

Inwestowanie

**In-
de
KSO
we**

TOMASZ MIZIOŁEK

Inwestowanie

**In
de
KSO
we**

—
Instrumenty finansowe
typu ETN i ETC

Inwestowanie indeksowe. Instrumenty finansowe typu ETN i ETC
Tomasz Miziołek, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych,
Uniwersytet Łódzki

Redakcja: Iza Dawidowicz

Korekta: Elżbieta Wołoszyńska-Wiśniewska

Projekt okładki: Jan Paluch

Skład: Maga Siarkiewicz

Recenzja: dr hab. Magdalena Mosionek-Schweda, prof. UŁ

Copyright © 2023 by Tomasz Miziołek
All rights reserved.

Wydanie 1
Poznań 2023

ISBN: 978-83-964665-9-4

Księgarnia maklerska.pl
ul. Konopnickiej 6
62-040 Puszczykowo
tel. 513 160 320
e-mail: ksiegarnia@maklerska.pl
www.maklerska.pl

Spis treści

Podziękowania	11
Wstęp	15
Rozdział 1 Inwestowanie indeksowe	23
1.1 Pasywne inwestowanie a inwestowanie indeksowe	24
1.2 Instrumenty inwestowania indeksowego	42
1.3 Zalety inwestowania indeksowego	49
1.4 Wady inwestowania indeksowego	65
Rozdział 2 Instrumenty finansowe typu ETN	77
2.1 Istota i podstawowe cechy instrumentów typu ETN	77
2.2 Rodzaje instrumentów finansowych typu ETN	88
2.3 Ryzyko inwestowania w instrumenty finansowe typu ETN.....	91
2.3.1 Ryzyko wynikające z formy prawnej.....	91

2. 3. 2 Ryzyko związane z polityką inwestycyjną	92
2. 3. 3 Ryzyko będące konsekwencją celu inwestycyjnego	94
2. 3. 4 Ryzyko będące pochodną zasad obrotu	95
2. 3. 5 Ryzyko na rynku kryptowalutowym	97
Rozdział 3 Instrumenty finansowe typu ETC	107
3. 1 Istota i podstawowe cechy instrumentów typu ETC	107
3. 2 Rodzaje instrumentów finansowych typu ETC	112
3. 3 Ryzyko inwestowania w instrumenty finansowe typu ETC	115
3. 3. 1 Ryzyko na rynku towarowym	116
3. 3. 2 Ryzyko na rynku walutowym	122
Rozdział 4 Instrumenty finansowe typu ETN i ETC a inne indeksowe instrumenty finansowe	127
4. 1 Kryteria prawne	127
4. 2 Kryteria ekonomiczne	129
Rozdział 5 Indeksy replikowane przez indeksowe instrumenty finansowe	145
5. 1 Istota indeksu	146
5. 2 Indeksy akcyjne	147
5. 3 Indeksy papierów dłużnych	163
5. 4 Indeksy towarowe	175
5. 5 Indeksy walutowe	184
5. 6 Indeksy kryptowalutowe	186
5. 7 Indeksy zmienności	188
Rozdział 6 Inwestowanie w indeksowe instrumenty finansowe	191
6. 1 Analiza indeksowego instrumentu finansowego	192
6. 1. 1 Analiza instrumentu z ekspozycją na rynek kapitałowy	192
6. 1. 2 Analiza instrumentu z ekspozycją na rynek kryptowalutowy	206
6. 1. 3 Analiza instrumentu z ekspozycją na rynek towarowy	214
6. 2 Analiza dostawcy indeksowego instrumentu finansowego	221
6. 3 Analiza giełdy papierów wartościowych, na której notowany jest indeksowy instrument finansowy	225

6. 4 Najlepsze praktyki giełdowe w inwestowaniu w indeksowe instrumenty finansowe ..	234
ROZDZIAŁ 7 Instrumenty typu ETN na świecie	243
7. 1 Izrael	244
7. 2 Stany Zjednoczone.....	245
7. 3 Europa.....	267
7. 3. 1 Giełda w Londynie	269
7. 3. 2 Giełda we Frankfurcie.....	270
7. 3. 3 Pozostałe giełdy europejskie	272
7. 4 Inne państwa	274
ROZDZIAŁ 8 Instrumenty typu ETC na świecie.....	279
8. 1 Pierwsza dekada XXI w.....	279
8. 2 Lata 2011–2023	290
Rozdział 9 Rynek instrumentów typu ETN i ETC w Polsce	301
9. 1 Regulacje i zasady obrotu instrumentami typu ETN i ETC na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	301
9. 2 Instrumenty typu ETC notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	305
Bibliografia.....	309

1.3 Zalety inwestowania indeksowego

Inwestowanie indeksowe, niezależnie od jego postaci, tj. zarówno wtedy, gdy zakłada tworzenie portfela w celu osiągnięcia wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) w jak największym stopniu zbliżonego do naśladowanego indeksu (w przypadku funduszy indeksowych oraz funduszy ETF stosujących replikację fizyczną), jak i gdy polega na zawieraniu umów swapowych lub inwestowaniu w instrumenty pochodne mające za zadanie „dostarczenie” wyniku indeksu (w przypadku funduszy ETF stosujących replikację syntetyczną⁸⁰ oraz instrumentów typu ETN i ETC), oferuje szereg korzyści. Są one na ogół niedostępne (lub dostępne jedynie w ograniczonym zakresie) w przypadku inwestowania aktywnego. Poniżej zostaną scharakteryzowane najważniejsze z nich. Zostanie opisany mechanizm ich oddziaływania oraz będą zaprezentowane dowody potwierdzające ich zalety.

Zacznijmy od atrybutu, który choć pojawia się w opracowaniach opisujących zalety inwestowania indeksowego, to jednak stosunkowo rzadko jest wymieniany jako pierwszy, gdyż nie jest czymś wymiernym, przemawiającym do wyobraźni szerokiego grona inwestorów, jak np. niskie koszty. Tymczasem to właśnie tę cechę można uznać za fundamentalną, ponieważ z niej wynika wiele kolejnych zalet strategii polegającej na naśladowaniu wyniku inwestycyjnego indeksu. Otóż zdecydowana większość indeksów wykorzystywanych w tego rodzaju podejściu inwestycyjnym to indeksy oparte na zasadach (*rules-based indices*). Są to indeksy, w przypadku których metodologia, zbiór zasad (*rulebook*) ich tworzenia oraz funkcjonowania, w tym przede wszystkim reguły, na podstawie których dokonywane są zmiany w ich portfelach, jest z góry określona i powszechnie znana (jest publikowana przez ich dostawców)⁸¹. Dzięki temu instrumenty finansowe wykorzystujące tego rodzaju indeksy nie tylko cechują się najwyższym stopniem przejrzystości, lecz przede

⁸⁰ Charakterystyka replikacji fizycznej i syntetycznej zostanie przedstawiona w rozdziale 4, w podrozdziale 4.2.

⁸¹ Drugim rodzajem indeksów, biorąc pod uwagę sposób podejmowania decyzji ich dotyczących, są indeksy dyskrecjonalne (*discretionary indices*). Najbardziej znanymi indeksami tego typu są S&P 500 oraz Dow Jones Industrial Average. W odróżnieniu od indeksów opartych na sztywnych, absolutnych zasadach w ich przypadku część decyzji jest podejmowanych w sposób uznaniowy, najczęściej przez komitet indeksowy. Ma on na ogół pewną swobodę w wyborze spółek do portfela indeksu oraz w reagowaniu na wydarzenia rynkowe, czego przykładem były wydarzenia związane z włączeniem akcji spółki Tesla do indeksu S&P 500 w 2020 r. W opinii Davida Blitzera – byłego dyrektora zarządzającego i przewodniczącego komitetu indeksowego w S&P Dow Jones Indices, odpowiedzialnego m.in. za indeks S&P 500 – „komitet nie stara się dobierać akcji, aby pokonać rynek. Zamiast tego stosujemy wytyczne dotyczące wyboru akcji – wielkość, płynność, minimalny free float, rentowność i równowaga w odniesieniu do rynku – aby mieć pewność, że indeks odzwierciedla dokładny obraz rynku akcji”. Instrumenty indeksowe oparte na tego typu indeksach również pozwalają na systematyczne inwestowanie, ale nie cechują się tak dużą transparentnością jak indeksy oparte na sztywnych zasadach.

wszystkim umożliwiają konsekwentne, systematyczne, zdyscyplinowane inwestowanie⁸². Innymi słowy, pozwalają „trzymać kurs”⁸³, nawet mimo występujących czasami przeciwności lub pokus, zwłaszcza gdy na rynku inwestycyjnym dochodzi do dużych zawirowań.

Dlaczego jest to takie istotne? Po pierwsze dlatego, że zdyscyplinowane podejście do inwestowania, podobnie zresztą jak w przypadku wielu innych aktywności, pozwala uniknąć (lub istotnie ograniczyć liczbę) błędów poznawczych, czyli naszych naturalnych skłonności, tendencji czy uprzedzeń, które negatywnie wpływają na efekty podejmowanych przez nas działań. Ogranicza do minimum także wpływ emocji na nasze decyzje inwestycyjne, gdyż na ogół są one złym doradcą.

Po drugie, choć to, co dzieje się na rynkach finansowych, wystawia tego typu strategię na poważną próbę (czego najlepszym przykładem był 2022 r., kiedy pozostawanie na rynku akcji lub obligacji oznaczało dotkliwie straty), odejście od niej często okazuje się jeszcze bardziej bolesne. Próba wycucia rynku (*timing the market*) jest niezwykle trudna i może być bardzo kosztowna. W okresach gwałtownych spadków na rynku finansowym naturalną reakcją emocjonalną większości ludzi jest zwykle chęć „przejęcia kontroli” poprzez sprzedaż posiadanych walorów i szukanie bezpieczeństwa w gotówce. Dzieje się tak dlatego, że – zgodnie z teorią perspektywy – straty bolą bardziej, niż zyski (o tej samej wartości) cieszą. Działanie to może oczywiście w krótkim terminie ograniczyć straty, ale często skutkuje jednocześnie pominięciem poszczególnych najlepszych dni, które na ogół następują tuż po gwałtownych załamaniach⁸⁴ i które są kluczowe dla odbudowania portfela. Jak pokazuje analiza J.P. Morgan Asset Management, 10 tys. USD zainwestowane w indeks S&P 500 na początku 2003 r. po upływie 20 lat, czyli w końcu 2022 r., urosłoby do 64,8 tys. USD. Tymczasem, gdyby ominąć tylko 10 najlepszych sesji wzrostowych w tym okresie, wartość inwestycji byłaby o ponad połowę (54,2%) niższa (29,7 tys. USD), w przypadku ominięcia 30 najlepszych sesji wzrostowych wyniosłaby zaledwie 11,7 tys. USD, byłaby zatem niższa aż o 82%, a w sytuacji

⁸² Tego rodzaju podejście do inwestowania jest możliwe również w przypadku samodzielnego inwestowania, jednak utrzymanie dyscypliny dla większości osób jest znacznie trudniejsze w realizacji.

⁸³ To określenie w języku angielskim – *stay the course* – to m.in. tytuł ostatniej książki Jacka Bogle’a – twórcy pierwszego detalicznego funduszu indeksowego. Zdaniem „ojca” pasywnego inwestowania, niezależnie od załamań rynku, niezwykle ważne jest trzymanie się dyscypliny inwestycyjnej. Zmiana strategii inwestycyjnej w niewłaściwym momencie może być jednym z najbardziej katastrofalnych błędów w inwestowaniu. Zatem, bez względu na to, co się może stać, po prostu należy „trzymać się kursu”.

⁸⁴ Według analizy J.P. Morgan Asset Management, w okresie 20 lat (2003–2022) siedem z 10 najlepszych dni indeksu S&P 500 wystąpiło w ciągu dwóch tygodni od 10 najgorszych dni, a sześć z siedmiu najlepszych dni nastąpiło zaraz po najgorszych dniach tego indeksu.

ominięcia 50 najlepszych sesji wzrostowych zainwestowane 10 tys. USD skurczyłoby się do zaledwie 5,7 tys. USD, co oznacza stratę 91,1% w stosunku do scenariusza bazowego polegającego na pozostawaniu przez cały czas na rynku⁸⁵.

Po trzecie, systematyczne inwestowanie, którego zakres jest ściśle dostosowany do metodologii indeksu, pozwala na – a wręcz wymusza – istotne ograniczenie aktywności inwestycyjnej. To z kolei przekłada się na obniżenie kosztów transakcyjnych w stosunku do aktywnego inwestowania, w przypadku którego decyzje podejmowane są relatywnie często, w sposób nieregularny i uznaniowy (choć na podstawie wyników prowadzonych analiz), a często także w reakcji na niespodziewane wydarzenia rynkowe. Redukcja kosztów odnosi się w szczególności do instrumentów naśladujących wyniki indeksów przeprowadzających rewizje i rebalancing portfela relatywnie rzadko oraz stosujących techniki ograniczania rotacji jego składu (np. buforowanie). Zmiany portfela przeprowadzane w sposób systematyczny, a jednocześnie w stosunkowo niewielkim zakresie pozwalają zarządzającym istotnie zredukować koszty związane z kupnem i sprzedażą papierów wartościowych, w szczególności koszty prowizji maklerskich i spread.

Najpopularniejszą miarą pozwalającą na ocenę aktywności transakcyjnej (handlowej) funduszu (indeksu) jest stopa obrotu portfela⁸⁶ (*portfolio turnover ratio*), która ilustruje, jaki procent składu portfela uległ zmianie w ciągu roku⁸⁷. Niskie wartości tego wskaźnika wskazują na realizację strategii „kup i trzymaj”, a tym samym na ograniczanie kosztów transakcyjnych w relacji do aktywów, natomiast wysokie wskazują na stosowanie market timingu, co implikuje wyższe koszty transakcyjne. Jak pokazują wyniki badań⁸⁸, wartość powyższego wskaźnika jest w przypadku

⁸⁵ J.P. Morgan Asset Management, *Principles for a successful retirement*, 2023, <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/retirement-insights/ri-gtr-principles.pdf> [dostęp: 1.09.23].

⁸⁶ Wskaźnik ten jest stosowany zazwyczaj w przypadku funduszy inwestycyjnych, jednak można go wykorzystywać również w przypadku indeksów.

⁸⁷ Istnieją rozmaite sposoby jego obliczenia oraz warianty, jednak w przypadku funduszy inwestycyjnych najczęściej oblicza się go jako iloraz mniejszej wartości spośród wartości nabyć oraz wartości sprzedaży papierów wartościowych (z wyłączeniem wszystkich papierów wartościowych o terminie zapadalności krótszym niż jeden rok) oraz średnich miesięcznych aktywów netto. Dogłębną analizę badań naukowych na temat zależności pomiędzy stopą obrotu portfela a wynikami funduszy w krajowej literaturze prezentuje Dariusz Filip (D. Filip, *Determinanty efektów alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce. Atrybuty funduszy oraz cechy zarządzających*, Warszawa 2021).

⁸⁸ Według badania przeprowadzonego przez analityków S&P Indices, średnia wartość wskaźnika rocznego obrotu dla indeksu S&P 500 w latach 2005–2009 była wyjątkowo niska i wynosiła zaledwie 2,8%. W przypadku innych indeksów wartości tego wskaźnika były wyższe – dotyczyło to zwłaszcza indeksów stosujących alternatywny wobec kapitalizacji rynkowej sposób wazenia spółek (np. indeksy równoważone), w przypadku których wynosił 15–30%. W przypadku aktywnie zarządzanych portfeli były one jednak zdecydowanie wyższe – wahały się między 50% a 100%. L. Zeng, S. Dash, D. Guarino,

indeksów oraz inwestowania indeksowego znacząco niższa niż przy aktywnym zarządzaniu portfelem⁸⁹. Dodatkowo mniejsza częstotliwość przeprowadzania transakcji oraz brak konieczności ciągłego monitorowania rynku i analizowania zmian na nim zachodzących (na poziomie makroekonomicznym, sektorowym i poszczególnych podmiotów) pozwalają na ograniczenie składu, a w konsekwencji kosztów wynagrodzeń zarówno menedżerów zarządzających instrumentami indeksowymi, traderów, jak i zespołów analitycznych.

Niższe koszty ponoszone w ramach inwestowania indeksowego ostatecznie znajdują odzwierciedlenie w czymś, co jest namacalne i realnie wpływa na wyniki inwestycyjne i satysfakcję inwestorów – w znacznie niższych stawkach opłat w instrumentach indeksowych w porównaniu z instrumentami aktywnie zarządzanymi. Zjawisko to jest co prawda obserwowane w różnej skali w różnych segmentach rynku finansowego i na różnych rynkach geograficznych, jednak nie ulega żadnej wątpliwości, że instrumenty odwzorowujące wyniki indeksów są istotnie tańsze (czasami nawet kilkukrotnie) od instrumentów zarządzanych aktywnie. Wśród licznych badań na ten temat warto przywołać wyniki analiz przeprowadzanych przez Investment Company Institute (ICI)⁹⁰. W 2022 r. na rynku amerykańskim średni ważony aktywami wskaźnik kosztów (*asset-weighted expense ratio*)⁹¹ funduszy indeksowych, zarówno dłużnych jak i akcyjnych, wynosił zaledwie 0,06% rocznie, podczas gdy w przypadku funduszy aktywnie zarządzanych wynosił 0,44% w funduszach dłużnych i 0,66% w funduszach akcyjnych. W przypadku indeksowych funduszy ETF koszty były nieco wyższe niż w funduszach indeksowych – odpowiednio 0,11% i 0,16% – wciąż jednak były one znacząco niższe niż w funduszach zarządzanych aktywnie⁹². Analogiczna sytuacja ma miejsce na

Equal Weight Indexing. Seven Years Later, 2010, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1691213 [dostęp: 1.09.2023].

⁸⁹ Warto dodać, że obowiązujące w niektórych państwach (np. w Stanach Zjednoczonych) przepisy prawne nakładają na fundusze inwestycyjne obowiązek systematycznego publikowania wartości tego wskaźnika. W Polsce takie regulacje nie obowiązują.

⁹⁰ Investment Company Institute jest instytucją reprezentującą interesy amerykańskich, regulowanych funduszy inwestycyjnych. Jej członkowie zarządzają środkami finansowymi o wartości 31,2 bln USD, zainwestowanymi w fundusze zarejestrowane zgodnie z amerykańską ustawą o spółkach inwestycyjnych z 1940 r. i obsługują ponad 100 milionów inwestorów. Dodatkowo 8,7 bln USD jest zarządzane przez członków ICI w funduszach poza Stanami Zjednoczonymi (<https://www.ici.org/about-ici> [dostęp: 2.09.2023]).

⁹¹ Wskaźniki kosztów przywoływanych w tym podrozdziale zostaną wyjaśnione w rozdziale 4, w podrozdziale 4.2.

⁹² *Investment Company Fact Book 2023. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, Investment Company Institute, 2023, <https://www.ici.org/system/files/2023-05/2023-fact-book.pdf> [dostęp: 2.09.2023], s. 81, 83.

drugim pod względem wielkości rynku funduszy inwestycyjnych na świecie, tj. na rynku europejskim. W 2021 r. średnie koszty bieżące (*ongoing charges*) wynosiły w przypadku funduszy UCITS naśladowujących wyniki indeksów dłużnych 0,14%, a indeksów akcyjnych 0,26%, podczas gdy analogiczne koszty w funduszach zarządzanych aktywnie sięgały, odpowiednio, 0,71% i 1,32%; w przypadku akcyjnych i dłużnych funduszy ETF koszty te były identyczne i wynosiły 0,23%⁹³.

Należy podkreślić, że w przypadku obu kategorii funduszy koszty systematycznie maleją od wielu lat, wciąż jednak różnice pomiędzy nimi pozostają ogromne (na korzyść funduszy odzwierciedlających wyniki indeksów). Warto też dodać, że różnice te nie wynikają wyłącznie z bardziej pasywnej strategii inwestycyjnej (niższych kosztów transakcyjnych), ale także z ich orientacji inwestycyjnej, bowiem większą część rynku akcyjnych funduszy indeksowych stanowią fundusze inwestujące w duże, krajowe spółki, w przypadku których zarządzanie jest generalnie relatywnie tanie, natomiast aktywa funduszy akcyjnych zarządzanych aktywnie są lokowane w sposób bardziej zróżnicowany, w tym także w akcje małych firm, spółek z określonych sektorów oraz podmiotów zagranicznych, gdzie koszty zarządzania są wyższe. Jest to również rezultatem zróżnicowanej skali działalności – fundusze indeksowe są na ogół znacznie większe niż fundusze zarządzane aktywnie⁹⁴, w konsekwencji czego mogą korzystać z efektów skali.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że nie wszystkie instrumenty indeksowe to produkty tanie, jak wynikałoby to z zaprezentowanych powyżej zagregowanych danych dla największych rynków finansowych świata. Wśród tego typu produktów można znaleźć również takie, w przypadku których opłaty są relatywnie wysokie, nawet kilkukrotnie wyższe od średnich rynkowych, często porównywalne z opłatami występującymi w funduszach zarządzanych aktywnie⁹⁵. Dotyczy to w szczególności instrumentów o niszowej ekspozycji inwestycyjnej oraz specyficznej konstrukcji, w przypadku których koszty zarządzania są relatywnie wysokie, a aktywa stosunkowo małe, wskutek czego korzyści pochodzące z efektu skali są niewielkie lub nie ma ich w ogóle. Przykładami instrumentów o takim charakterze na rynku funduszy ETF i instrumentów typu ETP mogą

⁹³ *Ongoing Charges for UCITS in the European Union*, 2021, ICI Research Perspective, 2022, vol. 28, no. 8, <https://www.ici.org/system/files/2022-10/per28-08.pdf> [dostęp: 2.09.2023], s. 21, 23.

⁹⁴ Według danych ICI w końcu 2022 r. średnie aktywa akcyjnego funduszu indeksowego w Stanach Zjednoczonych wynosiły 9,1 mld USD, natomiast funduszu zarządzanego aktywnie tylko 1,9 mld USD. W Europie było to, odpowiednio, 902 mln EUR i 432 mln EUR w końcu 2021 r.

⁹⁵ Dla przykładu, według danych ETFGI z marca 2023 r. w skali globalnej funkcjonowało aż 2685 funduszy ETF, których wskaźnik kosztów całkowitych wahał się pomiędzy 0,50% a 1,00%, i 428 funduszy ETF, w przypadku których przekraczał on 1,00%.

być instrumenty z ekspozycją na aktywa alternatywne (według danych ETFGI ich średni wskaźnik kosztów wynosił w marcu 2023 r. 0,72%), rynek walutowy (0,81%), a przede wszystkim odwrotne, lewarowane i lewarowane odwrotne fundusze ETF (odpowiednio 0,82%, 0,96% i 0,93%)⁹⁶. Istotną rolę odgrywa także konstrukcja prawna produktu indeksowego – w przypadku instrumentów dłużnych typu ETN i ETC, które są głównym tematem niniejszej książki, wskaźniki kosztów są na ogół wyższe niż w funduszach indeksowych i funduszach ETF. Wynika to przede wszystkim z ich ekspozycji inwestycyjnej (umożliwiają często inwestowanie w niszowe, niedostępne poprzez fundusze, klasy aktywów), dużego udziału w tym rynku produktów lewarowanych i odwrotnych oraz relatywnie niewielkich aktywów.

Najważniejszą, wymierną zaletą inwestowania indeksowego, której źródłem są przede wszystkim niższe opłaty pobierane przez podmioty zarządzające produktami indeksowymi, są niewątpliwie – zwłaszcza z punktu widzenia inwestorów indywidualnych – atrakcyjne wyniki inwestycyjne, w szczególności w długiej perspektywie czasowej. Przez kilka ostatnich dekad zostało opublikowanych bardzo wiele opracowań na ten temat, zarówno stricte naukowych, jak i branżowych, z których zdecydowana większość dowodzi, że inwestowanie w instrumenty indeksowe przynosi w długim terminie znacznie lepsze wyniki inwestycyjne w porównaniu z ich aktywnie zarządzanymi odpowiednikami.

Badania te, o czym była już mowa w podrozdziale 1.1, są często prowadzone w ramach testowania silnej formy efektywności informacyjnej rynku finansowego i polegają na porównywaniu stóp zwrotu i/lub stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych z odpowiadającymi im benchmarkami (zazwyczaj indeksami akcyjnymi o określonej ekspozycji rynkowej). Najbardziej znanymi i najdłużej przeprowadzanymi w sposób systematyczny badaniami tego rodzaju są analizy opracowywane od 2002 r. przez spółkę S&P Dow Jones Indices⁹⁷. Znane są one pod akronimem SPIVA (pochodzącym

⁹⁶ ETFGI, *ETF Landscape: Trends and opportunities as of end of March 2023*, <https://etfgi.com/videos/2023/04/watch-recordings-our-4th-annual-etf-gi-global-etfs-insights-summit-latin-america> [dostęp: 2.09.2023] (prezentacja przedstawiona przez Deborah Fuhr podczas konferencji ETFGI Global ETFs Insights Summit – Latin America w kwietniu 2023 r.).

⁹⁷ S&P Dow Jones Indices jest jednym największych na świecie podmiotów zajmujących się tworzeniem, obliczaniem i utrzymywaniem inwestowalnych indeksów i benchmarków dla firm zarządzających aktywami, giełd papierów wartościowych i innych uczestników rynku finansowego. Ma 125-letnie doświadczenie (licząc od stworzenia przez Charlesa Dowa indeksu Dow Jones Industrial Average w 1896 r.) w branży indeksowej, a jego najbardziej znanymi indeksami są, oprócz DJIA, S&P 500 (na rynku akcyjnym), indeksy z rodziny S&P Aggregate Bond (na rynku instrumentów dłużnych) oraz S&P GSCI (na rynku towarowym).

od sformułowania *Standard & Poor's Index Versus Active*)⁹⁸ i obejmują przede wszystkim raporty *SPIVA Scorecard* (karta wyników SPIVA) prezentujące rezultaty badań i opisujące tendencje panujące w różnych państwach i regionach świata⁹⁹. Podstawową miarą wykorzystywaną w celu porównania wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy z wynikami odpowiednich benchmarków S&P jest prosty wskaźnik określający procentowy udział funduszy, których wyniki inwestycyjne (stopy zwrotu) okazały się gorsze od indeksu (*percentage of active funds outperformed by their benchmark*)¹⁰⁰. Porównanie to przeprowadzane jest zwykle dla czterech okresów: rocznego, trzyletniego, pięcioletniego i 10-letniego; w odniesieniu do rynku australijskiego także dla okresu 15-letniego, a dla rynku amerykańskiego 20-letniego. W przypadku większości raportów krajowych/regionalnych SPIVA powyższy wskaźnik jest obliczany zarówno na podstawie absolutnych stóp zwrotu, jak i stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko.

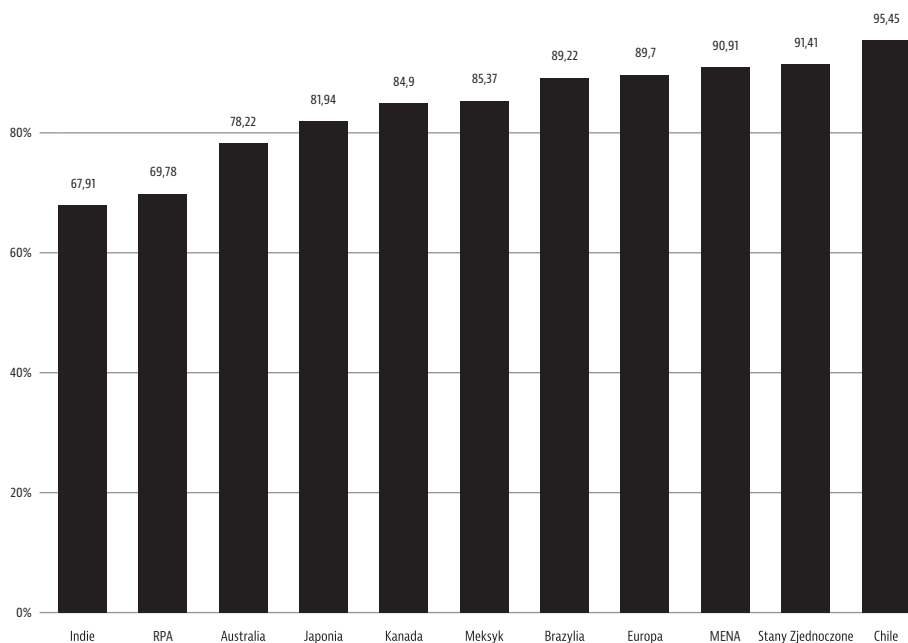
Raporty SPIVA jednoznacznie wskazują, że zdecydowana większość aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych inwestujących na rynku krajowym (oraz na wybranych rynkach regionalnych) nie uzyskuje stóp zwrotu wyższych od swoich benchmarków. Wskaźnik ilustrujący udział funduszy osiągających stopy zwrotu niższe od stopy zwrotu benchmarku jest na ogół wyższy, często znacząco, od 50%. Według raportów SPIVA prezentujących dane z końca 2022 r. w okresie minionych 10 lat wyniósł on np. w Stanach Zjednoczonych 91,41% (w porównaniu do indeksu S&P 500), w Kanadzie 84,90% (indeks S&P/TSX Composite), w Europie 89,70% (indeks S&P Europe 350), w Japonii 81,94% (indeks S&P/TOPIX 150), a w Australii 78,22% (indeks S&P/ASX 200)¹⁰¹ (por. wykres 2).

⁹⁸ W praktyce określenie to oznacza metodologię stosowaną przez S&P Dow Jones Indices do wszechstronnego porównywania wyników (stóp zwrotu) aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych z wynikami indeksów opracowywanych przez spółkę.

⁹⁹ Obecnie karty wyników SPIVA są publikowane dla funduszy z Australii, Indii, Japonii, Kanady, RPA, Stanów Zjednoczonych, 10 państw europejskich (Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec, Włoch, Hiszpanii, Holandii, Danii, Polski, Szwajcarii i Szwecji), trzech państw z Ameryki Łacińskiej (Brazylia, Chile i Meksyku) i jednego kraju z regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej (MENA) (Arabia Saudyjska). Analizy te obejmują zarówno fundusze posiadające ekspozycję krajową (*single-country*), jak i fundusze inwestujące na rynkach o określonym poziomie rozwoju gospodarczego i rynku finansowego, w krajach z określonego regionu geograficznego lub w skali globalnej. Badania te obejmują w sumie kilkanaście tysięcy aktywnie zarządzanych akcyjnych i dłużnych funduszy inwestycyjnych, których tytuły uczestnictwa są denominowane w różnych walutach.

¹⁰⁰ W celu wyeliminowania tzw. błędu przetrwania (*survivorship bias*) przy obliczaniu tego wskaźnika uwzględniana jest liczba funduszy funkcjonujących w danej kategorii na początku okresu i do niej odnoszona jest liczba funduszy, które uzyskały wynik lepszy lub gorszy od indeksu, a nie zaś do liczby funduszy, które przetrwały do końca badanego okresu.

¹⁰¹ S&P Dow Jones Indices, *SPIVA*, <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/> [dostęp: 4.09.2023].



Wykres 2. Odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych, które osiągnęły stopy zwrotu niższe od stopy zwrotu benchmarku w okresie 10 lat (stan na koniec 2022 r.)

Źródło: S&P Dow Jones Indices, SPIVA, <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/> [dostęp: 4.09.2023].

Porównanie wyników dla różnych okresów dowodzi, że skuteczność pokonywania indeksów maleje wraz z wydłużaniem się horyzontu analizy. Choć wyniki na przestrzeni ostatnich lat ulegały niewielkim modyfikacjom, co było konsekwencją zmieniających się warunków rynkowych, jedno nie ulega wątpliwości – fundusze aktywnie zarządzane radziły sobie na ogół gorzej od indeksów. Działo się tak zarówno wówczas, gdy koniunktura na rynku akcji była sprzyjająca, w szczególności w segmencie dużych spółek (np. pod koniec minionej dekady), co nie sprzyjało aktywnemu zarządzaniu¹⁰², jak i np. w 2020 r., kiedy warunki rynkowe – w szcze-

¹⁰² Jednym z powodów jest zjawisko określane jako *cash drag*, czyli konieczność utrzymywania części aktywów w postaci płynnej, co nie pozwala w pełni wykorzystywać potencjału rosnącego rynku (w przeciwieństwie do indeksu, który – jako nieinwestowalny wskaźnik – ma zawsze 100-procentową ekspozycję). Ponadto ponadprzeciętnie wysokie stopy zwrotu największych spółek (czego dowodem na rynku amerykańskim były wysokie stopy zwrotu indeksu S&P 500 w stosunku do indeksów obejmujących amerykańskie średnie i małe spółki) powodują, że menedżerowie aktywnie zarządzający portfelem, którzy na ogół konstruują je w sposób bliższy równoważonemu udziałowi wszystkich składników, niż kierują się kapitalizacją rynkową (która jest niemal zawsze czynnikiem ważenia spółek w indeksach akcyjnych), stoją na z góry przegranej pozycji w porównaniu do benchmarków.

gólności relatywnie wysoki stopień dyspersji¹⁰³ oraz wysoki poziom korelacji stóp zwrotu między akcjami wchodzącymi w skład indeksów¹⁰⁴ – były korzystne dla aktywnych zarządzających. Co więcej, nawet w 2022 r., niezwykle trudnym dla inwestowania indeksowego (najważniejsze indeksy akcyjne zakończyły go ogromnymi stratami), wyniki funduszy aktywnie zarządzanych nie były na ogół lepsze od wyników indeksów. Choć w większości krajów i regionów wskaźnik określający procentowy udział funduszy, których absolutne (roczne) stopy zwrotu okazały się gorsze od indeksu, był niższy niż w poprzednich latach, to nadal w przypadku znaczącej części z nich przekraczał 50% (np. w USA wyniósł 51%, w Kanadzie 52%, w Australii 58%, w Japonii 68%, a w Europie aż 87%). Jedynie w kilku krajach mniej niż połowa funduszy wypracowała niższe stopy zwrotu od benchmarku (Meksyk, RPA i kraje MENA)¹⁰⁵.

Choć analizy SPIVA i im podobne¹⁰⁶ są najbardziej popularne z uwagi na fakt, że najprościej je przeprowadzić (ze względu na łatwy dostęp do danych), oraz to, że prawdopodobnie najbardziej przemawiają do wyobraźni inwestorów, zarzuca się im czasami, że obarczone są wieloma niedogodnościami. Do najważniejszych zaliczyć należy uwagi dotyczące indeksów, do których porównuje się stopy zwrotu aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych. Indeksy bowiem ze swojej istoty m.in.¹⁰⁷:

- są nieinwestowalne (*uninvestable*), tj. nie można bezpośrednio zainwestować w indeks, stąd też nie powinno się porównywać wyniku funduszu z wynikiem indeksu;
- są niezarządzalne (*unmanaged*), tj. nie zarządza się indeksem (w takim znaczeniu, w jakim zarządza się funduszem inwestycyjnym), dlatego też nie są w ich przypadku uwzględniane zarówno koszty (zarządzania i inne), jak

¹⁰³ Dyspersja jest miarą rozrzutu stóp zwrotu w ramach indeksu. W środowisku o niskiej dyspersji istnieją niewielkie różnice pomiędzy stopami zwrotu spółek tworzących portfel indeksu, natomiast w środowisku o wysokiej dyspersji różnice te są znaczące. Według analiz S&P Dow Jones Indices menedżerowie aktywnie zarządzający portfelami akcyjnymi mają większe trudności w pokonywaniu benchmarków w warunkach niskiej dyspersji, ponieważ trudniej jest wówczas pokrywać koszty stałe, takie jak opłaty za zarządzanie, koszty analiz, koszty transakcyjne itp. Bardziej aktywni menedżerowie zwykle osiągają zatem gorsze wyniki, gdy dyspersja jest niska, a różnica między najlepszymi i najgorszymi menedżerami zwiększa się wraz ze wzrostem dyspersji.

¹⁰⁴ Aktywni zarządzający powinni preferować ponadprzeciętne korelacje, ponieważ zmniejsza to koszt alternatywny skoncentrowanego portfela.

¹⁰⁵ S&P Dow Jones Indices, *SPIVA around the world*, <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-infographic.pdf> [dostęp: 4.09.2023].

¹⁰⁶ Poza spółką S&P Dow Jones Indices podobne analizy przeprowadzają także inne podmioty działające na rynku inwestycyjnym, m.in. Vanguard i BlackRock.

¹⁰⁷ Istota indeksów rynków finansowych została zaprezentowana w rozdziale 5, w podrozdziale 5.1.

i dochody (np. z pożyczania papierów wartościowych), które są nieodłączną częścią procesu zarządzania funduszem inwestycyjnym;

- są w 100% wypełnione papierami wartościowymi (*fully invested*), tzn. ich portfel składa się wyłącznie z papierów wartościowych (nie ma części płynnej), podczas gdy w funduszach inwestycyjnych jakaś część środków finansowych jest lokowana w płynne aktywa (m.in. z uwagi na konieczność realizacji umorzeń tytułów uczestnictwa, czasowo występujące środki pochodzące z wypłaconych dywidend lub odsetek, lub czekające na okazję inwestycyjną), które w długim terminie generują niższe stopy zwrotu. W efekcie w funduszach część portfela nie posiada ekspozycji rynkowej i występuje zjawisko określane jako *cash drag*¹⁰⁸ (pogorszenie wyników inwestycyjnych spowodowane niepełną alokacją środków finansowych na rynku podczas korzystnej koniunktury¹⁰⁹). Tymczasem w przypadku indeksów taka sytuacja nie występuje – w ich portfelach nie ma płynnych aktywów, dochody z papierów wartościowych są automatycznie „reinvestowane”, a zmiana składu portfela w przypadku korekty lub rewizji odbywa się automatycznie (bez zwłoki);
- nie są obciążone np. podatkiem od dywidend, co jest regułą w przypadku dochodów z tego tytułu w akcyjnych funduszach inwestycyjnych;
- nie wypłacają zysków kapitałowych, nie są więc obciążone podatkiem od tych zysków, jak ma to miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych.

Powyższe cechy indeksów sprawiają, że część ekspertów zarzuca przywoływanym badaniom, że nie są do końca uczciwe, gdyż fundusze nie mają równych szans w zestawieniu z indeksami.

Niedogodności te nie występują w przypadku porównywania wyników funduszy zarządzanych aktywnie z rezultatami osiąganymi przez fundusze odwzorowujące wyniki indeksów, a zatem z realnie istniejącymi produktami finansowymi, pozbawionymi opisanych powyżej korzyści, które są udziałem indeksów. Takie podejście jest stosowane przez spółkę Morningstar, której raporty *Active/Passive Barometer* porównują wyniki inwestycyjne (stopy zwrotu) aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych – głównie akcyjnych i dłużnych – z wynikami pasywnych (tj.

¹⁰⁸ Warto dodać, że zjawisko *cash drag* jest bardziej widoczne w przypadku aktywnie zarządzanych funduszy, które zazwyczaj utrzymują wyższe rezerwy środków pieniężnych niż fundusze indeksowe, zwykle w większym stopniu wypełnione papierami wartościowymi.

¹⁰⁹ Jack Bogle szacuje, że utrzymywanie środków pieniężnych w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych zmniejsza ich stopę zwrotu o 15 punktów bazowych rocznie (J. C. Bogle, *The arithmetic of „all-in” investment expenses*, „Financial Analysts Journal” 2014, vol. 70, no. 1, s. 13–21).

odzworowujących wyniki indeksów) funduszy o zbliżonej ekspozycji inwestycyjnej (należących do tej samej kategorii według klasyfikacji Morningstara) w różnych horyzontach czasowych. Analizy takie są przeprowadzane od 2015 r., z częstotliwością półroczną, głównie w odniesieniu do rynku amerykańskiego, czasami także dla europejskiego i chińskiego.

Główne cechy analiz prowadzonych w ramach raportów *Active/Passive Barometer* to:

- aktywnie zarządzane fundusze są oceniane na podstawie ich przynależności do danej kategorii inwestycyjnej na początku okresu analizy, dzięki czemu lepiej symuluje się wybór, jaki inwestor posiadał w momencie rozpoczęcia inwestycji,
- analiza bierze pod uwagę, jak przeciętny dolar (w Stanach Zjednoczonych) zainwestowany w fundusze aktywnie zarządzane radził sobie w porównaniu ze średnim dolarem zainwestowanym w fundusze pasywne.

Podstawową miarą wykorzystywaną w celu porównania wyników funduszy zarządzanych aktywnie z wynikami funduszy naśladowujących wyniki indeksów jest wskaźnik sukcesu (*success rate*). Wskazuje on, jaki procent aktywnych funduszy, które działały na początku analizowanego okresu, funkcjonował do końca¹¹⁰ i osiągnął stopę zwrotu przekraczającą równoważoną średnią stopę zwrotu funduszu pasywnego w tym czasie (wielkość różnicy w stopach zwrotu nie jest uwzględniana). Pozwala on zatem na skalibrowanie szansy odniesienia sukcesu przy inwestowaniu w fundusze aktywnie zarządzane. Analiza wskaźnika sukcesu jest dokonywana w wielu kategoriach i w różnych horyzontach czasowych (np. w Stanach Zjednoczonych – od roku do 20 lat). Dodatkowo analizowane są trendy w poziomie wskaźnika w zależności od poziomu opłat. Oprócz wskaźnika sukcesu obliczane

¹¹⁰ Na marginesie warto dodać, że rotacja wśród funduszy pasywnych w skali globalnej w 10-letnim okresie kończącym się w 2021 r. była mniejsza niż wśród funduszy aktywnych. Według badania Morningstara, wskaźnik rotacji składu funduszy (*fund lineup turnover*) – definiowany jako suma nowo utworzonych i wycofywanych funduszy w danym okresie, wyrażona jako procent liczby funduszy istniejących na początku okresu – w przypadku funduszy aktywnych wyniósł 16,2%, natomiast wśród funduszy pasywnych 15,3%. Mimo że firmy zarządzające aktywami tworzyły w tym okresie znacznie więcej funduszy pasywnych niż aktywnych, wyższa wartość ww. wskaźnika w przypadku tych drugich była konsekwencją znacznie większej liczby podmiotów, które przestały funkcjonować z uwagi na likwidacje lub połączenia z innymi funduszami. Por. G. Denis, B. B. Hughes, M. Kowara, M. Möttölä, *As the Fund World Turns. Morningstar examines categories and investment firms across the globe in its inaugural study on fund lineup turnover*, Morningstar, 8.03.2022, https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt3a092a6bc569c880/622b9b457e66f316ab8ee36d/Lineup_Turnover_031022.pdf [dostęp: 5.09.2023], s. 9–10.

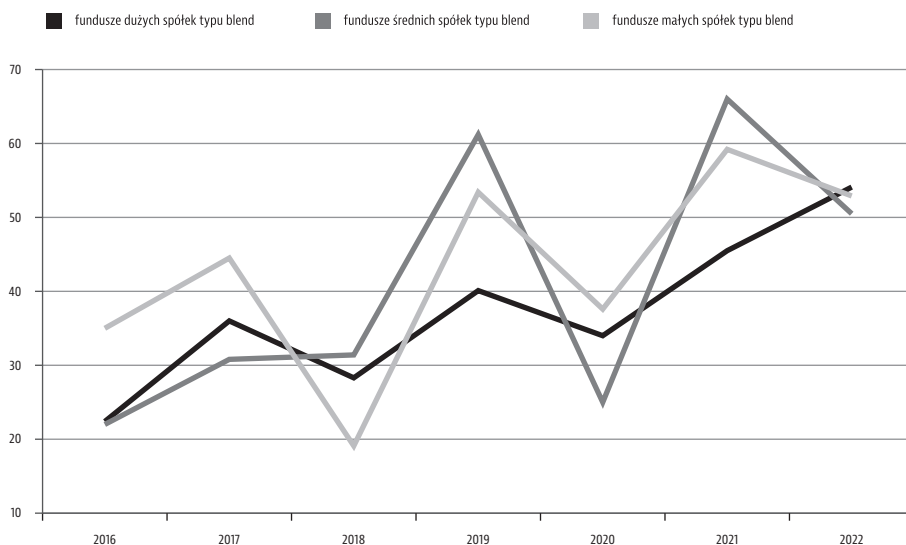
są także m.in. 10-letnie średnie stopy zwrotu funduszy aktywnych i pasywnych (średnioważone i ważone aktywami) oraz nadwyżkowe stopy zwrotu (*excess returns*) funduszy aktywnych w odniesieniu do równoważonej średniej stopy zwrotu funduszy pasywnych.

Z raportu *Active/Passive Barometer* prezentującego wyniki na koniec 2022 r. wynika przede wszystkim, że aktywnie zarządzane fundusze nie osiągają sukcesu, tj. nie udaje im się przetrwać i pokonać swojego przeciętnego pasywnego odpowiednika, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie czasowym – w horyzoncie 10-letnim udało się to zaledwie 13,1% funduszy akcyjnych inwestujących w akcje amerykańskich spółek o dużej kapitalizacji. Długoterminowe wskaźniki sukcesu są najwyższe wśród funduszy nieruchomości i obligacji, a najniższe wśród amerykańskich funduszy akcji inwestujących w akcje firm o dużej kapitalizacji, które nie mają ani charakteru spółek wzrostowych (*growth*), ani dochodowych (*value*) (kategoria funduszy określana przez Morningstar jako *large blend*). W przypadku spółek o podobnej charakterystyce, lecz o średniej kapitalizacji (*mid blend*) oraz małej kapitalizacji (*small blend*), wskaźnik sukcesu w perspektywie 10 lat był nieco wyższy i wynosił, odpowiednio, 18,1% i 27,2%. Długoterminowe wskaźniki sukcesu okazały się najwyższe wśród funduszy nieruchomości i obligacji (we wszystkich podkategoriach przekraczały 50%), a najniższe wśród amerykańskich funduszy akcji inwestujących w akcje spółek o dużej kapitalizacji¹¹¹.

Na podstawie obliczeń z raportów z ostatnich dziewięciu lat można stwierdzić, że choć roczne wskaźniki sukcesu w przypadku funduszy akcyjnych *large blend*, *mid blend* i *small blend*, czyli funduszy reprezentujących największą część tamtejszego rynku funduszy regulowanych, znajdują się w trendzie wzrostowym, na ogół wynosiły one poniżej 50% (wyższe wartości osiągały w 2019 r. oraz w 2021 r., zaś zbliżone w 2022 r., por. wykres 3). Oznacza to, że nawet w tak krótkim czasie mniej niż połowa funduszy akcyjnych aktywnie zarządzanych (tych, które pozostały na rynku) wypracowała stopę zwrotu przekraczającą równoważoną średnią stopę zwrotu funduszu pasywnego w tym okresie. Średnie roczne wskaźniki sukcesu w latach 2016–2022 dla tych trzech kategorii aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych wyniosły 37,2%, 41% oraz 43,1%, natomiast średnie wskaźniki 10-letnie (w latach 2014–2018 i 2020–2022) były zdecydowanie niższe i wyniosły, odpowiednio, 13,2%, 13,4% i 24,7%¹¹². Reasumując, większość aktywnie zarządzanych

¹¹¹ B. Armour, R. Jackson, D. Boyadzhiev, *Morningstar's Active/Passive Barometer. Year End 2022*, Morningstar, 2023, <https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer> [dostęp: 5.09.2023], s. 3.

¹¹² Obliczenia własne na podstawie danych z raportów spółki Morningstar *Active/Passive Barometer* za lata 2014–2018 i 2020–2022.



Wykres 3. Wskaźnik sukcesu w aktywnie zarządzanych amerykańskich funduszach akcyjnych w latach 2016–2022 (dane roczne, w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Armour, R. Jackson, D. Boyadzhiev, *Morningstar's Active/Passive Barometer. Year End 2022*, Morningstar, 2023, <https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer> [dostęp: 5.09.2023].

funduszy akcyjnych w Stanach Zjednoczonych inwestujących na lokalnym rynku osiąga gorsze wyniki niż średnia stopa zwrotu funduszu pasywnego¹¹³.

Dodać należy, że w okresie ostatnich 10 lat najtańsze fundusze odnosiły sukces ponad dwa razy częściej niż najdroższe (wskaźniki sukcesu wyniosły, odpowiednio, 36% i 16%). Analogiczna sytuacja miała miejsce w przypadku wskaźnika

¹¹³ Jest oczywiste, że nie wszystkie badania potwierdzają wyniki prezentowane przez firmę Morningstar. Na przykład badanie przeprowadzone przez Nanigiana, który przeanalizował wyniki (m.in. stopy zwrotu skorygowane o ryzyko w oparciu o czteroczynnikowy model Carharta) aktywnie i pasywnie zarządzanych funduszy akcyjnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1991–2019 wykazało, że nie ma statystycznie istotnej różnicy w wynikach między ww. rodzajami funduszy, gdy porównuje się pasywnie zarządzane fundusze z konkurencyjnymi cenowo funduszami aktywnie zarządzanymi. Jego zdaniem znacząca część historycznie lepszych wyników funduszy zarządzanych pasywnie w porównaniu z funduszami zarządzanymi aktywnie jest wynikiem ich niższych kosztów. W związku z powyższym, dopóki inwestorzy są świadomi znaczenia kosztów w procesie wyboru funduszu, inwestowanie w pasywnie zarządzane fundusze nie poprawia znacząco wyników inwestorów (pomijając względy podatkowe), por. D. Nanigian, *The historical record on active versus passive mutual fund performance*, „The Journal of Investing” 2022, vol. 31, no. 3, s. 10–22. Również obszerny przegląd badań naukowych na temat aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych z ostatnich 20 lat przeprowadzony w 2019 r. przez Cremersa, Fulkersona i Riley’a pokazał, że obiegowa opinia o aktywnym zarządzaniu nietworzącym wartości dla inwestorów jest przesadnie negatywna (por. K. J. M. Cremers, J. A. Fulkerson, T. B. Riley, *Challenging the conventional wisdom on active management. A review of the past 20 years of academic literature on actively managed mutual funds*, „Financial Analysts Journal” 2019, vol. 75, no.4, s. 8–35).

przetrwania – wśród najtańszych funduszy przetrwało 67%, a w gronie najdroższych 59%. Tanie fundusze mają zwykle największą przewagę nad drogimi funduszami w segmentach rynku o stosunkowo wysokich opłatach¹¹⁴.

Scharakteryzowane dotychczas cechy inwestowania indeksowego nie wyczerpują listy korzyści wynikających z tego podejścia inwestycyjnego. Dla dużej części inwestorów jedną z największych zalet jest – zasygnalizowana już we wstępie niniejszego rozdziału – większa przejrzystość funkcjonowania w porównaniu do funduszy stosujących aktywne zarządzanie. Jest to prosta konsekwencja faktu, że produkty indeksowe (w szczególności zaś fundusze wykorzystujące pełną replikację fizyczną¹¹⁵) powiązane są z indeksami, w przypadku których konstrukcja portfeli oraz zachodzące w nich okresowe zmiany są konsekwencją przyjętej, na ogół dostępnej publicznie metodologii. Inwestor lokujący kapitał w instrumenty naśladujące wyniki indeksów może zatem z reguły bez większego problemu zapoznać się ze szczegółowymi zasadami budowy portfela indeksu, co w przypadku instrumentów stosujących replikację fizyczną (w szczególności pełną) jest niemal równoznaczne ze znajomością zasad tworzenia portfela np. funduszu indeksowego. Ma on w ten sposób dostęp do bardzo precyzyjnych informacji na temat strategii inwestycyjnej produktu indeksowego, czego nie można powiedzieć w przypadku np. funduszy zarządzanych aktywnie, gdzie decyzje podejmowane są na ogół w sposób uznaniowy, a opis polityki inwestycyjnej – choć często obszerny – jest bardzo ogólnikowy. Najbardziej jednak oczywistym dowodem na transparentność instrumentów inwestowania indeksowego jest fakt, że w przypadku wielu z nich na stronie internetowej można znaleźć na bieżąco publikowane (choć w zależności od podmiotu z różną częstotliwością) informacje o składzie portfela inwestycyjnego – zarówno jeśli chodzi o poszczególne instrumenty wchodzące w jego skład, jak i w ujęciu np. sektorowym, geograficznym, poziomu ratingu czy oceny skoringowej ESG.

¹¹⁴ B. Armour, R. Jackson, D. Boyadzhiev, *Morningstar's...*, *op. cit.*, s. 2.

¹¹⁵ Na europejskim rynku funduszy ETF ten sposób replikacji indeksu stosuje około połowa funduszy (według danych spółki Refinitiv Lipper w grudniu 2020 r. było to 42,12%, biorąc pod uwagę wartość ich aktywów), a kolejne 42,16% wykorzystywało replikację fizyczną z zastosowaniem optymalizacji (D. Glow, *Monday Morning Memo. Review of the Index Replication Methods used by ETFs in Europe*, 7.12.2020, <https://lipperalpha.refinitiv.com/2020/12/monday-morning-memo-review-of-the-index-replication-methods-used-by-etfs-in-europe/> [dostęp: 5.09.23]). Na innych rynkach popularność replikacji fizycznej (pełnej i niepełnej) jest jeszcze większa – według stanu na 30 września 2020 r. w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, regionie Azji i Pacyfiku oraz Ameryce Łacińskiej przekraczała 90% (M. Corsi, N. Hussain, D. Hsu, *An overview of physical and synthetic ETF structures*, Vanguard, 2020, <https://www.it.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/physical-and-synthetic-etf-structures-eu-en-pro1.pdf> [dostęp: 5.09.2023], s. 2).

Poza korzyściami wynikającymi wprost z inwestowania indeksowego, czyli mającego na celu odwzorowywanie wyniku określonego benchmarku, instrumenty indeksowe oferują inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym szereg innych zalet, których źródłem może być przede wszystkim forma prawna tych instrumentów oraz obrót nimi na giełdzie papierów wartościowych. Ponieważ jednak nie są one jednorodne pod tym względem – o czym szerzej będzie mowa w rozdziale 4, gdzie porównane zostaną ich cechy prawne i ekonomiczne – zatem i korzyści z tych tytułów są wśród nich zróżnicowane. Poniżej zostaną wymienione najważniejsze z nich, natomiast bardziej szczegółowy opis większości zostanie zaprezentowany w dalszej części książki.

Instrumenty indeksowe mające formę prawną otwartych funduszy inwestycyjnych¹¹⁶, tj. fundusze indeksowe i fundusze ETF (precyzyjnie zaś ujmując – ich tytuły uczestnictwa) są bardzo szczegółowo uregulowane – dotyczy to zresztą nie tylko samych funduszy, lecz także innych podmiotów świadczących usługi na ich rzecz, zwłaszcza spółki zarządzającej oraz banku depozytariusza. Same fundusze mają ściśle określone możliwości inwestycyjne, w tym zwłaszcza katalog dostępnych instrumentów finansowych oraz limity inwestycyjne (część z nich, zwłaszcza w zakresie dywersyfikacji portfela, może być w przypadku funduszy indeksowych nieco inna od pozostałych rodzajów funduszy). Prawo wyznacza także obowiązki i standardy informacyjne, do których powinny się stosować zarówno fundusze, jak i instytucje je obsługujące. Wszystkie te regulacje zwiększają poziom bezpieczeństwa inwestycji, przede wszystkim poprzez ograniczenie potencjalnego ryzyka inwestycyjnego oraz zmniejszenie asymetrii informacji. Pozostałe instrumenty indeksowe, czyli instrumenty typu ETN i ETC, są papierami dłużnymi, dlatego też nie dotyczą ich regulacje obowiązujące fundusze indeksowe i fundusze ETF. Źródło ich bezpieczeństwa tkwi zatem gdzie indziej – decyduje o tym wiarygodność kredytowa emitenta (banku lub stworzonej w celu emisji tych instrumentów spółki specjalnego przeznaczenia).

Kolejną kluczową zaletą inwestowania za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, w tym tych mających charakter indeksowy, jest dywersyfikacja portfela inwestycyjnego. Prowadzi ona do zmniejszenia poziomu ryzyka całego portfela w stosunku do ryzyka związanego z poszczególnymi instrumentami finansowymi wchodzącymi w jego skład. Zasady dywersyfikacji są określone w przepisach prawnych dotyczących polityki inwestycyjnej funduszy, w których definiuje się przede wszystkim

¹¹⁶ Niemal wszystkie fundusze indeksowe i ETF na świecie mają formę funduszy otwartych, tylko w bardzo nielicznych przypadkach działają jako fundusze zamknięte (np. w Polsce – fundusze ETF jako tzw. fundusze portfelowe).

maksymalne procentowe udziały w aktywach poszczególnych instrumentów finansowych i/lub grup tych instrumentów. Celem tych regulacji jest zmniejszenie podatności funduszy na ewentualne gorsze wyniki niewielkiej liczby walorów. Na przykład w Unii Europejskiej fundusze podlegające dyrektywie UCITS (fundusze otwarte) – dotyczy to więc zarówno funduszy indeksowych, jak i zgodnych z tą dyrektywą funduszy ETF¹¹⁷ – są zobowiązane do przestrzegania zasady „5/10/40”, która stanowi, że fundusze nie mogą (z pewnymi wyjątkami) inwestować więcej niż 10% swoich aktywów w zbywalne papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, przy czym w sytuacji, gdy inwestycje w te aktywa jednego podmiotu przekraczają 5%, łączna wartość tego rodzaju inwestycji nie może przekroczyć 40% aktywów funduszu. Nieco bardziej liberalne zasady dotyczą funduszy indeksowych – gdy fundusz replikuje indeks rynku akcji lub inny indeks, maksymalny limit inwestycji w papiery wartościowe jednego emitenta wynosi 20% aktywów netto bądź nawet 35% (w wyjątkowych okolicznościach). Wynika to z faktu, że część z tego rodzaju funduszy odwzorowuje indeksy, których portfele obejmują stosunkowo niewielką liczbę składników, w efekcie czego są mocno skoncentrowane – np. wagi największych spółek w portfelach indeksów akcyjnych przekraczają 10%, a czasami nawet 20%. W przypadku instrumentów typu ETN i ETC ograniczenia inwestycyjne dotyczące funduszy nie obowiązują, stąd też ich portfele (a w zasadzie ekspozycja rynkowa, gdyż jako papiery dłużne nie są w posiadaniu papierów wartościowych) mogą być – i zazwyczaj są – słabiej zdywersyfikowane niż portfele funduszy indeksowych i funduszy ETF, stąd też korzyści z tego tytułu są na ogół mniejsze. Jest to jednak zabieg celowy ze strony ich emitentów – instrumenty typu ETN i ETC są często tworzone właśnie po to, aby zaoferować inwestorom możliwość bardziej skoncentrowanej inwestycji w niewielką liczbę walorów, czasami wręcz tylko w jeden (dotyczy to akcji, towarów czy kryptowalut).

Niewątpliwą zaletą części instrumentów indeksowych – tytułów uczestnictwa funduszy ETF oraz instrumentów typu ETN i ETC – jest fakt, że są one, podobnie jak np. akcje, przedmiotem obrotu giełdowego (z obowiązkowym udziałem animatora rynku dbającego o płynność). Dzięki temu są na bieżąco wyceniane przez inwestorów podczas sesji giełdowej, a także istnieje możliwość dokonywania transakcji nimi w dowolnym momencie trwania sesji, na warunkach określonych w zleceniu (o ile stosowane są odpowiednie rodzaje zleceń, a warunki na rynku są w danym momencie sprzyjające). Jest to ogromna zaleta zwłaszcza dla tych

¹¹⁷ Zgodnie z obowiązującym prawem fundusze takie muszą w swojej nazwie posiadać określenie „UCITS ETF”.

inwestorów, którzy korzystają z ww. instrumentów indeksowych w sposób aktywny, inwestując krótkoterminowo, mogą oni bowiem praktycznie w każdej chwili otworzyć i zamknąć pozycję (pod warunkiem, że rynek danego instrumentu oraz jego rynek bazowy są odpowiednio płynne¹¹⁸). Jest to jednak również istotny walor dla osób, które inwestują średnio- i długoterminowo, ale z różnych względów są zmuszone np. do natychmiastowego zakończenia inwestycji, aby uzyskać gotówkę. Inaczej sytuacja wygląda natomiast przy inwestowaniu w tytuły uczestnictwa funduszy indeksowych, które nie są przedmiotem obrotu giełdowego. W rezultacie, w momencie składania zlecenia nabycia lub odkupienia udziałów w takim funduszu inwestor nie wie, po jakiej dokładnie cenie zostanie ono zrealizowane (wartość ta jest na ogół określana późnym popołudniem lub wieczorem, po zakończeniu sesji giełdowej) oraz kiedy dokładnie to nastąpi¹¹⁹.

W przypadku giełdowych instrumentów indeksowych ich rynkowe wyceny zazwyczaj umożliwiają dokonywanie inwestycji przez osoby nieposiadające znaczących zasobów finansowych, bowiem minimalny (określony przez giełdę) wolumen transakcji wynosi w ich przypadku na ogół jeden ETF/ETN/ETC. Choć o ile nie ma to dużego znaczenia w przypadku inwestowania na rynku akcji lub obligacji, o tyle w przypadku innych aktywów – np. niektórych towarów (zwłaszcza metali szlachetnych) czy kryptowalut, których ceny jednostkowe są wysokie lub bardzo wysokie – może to odgrywać istotną rolę. Dostępność funduszy indeksowych jest z reguły również wysoka, jednak konkretne minimalne progi pierwszej i kolejnych wpłat, mogą znacząco różnić się między poszczególnymi produktami.

¹¹⁸ Kwestia płynności instrumentów typu ETN i ETC zostanie szczegółowo scharakteryzowana w dwóch kolejnych rozdziałach.

¹¹⁹ Na przykład w Polsce środki ze sprzedaży jednostek uczestnictwa przelewane są na wskazany rachunek bankowy najpóźniej w terminie określonym w statucie funduszu, co może trwać nawet kilka (maksymalnie nawet siedem) dni roboczych od dnia złożenia zlecenia.

¹²⁰ Ryzyko związane z inwestowaniem w produkty indeksowe zostanie scharakteryzowane w dalszej części książki – w odniesieniu do instrumentów typu ETN w rozdziale 2 (podrozdział 2.3), a w odniesieniu do instrumentów typu ETC w rozdziale 3 (podrozdział 3.3).

Książki wydawnictwa **Maklerska.pl**

Krok po kroku. O wolności finansowej i dostatnim, spełnionym życiu *JL Collins*

Lekcje historii *Ariel Durant, Will Durant*

Wycena firmy *Aswath Damodaran*

Twój mózg, twoje pieniądze *Jason Zweig*

Mistrzowie rynków finansowych *Jack D. Schwager*

Spekulacja intuicyjna *Curtis M. Faith*

Książka o inwestowaniu, tom 1 *Rafał Janik*

Książka o inwestowaniu, tom 2 *Rafał Janik*

Kiedy pieniądz umiera *Adam Ferguson*

Psychologia giełdy *André Kostolany*

Giełda. Początek *Tomasz Trela*

Zarządzanie wielkością pozycji *Tom Basso*

Analiza price action: odwroty *Al Brooks*

Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów *Charles Mackay*

Trader Vic *Victor Sperandeo*

Zwykłe akcje, niezwykłe zyski *Philip A. Fisher*

Najważniejsza rzecz *Howard Marks*

Zawód inwestor giełdowy. Nowe ujęcie *dr Alexander Elder*

Świece japońskie i analiza wykresów cenowych *Steve Nison*

Analiza techniczna rynków finansowych *John J. Murphy*

Sekrety tradingu krótkoterminowego *Larry Williams*

Analiza price action: trendy *Al Brooks*

Day trading *Joe Ross*

Inside bar *Maciej Goliński*

Psychologia skutecznego tradingu *Steve Ward*

Geometria Fibonacciego. Nowe ujęcie *Paweł Danielewicz*

Artyści rynków *Michael McCarthy*