linii obrony;
- powyżej 2500 transakcji rocznie, przy rocznej stopie obrotu portfela nie większej niż 100% – monitoring ryzyka *intraday*;
- powyżej 2500 transakcji rocznie, przy rocznej stopie obrotu portfela powyżej 100% – monitoring ryzyka *intraday*, wraz z obsługą informatyczną zautomatyzowanej analizy ryzyka pre-trade na poziomie I linii obrony.

Przy ocenianiu częstotliwości i względnej wartości zawieranych transakcji można nie uwzględniać zakładania i rozwiązywania depozytów bankowych. Niezależnie od ogólnej częstotliwości zawieranych transakcji, wzmożony monitoring *ex ante* ze strony funkcji zarządzania ryzykiem powinien zostać wdrożony w przypadku transakcji o istotnej wartości, których **przykładowy** orientacyjny próg może wynosić 2,5% WAN w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych i 10% WAN w przypadku alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

Stopień standaryzacji transakcji:

[1] Stopa obrotu portfela wyliczona na zasadach określonych w załączniku nr 1 do rozporządzenia *w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy*, przy czym do celów niniejszego stanowiska zasadne jest zastosowanie następujących korekt:

- nieuwzględnianie wartości transakcji nabycia i zbycia dokonywanych w ramach umów sell – buy back, buy – sell back, repo, reverese repo;
- nieuwzględnianie wartości zbytych i odkupionych jednostek uczestnictwa lub wyemitowanych i wykupionych certyfikatów inwestycyjnych, jeżeli operacje te były realizowane na rzecz zakładów ubezpieczeń i obejmowały jednoczesne wpływy do funduszu i wypływy z funduszu w tej samej wysokości.

- Fundusz realizuje politykę inwestycyjną przede wszystkim poprzez składanie zleceń na rynku zorganizowanym lub zleceń na innych rynkach w ramach standardowej na danym rynku transakcji (np. umowa zgodna z powszechnie uznanym na rynku standardem lub umowę ramową z firmą inwestycyjną).

  W takiej sytuacji monitoring ryzyka *ex ante* przeprowadzany w ramach pierwszej linii obrony (funkcję zarządzania aktywami), udział funkcji zarządzania ryzykiem może mieć charakter *ex post*.
- Fundusz zawiera umowy mające za przedmiot aktywa niepubliczne, niebędące transakcjami standardowymi. Struktura zawieranych transakcji jest relatywnie prosta, umowy nie zawierają niestandardowych klauzul dodatkowych, ani nie kreują wbudowanych instrumentów pochodnych.

  W takiej sytuacji monitoring ryzyka *ex ante* przeprowadzany jest co do zasady w ramach pierwszej linii obrony (funkcję zarządzania aktywami), ale konieczny jest udział funkcji zarządzania ryzykiem na etapie przedinwestycyjnym w przypadku zawierania transakcji mających istotny wpływ na ogólną sytuację funduszu.
- Fundusz zawiera umowy mające za przedmiot aktywa niepubliczne. Struktura dokumentacji zawieranych transakcji obejmuje skomplikowane stosunki prawne, zawiera niestandardowe klauzule dodatkowe lub wbudowane instrumenty pochodne, może składać się z umów przedwstępnych i przyrzeczonych lub innych wariantów wieloetapowych transakcji. Zawarcie umowy poprzedza etap negocjacji.

  W takiej sytuacji konieczny jest każdorazowy udział funkcji zarządzania ryzykiem *ex ante*, na etapie negocjacji i badań *due diligence*, analizy projektów umów.

Stopień złożoności polityki i strategii inwestycyjnej funduszu, zasad alokacji aktywów i stylu inwestycyjnego; rodzaje rynków, na których fundusz zawiera transakcje:

Im wyższy stopień skomplikowania polityki i strategii inwestycyjnej funduszu, tym bardziej rozbudowane powinny być procesy i procedury zarządzania ryzykiem odnoszące się do tego funduszu, w tym katalog zidentyfikowanych ryzyk, a także większy powinien być stopień szczegółowości metod pomiaru ryzyka i systemu limitów wewnętrznych.

Poniżej przedstawiono przykładowe charakterystyki funduszu ze wskazaniem sugerowanej ich hierarchizacji pod kątem stopnia skomplikowania polityki i strategii inwestycyjnej:

- fundusz inwestuje, przede wszystkim na rynkach aktywnych (w rozumieniu przepisów o rachunkowości), w pojedynczą klasę aktywów, w ramach której selekcja instrumentów finansowych odzwierciedla w znaczącej mierze przyjęty benchmark – niski stopień skomplikowania;
- fundusz inwestuje, przede wszystkim na rynkach aktywnych, w pojedynczą klasę aktywów, w ramach której stosuje aktywną selekcję instrumentów finansowych

w oparciu o kryteria analizy fundamentalnej lub technicznej – średni stopień skomplikowania;

- fundusz inwestuje przede wszystkim poza rynkiem aktywnym, w pojedynczą klasę aktywów (np. obligacje korporacyjne) – średni stopień skomplikowania;
- fundusz inwestuje w dwie lub więcej klasy aktywów, udział poszczególnych klas aktywów jest stały lub zmienia się w niewielkim stopniu – średni stopień skomplikowania;
- fundusz inwestuje w dwie lub więcej klasy aktywów, udział poszczególnych klas aktywów podlega istotnym zmianom – wysoki stopień skomplikowania;
- fundusz stosuje strategie uwzględniające wykorzystywanie instrumentów pochodnych lub transakcji repo / sell-buy back lub krótkiej sprzedaży w celu generowania ekspozycji na klasy aktywów, instrumenty finansowe lub stopy procentowe, dźwignia finansowa brutto może przekraczać 150% WAN – wysoki stopień skomplikowania;
- fundusz inwestuje w nieruchomości lub pakiety wierzytelności lub udziałowe prawa majątkowe spółek niepublicznych – bardzo wysoki stopień skomplikowania;
- fundusz stosuje strategie uwzględniające wykorzystywanie instrumentów pochodnych lub transakcji repo / sell-buy back lub krótkiej sprzedaży w cele generowania ekspozycji na klasy aktywów lub instrumenty finansowe lub stopy procentowe, dźwignia finansowa brutto może przekraczać 300% WAN – skrajnie wysoki stopień skomplikowania;
- fundusz inwestuje w struktury piętrowe angażujące spółki celowe – skrajnie wysoki stopień skomplikowania.

Przykładowy katalog kategorii ryzyk i metod ich pomiaru został zaprezentowany w załączniku I. Identyfikacja ryzyk oraz dobór metod pomiaru istotnych ryzyk powinien zostać dokonany co najmniej poprzez rozpatrzenie kategorii ryzyka i zastosowanie wskaźników oceny ryzyka wymienionych w załączniku I – o ile mają zastosowanie do konkretnego funduszu, uwzględniając specyfikę jego polityki i strategii inwestycyjnej.

Przykładowy sposób ustalenia limitów wewnętrznych ryzyka w sposób proporcjonalny do stopnia złożoności polityki i strategii inwestycyjnej został przedstawiony w załączniku II. W konsekwencji, poszczególne postanowienia statutu funduszu (w zakresie regulującym politykę inwestycyjną), dokumentu strategii inwestycyjnej i innych dokumentów lub ustaleń określających zasady alokacji i sposoby selekcji aktywów – realizując zasadę proporcjonalności – powinny podlegać ocenie pod kątem wpływu na procesy pomiaru i ograniczania ryzyka.

Rejony geograficzne lokat funduszu i ekspozycje walutowe:

Im wyższy stopień skomplikowania polityki inwestycyjnej ze względu na rejony geograficzne i ekspozycje walutowe, tym bardziej rozbudowane powinny być procesy i procedury zarządzania ryzykiem odnoszące się do tego funduszu, w tym katalog zidentyfikowanych ryzyk związanych z rynkami zagranicznymi i ryzyk kursowych,

a także większy powinien być stopień szczegółowości metod pomiaru ryzyka i systemu limitów wewnętrznych – w odniesieniu do zagadnień takich jak dywersyfikacja geograficzna i sytuacja makroekonomiczna w państwach, w których dokonywane są lokaty.

W poniższej tabeli przedstawiono sugerowany sposób hierarchizacji funduszy uwzględniając stopień skomplikowania polityki inwestycyjnej ze względu na rejony geograficzne i ekspozycje walutowe.

Stopień skomplikowania polityki inwestycyjnej ze względu na rejony geograficzne i ekspozycje walutowe	**Fundusz nie ma ekspozycji walutowych**	**Fundusz ma ekspozycje walutowe, polityka / strategia przewidują obowiązek zabezpieczania całości lub przeważającej części (co najmniej 90%) ekspozycji walutowej**	**Fundusz ma ekspozycje walutowe, polityka / strategia przewidują swobodną decyzję zarządzającego, czy zabezpieczać eskpozycję walutową**
Fundusz inwestuje wyłącznie na rynkach polskich	Niski	Średni	Wysoki
Fundusz dokonuje inwestycji zagranicznych, ekspozycja na poszczególne rynki zagraniczne nie ulega istotnym zmianom	Niski/Średni	Średni	Wysoki
Fundusz dokonuje inwestycji zagranicznych, wybór rynków zagranicznych i stopień zaangażowania w poszczególne rynki zagraniczne może ulegać istotnym zmianom	Nie dotyczy	Wysoki	Bardzo wysoki

Faza cyklu życia, w jakiej znajduje się fundusz:

- fundusz znajduje się w trakcie budowy portfela – funkcja zarządzania ryzykiem, dodatkowo do standardowych działań, kładzie szczególny nacisk na monitorowanie wpływu nie w pełni opłaconych certyfikatów inwestycyjnych na sytuację funduszu, monitorowanie realizacji zobowiązań uczestników wobec funduszu, monitorowanie ekspozycji przekraczających docelowe limity dywersyfikacji i limity na klasy aktywów oraz wpływu tych ekspozycji na ogólny poziom ryzyka ponoszony przez uczestników, monitorowanie terminu na dostosowanie struktury aktywów do obowiązujących limitów;
- fundusz znajduje się fazie utrzymywania aktywów – funkcja zarządzania ryzykiem powinna koncentrować się na bieżącym pomiarze i raportowaniu ryzyka oraz regularnym przeprowadzaniu testów warunków skrajnych, a także – w stosownych przypadkach – monitoringu realizacji planu operacyjnego funduszu. Dodatkowo do standardowych działań dotyczących monitoringu płynności aktywów, uwzględnia czas pozostały do otwarcia likwidacji funduszu (w przypadku funduszy utworzonych na czas określony);

- fundusz znajduje się w okresie dezinwestycji poprzedzającym otwarcie likwidacji funduszu – funkcja zarządzania ryzykiem, dodatkowo do standardowych działań, kładzie szczególny nacisk na weryfikację procesu poszukiwania kontrahentów i *due diligence* kontrahentów, a także monitoring realizacji przez nich płatności na rzecz funduszu zgodnie z wynegocjowanymi umowami.

6 Stanowisko

Regulacja, do której odnosi się stanowisko	Omówienie aspektów zarządzania ryzykiem
	I. PROFIL RYZYKA
art. 39 ust. 1 lit. b i nast. rozporządzenia UE 231/2013 **§ 11 ust. 3 pkt 2 i nast. rozporządzenia 2103/2020**	(1) Wypełniając obowiązek zapewnienia zgodności profilu ryzyka funduszu z limitami ryzyka, TFI lub zarządzający ASI powinni zapewnić w szczególności: a) precyzyjne i jednoznaczne określenie profilu ryzyka indywidualnie dla każdego zarządzanego funduszu; b) znajomość i rozumienie tak określonego profilu ryzyka przez wszystkich interesariuszy procesu zarządzania ryzykiem.
	(2) Profil ryzyka każdego funduszu powinien określać gotowość do poniesienia ryzyka w ramach działalności inwestycyjnej realizowanej przez konkretny fundusz oraz uwzględniać poziom ryzyka, jakiego poniesienie jest akceptowalne przez uczestnika z grupy docelowej tego funduszu (apetyt na ryzyko).
	(3) Profil ryzyka zdefiniowany na potrzeby procesów zarządzania ryzykiem funduszu powinien być w pełni spójny z informacjami na temat ryzyka wynikającymi z dokumentów ofertowych, informacyjnych i reklamowych funduszy. Dotyczy to zarówno dokumentów funduszu opisujących wprost profil ryzyka funduszu (por. art. 222b pkt 1 lit. c ustawy o funduszach), jak również dokumentów, których poszczególne elementy mogą mieć wpływ na postrzeganie profilu ryzyka funduszu przez jego uczestników (statut, KIID, KID, karta funduszu, prospekt informacyjny, prospekt emisyjny, warunki emisji, materiały marketingowe na stronach internetowych). Informacje te mogą znajdować się na przykład przy opisie: a) profilu inwestora funduszu (w tym wskazania jego skłonności do ryzyka); b) zakładanego horyzontu inwestycyjnego funduszu; c) wyjaśnienia czynników ryzyka i sposobów ograniczania ryzyka; d) rekomendowanego przeznaczenia inwestycji w fundusz (np. uzupełnienie oszczędności emerytalnych, chęć uzyskania przez inwestora ekspozycji na dany rynek / dążenie osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu kosztem podwyższo-

		nego ryzyka inwestycyjnego/dążenie do osiągnięcia stóp zwrotu odzwierciedlających stopy rynku pieniężnego przy zachowaniu wysokiego bezpieczeństwa inwestycji); e) wahań stóp zwrotu, w tym ich stabilności lub zmienności i potencjalnych strat, jakie inwestor jest w stanie zaakceptować przy dążeniu do realizacji celu inwestycyjnego; f) założeń, co do reinwestycji dochodów lub ich wypłacania; g) docelowej duracji portfela dłużnego; h) charakterystyki emitentów dłużnych i udziałowych papierów wartościowych, kryteriów ich selekcji i stopnia koncentracji/dywersyfikacji; i) stopnia skomplikowania technik inwestycyjnych stosowanych przez fundusz, w tym stopnia wykorzystania dźwigni finansowej w inwestycjach funduszu; j) zakładanego poziomu płynności inwestycji.
	(4)	Profil ryzyka każdego funduszu powinien zostać zatwierdzony przez zarząd TFI lub zarządzającego ASI. Propozycje dotyczące określenia profilu ryzyka każdego funduszu powinny zostać sporządzone lub zaopiniowane przez funkcję zarządzania ryzykiem. Zdefiniowanie, zatwierdzenie profilu ryzyka i przygotowanie niezbędnych dokumentów funduszu uwzględniających zatwierdzony profil ryzyka powinno nastąpić na etapie tworzenia funduszu, przed rozpoczęciem jego dystrybucji do potencjalnych uczestników. Ewentualna zmiana profilu ryzyka w trakcie prowadzenia działalności przez fundusz powinna być dopuszczona jedynie w wyjątkowych sytuacjach, uzasadnionych interesem uczestników, a także zawsze związana z odpowiednią, transparentną komunikacją z uczestnikami i potencjalnymi uczestnikami funduszu (np. w sprawie zmiany polityki inwestycyjnej).
II. IDENTYFIKACJA RYZYK		
art. 39 ust. 1 lit. a oraz art. 40 ust. 1 rozporządzenia UE 231/2013 **§ 10 ust. 1 rozporządzenia 2103/2020**	(5)	Realizując obowiązek wykrywania i określenia wszelkiego rodzaju ryzyk funduszu, funkcja zarządzania ryzykiem powinna dogłębnie i kompletnie rozumieć politykę i strategię inwestycyjną każdego funduszu oraz zasady konstrukcji funduszu i strukturę jego grupy docelowej (uczestników i potencjalnych uczestników). Funkcja zarządzania ryzykiem uwzględnia te charakterystyki poszczególnych funduszy przy identyfikacji ryzyk.
	(6)	Identyfikacja ryzyk związanych z polityką i strategią inwestycyjną powinna uwzględniać co najmniej następujące charakterystyki funduszu: a) cel inwestycyjny i sposoby jego realizacji; b) dopuszczalne klasy aktywów i sposoby ich alokacji; c) stosowany styl inwestycyjny, obejmujący wykorzystywane sposoby selekcji aktywów i techniki inwestycyjne – w tym techniki dźwigni finansowej; d) w stosownych przypadkach: plan operacyjny funduszu; e) fazy cyklu inwestycyjnego funduszu.

(7) Identyfikacja ryzyk związanych z zasadami konstrukcji funduszu i struktury jego grupy docelowej powinna obejmować co najmniej następujące charakterystyki funduszu:

a) profil inwestora z grupy docelowej funduszy, w tym jego zakładaną skłonność albo awersję do ryzyka;
b) horyzont inwestycyjny oraz czas trwania funduszu i przesłanki otwarcia jego likwidacji;
c) zasady odkupywania jednostek / wykupu certyfikatów inwestycyjnych / wypłat dochodów i przychodów;
d) stosowane modele wyceny aktywów.

(8) Identyfikacja ryzyk powinna być dokonywana co najmniej na następujących poziomach:

a) ryzyka na poziomie aktywów funduszu – odnoszące się do cech poszczególnych składników aktywów, takich jak ich płynność i jakość, charakterystyka emitentów i wystawców instrumentów finansowych (z uwzględnieniem, w przypadku obligacji, podziału na obligacje skarbowe, korporacyjne i municypalne oraz podziału ze względu na wiarygodność kredytową emitenta oraz, w przypadku akcji, podziału na spółki wzrostowe i wartościowe), kontrahentów w transakcjach zawieranych przez fundusz, terminy zapadalności poszczególnych składników aktywów, metody wyceny aktywów, techniki inwestycyjne, w tym techniki dźwigni finansowej;

b) ryzyka na poziomie funduszu – odnoszące się do ogólnej sytuacji funduszu, dotyczące m.in. przestrzegania przez fundusz ustawowych i statutowych limitów inwestycyjnych, horyzontu inwestycyjnego funduszu, benchmarkingu i atrybucji wyniku funduszu, duracji portfela funduszu, koncentracji portfela w branżach gospodarczych i w sektorach dotyczących wielkości przedsiębiorstw oraz w rejonach geograficznych i w walutach, w których denominowane są aktywa i ekspozycje funduszu, stopnia wykorzystywania i rodzajów finansowania zewnętrznego funduszu poprzez kredyty, pożyczki i obligacje lub transakcje *repo / sell buy back*;

c) w przypadku wykorzystywania struktur piętrowych angażujących podmioty trzecie (spółki celowe): ryzyka aktywów (i zobowiązań) docelowych oraz ryzyka prawne i podatkowe związane z utrzymywaną strukturą.

(9) Rozstrzygnięcie, czy do celów zarządzania ryzykiem dany fundusz uznaje się jako wykorzystujący struktury piętrowe angażujące podmioty trzecie (spółki celowe) jest poprzedzone szczegółową analizą sposobu realizacji polityki inwestycyjnej funduszu z uwzględnieniem tego, na którym konkretnie poziomie (bezpośrednich aktywów funduszu lub aktywów spółek celowych) powstają ekspozycje na ryzyko zgodne z polityką inwestycyjną deklarowaną w dokumentach ofertowych, informacyjnych i reklamowych funduszu (np. w przypadku funduszu nieruchomościowego – na którym poziomie nabywane są prawa własności do nieruchomości oraz zaciągane są kredyty na ich nabycie).

	Sytuacje uznania funduszu za niewykorzystujący struktur piętrowych (lecz stosujący wyłącznie inwestycje bezpośrednie), **w przypadku gdy lokuje on aktywa wyłącznie lub w większości w obligacje lub inne prawa majątkowe niepublicznych, <u>wzajemnie powiązanych osobowo lub kapitałowo spółek</u>**, powinny być traktowane przez funkcję zarządzania ryzykiem jako sygnał ostrzegawczy wskazujący na konieczność dogłębnej analizy zaistniałego przypadku w kontekście zasadności przyjęcia założenia o braku wykorzystywania struktur piętrowych.
(10)	Przy identyfikacji ryzyk TFI lub zarządzający ASI zapewnia interakcję funkcji zarządzania ryzykiem ze wszystkimi kluczowymi interesariuszami procesu zarządzania ryzykiem, tak aby zapewnić uwzględnienie specyficznych okoliczności związanych z funkcjonowaniem danego funduszu widzianych ze strony wszystkich istotnych jednostek organizacyjnych TFI lub zarządzającego ASI. Takie interakcje powinny obejmować co najmniej zarząd, radę nadzorczą, funkcję zarządzania aktywami, funkcje wyceny i księgowości, funkcję odpowiedzialną za dystrybucję i marketing, przedsiębiorców, którym towarzystwo, zarządzający ASI lub fundusz powierza wykonywanie niektórych czynności.
(11)	Identyfikacja ryzyk powinna być przeprowadzona odrębnie dla każdego zarządzanego funduszu. W przypadku korzystania z generalnego, zbiorczego zestawu zidentyfikowanych czynników ryzyka (mapy ryzyka), należy zapewnić odrębne dla każdego funduszu przeprowadzenie selekcji ryzyk uwzględniając specyfikę każdego funduszu. W takiej sytuacji mapa ryzyka powinna być przedmiotem regularnego przeglądu, mającego na celu upewnienie się, że jest ona kompletna i aktualna. W sytuacji pojawienia się nowych rodzajów ryzyka, znaczących zmian w strategii i politykach inwestycyjnych lub środowisku zewnętrznym, ocena aktualności mapy ryzyka powinna być przeprowadzona ponownie.
(12)	W ramach ogólnej kategorii ryzyka (np. ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe) powinno dojść do identyfikacji konkretnych czynników ryzyka mających zastosowanie dla danego funduszu. Zalecane jest, aby proces identyfikacji ryzyk przebiegał przy wykorzystaniu podejścia „od szczegółu do ogółu", wychodząc od czynników ryzyka możliwych do wystąpienia ze względu na specyfikę działalności funduszu, a następnie zgrupowania ich w kategorie ryzyka.
(13)	Identyfikacja ryzyk w procesie zarządzania ryzykiem powinna być spójna z katalogiem ryzyk wykazywanym w prospekcie informacyjnym, prospekcie emisyjnym lub warunkach emisji funduszu. Oznacza to, że wszystkie ryzyka ujawniane w dokumentach funduszu powinny zostać rozpatrzone w procesie zarządzania ryzykiem funduszu w kontekście tego, czy powinny one zostać uznane za istotne, a w przypadku stwierdzenia istotności powinny zostać objęte procesami pomiaru, monitorowania i ograniczania ryzyka.
(14)	Na podstawie określonych kryteriów funkcja zarządzania ryzykiem powinna przeprowadzić ocenę zidentyfikowanych ryzyk pod kątem ich istotności w odniesieniu

		do danego funduszu. Kryteria istotności powinny być w jak największym stopniu obiektywne. W przypadku ryzyk trudnomierzalnych dopuszczalne jest stosowanie oceny eksperckiej. W kryteriach istotności należy uwzględnić skutki materializacji ryzyka w danym horyzoncie czasowym oraz prawdopodobieństwo wystąpienia danego ryzyka.
III. USTALENIE ZASAD POMIARU I SZACOWANIA RYZYKA		
art. 45 w zw. z art. 44 i art. 39 ust. 1 lit. a rozporządzenia UE 231/2013 **§ 12 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia UE 2103/2020**	(15)	Dla każdego ryzyka uznanego za istotne funkcja zarządzania ryzykiem wdraża adekwatne wskaźniki oceny ilościowej lub jakościowej. Wdrożenie wyłącznie jakościowych wskaźników oceny danego czynnika ryzyka dopuszczalne jest jedynie w uzasadnionych przypadkach. Takie uzasadnienie powinno być sporządzone w formie pisemnej i dostępne do wglądu audytu wewnętrznego, biegłego rewidenta, rady nadzorczej i UKNF. Uzasadnieniem dla braku pomiaru ilościowego może być specyfika danego ryzyka np. ocena ryzyka związanego ze stanem prawnym nieruchomości. Wskaźniki oceny ryzyka powinny uwzględniać specyfikę dokonywanych lokat i stosowanych strategii inwestycyjnych i mogą dotyczyć np. jakości kredytowej emitentów/kontrahentów, koncentracji podmiotowej, sektorowej i geograficznej. Przykładowe wskaźniki, ryzyka zostały wymienione w załączniku I.
	(16)	Minimalny katalog kategorii ryzyk, w ramach których należy wyróżnić czynniki ryzyka podlegające pomiarowi albo szacowaniu, obejmuje: ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe, ryzyko operacyjne, ryzyko kontrahenta, ryzyko płynności. Jest to minimalny katalog wspólny dla wszystkich funduszy, który powinien być uzupełniony o istotne ryzyka specyficzne dla konkretnego funduszu. W zależności od charakterystyki funduszu konieczne może być wdrożenie większej liczby kategorii ryzyka, w ramach których określa się wskaźniki oceny czynników ryzyka, specyficznych dla konkretnego funduszu.
	(17)	Zestaw wskaźników może być w części wspólny dla wielu funduszy/strategii, jednak konieczne może być określenie specyficznych wskaźników adekwatnych dla konkretnego funduszu z uwzględnieniem jego charakterystyki. Analiza takiej potrzeby powinna być przeprowadzona indywidualnie dla każdego funduszu.
IV. KONTROLA RYZYKA POPRZEZ LIMITY RYZYKA		
art. 40 ust. 3 lit. d, art. 44 rozporządzenia UE 231/2013 **§ 12 ust. 3 pkt 4 w zw. z § 11 ust.**	(18)	Wypełniając obowiązek ustanowienia i wdrożenia ilościowych lub jakościowych limitów ryzyka w odniesieniu do każdego zarządzanego funduszu, TFI lub zarządzający ASI określają limity wewnętrzne dla każdego przyjętego wskaźnika oceny ilościowej lub jakościowej ryzyka. Wartość graniczna limitu powinna być spójna z przyjętym profilem ryzyka funduszu, a w konsekwencji również z informacjami na temat ryzyka wynikającymi z jego dokumentów ofertowych, informacyjnych i reklamowych, które mogą mieć wpływ na postrzeganie profilu ryzyka funduszu przez jego uczestników, w tym: a) statutu;

3 pkt 2 rozporządzenia 2103/2020	b) prospektu informacyjnego, prospektu emisyjnego lub warunków emisji; c) dokumentów KIID i KID; d) informacji zaprezentowanych na stronach internetowych; e) karty funduszu i innych materiałów marketingowych dotyczących funduszu.
	(19) Rozpatrując spójność dopuszczalnych wartości granicznych limitów ryzyka ze statutem należy uwzględnić w szczególności następujące zagadnienia i sposób ich opisu w statucie funduszu: a) jak ścisłą dywersyfikację lokat stosuje fundusz; b) jaka jest deklarowana płynność lokat funduszu; c) jakie są deklarowane możliwości i terminy wyjścia uczestnika z inwestycji w fundusz, w tym zasady i terminy odkupywania jednostek uczestnictwa i wykupu certyfikatów inwestycyjnych, czas trwania funduszu i przesłanki otwarcia likwidacji; d) jakie kryteria bezpieczeństwa / kryteria ostrożnościowe (w tym np. ratingi) muszą spełniać lokaty funduszu zgodnie z określonymi w polityce inwestycyjnej kryteriami doboru lokat; e) jaki jest stopień skomplikowania stosowanych technik inwestycyjnych: czy i w jakim stopniu dopuszczalne jest zaciąganie kredytów lub pożyczek, emitowanie obligacji, zawieranie transakcji repo / sell buy back, krótkiej sprzedaży i transakcji na instrumentach pochodnych; f) czy fundusz dopuszcza wysoką koncentrację inwestycji w jednym regionie geograficznym / branży gospodarczej / w grupie powiązanych podmiotów (koncentracja sektorowa, geograficzna, walutowa, podmiotowa); g) czy fundusz przewiduje dokonywanie inwestycji poprzez spółki celowe.
	(20) Rozpatrując spójność dopuszczalnych wartości granicznych limitów ryzyka z prospektem informacyjnym, prospektem emisyjnym, warunkami emisji, KIID i KID należy, oprócz zagadnień wymienionych w wytycznej 19, uwzględnić również następujące zagadnienia i sposób ich opisu w dokumentach funduszu: a) czy fundusz jest przeznaczony dla inwestora ostrożnego, czy akceptującego wysokie ryzyko; b) preferencji inwestora z grupy docelowej funduszu w zakresie aktywności inwestycyjnej funduszu (stabilne/dynamiczne zarządzanie aktywami); c) jak wysoką skalę wahań WANJU/WANCI w ujęcie procentowym przewiduje fundusz (na podstawie statystycznych miar zmienności – o ile w prawidłowy sposób odzwierciedlają one ryzyko funduszu lub w przeciwnym przypadku innych ilościowych wskaźników ryzyka, takich jak np. stopień jakości kredytowej); d) czy fundusz jest przeznaczony do uzupełnienia inwestycji emerytalnych; e) jaki jest dopuszczalny / oczekiwany / przeciętny poziom dźwigni finansowej funduszu; f) jaki jest deklarowany średni termin zapadalności portfela dłużnego.
	(21) Rozpatrując spójność dopuszczalnych wartości granicznych limitów ryzyka z materiałami marketingowymi należy, oprócz zagadnień wymienionych w wytycznych 19-

	20, uwzględnić również następujące zagadnienia i sposób ich opisu w dokumentach funduszu: a) jakich określeń używa TFI lub zarządzający ASI opisując fundusz w materiałach marketingowych; b) jakie cechy emitentów, w których inwestuje fundusz, eksponowane są w materiałach marketingowych jako zalety funduszu (np. spółki wyselekcjonowane w oparciu o kryteria analizy fundamentalnej, technicznej lub portfelowej, co ma zmniejszać ryzyko poniesienia straty); c) jakie cechy instrumentów dobieranych do portfela inwestycyjnego funduszu, eksponowane są w materiałach marketingowych jako zalety funduszu (np. obligacje odpowiednio zabezpieczone, co ma zmniejszać ryzyko straty albo instrumenty cechujące się odpowiednią płynnością / krótką zapadalnością, co ma zmniejszać ryzyko braku możliwości szybkiego wycofania się z inwestycji w fundusz); d) czy TFI deklaruje stosowanie określonych mechanizmów kontroli / ograniczania ryzyka funduszu.
(22)	Punktem wyjścia do ustalenia siatki wewnętrznych limitów ryzyka są ograniczenia wynikające z przepisów prawa powszechnie obowiązującego, do których określa się odpowiednio odpowiadające im limity wewnętrzne. Oprócz limitów odnoszących się do ograniczeń wynikających z przepisów prawa, niezbędnym i koniecznym warunkiem wdrożenia kompletnego systemu wewnętrznych limitów ryzyka jest określenie innych limitów, dostosowanych do specyfiki i charakteru funduszu. Przykładowe limity ryzyka i ich wartości graniczne, jakie mogą zostać wdrożone w odniesieniu do czynników i kategorii ryzyka, uwzględniając postanowienia statutu i innych dokumentów funduszu, zostały zaprezentowane w załączniku II.
(23)	W przypadku limitów ryzyka dotyczących ilościowych wskaźników oceny ryzyka zasadne jest wdrożenie, oprócz wartości granicznych, progów ostrzegawczych informujących o tym, że aktualny poziom ryzyka znajduje się w pobliżu maksymalnej wartości przewidzianej limitem. Zgodnie z tak przyjętą zasadą tzw. „sygnalizacji świetlnej", wyróżnia się strefę zieloną (zgodną z profilem ryzyka), strefę żółtą (zgodną z profilem ryzyka, ale wskazującą, że wykorzystanie poszczególnych wskaźników ryzyka implikuje konieczność podjęcia działań ograniczających poziom aktualnego ryzyka) i strefę czerwoną (wskazującą, że aktualny poziom ryzyka znajduje się poza przyjętym profilem ryzyka, w związku z czym niezbędne są działania ograniczające i mitygujące materializację ryzyka w przyszłości).
(24)	W ramach przeglądu systemu zarządzania ryzykiem, o którym mowa w art. 41 rozporządzenia UE 231/2013 i § 21 rozporządzenia 2103/2020, funkcja zarządzania ryzykiem zapewnia regularną ocenę efektywności wdrożonych limitów ryzyka i ich „kalibrację" polegającą na upewnieniu się, że stosowane poziomy wartości granicznych i sygnalizacji ostrzegawczej znajdują się na odpowiednich poziomach, spójnych z profilem ryzyka, zapewniając realne przyczynianie się przez system wewnętrznych limitów ryzyka do bieżącej kontroli poziomu ryzyka funduszu i zabezpieczenia przed wykraczaniem poza przyjęty profil ryzyka. W wyniku kalibracji, zbyt

		liberalne limity powinny zostać skorygowane do bardziej ostrożnościowych, uwzględniając charakterystykę funduszu wynikającą z jego profilu ryzyka i dokumentów funduszu.
	(25)	Towarzystwo lub zarządzający ASI zapewniają aktualną i kompletną wiedzę osób mających wpływ na aktualny poziom ryzyka poszczególnych funduszy, w tym w szczególności na podejmowanie decyzji inwestycyjnych, na temat obowiązujących limitów ryzyka i aktualnego stanu ich wykorzystania.
	(26)	W związku z faktem, że profil ryzyka zgodnie z wytyczną 4 podlega zatwierdzeniu przez zarząd, dopuszczalne jest zatwierdzenie limitów ryzyka przez: a) zarząd towarzystwa lub zarządzającego ASI albo b) członka zarządu odpowiedzialnego za zarządzanie ryzykiem albo c) wewnętrzne ciało kolegialne właściwe ds. zarządzania ryzykiem takie jak komitet ryzyka, o ile członkiem komitetu jest co najmniej jeden członek zarządu (przy czym nie może to być komitet właściwy ds. zarządzania aktywami).
V. DOSTOSOWANIE STRATEGII INWESTYCYJNEJ, PROFILU PŁYNNOŚCI I POLITYKI UMARZANIA		
Art. 49 rozporządzenia UE 231/2013 **§ 13 ust. 3 rozporządzenia 2103/2020**	(27)	Wypełniając obowiązek zapewnienia spójności (dostosowania) strategii inwestycyjnej, profilu płynności i polityki umarzania, funkcja zarządzania ryzykiem powinna monitorować profil płynności aktywów i potrzeby płynnościowe wynikające ze zobowiązań i kapitałów funduszu.
	(28)	Monitorując profil płynności aktywów funkcja zarządzania ryzykiem powinna uwzględniać w szczególności: a) płynność poszczególnych składników portfela inwestycyjnego funduszu, w tym wielkość i możliwy czas pozyskania środków z tytułu sprzedaży posiadanych aktywów, z uwzględnieniem kosztów transakcyjnych niezbędnych do poniesienia celem realizacji sprzedaży, b) dochody uzyskiwane z aktywów funduszu (np. dywidendy, odsetki); c) wartość wpływów netto do funduszu, które zgodnie z przewidywaniami wpłyną do funduszu / wypłyną z funduszu w wyniku realizacji zbywania / odkupywania jednostek uczestnictwa albo emisji / wykupów certyfikatów inwestycyjnych; d) wielkość i terminy możliwych do pozyskania środków w ramach kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. W uzasadnionych przypadkach monitorowanie profilu płynności aktywów powinno obejmować analizę łącznego zaangażowania funduszy zarządzanych przez jedno TFI lub jednego zarządzającego ASI w te same składniki portfela inwestycyjnego. Powinno to mieć miejsce w szczególności wtedy, gdy na sytuację pojedynczego funduszu związaną z posiadaniem określonych składników portfela, w tym potencjalną możliwość ich zbycia, w sposób istotny wpływa fakt posiadania tych samych składników portfela przez inny fundusz lub inne fundusze.
	(29)	Monitorując potrzeby płynnościowe wynikające ze zobowiązań i kapitałów funduszu funkcja zarządzania ryzykiem powinna uwzględniać w szczególności:

a) wielkość zobowiązań wobec uczestników niezbędnych do uregulowania celem realizacji umorzeń, jak również potencjalnych żądań dotyczących umorzeń, jakich można się spodziewać;
b) wysokość dochodów lub przychodów, jaką fundusz powinien wypłacić zgodnie ze statutem oraz deklaracjami składanymi uczestnikom;
c) zobowiązania do dostawy i płatności wynikające z instrumentów pochodnych, pożyczek papierów wartościowych i umów z przyrzeczeniem odkupu;
d) zobowiązania do zakupu aktywów bądź innego rodzaju finansowania dostarczanego przez fundusz np. spółkom celowym;
e) zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek zaciągniętych przez fundusz;
f) koszty operacyjne pokrywane z aktywów funduszu.

(30) W odniesieniu do potrzeb płynnościowych wynikających z umorzeń bądź potencjalnych umorzeń, funkcja zarządzania ryzykiem bierze pod uwagę:
a) tryb i zasady odkupywania jednostek uczestnictwa lub wykupywania certyfikatów inwestycyjnych określone w statucie i innych dokumentach funduszu;
b) estymację potencjalnej wysokości żądań odkupienia lub wykupu ustaloną w oparciu o dane historyczne;
c) koncentrację inwestorów;
d) strukturę inwestorów (z uwzględnieniem udziału w funduszu inwestorów indywidualnych oraz poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych) i ewentualną możliwość przewidywania bądź uprawdopodobnienia określonych zachowań grup inwestorów;
e) podatność na efekt domina / kuli śnieżnej wynikającą ze struktury inwestorów.

(31) Przy ustalaniu wartości granicznych limitów ryzyka płynności należy:
a) w przypadku FIO i SFIO: zapewnić, że wartości graniczne limitów ryzyka płynności znajdują się na poziomie umożliwiającym bieżące upłynnianie części aktywów w wysokości odpowiadającej spodziewanej wartości żądań odkupienia zgodnie z prowadzonymi analizami ryzyka uwzględniającymi kryteria określone w wytycznej nr 30 (ewentualne skorzystanie z zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa powinno być traktowane jako rozwiązanie ekstraordynaryjne, przewidziane na wypadek wystąpienia skrajnych warunków rynkowych);
b) w przypadku FIZ z wykupami certyfikatów inwestycyjnych na żądanie uczestnika lub wykupami automatycznymi, z określoną maksymalną liczbą lub wartością (względną lub bezwzględną) wykupywanych certyfikatów: zapewnić, że wartości graniczne limitów ryzyka płynności znajdują się na poziomie umożliwiającym upłynnienie, w ustalonym okresie od złożenia żądania do czasu jego realizacji wynikającym ze statutu funduszu, części aktywów funduszu odpowiadającej maksymalnej wartości umorzeń w dniu wykupu. W takim przypadku struktura płynności aktywów pozostałych w funduszu po realizacji wykupu powinna umożliwiać sprawną realizację żądań wykupu w kolejnych dniach wykupu przewidzianych statutem (tj. należy stosować dynamiczne, a nie statyczne, podejście do zarządzania ryzykiem płynności);

		c) w przypadku FIZ z wykupami certyfikatów inwestycyjnych na żądanie uczestnika bez możliwości redukcji wykupywanej liczby certyfikatów: zapewnić, że wartości graniczne limitów ryzyka płynności znajdują się na poziomie umożliwiającym upłynnienie aktywów funduszu do dnia wykupu. Przykładowe omówienie niektórych z limitów ryzyka płynności, jakie mogą zostać wdrożone w hipotetycznych sytuacjach, zostały zaprezentowane w załączniku III.
	(32)	Funkcja zarządzania ryzykiem powinna regularnie monitorować, czy profil płynności aktywów odpowiada potrzebom płynnościowym funduszu.
	(33)	Realizując obowiązek sprawiedliwego traktowania wszystkich inwestorów określony w art. 49 ust. 1 rozporządzenia UE 231/2013 przy obsłudze żądań odkupienia jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów i pozyskiwaniu środków płynnych na realizację tych żądań, TFI lub zarządzający ASI biorą pod uwagę w szczególności następujące czynniki: a) zrównoważenie interesów uczestników składających żądania odkupienia lub wykupu oraz uczestników pozostających w funduszu, uwzględniając strukturę płynności aktywów przed i po realizacji umorzeń; b) wpływ ewentualnego wykorzystania finansowania zewnętrznego na poziom dźwigni finansowej, z uwzględnieniem czasu utrzymywania podwyższonego jej poziomu; c) wpływ ewentualnej sytuacji, w której pozyskanie środków płynnych przez jeden fundusz może wiązać się z zawarciem transakcji z innym funduszem zarządzanym przez to samo towarzystwo lub zarządzającego ASI, na interesy uczestników obu funduszy i powstawanie konfliktów interesów. W celu obsługi żądań umorzenia jednostek uczestnictwa i wykupu certyfikatów TFI i zarządzający ASI powinni unikać stosowania praktyki polegającej na sprzedaży wyłącznie najbardziej płynnych aktywów funduszu (podejście „waterfall”).
VI. MONITOROWANIE I SPRAWOZDAWANIE BIEŻĄCEGO POZIOMU RYZYKA		
Art. 39 ust. 1 lit. c-e rozporządzenia UE 231/2013 **§ 11 ust. 3 pkt 4 i § 12 ust. 3 pkt 5 rozporządzenia 2103/2020**	(34)	Działania funkcji zarządzania ryzykiem podejmowane w ramach realizacji obowiązku monitorowania poziomu ryzyka funduszy, w tym jego zgodności profilem i limitami ryzyka oraz częstotliwość tych działań powinny być dostosowane do specyfiki działalności inwestycyjnej funduszu, uwzględniając: a) częstotliwość zawieranych transakcji, ich względną i bezwzględną wartość i wolumen; b) stopień złożoności polityki inwestycyjnej funduszu; c) stopień standaryzacji transakcji; d) rodzaje rynków, na których fundusz zawiera transakcje oraz stopień ich płynności; e) faza cyklu życia, w jakiej znajduje się fundusz.
	(35)	Działania funkcji zarządzania ryzykiem podejmowane w ramach realizacji obowiązku monitorowania poziomu ryzyka powinny obejmować co najmniej: a) regularny pomiar przyjętych wskaźników oceny ryzyka; b) stopień wykorzystania limitów ryzyka;

		c) istniejące i prawdopodobne przekroczenia limitów ryzyka; d) komunikację informacji wskazanych w lit. a-c interesariuszom procesu zarządzania ryzykiem z określoną częstotliwością w zakresie adekwatnym dla poszczególnych interesariuszy.
	(36)	Sprawozdania funkcji zarządzania ryzykiem, w tym adresowane do zarządu i rady nadzorczej, powinny dostarczać waloru informacyjnego wystarczającego do oceny, przez odbiorców tych sprawozdań, aktualnego poziomu ryzyka funduszy, kluczowych ekspozycji generujących ten poziom ryzyka oraz zgodności aktualnego poziomu ryzyka z przyjętymi profilami ryzyka funduszy i limitami ryzyka. Samo oświadczenie o zgodności struktury portfeli funduszy z profilem i limitami ryzyka nie stanowi wystarczającego zakresu sprawozdania z ryzyka, powinna ona zostać uzupełniona o najważniejsze informacje na odpowiednim poziomie szczegółowości. W przypadku funduszu dokonującego inwestycji za pośrednictwem spółek celowych, sprawozdania powinny prezentować ekspozycje na poziomie aktywów bazowych.
VII. OGRANICZANIE POZIOMU RYZYKA		
Art. 45 ust. 3 lit. e w zw. z art. 39 ust. 1 lit. c rozporządzenia UE 231/2013 **§ 12 ust. 3 pkt 6 rozporządzenia 2103/2020**	(37)	Realizując obowiązek podejmowania działań naprawczych na wypadek przekroczeń lub prawdopodobnych przekroczeń limitów ryzyka TFI lub zarządzający ASI zapewnia, że w procedurach zarządzania ryzykiem opisane są zasady postępowania obejmujące: a) proponowane konkretne działania dostosowawcze do podjęcia w przypadku zaistnienia przekroczenia lub prawdopodobnego przekroczenia limitu ryzyka; b) procedury komunikacji zaistniałych przekroczeń lub prawdopodobnych przekroczeń oraz komunikacji dotyczącej wypracowania sposobu wdrożenia działań dostosowawczych; c) procedury eskalacji ze wskazaniem, w jakich sytuacjach eskalacja jest obowiązkowa.
	(38)	Mechanizm i sposób podejmowania działań ograniczających ryzyko funduszu powinien być spójny z zasadniczym sposobem i trybem zawierania transakcji przez dany fundusz, uwzględniając realizowaną przez niego politykę inwestycyjną. W przypadku funduszy inwestujących w aktywa o ograniczonej płynności, gdzie takie inwestycje poprzedza etap negocjacji, uzasadnione jest poleganie w większym zakresie na środkach *ex ante* ograniczania ryzyka, przewidujących udział funkcji zarządzania ryzykiem w procesie przedinwestycyjnych analiz ryzyka.
	(39)	Towarzystwo lub zarządzający ASI zapewniają strukturę i rozwiązania organizacyjne umożliwiające efektywne wdrażanie działań ograniczających na skutek interwencji funkcji zarządzania ryzykiem. Rozwiązania te przewidują nadanie funkcji zarządzania ryzykiem oraz jej jednostkom organizacyjnym i pracownikom odpowiedniej rangi i statusu w organizacji, a także uprawnień i reprezentacji w strukturze organizacyjnej aż do poziomu zarządu (por. art. 42 ust. 2, art. 43 ust. 1 lit. d rozporządzenia UE 231/2013).

	(40)	Zarząd towarzystwa lub zarządzającego ASI podejmuje działania sprzyjające budowaniu i promowaniu, wśród pracowników wszystkich szczebli w organizacji, wiedzy i świadomości na temat zarządzania ryzykiem, przyczyniając się do rzetelnego wykonywania obowiązków zarządzania ryzykiem w ramach pierwszej linii obrony przez jednostki operacyjne oraz proaktywnej komunikacji pomiędzy pierwszą i drugą linią obrony.
		VIII. DOSTĘP DO INFORMACJI I ZASOBÓW
Art. 39 ust. 2 rozporządzenia UE 231/2013 **§ 11 ust. 7 rozporządzenia 2103/2020**	(41)	Realizując obowiązek zapewnienia funkcji zarządzania ryzykiem dostępu do wszelkich niezbędnych informacji, zarząd TFI lub zarządzającego ASI powinien zapewnić, aby pracownicy funkcji zarządzania ryzykiem posiadali: a) dostęp do rzetelnych, kompletnych i aktualnych danych i dokumentów dotyczących funkcjonowania funduszy; b) możliwość zadawania pytań i interakcji z innymi komórkami organizacyjnymi i usługodawcami. Te dostępy i uprawnienia powinny być realizowane przy uwzględnieniu odpowiedniej rangi i odpowiedniego statusu funkcji zarządzania ryzykiem w organizacji.
	(42)	Źródłami danych do oceny ilościowej ryzyka, które powinny zostać zapewnione funkcji zarządzania ryzykiem, mogą być w szczególności: a) dane rynkowe i portfelowe (serwisy informacyjne, hurtownie i bazy danych, systemy ewidencjonowania składów portfeli inwestycyjnych funduszy); b) szeregi czasowe, krzywe rentowności; c) wewnętrzne i zewnętrzne analizy finansowe, w tym analizy ryzyka kredytowego, sytuacji finansowej emitentów i kontrahentów funduszy, benchmarking i atrybucja wyników funduszy; d) raporty z realizacji prognoz i założeń przyjętych do wyceny aktywów niepublicznych. W przypadku lit. c i d, w zależności od rozwiązań organizacyjnych przyjętych w danym TFI lub zarządzającym ASI, a także skali ich działalności, odpowiednie analizy i raporty mogą być przygotowywane przez samą funkcję zarządzania ryzykiem lub przez inne jednostki organizacyjne (np. odrębne stanowisko analityka kredytowego) bądź podmioty zewnętrzne. W każdym przypadku stosowane w tym zakresie rozwiązania organizacyjne powinny zapewnić dysponowanie przez funkcję zarządzania ryzykiem analizami umożliwiającymi miarodajną ocenę ryzyka wynikającego ze składników lokat funduszu w kontekście jego profilu ryzyka.
	(43)	Źródłami danych do oceny jakościowej ryzyka, które powinny zostać zapewnione funkcji zarządzania ryzykiem, mogą być m.in.: a) raporty *due diligence* dotyczące składników aktywów i transakcji; b) opinie prawne dotyczące sytuacji funduszu; c) raporty jednostek operacyjnych TFI, w tym dokumentacja z komitetów inwestycyjnych i dokumentacja z wyceny; d) operaty szacunkowe, opinie rzeczoznawców – o ile sporządzanie takich dokumentów jest uzasadnione rodzajem aktywów, w które inwestuje fundusz.

	Dokumenty specjalistyczne (raporty *due diligence*, operaty szacunkowe, opinie prawne) co do zasady nie podlegają weryfikacji przez funkcję zarządzania ryzykiem, jednak podlegają ocenie i interpretacji w oparciu o ogólną wiedzę finansową, ocenę poziomu kompetencji i doświadczenia autorów dokumentów (np. rzeczoznawcy majątkowego, zewnętrznego podmiotu wyceniającego, kancelarii prawnej), przyjętych założeń, sposobu wnioskowania, ocenę finalnych tez otrzymywanych raportów. Celem jest udzielenie funkcji zarządzania ryzykiem informacji w kwestiach wymagających wiadomości specjalnych (wykraczających poza bezpośrednią odpowiedzialność i kompetencje zarządzającego ryzykiem), a tym samym umożliwienie wyciągnięcia właściwych wniosków co do oceny ryzyka.

Załącznik I

Ryzyko rynkowe

- Miary zmienności, np. odchylenie standardowe stóp zwrotu
- Miary zagrożenia: Value at Risk / Expected shortfall
- Miary wrażliwości, np. *DV01*
- Wykorzystanie mechanizmu stop loss
- Ekspozycja walutowa
- Miary koncentracji

Ryzyko kredytowe i kontrahenta

- Ratingi zewnętrzne / Ratingi wewnętrzne, w tym analiza finansowa / sprawozdań finansowa
- Prawdopodobieństwo upadłości / niewykonania świadczeń
- Oczekiwana strata w przypadku upadłości / niewykonania świadczeń
- Miary koncentracji
- Stopień i jakość zabezpieczenia
- Straty z tytułu ryzyka kredytowego (odpisy, rezerwy, braki płatności)
- Wartość niezrealizowanego zysku na instrumentach pochodnych OTC

Ryzyko operacyjne

- Wskaźniki incydentów operacyjnych dotyczących funduszu
- Wskaźniki odzwierciedlające liczbę i zakres zaleceń dotyczących funduszu
- Ocena jakościowa raportów outsourcerów odnośnie czynności delgowanych w związku z funduszem
- Wskaźniki SLA outscourcingu odnośnie czynności delgowanych w związku z funduszem
- Ocena ryzyk prawnych w oparciu o wyniki raportów *due diligence* związanych z lokatami funduszu
- Ocena jakościowa raportów *due diligence* związanych z lokatami funduszu

Ryzyko dźwigni finansowej

- Wskaźnik dźwigni finansowej
- Ekspozycja AFI
- Całkowita ekspozycja mierzona metodą zaangażowania

Ryzyko wyceny

- Weryfikacja realizacji prognoz / założeń co do danych nieobserwowalnych
- Ocena jakościowa ryzyka modelu wyceny

Ryzyko makroekonomiczne

- Stopa wzrostu PKB państwa
- Stopa bezrobocia w gospodarce
- Rating kredytowy państwa
- Stopa inflacji

Ryzyko biznesowe

- Wskaźniki stopnia wynajęcia obiektu
- Wskaźniki średniego ważonego czasu trwania umowy najmu
- Ocena lokalizacji nieruchomości
- Ocena stanu technicznego nieruchomości
- Wskaźnik czasu trwania inwestycji deweloperskiej
- Wskaźnik odchylenia realizacji budżetu inwestycji deweloperskiej

Ryzyko płynności

- Kontraktowa luka płynności / urealniona luka płynności
- Miary płynności rynkowej
  - Wielkość pozycji w relacji do wolumenu obrotu, ogólnej liczby akcji oraz akcji w wolnym obrocie
  - Dla aktywów nienotowanych: Szacowany czas zawarcia transakcji od poszukiwania oferentów do finalizacji umowy, wolumenów i wartości transakcji zawieranych przez uczestników rynku
- Miary ryzyka finansowania
  - Stosunek środków płynnych do bieżących zobowiązań
  - Miary stabilności bazy inwestorów
  - Analiza terminów zapadalności zaciągniętego długu, obowiązków wniesienia i uzupełnienia depozytu zabezpieczającego i innych obowiązków umownych
  - Wskaźniki kowenantów zaciągniętego długu
  - Dla funduszy nieruchomościowych: ryzyko wypowiedzenia umów

Załącznik II

Przykładowe fragmenty dokumentów funduszy mających wpływ na postrzeganie profilu ryzyka funduszu i możliwe sposoby ich uwzględnienia w procesie zarządzania ryzykiem

Przykładowy wyciąg z dokumentów funduszu	Ryzyko (kategoria → czynnik)	Przykładowy wskaźnik ryzyka	Apetyt na ryzyko	Przykładowy limit ryzyka
[Statut, fundusz obligacji korporacyjnych] Fundusz, dobierając lokaty, kierować się będzie chęcią zapewnienia możliwie szerokiej dywersyfikacji lokat Funduszu zarówno na poziomie poszczególnych emisji, emitentów jak i branż, w których operują emitenci, co będzie wpływać na ograniczanie ryzyka inwestycyjnego portfela lokat Funduszu.	Ryzyko kredytowe → ekspozycja na pojedynczego emitenta i pojedynczą emisję	Łączna wartość lokat w obligacje jednego emitenta / jednej emisji	Niski (możliwie szeroka dywersyfikacja)	Maks. 1% wartości aktywów
	Ryzyko kredytowe → ekspozycja na pojedynczy sektor gospodarczy	Łączna wartość lokat w obligacje emitentów z jednego sektora gospodarczego	Niski (możliwie szeroka dywersyfikacja)	Maks. 20% wartości aktywów

[Statut, fundusz obligacji korporacyjnych] Podstawowym kryterium doboru do portfela jest uzyskiwanie możliwie wysokiej stopy zwrotu przy jednoczesnym aktywnym zarządzaniu ryzykiem związanym z niewypłacalnością emitentów.	Ryzyko kredytowe → niewypłacalność emitenta	• Ratingi zewnętrzne lub wewnętrzne • Sytuacja finansowa emitenta ustalona w oparciu o sprawozdania finansowe i inne dokumenty (wskaźniki	Umiarkowanie wysoki (możliwie wysoka stopa zwrotu) – redukowany przez aktywne zarządzanie ryzykiem	Dopuszczalne 75% aktywów w obligacjach o ratingu nie-inwestycyjnym / Kontrola sytuacji finansowej emitenta
[Statut, fundusz nieruchomościowy] *Dobór lokat Funduszu, dokonywany jest przede wszystkim w oparciu o następujące kryteria:* […] *ocena stanu technicznego nieruchomości stanowiących lub mających stanowić przedmiot Inwestycji spółek celowych przeprowadzona przez wyspecjalizowany podmiot o uznanej renomie w procesie badania (due diligence) wykazująca brak istotnych wad i ryzyk*	Ryzyko biznesowe → pogorszenie stanu technicznego nieruchomości	Ocena jakościowa w oparciu o wyniki badania due diligence	Niski	Wyniki DD wskazują na brak istotnych wad i ryzyk
	Ryzyko operacyjne → zawodność procesów *due diligence*	Ocena jakościowa badania due diligence i renomy podmiotu przeprowadzającego DD	Niski	DD sporządzone przez podmiot renomowany / badanie DD nie budzi zastrzeżeń RM

[Statut, fundusz nieruchomościowy] *Dobór lokat Funduszu, dokonywany jest przede wszystkim w oparciu o następujące kryteria:* […] *poziom wskaźnika wynajęcia obiektu - nie mniej niż 75% powierzchni obiektu*	Ryzyko biznesowe → niedostateczne wynajęcie powierzchni	Liczba jednostek wynajętej powierzchni / Łączna powierzchnia	Niski	75% (wskazany wprost w statucie)
[Karta funduszu, strategia *hedge fund*] *Podejście do kontroli ryzyka inwestycji:* • *Kontrola drawdown: do 10% rocznie;* • *Rygorystyczna polityka stop loss*	Ryzyko rynkowe → strata na pojedynczej pozycji	Strata na pojedynczej transakcji	Niski (rygorystyczne ograniczanie)	Mechanizm stop loss na maks. poziomie 0,5% WAN
	Ryzyko rynkowe → obsunięcie łącznego wyniku funduszu	Łączna strata na portfelu od ostatniego maksimum	Umiarkowany (do 10%)	10% WAN (+ progi ostrzegawcze)
[Statut funduszu] *Podstawowym kryterium doboru do portfela jest uzyskiwanie możliwie wysokiej stopy zwrotu. Fundusz charakteryzuje się brakiem*	Ryzyko makroekonomiczne → spadek tempa wzrostu gospodarczego państwa	Średnioroczny wzrost gospodarczy państwa z okresu 5 lat	Wysoki	> 3%

sztywnych zasad dywersyfikacji sektorowej i geograficznej lokat. *Głównymi kryteriami doboru lokat będą:* […] *analiza makroekonomiczna, ocena trendów rynkowych, tempa wzrostu gospodarczego oraz analiza ryzyka inwestycyjnego na poziomie poszczególnych państw i branż.*	Ryzyko makroekonomiczne → spadek ratingu państwa	Rating państwa	Wysoki	Nie gorszy niż BB
[Statut, fundusz dłużny] *Fundusz realizuje cel inwestycyjny poprzez inwestowanie w krótkoterminowe obligacje skarbowe i przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym.* *Przy doborze obligacji fundusz kieruje się następującymi kryteriami:* […] *wpływ na średni okres do wykupu całego portfela inwestycyjnego.*	Ryzyko rynkowe → zmienność stopy procentowej	Duration portfela z uwzględnieniem planowanej inwestycji (pomiar *ex ante*)	Niski	<2
	Ryzyko kredytowe → niewypłacalność emitentów	Ratingi zewnętrzne lub wewnętrzne	Niski	BBB

[Statut, fundusz dłużny i pożyczkowy] *Polityka inwestycyjna Funduszu nie zakłada koncentracji lokat Funduszu w określone sektory gospodarki, ani branże.* *Przy udzielaniu pożyczek fundusz stosuje następujące kryteria:* […] *pożyczka może zostać udzielona na okres nie dłuższy niż 18 miesięcy.* […] *wartość zabezpieczenia będzie wynosić co najmniej 120% wartości pożyczki pieniężnej w każdym Dniu Wyceny Aktywów Funduszu do dnia zwrotu pożyczki*	Ryzyko kredytowe → czas trwania udzielonej pożyczki	czas trwania udzielonej pożyczki	Niski / średni	Maks. 18 miesięcy
	Ryzyko kredytowe → wartość zabezpieczenia pożyczki	Wartość zabezpieczenia / wartość nominalna pożyczki	Niski / średni	Min. 120% (+progi ostrzegawcze)

Załącznik III

Przykład 1:

1) FIZ zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną inwestuje w obligacje korporacyjne nienotowane na aktywnym rynku.
2) Statut funduszu przewiduje, że fundusz dokonuje wykupu certyfikatów raz na pół roku (D_0), a wykupowi podlega maksymalnie **5% wyemitowanych przez fundusz certyfikatów**.
3) Żądania wykupu certyfikatów, zgodnie z treścią statutu funduszu powinny zostać złożone na 3 miesiące przed terminem wykupu certyfikatów (D_90).
4) **Limity ryzyka płynności powinny zapewniać utrzymywanie aktywów umożliwiających realizację wykupów o wartości co najmniej 5% wyemitowanych certyfikatów w każdym kwartale**.
5) Przepływy finansowe w funduszu (np. środki z tytułu kuponów od posiadanych obligacji, wykupu obligacji, czy ich sprzedaży), w okresie pomiędzy D_0 a D_90 powinny zapewniać uzyskanie środków pieniężnych umożliwiających realizację wszystkich złożonych żądań wykupu certyfikatów zgodnie z postanowieniami statutu (maksymalnie równowartość 5% wyemitowanych certyfikatów). Spodziewane przepływy w okresie pomiędzy D_90 a D_180 powinny zapewniać uzyskanie środków umożliwiających realizację wykupów kolejnych 5% certyfikatów pozostałych po wykupie w dniu D_90, itd.

Przykład 2:

1) SFIO zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną inwestuje w akcje małych i średnich spółek notowanych na rynku regulowanym.
2) Istotnym uczestnikiem funduszu jest osoba prawna (Uczestnik Instytucjonalny), która posiada jednostki uczestnictwa odpowiadające 30% wartości aktywów funduszu. Pozostałe jednostki uczestnictwa posiadają inwestorzy indywidualni.
3) Zgodnie z treścią prospektu fundusz zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa w każdym dniu roboczym. Maksymalny termin w którym fundusz odkupuje jednostki (D_0) wynosi 3 dni robocze od dnia złożenia zlecenia odkupienia jednostek (D_3).
4) Średnia krocząca wartość jednostek uczestnictwa podlegających odkupowi w okresie 2 tygodni wynosi 5% aktywów funduszu.
5) **Limit płynności funduszu powinien odpowiadać co najmniej 35% wartości aktywów funduszu** i umożliwiać pełną realizację zleceń odkupienia w sytuacji, w której zostaną one złożone przez Uczestnika Instytucjonalnego oraz pozostałych uczestników (na standardowym poziomie).
6) W przypadku realizacji zlecenia odkupienia złożonego przez Uczestnika Instytucjonalnego i zakończenia jego inwestycji w fundusz, możliwe jest obniżenie wcześniej stosowanego limitu płynności fundusz

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa