KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Przewodniczący
Andrzej Jakubiak

Warszawa, dnia 01 września 2015 r.

DFI/IV/4037/851/1 /2015/67/ŁK
(przy udzielaniu odpowiedzi prosimy powołać się na w/w sygn.)

Pani/Pan
Prezes Zarządu TFI
(wg rozdzielnika)

Szanowni Panie

Mając na uwadze obserwowane w ostatnim okresie wydarzenia o charakterze politycznym i ekonomicznym, które wpływają na zachowania inwestorów na rynkach finansowych Komisja Nadzoru Finansowego („**Komisja**") pragnie zwrócić szczególną uwagę na istotę funkcji zarządzania ryzykiem w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych („**Towarzystwo**"), w tym w szczególności na odpowiednie zarządzanie ryzykiem płynności.

Zdecydowana większość Towarzystw, poza Towarzystwami zarządzającymi wyłącznie funduszami, o których mowa w art. 196 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. *o funduszach inwestycyjnych* („**ustawa**"), tj. funduszami aktywów niepublicznych, które nie są publicznymi funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, objęta jest obowiązkiem wynikającym z art. 48 ust. 1 ustawy, tj. posiadania funkcjonującego systemu kontroli wewnętrznej. W skład systemu kontroli wewnętrznej, zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 30 kwietnia 2013 r. *w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych* („**Rozporządzenie**") wchodzą: system nadzoru zgodności działalności z prawem, system audytu wewnętrznego oraz system zarządzania ryzykiem.

Przepisy Rozporządzenia obligują Towarzystwo do opracowania i wdrożenia procedury zarządzania ryzykiem płynności, w odniesieniu do każdego zarządzanego funduszu, w celu zapewnienia zgodności działania zarządzanych funduszy z przepisami ustawy, przede wszystkim w zakresie odkupywania jednostek uczestnictwa na żądanie uczestnika, z częstotliwością określoną w statucie funduszu inwestycyjnego lub wykupywania certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty. W uzupełnieniu do procedur zarządzania ryzykiem płynności przepisy Rozporządzenia zobowiązują Towarzystwo do opracowania i wdrożenia procedury przeprowadzania testów warunków skrajnych obszaru płynności funduszu. Towarzystwo jest ponadto zobowiązane do zapewnienia zgodności profilu płynności lokat zarządzanego funduszu z przepisami art. 82 i art. 84 lub art. 139 ustawy.

W tym kontekście Komisja pragnie wskazać, iż przepisy art. 82 i art. 84 ust. 1 ustawy wskazują, iż fundusz inwestycyjny otwarty zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa na żądanie uczestnika funduszu, z częstotliwością określoną w statucie, jednak nie rzadziej niż raz na 7 dni. Dodatkowo wymaga podkreślenia, iż zgodnie z treścią art. 89 ust. 3 ustawy fundusz inwestycyjny otwarty zobowiązany jest dokonywać niezwłocznej wypłaty środków pieniężnych z tytułu zrealizowanych zleceń odkupienia jednostek uczestnictwa funduszu. W celu zapewnienia wypełniania przez fundusze inwestycyjne otwarte ww. ustawowych obowiązków w zakresie odkupywania jednostek uczestnictwa w sposób zgodny z przepisami prawa niezbędne jest, aby poszczególne składniki lokat zarządzanych funduszy inwestycyjnych cechowała odpowiednia płynność, umożliwiająca ich zbycie w celu pozyskania środków niezbędnych do dokonania przez fundusze wypłaty kwot należnych uczestnikom z tytułu zrealizowanych zleceń odkupienia jednostek uczestnictwa. Wyłącznie takie podejście Towarzystwa w zakresie doboru składników lokat funduszy inwestycyjnych zapewni posiadanie przez fundusze inwestycyjne odpowiedniej struktury lokat, która zagwarantuje, że poziom płynności całego portfela inwestycyjnego funduszu umożliwi niezakłócone odkupywanie jednostek uczestnictwa. W tym zakresie Komisja pragnie zwrócić szczególną uwagę Towarzystwa na wymogi w odniesieniu do lokat funduszu inwestycyjnego w papiery wartościowe wskazane w art. 93 ust. 4 ustawy, a przede wszystkim wymóg zapewnienia nieograniczonej zbywalności, a także płynności każdego z papierów wartościowych posiadanych przez fundusz inwestycyjny. Stosowanie tych wymogów przy doborze składników lokat funduszy inwestycyjnych powinno zapewnić możliwość odkupywania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na żądanie uczestników, z jednoczesnym zapewnieniem niezwłocznej wypłaty uczestnikom funduszy inwestycyjnych, należnych z tego tytułu środków pieniężnych.

Ponadto, art. 93 ust. 4 pkt 6 ustawy zobowiązuje do odpowiedniego uwzględniania w procesie zarządzania ryzykiem funduszu inwestycyjnego, ryzyka inwestycyjnego wynikającego z lokat funduszu inwestycyjnego otwartego w papiery wartościowe. Elementem ryzyka inwestycyjnego ponoszonego przez fundusz inwestycyjny otwarty, pozostającym w bezpośrednim związku z prowadzoną przez fundusz inwestycyjny działalnością inwestycyjną, jest ryzyko płynności. Powyższe przepisy determinują zatem działania Towarzystwa w procesie zarządzania ryzykiem funduszy inwestycyjnych.

W tym zakresie Komisja przypomina, iż na podstawie §21 ust. 1 Rozporządzenia, Towarzystwo powinno monitorować, a także w każdym czasie, gdy jest to w jego opinii uzasadnione, jednak nie rzadziej niż raz na pół roku, oceniać i przeprowadzać przegląd:

(i) skuteczności i zgodności polityki zarządzania ryzykiem płynności z profilami ryzyka funduszy,
(ii) przestrzegania przez fundusze polityki zarządzania ryzykiem, w tym procedur, procesów i metod, dotyczących ryzyka płynności,
(iii) skuteczności środków zastosowanych w celu wyeliminowania nieprawidłowości w funkcjonowaniu procesu zarządzania ryzykiem płynności zarządzanych funduszy i zgodności z obowiązującymi przepisami.

Skuteczny system zarządzania ryzykiem funduszy inwestycyjnych powinien zagwarantować utrzymanie odpowiedniego poziomu płynności funduszy w każdych warunkach rynkowych, a przede wszystkim w warunkach destabilizacji rynku. Obserwowane dynamiczne

zmiany na rynkach kapitałowych wynikające ze zdarzeń o charakterze politycznym i ekonomicznym, skutkujące wzrostem zmienności, a także przejawiające się w ostatnim czasie znaczącymi, często mającymi miejsce w ciągu jednego dnia, spadkami cen aktywów na rynkach finansowych wymagają dokładania szczególnej staranności w procesie zarządzania ryzykiem funduszu inwestycyjnego otwartego, w tym ryzykiem płynności.

W tym zakresie należy wskazać, iż we wskazanych na wstępie niniejszego pisma przykładowych sytuacjach mających wpływ na rynki kapitałowe naturalnym jest, iż papiery wartościowe spełniające wymogi zbywalności i płynności, o których mowa w art. 93 ustawy, w trudnych warunkach rynkowych, mogą doświadczyć przejściowego ograniczenia płynności przy jednoczesnym zmniejszeniu ich wartości, wynikającym z dużej przewagi podaży nad popytem dla tych papierów wartościowych. Powyższe czynniki ryzyka powinny być zatem w odpowiedni sposób uwzględniane przy doborze składników aktywów do portfela inwestycyjnego funduszu.

Mając na uwadze wskazane powyżej sytuacje, nabywane przez fundusze inwestycyjne papiery wartościowe powinny charakteryzować się odpowiednio wysokim stopniem płynności, aby płynność całego portfela inwestycyjnego funduszu zapewniała nieprzerwane i niezakłócone wypełnianie obowiązku spoczywającego na funduszu w zakresie odkupywania jednostek uczestnictwa oraz dokonywania niezwłocznej wypłaty środków należnych inwestorom z tego tytułu. W obecnych warunkach rynkowych, zasadnym jest zatem posiadanie i utrzymywanie odpowiedniego bufora płynności, zabezpieczającego realizację obowiązków funduszy w tym zakresie. W świetle powyższego niezbędna jest ścisła współpraca zarządzającego funduszem, jak i komórki odpowiedzialnej za zarządzanie ryzykiem związanym z funduszem inwestycyjnym, w celu zapewnienia, aby nabywane aktywa funduszu, jak również cała struktura portfela inwestycyjnego funduszu cechowały się odpowiednim poziomem płynności.

W tym kontekście należy także zwrócić uwagę na przypadki funduszy, których polityka inwestycyjna zakłada nabywanie tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, w szczególności, gdy ich udział w portfelu inwestycyjnym funduszu jest znaczący. Ryzyko braku możliwości zbywania tytułów uczestnictwa w związku z problemami wynikającymi np. z braku możliwości wyceny aktywów funduszu zagranicznego lub zawieszenia ich obrotu na giełdach papierów wartościowych powinno być uwzględnione w procesie zarządzania płynnością funduszu inwestycyjnego oraz zabezpieczone funkcjonowaniem odpowiednich strategii postępowania w takich przypadkach, określonych w ramach systemu zarządzania ryzykiem.

W ocenie Komisji, system zarządzania ryzykiem w Towarzystwie powinien zapewniać właściwy przepływ informacji pomiędzy komórkami organizacyjnymi Towarzystwa odpowiedzialnymi za zarządzanie ryzykiem i zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu. Za niedopuszczalne należy uznać sytuacje, w których w procesie podejmowania decyzji pomijane lub ignorowane są sygnały płynące z komórki zarządzania ryzykiem o zagrożeniach wynikających ze wzrostu ryzyka w funduszu, związanego z zaangażowaniem w określony instrument finansowy, czy też będących wynikiem zwiększania ekspozycji w danego emitenta lub grupę emitentów przez zarządzającego funduszem w sytuacji, gdy powyższe powoduje ryzyko naruszenia wewnętrznych limitów określonych w systemie zarządzania ryzykiem, czy wręcz ich przekroczenie. Za niedopuszczalne należy również uznać dokonywanie lokat w instrumenty niepłynne w sytuacji zidentyfikowania w ramach systemu zarządzania ryzykiem luki płynności w funduszu inwestycyjnym.

Komisja zwraca uwagę, że zgodnie z treścią § 20 ust. 10 Rozporządzenia, zarząd Towarzystwa i osoby zajmujące kierownicze funkcje w Towarzystwie aktywnie uczestniczą w procesie zarządzania ryzykiem funduszu. Tym samym za działania polegające na zwiększaniu zaangażowania w niepłynne papiery wartościowe i skutkujące w konsekwencji pogłębianiem luki płynności funduszy, odpowiedzialność ponosi również Zarząd Towarzystwa, jako organ, który powinien aktywnie nadzorować proces zarządzania ryzykiem funduszu. Należy podkreślić, że zwlekanie z podejmowaniem odpowiednich środków zaradczych prowadzi do narastania niekorzystnych zjawisk, które w efekcie mogą skutkować brakiem zdolności funduszu do generowania środków pieniężnych w wysokości umożliwiającej dokonywanie niezwłocznej wypłaty środków należnych uczestnikom z tytułu zrealizowanych zleceń odkupienia jednostek uczestnictwa.

Biorąc pod uwagę, że odkupywanie jednostek uczestnictwa na każde żądanie uczestnika funduszu należy uznać za jeden z podstawowych obowiązków funduszu, Towarzystwo powinno w taki sposób zarządzać płynnością funduszu, aby czas upłynnienia aktywów był dostosowany do przyjętych w statucie terminów realizacji zleceń odkupienia oraz terminów wypłat środków pieniężnych uczestnikom funduszu z tego tytułu.

W przypadku występowania trudności z odkupywaniem jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego związanej z brakiem wystarczającej płynności, wynikającej ze wzmożonych zleceń odkupienia jednostek uczestnictwa składanych przez uczestników funduszy, ustawa daje możliwość zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa, w okolicznościach wskazanych w art. 89 ust. 4 ustawy, na okres dwóch tygodni. Okres ten może zostać wydłużony za zgodą Komisji do dwóch miesięcy. Należy przy tym podkreślić, że okres zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa ma m.in. umożliwić Towarzystwu podjęcie działań zmierzających do poprawy sytuacji płynnościowej funduszu poprzez umożliwienie zbywania aktywów funduszu celem pozyskania środków pieniężnych z uniknięciem konieczności dokonywania nagłej, wymuszonej sprzedaży o ponadstandardowym wolumenie, która w konsekwencji mogłaby prowadzić do sprzedaży aktywów po cenach nieuwzględniających interesu uczestników funduszu.

Zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa funduszu może także ułatwiać zapobieganie powstawaniu strat dla uczestników funduszy inwestycyjnych powstających w wyniku wymuszonej sprzedaży aktywów funduszu w sytuacji krótkotrwałych zawirowań rynkowych, w związku ze wzmożonymi zleceniami odkupywania jednostek uczestnictwa.

Jednocześnie podkreślenia wymaga, że wskazane powyżej przepisy ustawy powinny mieć zastosowanie w sytuacjach wyjątkowych, z uwagi na wyrażony w art. 82 ustawy obowiązek zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa na żądanie uczestnika funduszu. Przepisy te nie powinny być zatem traktowane, jako jeden z elementów zarządzania płynnością funduszu. Wskazane powyżej przypadki, w których w procesie zarządzania funduszem przy akceptacji Zarządu Towarzystwa podejmowane są działania zwiększające ryzyko, które finalnie mogą skutkować utratą płynności przez fundusz, w sposób bezpośredni obciążają Towarzystwo i będą traktowane, jako działania naruszające art. 10 ustawy.

Komisja podkreśla, iż zarządzanie płynnością funduszu powinno uwzględniać nie tylko konieczność zapewnienia płynności funduszu w krótkim okresie czasu, ale także uwzględniać długoterminowy horyzont czasowy. Towarzystwo powinno brać pod uwagę, iż w przypadku

sprzedaży wyłącznie najbardziej płynnych składników lokat funduszu w początkowym okresie zapotrzebowania na środki pieniężne, w portfelu inwestycyjnym funduszu pozostają aktywa o niższej płynności lub aktywa o ograniczonej płynności. Taka sytuacja z kolei prowadzi do ponoszenia największych strat przez osoby pozostające uczestnikami funduszu, w szczególności w sytuacji wydłużającego się okresu wzmożonego odkupywania jednostek uczestnictwa. Komisja pragnie podkreślić, iż zgodnie z art. 3 ust. 3 oraz art. 10 ustawy, zarówno fundusz inwestycyjny, jak i Towarzystwo zobowiązane są działać z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu. Należy przy tym wskazać, iż dotyczy to zarówno interesu uczestników wychodzących z funduszu, jak też tych pozostających jego uczestnikami. Towarzystwo powinno zatem na bieżąco analizować sytuację rynkową oraz monitorować zlecenia odkupywania jednostek uczestnictwa składane przez inwestorów, aby być w stanie estymować horyzont czasowy charakteryzujący się wzmożonym zapotrzebowaniem na środki pieniężne dla funduszu.

Komisja pragnie podkreślić, iż fundamentalną kwestią w procesie zarządzania ryzykiem płynności w funduszach inwestycyjnych jest przestrzeganie przez Towarzystwo oraz zarządzane przez nie fundusze inwestycyjne przepisów ustawy, statutów funduszy oraz regulacji wewnętrznych obowiązujących w Towarzystwie, w szczególności procedury zarządzania ryzykiem płynności, o której mowa w Rozporządzeniu. Niezbędne jest także, aby komórka zgodności działalności z prawem weryfikowała zgodność podejmowanych w Towarzystwie działań z obowiązującymi przepisami, a komórka odpowiedzialna za zarządzanie ryzykiem na bieżąco monitorowała poziom ryzyka, dokonywała jego pomiaru oraz zapewniała, aby stopień narażenia funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo na poszczególne rodzaje ryzyka, w tym ryzyko płynności, mieścił się w określonych limitach ryzyka, przeprowadzała testy warunków skrajnych w obszarze płynności oraz zapewniała zgodność profilu płynności lokat zarządzanych funduszy z obowiązującymi fundusz przepisami ustawy oraz regulacjami wewnętrznymi. Ponadto, zarówno komórka zgodności działalności z prawem, jak i komórka odpowiedzialna za zarządzanie ryzykiem powinny z określoną w Rozporządzeniu częstotliwością raportować do zarządu Towarzystwa w zakresie prowadzonych w swoim obszarze działań. Zarząd Towarzystwa powinien natomiast na bieżąco monitorować sytuację zarządzanych funduszy inwestycyjnych, aby zapewnić sobie możliwość niezwłocznego reagowania z uwzględnieniem aktualnej sytuacji rynkowej oraz sytuacji funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo.

Komisja podkreśla, iż w przypadku powierzenia na podstawie umowy, o której mowa w art. 45a ust. 1 ustawy, innemu podmiotowi wykonywania czynności związanych z zarządzaniem ryzykiem, Towarzystwo zobowiązane jest do ustanowienia odpowiedniej procedury pozwalającej na bieżącą ocenę jakości czynności wykonywanych przez ten podmiot. Jednocześnie Komisja wskazuje, że powierzenie czynności związanych z zarządzaniem ryzykiem w Towarzystwie, zgodnie z art. 45a ust. 4 ustawy może być dokonane pod warunkiem, że powierzenie wykonywania czynności nie wpłynie niekorzystnie na prowadzenie przez Towarzystwo działalności zgodnie z interesem uczestników funduszu inwestycyjnego, a także, iż nie jest wyłączona możliwość przekazywania przez Towarzystwo w każdym czasie dalszych poleceń przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu, jeżeli leży to w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego. Uwzględniając, iż Towarzystwo odpowiada wobec uczestników funduszu inwestycyjnego za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków w zakresie zarządzania funduszem, także w przypadku powierzenia

wykonywania czynności związanych z zarządzaniem ryzykiem podmiotowi trzeciemu, Towarzystwo powinno zapewnić, aby ryzyko płynności funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo było właściwie zarządzane. Wszystkie kwestie poruszone w niniejszym piśmie dotyczą zatem także tych przypadków, w których Towarzystwo powierzyło wykonywanie czynności związanych z zarządzaniem ryzykiem podmiotom zewnętrznym.

Mając na uwadze wydarzenia ostatnich tygodni na globalnych rynkach kapitałowych Komisja zwraca się o przeprowadzenie weryfikacji poprawności funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej w odniesieniu do ryzyka płynności związanego z poszczególnymi funduszami zarządzanymi przez Towarzystwo. Weryfikacja powinna objąć obszary:

1. adekwatności posiadanych i stosowanych procedur i regulacji w stosunku do zarządzanych funduszy i ich polityki inwestycyjnej w kontekście bieżącej sytuacji rynkowej, o której mowa w niniejszym piśmie, a w szczególności czy Towarzystwo przeprowadzało w ostatnim okresie lub zamierza przeprowadzić przegląd skuteczności i zgodności polityki zarządzania ryzykiem z profilami ryzyka funduszy, a także przestrzegania przez fundusze polityki zarządzania ryzykiem, o którym to przeglądzie mowa w §21 ust. 1 Rozporządzenia,
2. przepływu informacji pomiędzy komórką odpowiedzialną za zarządzanie ryzykiem a zarządzającymi funduszami w zakresie ryzyka płynności,
3. dostosowywania przez zarządzających portfeli inwestycyjnych funduszy do limitów ryzyka określonych przez komórkę odpowiedzialną za zarządzanie ryzykiem,
4. skuteczności identyfikowania, pomiaru oraz zarządzania zagrożeniami płynności funduszy inwestycyjnych.

Weryfikacja powinna także wskazywać, czy po zawarciu transakcji następuje odpowiedni i efektywny proces monitorowania płynności nabywanych instrumentów oraz całego portfela funduszu inwestycyjnego.

Ponadto, w ramach przedmiotowej weryfikacji, należy ustalić:

1. czy system zarządzania ryzykiem w Towarzystwie wprowadza odpowiednie zasady postępowania w zakresie zarządzania płynnością od momentu zaobserwowania zwiększenia ilości lub wartości zleceń odkupienia skutkujących przekroczeniem w ciągu okresu czasu (np. tygodnia) określonej wartości aktywów funduszu,
2. czy zawiera strategię postępowania Towarzystwa w sytuacji spełnienia przesłanki, o której mowa w art. 89 ust. 4 pkt 1 ustawy,
3. czy zawiera odpowiednią metodykę postępowania w sytuacji, kiedy w okresie dwóch tygodni wartość zleceń odkupienia zrealizowanych i których odkupienia zażądano przekracza próg 10% wartości aktywów funduszu (lub dodatkowo inne progi określone wewnętrznie przez Towarzystwo),
4. czy Towarzystwo posiada skuteczną strategię postępowania i zapewnienia płynności zarządzanych funduszy na wypadek zawieszenia obrotu papierów wartościowych notowanych na giełdach papierów wartościowych lub zawieszenia odkupywania tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, które stanowią przedmiot lokat tych funduszy oraz, jakie rozwiązania Towarzystwo przewiduje do zastosowania w tym zakresie.

Komisja zwraca się o przeprowadzenie stosownej weryfikacji funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej w Towarzystwie w obszarze płynności i ryzyka płynności funduszy inwestycyjnych, o których mowa w niniejszym piśmie oraz o przekazanie do Komisji **do dnia 30 września 2015 r.** informacji o wyniku przeprowadzonej weryfikacji wraz ze wskazaniem zidentyfikowanych nieprawidłowości oraz ewentualnych działań, które Towarzystwo podjęło lub zamierza podjąć w celu usprawnienia procesów kontroli, pomiaru oraz zarządzania ryzykiem płynności związanym z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo.

Z poważaniem

PRZEWODNICZĄCY
KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Andrzej Jakubiak