

TOMASZ MIZIOŁEK

miziolek@uni.lodz.pl

*Europejski rynek indeksowych funduszy inwestycyjnych  
i determinanty jego rozwoju*

---

European Market of Index Investment Funds and Determinants of Its Development

**Słowa kluczowe:** fundusz indeksowy; pasywne zarządzanie; dyrektywa UCITS

**Keywords:** index fund; passive management; UCITS Directive

**Kod JEL:** G15; G23

## **Wstęp**

Wart obecnie ponad 13 bln euro europejski rynek funduszy inwestycyjnych ulega nieustannym przeobrażeniom. Są one spowodowane głównie napływem nowego kapitału do tych instytucji finansowych oraz zmianami prawnymi i technologicznymi. Wśród najważniejszych zmian o charakterze jakościowym, jakie można w ostatnich latach obserwować na tym rynku, znajduje się także stopniowy wzrost zainteresowania funduszami indeksowymi. Choć wciąż zdecydowanie dominują na nim aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne, w niektórych europejskich państwach pozycja rynkowa funduszy indeksowych systematycznie rośnie, mimo że znajomość tego rodzaju funduszy nadal jest jeszcze – także w Polsce – stosunkowo niewielka. Celem artykułu jest z jednej strony zaprezentowanie istoty działania funduszy indeksowych, z drugiej zaś scharakteryzowanie rynku tych podmiotów w Europie, ze szczególnym uwzględnieniem uwarunkowań jego rozwoju.

## 1. Fundusz indeksowy – istota funkcjonowania i najważniejsze cechy polityki inwestycyjnej

Indeksowy fundusz inwestycyjny (*index investment fund*), określane również jako *index tracker*, to fundusz inwestycyjny, którego istotą jest dążenie do jak najbardziej dokładniejszego odzwierciedlenia wyniku inwestycyjnego (*performance*) określonego indeksu rynku finansowego lub niefinansowego. Głównym zadaniem tego rodzaju funduszy jest zatem osiągnięcie w danym okresie takiej stopy zwrotu (bez uwzględnienia opłat pobieranych od uczestników), która byłaby w jak największym stopniu zbliżona do stopy zwrotu naśladowanego indeksu [Miziołek, 2013, s. 292]. Fundusze indeksowe wraz z większością funduszy ETF są podmiotami reprezentującymi wśród instytucji wspólnego inwestowania pasywne podejście do zarządzania portfelem. Odróżnia je to od większości tradycyjnych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy hedgingowych, które aktywnie zarządzają aktywami, starając się wypracować stopę zwrotu wyższą od benchmarku lub bezwzględną (nieograniczoną) stopę zwrotu (*absolute return*). Mimo to należy zaznaczyć, iż wiele cech funduszy indeksowych jest tożsamy z aktywnie zarządzanymi funduszami inwestycyjnymi, np. dywersyfikowanie portfela inwestycyjnego, brak rynku wtórnego, wysoka płynność inwestycji czy wysoki stopień bezpieczeństwa wynikający z obowiązujących te podmioty regulacji prawnych<sup>1</sup>.

Kluczową cechą wyróżniającą ten typ instytucji wspólnego inwestowania jest wspomniane wcześniej pasywne zarządzanie portfelem, które ma prowadzić do uzyskania stopy zwrotu odpowiadającej stopie zwrotu określonego wskaźnika rynkowego. Realizacja tego celu inwestycyjnego odbywa się na ogół przez fizyczną replikację indeksu. Polega ona na nabywaniu do portfela inwestycyjnego realnych aktywów (w zależności od rodzaju odzwierciedlanego indeksu mogą to być akcje, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, instrumenty rynku pieniężnego itp.). Fundusze indeksowe zazwyczaj nie stosują natomiast replikacji syntetycznej<sup>2</sup> (dość powszechnie wykorzystywanej przez pasywnie zarządzane fundusze ETF, zwłaszcza w Europie), przede wszystkim ze względu na obowiązujące przepisy prawne.

W ramach replikacji fizycznej fundusz indeksowy może nabywać wszystkie instrumenty finansowe tworzące portfel określonego indeksu dokładnie w takich samych (lub niemal takich samych) proporcjach, w jakich występują one w tym indeksie (jest to tzw. pełna replikacja, *full replication*). Fundusz może też stosować

<sup>1</sup> Warto podkreślić, iż w przypadku niektórych z wymienionych aspektów funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, między funduszami zarządzanymi aktywnie a funduszami indeksowymi występują pewne różnice wynikające z ich specyfiki i obowiązujących regulacji prawnych. Zostaną one omówione w pkt 2.3.

<sup>2</sup> Replikacja syntetyczna polega na wykorzystaniu w celu naśladowania stopy zwrotu określonego indeksu instrumentu pochodnego – zwykle kontraktu total return swap, w ramach którego następuje wymiana całkowitej stopy zwrotu z jednego aktywa lub portfela aktywów w zamian za okresowe płatności, oparte na ogół o zmienne oprocentowanie (np. LIBOR) między sponsorem (emitentem) funduszu a kontrahentem swapu (bankiem inwestycyjnym).

niepełną replikację (przez zastosowanie rozmaitych technik optymalizacyjnych lub metodę reprezentatywnej próbki), czyli nabywać tylko część instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela indeksu (tych najbardziej dlań reprezentatywnych), i pomijać walory, których znaczenie w indeksie jest niewielkie lub których obecność w portfelu utrudniałaby skuteczne zarządzanie aktywami. Z sytuacją taką mamy do czynienia zazwyczaj wówczas, gdy liczba instrumentów tworzących portfel indeksu jest relatywnie duża (kilkaset lub kilka tysięcy), część składników portfela cechuje się niewielką płynnością bądź występują trudności natury prawnej uniemożliwiające pełną replikację (np. brak możliwości ulokowania znaczącej części kapitału w akcjach jednego emitenta przy dużym stopniu koncentracji portfela indeksu).

Opisany powyżej sposób zarządzania portfelem przez fundusze indeksowe znajduje odzwierciedlenie także w innych aspektach związanych z ich polityką inwestycyjną, które zazwyczaj w pozytywny sposób wpływają na osiągane stopy zwrotu – albo przez ograniczenie kosztów zarządzania aktywami, albo przez możliwość generowania dodatkowych zysków. Oszczędności kosztowe w stosunku do aktywnie zarządzanych funduszy wynikają przede wszystkim ze znacznie niższych kosztów transakcyjnych w funduszach indeksowych (głównie prowizji maklerskich), które są z kolei konsekwencją istotnie mniejszego stopnia rotacji składników portfela (transakcje kupna-sprzedaży instrumentów finansowych występują sporadycznie i mają miejsce zwykle jedynie przy okazji okresowej rewizji składu odzwierciedlanego indeksu)<sup>3</sup>. Niższe koszty funkcjonowania funduszy indeksowych wynikają również z niższych wydatków na wynagrodzenia osób zarządzających portfelem i analityków (niższy poziom zatrudnienia wynikający z braku konieczności dokonywania niektórych analiz i podejmowania decyzji lokacyjnych) i na dostęp do danych rynkowych.

Pasywna polityka inwestycyjna może też zostać wykorzystana, zwłaszcza przez duże fundusze indeksowe posiadające atrakcyjne rynkowo aktywa, do czerpania dodatkowych korzyści z transakcji pożyczania papierów wartościowych (*securities lending*). Umowy tego rodzaju, które cieszą się coraz większym zainteresowaniem wśród zarządzających funduszami indeksowymi, mogą generować dodatkowe zyski w postaci opłat pobieranych od pożyczkobiorców<sup>4</sup> (banków inwestycyjnych, market-makerów, brokerów czy dealerów) oraz dochodów pochodzących z reinwestowania zabezpieczenia (*collateral*), które podmioty te są zobowiązane wnieść w zamian za pożyczone aktywa. Choć zyski z tytułu tego rodzaju transakcji nie są wysokie<sup>5</sup>, mogą

<sup>3</sup> Według danych odnoszących się do rynku amerykańskiego średni ważony aktywami wskaźnik rotacji portfela (*portfolio turnover rate*) funduszy akcyjnych ogółem (a zatem zarówno aktywnie, jak i pasywnie zarządzanych podmiotów) w latach 1980–2012 wyniósł 60%, podczas gdy np. w funduszu indeksowym Vanguard Total Market Index Fund średni wskaźnik rotacji w latach 1993–2015 wyniósł 3,8%.

<sup>4</sup> W praktyce opłaty te nie trafiają w całości do funduszy indeksowych – partycypują w nich także np. agenci pożyczkowi.

<sup>5</sup> Według danych BlackRock w 2015 r. 52% funduszy otwartych pożyczających papiery wartościowe, zarządzanych przez tę firmę, uzyskało z tego tytułu zysk nieprzekraczający 0,01%, 32% zarobiło między 0,01% a 0,05%, 7% zarobiło od 0,05% do 0,10%, a 9% osiągnęło zysk wyższy niż 0,10% [BlackRock, 2016, s. 2].

przyczyniać się do zwiększenia efektywności działalności funduszy indeksowych przez zmniejszenie błędu i różnicy odwzorowania<sup>6</sup>.

Poza wymienionymi dotychczas zaletami pasywny sposób zarządzania portfelem może implikować także dodatkowe koszty i rodzaje ryzyka. Wśród specyficznych rodzajów kosztów, które występują w funduszach indeksowych, wymienić należy przede wszystkim:

- koszty licencji na korzystanie z indeksu, w tym koszt związany z wykorzystaniem jego nazwy w oferowanym produkcie (nazwy indeksów są zarejestrowanymi znakami towarowymi, zatem emisja instrumentów finansowych zawierających w swojej nazwie nazwę indeksu wymaga podpisania umowy licencyjnej)<sup>7</sup>,
- koszty związane z technikami wykorzystywanymi przy niepełnej replikacji indeksu (stosowanie technik optymalizacyjnych lub metody reprezentacyjnej próbki wymaga stosowania zaawansowanych metod ilościowych, co wiąże się z reguły z ponoszeniem dodatkowych kosztów wynikających z zatrudnienia odpowiednich specjalistów i korzystania ze specjalistycznego oprogramowania).

Do najważniejszych rodzajów ryzyka związanych z procesem pasywnego zarządzania portfelem przez fundusze indeksowe<sup>8</sup> należy zaliczyć ryzyko błędu odwzorowania, ryzyka związane z replikowanym indeksem oraz ryzyka wynikające ze stosowania pożyczek papierów wartościowych. Ryzyko błędu naśladowania przejawia się w występowaniu różnic (zwykle *in minus*) między stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu indeksu. Wynika ono najczęściej z niedoskonałości stosowanej metody replikacji (zwłaszcza przy niepełnej replikacji), przeprowadzanych okresowo korekt i rewizji indeksu, wypłacanych dywidend i pobieranych podatków oraz utrzymywania części aktywów w gotówce (*cash drag*). Wśród ryzyk związanych z odzwierciedlanym indeksem najważniejsze znaczenie ma zmiana metodologii jego obliczania, zmiana dostawcy indeksu (*index provider*) oraz zaprzestanie jego obliczania i wynikająca stąd konieczność wyboru nowego benchmarku. Do kluczowych rodzajów ryzyka będącego rezultatem transakcji pożyczek papierów wartościowych należą ryzyko niewypłacalności drugiej strony transakcji (ryzyko kontrpartnera – pożyczkobiorcy) i ryzyka

<sup>6</sup> Według badań Dunhama i Simpsona w latach 2004–2010 skala transakcji pożyczania papierów wartościowych przez fundusze indeksowe znacząco wzrosła, co było ściśle związane ze zmniejszeniem wartości wskaźnika tracking error. Ponadto może to, ich zdaniem, w niektórych przypadkach tuszować niedoskonałości w procesie replikacji indeksu [Dunham, Simpson, 2012, s. 9–16]. Znaczący wzrost zaangażowania w tego typu transakcje w latach 1996–2008 (z 14% do 67% przeanalizowanych funduszy indeksowych) zaobserwowali także Evans, Ferreira i Prado [2015, s. 1–36].

<sup>7</sup> Koszty te nie występują (lub są niższe) w sytuacji, gdy firma zarządzająca funduszem indeksowym stosuje samoindeksowanie, czyli tworzy własne, prawnie zastrzeżone indeksy dla własnych potrzeb. Praktyka taka nie tylko obniża (a czasami nawet eliminuje) koszty licencjonowania indeksów od podmiotów zewnętrznych, ale także pozwala na redukcję kosztów obrotu, rozliczeń i nadzoru.

<sup>8</sup> Z uwagi na ograniczoną objętość artykułu, inne kategorie ryzyka dotyczące funduszy indeksowych oraz te charakterystyczne dla wszystkich funduszy (niezależnie od sposobu zarządzania aktywami) nie będą omawiane.

związane z reinwestowaniem (zwykle na rynku pieniężnym) otrzymanego zabezpieczenia (gotówki) (głównie ryzyko rynkowe, ryzyko płynności i ryzyko kredytowe).

Opisane powyżej wybrane, najważniejsze cechy polityki inwestycyjnej funduszy indeksowych implikują kolejne ważne cechy tego rodzaju podmiotów, takie jak np. niższe koszty uczestnictwa i większy stopień transparentności w porównaniu z funduszami zarządzanymi aktywnie. Są one kluczowe z punktu widzenia ich konkurencyjności na rynku instytucji wspólnego inwestowania i w znaczącym stopniu odpowiadają za wzrost ich popularności, także na europejskim rynku finansowym.

## 2. Fundusze indeksowe w Europie

### 2.1. Regulacje prawne

Zdecydowana większość funduszy indeksowych o charakterze otwartym, funkcjonujących w Europie, podlega przepisom zawartym w Dyrektywie UCITS<sup>9</sup>, która od ponad 30 lat określa zasady funkcjonowania funduszy otwartych w Unii Europejskiej; w przypadku państw niebędących członkami UE działalność tych podmiotów jest regulowana przez odpowiednie przepisy krajowe. Obok regulacji, które dotyczą wszystkich funduszy inwestycyjnych spełniających określone w wyżej wymienionym akcie prawnym wymogi (niezależnie od tego, w jaki sposób zarządzają portfelem), od 2002 r. (tj. od momentu przyjęcia Dyrektywy 2001/108/EC) Dyrektywa UCITS zawiera również przepisy, które odnoszą się bezpośrednio do podmiotów, które stosują technikę zarządzania polegającą na „wyborze inwestycji do portfela za pomocą indeksu”. Wprowadzają one przede wszystkim bardziej elastyczne zasady dywersyfikacji ryzyka (tab. 1)<sup>10</sup>.

Tab. 1. Wybrane artykuły z Dyrektywy UCITS dotyczące indeksowych UCITS

Numer artykułu	Najważniejsze postanowienia
Art. 53, ust. 1 i 2	Jeżeli celem polityki inwestycyjnej UCITS jest odzwierciedlenie układu indeksu giełdowego lub papierów dłużnych, uznawanego przez właściwe organy, maksymalny limit inwestycji w akcje lub papiery dłużne wyemitowane przez jeden podmiot może wynosić 20% (w pozostałych przypadkach limit ten wynosi 5% lub 10%). Limit ten może zostać podwyższony do maksymalnie 35% (tylko dla jednego emitenta), gdy jest to uzasadnione wyjątkowymi warunkami rynkowymi, w szczególności na rynkach regulowanych, na których niektóre papiery wartościowe mają pozycję wysoce dominującą
Art. 70, ust. 2	Jeżeli UCITS odzwierciedla indeks giełdowy lub papierów dłużnych, jego prospekt emisyjny oraz, w stosownych przypadkach, informacje reklamowe powinny zawierać wyraźne stwierdzenie zwracające uwagę na politykę inwestycyjną

Źródło: opracowanie własne na podstawie Dyrektywy UCITS.

<sup>9</sup> Pod pojęciem Dyrektywy UCITS należy rozumieć Dyrektywę 2009/65/EC z 13 lipca 2009 r. (tzw. dyrektywa UCITS IV), która została zmieniona Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU z 23 lipca 2014 r. (tzw. dyrektywa UCITS V).

<sup>10</sup> Aktem prawnym, który uszczegóławia niektóre pojęcia dotyczące funkcjonowania indeksowych UCITS, jest Dyrektywa 2007/16/WE. Charakteryzuje ona m.in. fundusze UCITS odzwierciedlające skład indeksu (art. 12) oraz indeksy finansowe (art. 9).

Znacznie precyzyjniej reguły funkcjonowania funduszy indeksowych oraz inne zagadnienia z nimi związane (np. indeksy finansowe) określają opublikowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA)<sup>11</sup> wytyczne dotyczące zasadniczo funduszy ETF, jednak w wielu kwestiach mające zastosowanie także do funduszy UCITS naśladowujących indeksy (*index-tracking UCITS*). Zawierają one zarówno przepisy dotyczące bezpośrednio funduszy indeksowych (m.in. definicję indeksowego UCITS, specyficzne obowiązki informacyjne w zakresie zawartości prospektu, kluczowych informacji dla inwestorów oraz sprawozdań finansowych), jak i pośrednio z nimi związane (m.in. reguły stosowania przez UCITS technik efektywnego zarządzania portfelem i inwestowania w indeksy finansowe) [ESMA, 2014, s. 5–15]. Z kolei opublikowany przez ESMA w lutym 2016 r. dokument zawierający pytania i odpowiedzi dotyczące stosowania dyrektywy UCITS w sekcji III prezentuje szczegółowe wyjaśnienia dotyczące wątpliwości związanych ze stosowaniem Dyrektywy UCITS w odniesieniu m.in. do funduszy indeksowych [ESMA, 2016, s. 13–22].

## 2.2. Wielkość i struktura rynku

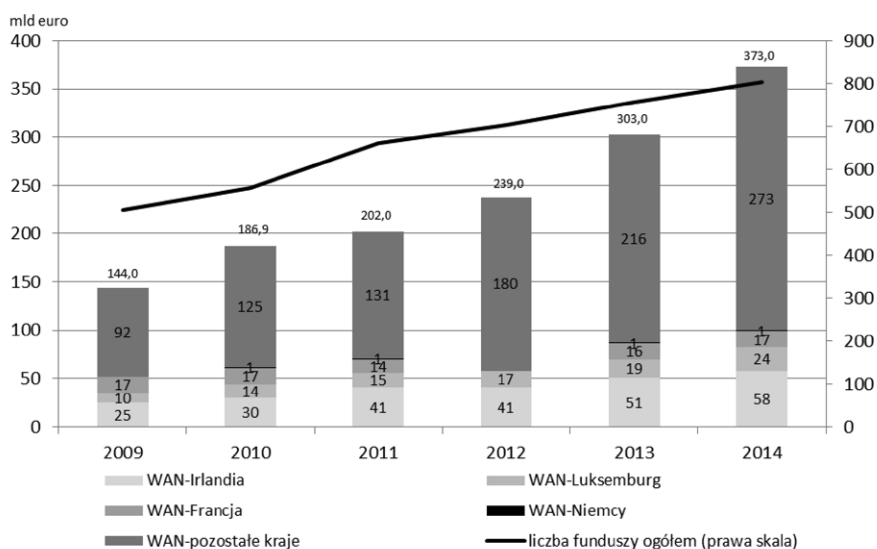
Funkcjonowanie funduszy indeksowych na europejskim rynku finansowym przez wiele lat nie wzbudzało większego zainteresowania zarówno ze strony regulatorów (o czym świadczy chociażby fakt, iż pierwsze bardzo ogólne przepisy odnoszące się do tych podmiotów zostały przyjęte dopiero w 2002 r., a bardziej szczegółowe zaledwie cztery lata temu), jak i instytucji reprezentujących branżę zarządzania aktywami (tak w skali ogólnoeuropejskiej, jak i krajowej). Dowodzi tego m.in. fakt, iż fundusze indeksowe nie są wyodrębniane jako odrębna kategoria funduszy – w odróżnieniu np. od Stanów Zjednoczonych – ani w klasyfikacji stosowanej przez European Fund and Asset Management Association (EFAMA)<sup>12</sup>, ani w statystykach narodowych instytucji wchodzących w skład EFAMA (z nielicznymi wyjątkami). Stąd też dane na ten temat zaprezentowane w niniejszym punkcie są z reguły danymi cząstkowymi i należy traktować je jako dane szacunkowe.

Według danych zawartych we wspólnym raporcie firmy konsultingowej PwC Luxembourg i spółki CACEIS wartość aktywów funduszy indeksowych w Europie w latach 2009–2014 systematycznie wzrastała, osiągając na koniec tego okresu rekordową wartość 373,0 mld euro, aż o 159% wyższą niż pięć lat wcześniej (rys. 1). Największą dynamikę wzrostu aktywów odnotowano w 2010 r. (29,8%), 2013 r. (26,8%) i 2014 r. (23,1%), co może sugerować rosnące zainteresowanie tego ro-

<sup>11</sup> Pierwsza wersja tego dokumentu została opublikowana w grudniu 2012 r., ostatnia pochodzi z sierpnia 2014 r.

<sup>12</sup> EFAMA wyróżnia jedynie w swojej klasyfikacji w ramach jednej z sześciu głównych kategorii funduszy – Absolute Return Innovative Strategies (ARIS) – subkategorię *index trackers*, w skład której wchodzi fundusze dążące do replikowania (pośrednio lub bezpośrednio) wyników indeksu złożonego z co najmniej pięciu funduszy typu ARIS [EFAMA, 2012, s. 27–28].

dzaju produktami inwestycyjnymi wśród europejskich inwestorów. Według tych danych największa część aktywów funduszy indeksowych w Europie w końcu 2014 r. przypadała na „pozostałe kraje” (273 mld euro, 73%), natomiast na kolejnych pozycjach znalazły się Irlandia (58 mld euro) i Luksemburg (24 mld euro). Wyraźnemu wzrostowi popularności funduszy indeksowych wśród inwestorów towarzyszyło rosnące zainteresowanie nimi także ze strony spółek zarządzających aktywami, czego potwierdzeniem był znaczący wzrost ich podaży – w latach 2009–2014 ich liczba zwiększyła się o 59% do najwyższego w historii poziomu 803 podmiotów [PwC, CACEIS, 2015, s. 35].



Rys. 1. Wartość aktywów netto (WAN) i liczba funduszy indeksowych w Europie w latach 2009–2014

Źródło: [PwC, CACEIS, 2015, s. 35].

Choć brak jest jednoznacznych danych na ten temat, prawdopodobnie zdecydowanie największym rynkiem funduszy indeksowych w Europie (biorąc pod uwagę wartość zgromadzonych aktywów) jest Wielka Brytania. Można tak wnioskować, porównując powyżej przedstawione dane z informacjami pochodzącymi z Investment Association<sup>13</sup>. Według danych tej organizacji w końcu pierwszego kwartału 2016 r. w brytyjskich funduszach indeksowych były zgromadzone aktywa o rekordowej wartości 109,7 mld GBP, czyli około 138,6 mld euro. W ostatnich pięciu latach (2010–2015) aktywa tej grupy funduszy w Wielkiej Brytanii zwiększyły się

<sup>13</sup> Investment Association jest organizacją reprezentującą brytyjskich zarządzających funduszami inwestycyjnymi, którzy zarządzają środkami finansowymi o wartości ponad 5,5 bln GBP.

aż o 162,6% (z 41,0 do 107,7 mld GBP), a ich udział w brytyjskim rynku funduszy wzrósł z 7,0% do 12,3%. Dowodem znaczącego wzrostu popytu na *tracker funds* w Wielkiej Brytanii są jednak przede wszystkim dane o ich sprzedaży detalicznej netto (*net retail sales*) – o ile do 2009 r. roczna sprzedaż netto nie przekroczyła nigdy poziomu 600 mln GBP, to w latach 2010–2012 oscylowała już wokół 2 mld GBP, w 2013 r. zbliżyła się do 3,4 mld GBP, rok później przekroczyła 4,8 mld GBP, a w 2015 r. wyniosła 5,4 mld GBP, co odpowiadało aż 30,8% całkowitej sprzedaży detalicznej netto brytyjskich funduszy. Największy udział w sprzedaży w latach 2010–2011 miały dłużne fundusze indeksowe, natomiast w latach 2012–2014 – fundusze indeksowe akcji z pozostałych rynków zagranicznych [Investment Association, 2015, s. 66–67].

### 2.3. Determinanty rozwoju

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele różnorodnych klasyfikacji uwarunkowań rozwoju funduszy inwestycyjnych stworzonych na podstawie rozmaitych kryteriów<sup>14</sup>. Generalnie najpowszechniej spotykany jest podział oparty o kryterium kategorii otoczenia funduszy inwestycyjnych, na podstawie którego można wyróżnić uwarunkowania makro- i mikroekonomiczne, prawne, społeczno-psychologiczne, demograficzne, polityczne i technologiczne. Choć niewątpliwie na rozwój rynku funduszy w danym państwie lub na danym terytorium wpływają czynniki z wszystkich (lub niemal wszystkich) wyżej wymienionych kategorii, to jednak siła oddziaływania poszczególnych determinant jest mocno zróżnicowana. Biorąc pod uwagę powyższe oraz ograniczoną objętość artykułu, poniżej zostaną scharakteryzowane czynniki, które – zdaniem autora – w największym stopniu determinują rozwój ilościowy indeksowych funduszy inwestycyjnych w Europie.

Podkreślić jednocześnie należy, iż analizie zostaną poddane wyłącznie specyficzne dla tej grupy funduszy czynniki, które pozytywnie wpływają na ich rozwój, pominięte natomiast zostaną determinanty rozwoju funduszy inwestycyjnych ogółem, które korzystnie oddziałują również na fundusze indeksowe – takie jak czynniki makroekonomiczne (np. rozwój rynku finansowego, zamożność społeczeństwa, koniunktura na rynku finansowym, rozwój kanałów dystrybucji oraz efektywność i struktura systemu emerytalnego), społeczno-psychologiczne (np. skłonność do oszczędzania, struktura demograficzna społeczeństwa) czy prawno-podatkowe (ogólne regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych, zasady opodatkowania dochodów z inwestycji w fundusze).

Niewątpliwie najistotniejszymi czynnikami wpływającymi na rozwój funduszy indeksowych na Starym Kontynencie wydają się być czynniki mikroekonomiczne

<sup>14</sup> Najbardziej wszechstronne opracowanie tego zagadnienia w polskiej literaturze znalazło się w: [Stańczak-Strumiłło, 2013, s. 39–49].

– w szczególności ich wyniki inwestycyjne i koszty związane z inwestycją w tego typu produkty.

Prawdopodobnie kluczowe znaczenie, z punktu widzenia zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, ma wysoki poziom konkurencyjności (pod względem osiąganych stóp zwrotu) funduszy indeksowych w porównaniu z aktywnie zarządzanymi funduszami. Najważniejszą konsekwencją wykorzystywania opisanej w pkt 1 metody zarządzania, polegającej na odwzorowywaniu wyników indeksów, jest wypracowywanie stóp zwrotu, które często okazują się wyższe od stóp zwrotu ich aktywnie zarządzanych konkurentów. Standardem analitycznym jest w tym przypadku, mimo pewnych niedogodności<sup>15</sup>, porównywanie stóp zwrotu aktywnie zarządzanych funduszy (z reguły akcyjnych) ze stopami zwrotu benchmarkowych indeksów<sup>16</sup>.

Tab. 2. Procentowy udział funduszy, które wypracowały w danym okresie stopę zwrotu niższą od benchmarku wśród wybranych kategorii europejskich funduszy akcyjnych denominowanych w euro (w %) – stan na koniec 2015 r.

Kategoria funduszu	Porównywalny indeks	Rok	3 lata	5 lat	10 lat
Akcje europejskie	S&P Europe 350	31,94	63,77	80,63	86,25
Akcje strefy euro	S&P Eurozone BMI	57,88	84,75	88,35	91,35
Akcje nordyckie	S&P Nordic BMI	38,64	56,41	71,43	86,96
Akcje globalne	S&P Global 1200	73,60	89,44	96,36	97,83
Akcje rynków wschodzących	S&P/IFCI	74,92	82,33	89,11	97,01
Akcje USA	S&P 500	83,91	93,38	97,23	98,87
Akcje francuskie	S&P France BMI	44,69	67,77	83,27	84,54
Akcje niemieckie	S&P Germany BMI	46,24	63,74	71,91	79,09
Akcje włoskie	S&P Italy BMI	31,91	40,00	51,61	72,53
Akcje hiszpańskie	S&P Spain BMI	24,05	67,07	69,07	82,35
Akcje holenderskie	S&P Netherlands BMI	36,36	93,33	100,00	96,77

Źródło: [Ung, Fernandes, Hahn, 2016, s. 4].

Wyniki najnowszego badania tego rodzaju przeprowadzonego dla rynku europejskiego przez S&P Dow Jones Indices<sup>17</sup> wskazują, iż wśród 11 kategorii funduszy akcyjnych wycenianych w euro w horyzoncie 5- i 10-letnim w 100%, a w perspektywie 3-letniej w 91% przypadków udział procentowy aktywnych funduszy, które nie zdołały pokonać swojego benchmarku, był wyższy (czasami znacząco) niż 50%.

<sup>15</sup> Najważniejszą z nich jest fakt, iż wyniki funduszy aktywnie zarządzanych porównuje się z nieinwestowalnym i niezarządzalnym indeksem. Ponadto wyniki funduszy indeksowych są zwykle nieco gorsze od stóp zwrotu replikowanego indeksu (z przyczyn omówionych wcześniej), co sprawia, że porównywanie takie – choć uznawane generalnie za akceptowalne – nie jest jednak wolne od wad.

<sup>16</sup> Bezpośrednie porównywanie wyników funduszy indeksowych z funduszami zarządzanymi aktywnie jest jak dotychczas stosowane sporadycznie. Analizy takie, na razie wyłącznie dla rynku amerykańskiego, rozpoczęła w 2015 r. spółka Morningstar.

<sup>17</sup> Spółka S&P Dow Jones Indices jest jednym z globalnych liderów m.in. na rynku dostawców indeksów dla instytucji finansowych. W ramach cyklu SPIVA (S&P Indices Versus Active Funds) od 2002 r. dla USA, a od niedawna także dla rynku europejskiego, prowadzi badania dotyczące m.in. wyników aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych na tle ich benchmarków.

Jedynie w 2015 r. odsetek ten był niższy i wyniósł 36% (tab. 2)<sup>18</sup>. W rezultacie 68% tych funduszy wypracowało w tym okresie wyższą stopę zwrotu od benchmarków [Ung, Fernandes, Hahn, 2016, s. 1–4].

Wyniki zaprezentowane w tab. 2 oraz wyniki podobnego badania przeprowadzonego przez analityków spółki Vanguard<sup>19</sup> dla aktywnie zarządzanych funduszy z dziewięciu krajów europejskich według stanu na koniec 2014 r. (dla 5-, 10- i 15-letniego horyzontu czasowego) dowodzą również tego, że odsetek aktywnie zarządzanych podmiotów przegrywających z benchmarkiem zasadniczo wzrasta wraz z długością okresu inwestycji, co wynika z kumulowania się wpływu kosztów na ostateczną stopę zwrotu oraz z trudności w systematycznym pokonywaniu rynku w dłuższym okresie [Westaway, Schlanger, Kesidis, 2015, s. 4]. W tej sytuacji zasadny wydaje się wniosek, iż zwłaszcza w przypadku długoterminowych inwestycji fundusze indeksowe (nawet jeśli i one nie odwzorowują idealnie stóp zwrotu benchmarku) okazują się znacznie skuteczniejszym rozwiązaniem niż fundusze zarządzane aktywnie. Nawet jeśli tym ostatnim udaje się w danym roku osiągnąć ponadprzeciętną stopę zwrotu, niezwykle trudno jest im – na co wskazują wyniki licznych badań – czynić to regularnie. Ponadto należy zwrócić uwagę na fakt, iż według badań Vanguarda przeciętna zmienność stóp zwrotu aktywnie zarządzanego funduszu (analizowano cztery kategorie funduszy: akcji globalnych, akcji europejskich, obligacji globalnych i obligacji denominowanych w euro) była wyższa niż zmienność stóp zwrotu ich benchmarków.

Relatywnie wyższe stopy zwrotu indeksów (a w konsekwencji dużej części naśladujących ich wyniki funduszy indeksowych) od stóp zwrotu funduszy stosujących aktywnie zarządzanie są przede wszystkim konsekwencją występowania drugiego z wyżej wymienionych czynników mikroekonomicznych – znacznie niższych kosztów związanych z uczestnictwem w pasywnie zarządzanych podmiotach. Jak wynika z danych z tab. 3, średnie wskaźniki kosztów ważone aktywami (*value-weighted expense ratios*) we wszystkich analizowanych kategoriach funduszy są w tych ostatnich kilkakrotnie niższe niż w ich aktywnie zarządzanych odpowiednikach. Największe różnice w ujęciu bezwzględny występują w przypadku funduszy akcji globalnych (1,37 p.p.) i akcji europejskich (1,27 p.p.), zaś w ujęciu względnym w przypadku funduszy akcji globalnych (ponad siedmiokrotnie wyższe koszty w funduszach zarządzanych aktywnie), funduszach akcji rynków wschodzących i funduszach obligacji globalnych (ponad pięciokrotnie wyższe) [Westaway i in., 2015, s. 12]. Różnice w kosztach wynikają z opisanych w pkt 1 oszczędności, jakie generuje pasywne zarządzanie.

<sup>18</sup> Warto zaznaczyć, iż badania te eliminują tzw. efekt przetrwania (*survivorship bias*), czyli uwzględniają nie tylko fundusze, które funkcjonowały przez cały analizowany okres (*live funds*), ale także te, które z różnych powodów (zwykle w wyniku likwidacji lub połączenia z innym funduszem) zaprzestały działalności.

<sup>19</sup> Amerykańska spółka Vanguard, założona przez Johna Bogle'a, stworzyła w 1975 r. pierwszy na świecie fundusz indeksowy adresowany do klientów detalicznych i jest obecnie największym dostawcą tego typu produktów na świecie oraz jedną z największych w ogóle firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi.

Tab. 3. Ważone aktywami całkowite wskaźniki kosztów (TER) wybranych kategorii europejskich funduszy inwestycyjnych aktywnie i pasywnie zarządzanych – stan na koniec 2014 r.

Kategoria funduszu	Fundusze aktywnie zarządzane (%)	Fundusze indeksowe (%)	Różnica (p.p.)
Akcje azjatyckie i regionu Pacyfiku	1,40	0,42	0,98
Akcje rynków wschodzących	1,54	0,30	1,24
Obligacje korporacyjne EUR	0,74	0,24	0,50
Zdywersyfikowane obligacje EUR	0,76	nd.*	nd.*
Obligacje rządowe EUR	0,61	0,17	0,44
Akcje europejskie	1,67	0,39	1,27
Akcje strefy euro	1,36	0,38	0,98
Obligacje globalne	1,11	0,22	0,89
Akcje globalne	1,58	0,22	1,37
Akcje USA	1,45	0,40	1,06
Zdywersyfikowane obligacje USD	0,67	nd.*	nd.*

\* – zbyt mała próba

Źródło: [Westaway, Schlanger, Kesidis, 2015, s. 12].

Należy też zaznaczyć, iż według wielu badań wskaźnik kosztów funduszu inwestycyjnego okazuje się najbardziej wiarygodnym predyktorem jego przyszłych wyników – ma on w tym zakresie znacznie większą wartość prognostyczną niż inne czynniki, takie jak np. historyczne wyniki funduszu, poziom ratingu, wielkość funduszu, jego staż rynkowy czy wskaźnik obrotu. Wartość prognostyczna wskaźnika kosztów jest szczególnie istotna w przypadku funduszy indeksowych, gdyż pozwala potencjalnie wyselekcjonować te podmioty, których wyniki inwestycyjne powinny okazać się najlepsze (przy założeniu, że wszystkie fundusze uzyskują stopy zwrotu bardzo zbliżone do stopy zwrotu indeksu).

Wśród pozostałych uwarunkowań rozwoju funduszy indeksowych w Europie należy wymienić inne czynniki mikroekonomiczne, czynniki społeczno-psychologiczne oraz czynniki prawne. W pierwszej z wyżej wymienionych kategorii najważniejsze znaczenie ma większa w porównaniu z funduszami zarządzanymi aktywnie transparentność funkcjonowania (a zatem wyższy poziom bezpieczeństwa) oraz potencjalnie niższy poziom ryzyka wynikający z szerokiej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Choć regulacje prawne dotyczące obowiązków informacyjnych nie są zależne od tego, w jaki sposób fundusze zarządzają portfelem, to jednak – zwłaszcza w przypadku funduszy indeksowych stosujących pełną fizyczną replikację – poziom przejrzystości w zakresie składu portfela jest znacznie wyższy (jako że struktura indeksu jest zazwyczaj powszechnie znana, w sposób ciągły<sup>20</sup>) niż w funduszach zarządzanych w sposób aktywny (zgodnie z Dyrektywą UCITS fundusze są obowiązane udostępniać skład portfela inwestycyjnego jedynie dwa razy w roku). Z kolei

<sup>20</sup> Nie dotyczy to części indeksów, których dostawcy ograniczają dostęp do informacji na ich temat albo przez konieczność logowania się do serwisu z takimi informacjami, albo z uwagi na pobierane opłaty.

stopień dywersyfikacji portfela jest uzależniony (poza generalnie wspólnymi<sup>21</sup> dla obu grup podmiotów wytycznymi zawartymi w Dyrektywie UCITS) w przypadku funduszy indeksowych od charakterystyki odwzorowywanego indeksu, natomiast w funduszach zarządzanych aktywnie – od autonomicznej decyzji zarządzającego. Mimo że te ostatnie podmioty z reguły stosują stosunkowo szeroką dywersyfikację (czasami celowo rezygnują z takiego podejścia, dążąc do ograniczenia zjawiska rozwodnienia zysku [*dilution*] i próbując w ten sposób uzyskać wyższą stopę zwrotu), to jednak często ich portfele są gorzej zdywersyfikowane niż portfele funduszy indeksowych, zwłaszcza tych, które naśladują indeksy szerokiego rynku<sup>22</sup>. Co istotne, szeroka dywersyfikacja w funduszach indeksowych nie wiąże się ze zwiększeniem kosztów lub czasochłonności procesu analitycznego, co z reguły ma miejsce w aktywnie zarządzanych funduszach.

Do czynników społeczno-psychologicznych pozytywnie wpływających na rozwój segmentu funduszy indeksowych należy zaliczyć rosnący poziom wiedzy dotyczącej tych podmiotów i świadomości ich zalet. Jeszcze do niedawna nawet świadomość ich obecności na rynku instytucji wspólnego inwestowania była w wielu krajach relatywnie niewielka. Czynnikiem, który w decydującym stopniu wpłynął na zmianę tego stanu była bardzo dynamicznie rosnąca w kilku ostatnich latach popularność funduszy typu ETF (na ogół także pasywnie zarządzanych), co zwróciło uwagę wielu inwestorów na korzyści związane z naśladowaniem wyników indeksu. Pozytywną rolę odegrały również coraz powszechniej spotykane wypowiedzi znanych osób z branży finansowej (w tym znanych inwestorów giełdowych), którzy wskazywali na korzyści, jakie wynikają z takiego podejścia inwestycyjnego<sup>23</sup>. Z kolei wśród czynników prawnych istotne znaczenie miały wprowadzane w minionych latach regulacje (opisane w pkt 2.2), które porządkowały ten segment rynku, a tym samym przyczyniały się do wzrostu poziomu ochrony jego uczestników<sup>24</sup>.

<sup>21</sup> Wyjątkiem jest możliwość większej koncentracji portfela w akcje lub papiery dłużne jednego emitenta, co zostało opisane w pkt 2.1.

<sup>22</sup> Należy zaznaczyć, iż stopień dywersyfikacji portfela w funduszach indeksowych zależy wprost od reguł, jakie w tym zakresie narzuca metodologia replikowanego indeksu, stąd w niektórych przypadkach może on być relatywnie niewielki (np. w funduszach odwzorowujących indeksy sektorowe czy tematyczne).

<sup>23</sup> Warto w tym kontekście przytoczyć wypowiedź słynnego inwestora Warrena Buffeta z 2014 r., który w liście do akcjonariuszy swojej spółki Berkshire Hathaway napisał, iż poradził swojej żonie, żeby ulokowała 10% gotówki w krótkoterminowe obligacje rządowe, natomiast 90% w bardzo nisko kosztowy fundusz indeksowy odwzorowujący wyniki indeksu S&P 500. Jednocześnie dodał, że długoterminowe wyniki tej strategii będą lepsze niż te osiągnane przez większość inwestorów (np. przez fundusze emerytalne, instytucje czy inwestorów indywidualnych), którzy zatrudniają zarządzających pobierających za swoją pracę wysokie opłaty.

<sup>24</sup> Według międzynarodowych badań przeprowadzonych przez Cremersa i in. [2015, s. 13] dostępność indeksowania jest pozytywnie skorelowana z restrykcyjnym reżimem regulacyjnym dla nowych funduszy i jakością wymiaru sprawiedliwości w danym kraju. Te same badania wykazały także pozytywne związki między wielkością rynku funduszy a udziałem w rynku funduszy stosujących indeksowanie.

## Podsumowanie

Choć fundusze indeksowe stanowią obecnie stosunkowo niewielką część europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, ich znaczenie w ostatnich latach systematycznie wzrasta. Jest to spowodowane przede wszystkim wysokim poziomem konkurencyjności kosztowej tych podmiotów, co bezpośrednio znajduje odzwierciedlenie w ich wynikach inwestycyjnych (w ujęciu netto), często lepszych (zwłaszcza w dłuższym horyzoncie) od wyników osiągniętych przez dominujące na rynku (pod względem wartości zgromadzonego kapitału i liczby oferowanych rozwiązań) fundusze aktywnie zarządzane. Znacznie niższe koszty, atrakcyjne (na tle konkurencji) wyniki inwestycyjne oraz rosnąca świadomość także innych zalet inwestowania w fundusze indeksowe sprawiają, iż systematycznie zwiększa się ich oferta i wartość zarządzanych przez nie aktywów. Trend ten nie jest jednak tak silny, jak np. w Stanach Zjednoczonych i nie dotyczy wszystkich państw europejskich, lecz jedynie niektórych, z reguły najlepiej rozwiniętych rynków (np. brytyjskiego), podczas gdy w innych fundusze indeksowe nie występują w ogóle lub stanowią margines rynku. Wydaje się, że w najbliższej przyszłości będzie on kontynuowany, choć stopień penetracji poszczególnych rynków krajowych pozostanie mocno zróżnicowany.

## Bibliografia

- BlackRock, *BlackRock Securities Lending. Unlocking the Potential of Portfolios*, 2016, <https://www.blackrock.com/investing/literature/brochure/us-retail-securities-lending-brochure.pdf> [data dostępu: 18.05.2016].
- Cremers M., Ferreira M.A., Matos P., Starks L., 2015, *Indexing and Active Fund Management: International Evidence*, Working Paper, January 2015, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1830207](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1830207) [data dostępu: 25.05.2016].
- Dunham L.M., Simpson T.H., *The Impact of Securities Lending on Index Fund Performance*, "Journal of Investing" 2012, Vol. 21, No. 2, DOI: <https://doi.org/10.3905/joi.2012.21.2.009>.
- EFAMA, *The European Fund Classification. EFC Categories*, Brussels, April 2012.
- ESMA, *Guidelines for Competent Authorities and UCITS Management Companies. Guidelines on ETFs and Other UCITS Issues*, ESMA/2014/937.
- ESMA, *Questions and Answers. Application of the UCITS Directive*, 2016/ESMA/181.
- European Commission, Commission Directive 2007/16/EC of 19 March 2007 implementing Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards the clarification of certain definitions, Official Journal of the European Union L 79/11, 20.03.2007.
- European Parliament and the Council, Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), Official Journal of the European Union L 302/32, 17.11.2009.
- European Parliament and the Council, Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities

- (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, Official Journal of the European Union L 257/186, 28.08.2014.
- Evans R., Ferreira M.A., Prado M.P., *Fund Performance and Equity Lending: Why Lend What You Can Sell?*, Working Paper, 2015, [www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Centers/CFP/pastconfpapers/equity\\_lending\\_apr2015.pdf](http://www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Centers/CFP/pastconfpapers/equity_lending_apr2015.pdf) [data dostępu: 18.05.2016].
- Investment Association, *Asset Management in the UK 2014–2015. The Investment Association Annual Survey*, London 2015.
- Miziołek T., *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- PwC, CACEIS, *Reshaping Retail Fund Distribution. Winning Strategies and Tactics in a Disrupted Environment*, June 2015.
- Stańczak-Strumiłło K., *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013.
- Ung D., Fernandes R., Hahn B., *SPIVA Europe Scorecard. Year-End 2015*, Morningstar 2016.
- Westaway P., Schlanger T., Kesidis S., *The Case for Index Fund Investing for European Investors*, Vanguard Asset Management 2015.

### **European Market of Index Investment Funds and Determinants of Its Development**

Index investment funds are funds which passively manage investment portfolio and their goal is replicating a performance of specified financial index. There are more than 800 index funds in Europe nowadays, whose assets amount to over 370 billion euros. Although they still represent a relatively small part of the European investment fund market, their importance on the pan-European scale is growing steadily. The main determinants of this development are competitive investment performance and considerably lower expense ratios compared with actively managed investment funds.

### **Europejski rynek indeksowych funduszy inwestycyjnych i determinanty jego rozwoju**

Indeksowe fundusze inwestycyjne to fundusze, które pasywnie zarządzają portfelem inwestycyjnym, a ich celem jest replikowanie wyniku określonego indeksu finansowego. W Europie funkcjonuje obecnie ponad 800 funduszy indeksowych, których aktywa wynoszą ponad 370 mld euro. Choć wciąż stanowią one stosunkowo niewielką część europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, ich znaczenie w skali ogólnoeuropejskiej systematycznie rośnie. Głównymi determinantami tego rozwoju są konkurencyjne wyniki inwestycyjne i znacznie niższe wskaźniki kosztów w porównaniu z aktywnie zarządzanymi funduszami inwestycyjnymi.