

Rafał Krawczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ROLA *EXCHANGE TRADED FUND* W FUNKCJONOWANIU RYNKU KAPITAŁOWEGO

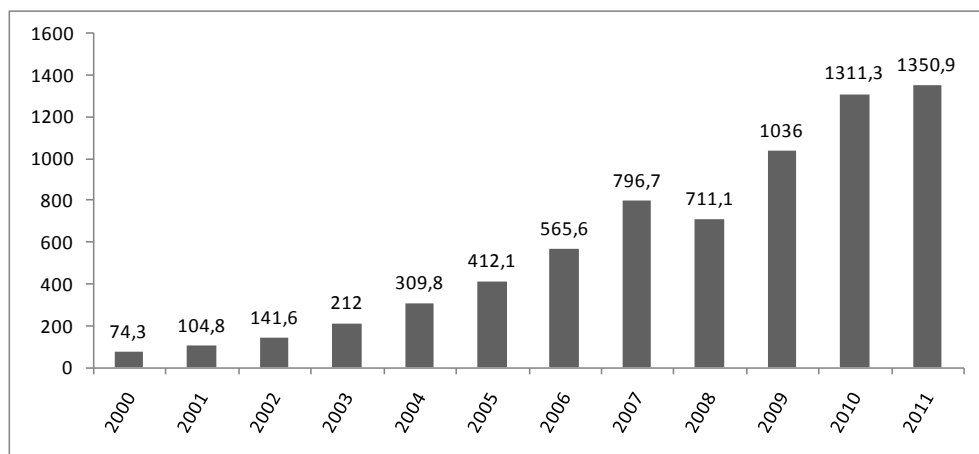
Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie w sposób usystematyzowany wiedzy w zakresie rynku *Exchange Traded Fund* (ETF) oraz wykazanie jego pozytywnego wpływu na funkcjonowanie rynku kapitałowego. Pierwsza część pracy poświęcona jest mechanizmom funkcjonowania wehikułu ETF: struktura wehikułu, tworzenie, funkcjonowanie i umarzanie instrumentów. W drugiej części pracy główny nacisk skierowany jest na przedstawienie cech i zalet instrumentów ETF, które mają pozytywny wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego. Rynek ETF przedstawiono na tle innych rynków instrumentów finansowych. ETF jest innowacyjnym instrumentem rynku finansowego. Popularność, atrakcyjność oraz sukces instrumentu ETF jest pochodną prostoty jego funkcjonowania oraz licznych korzyści dla inwestorów. ETF stanowi kombinację cech tradycyjnego indeksowego funduszu inwestycyjnego i cech akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Podobnie jak indeksowy fundusz inwestycyjny, tak i ETF reprezentuje zdywersyfikowany portfel instrumentów, który jest odzwierciedleniem odpowiedniego indeksu. ETF, tak jak akcja spółki publicznej, może być przedmiotem obrotu giełdowego w systemie notowań ciągłych. Jednostki ETF powstają w unikalnym procesie kreacji. Tworzenie i umarzanie ETF odbywa się pomiędzy emitentem a biurami maklerskimi lub instytucją zwaną *authorized participant*. ETF wpływa istotnie na funkcjonowanie rynków kapitałowych. Świadczą o tym spektakularne wzrosty aktywów zarządzanych przez fundusze ETF. Popularność ETF jest wypadkową ich elastyczności oraz połączenia łatwej dywersyfikacji, niskich kosztów, efektywności podatkowej charakterystycznych dla funduszy indeksowych z cechami akcji, jak zlecenia limitowane czy krótka sprzedaż. Duża grupa instrumentów ETF pozwala budować portfolio inwestycyjne z aktywów krajowych i międzynarodowych, wartościowych i o dużym potencjale wzrostu, o dużej kapitalizacji albo o małej kapitalizacji, w całe sektory albo tylko w wybrane branże, w instrumenty o stałym dochodzie bądź instrumenty alternatywne.

Słowa kluczowe: *Exchange Traded Fund*, rynek kapitałowy, rynek finansowy.

1. Wstęp

Przez ostatnie 30 lat zainteresowanie instrumentami zarządzanymi pasywnie przybrało na znaczeniu. Jest to wynik wielu zalet tych instrumentów, do których najczęściej zalicza się dywersyfikację portfela, niskie koszty transakcyjne, ograniczone obciążenia podatkowe oraz ogólne wyniki tych inwestycji. Wśród tych instrumentów coraz większą rolę odgrywają instrumenty *Exchange Traded Fund* (ETF).

W odróżnieniu od innych instrumentów portfelowych zarządzanych pasywnie ETF notowany jest na giełdzie, co znacznie ułatwia obrót tymi instrumentami. Rynek ETF jest jednym z najszybciej rosnących rynków finansowych. Obecnie ETF potrafi replikować ceny praktycznie każdego aktywa inwestycyjnego (dowolny indeks giełdowy, indeksy sektorowe, ETF-y międzynarodowe, regionalne, krajowe). Na świecie w okresie od 2000 do końca trzeciego kwartału 2010 r. aktywa instrumentów ETF wzrosły z 74 mld USD w roku 2000 do 1351 mld USD (wzrost osiemnastokrotny) w roku 2011, a ich liczba w tym samym czasie wzrosła z 92 do 3011¹(zob. rys. 1).



Rys. 1. Rynek ETF na świecie w mld USD

Źródło: ETP Landscape, *Industry Highlights*, Q1 2012, BlackRock.

Zgodnie z raportem Amerykańskiego Instytutu Badań Ekonomicznych (AIER) na rynku amerykańskim dominują ETFy zarządzane pasywnie², które odzwierciedlają dany indeks giełdowy. Największym ETF-em pod względem obrotu, zawieranych krótkich pozycji jest SPDR S&P 500. Innym popularnym instrumentem tego typu jest PowerShares QQQ, który śledzi 100 największych niefinansowych akcji na rynku Nasdaq. Inny to SPDR Dow Jones Industrial Average, który podąża za 30 akcjami indeksu Dow Jones. Część ETF-ów specjalizuje się na akcjach europejskich, azjatyckich i z Ameryki Łacińskiej, a inne na wybranych krajach.

Mnogość ETF-ów pozwala łatwo dotrzeć do zagranicznych rynków kapitałowych bez konieczności inwestowania w indywidualne akcje. Duża część ETF-ów specjalizuje się w danych sektorach, np.: biomedyczny, energetyczny, usługi finan-

¹ ETP Landscape, *Industry Highlights*, Q1 2012, BlackRock, s. 15.

² AIER Research Reports, American Institute for Economic Research, vol. LXXVII, no. 10, 7.07.2010.

sowe, górnictwo, inne usługi. Niektóre z nowych ETF-ów replikują rynki towarowe, walutowe, nieruchomości. Specyfika ich budowy pozwala niemalże odwzorować dowolny portfel rynkowy.

2. Istota ETF

Instrumenty ETF mogą być uważane za jedną z czołowych innowacji finansowych ostatniej dekady. Świadczy o tym ich gwałtowny wzrost – najpierw w Stanach Zjednoczonych, a następnie w Europie.

Exchange Traded Fund (ETF) to wehikuł inwestycyjny będący kombinacją cech tradycyjnego indeksowego funduszu inwestycyjnego i cech akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych. ETF, podobnie jak indeksowy fundusz inwestycyjny, reprezentuje zdywersyfikowany portfel instrumentów, który jest odzwierciedleniem odpowiedniego indeksu (np. giełdowego, sektorowego, geograficznego itp.). Tak jak akcja spółki publicznej, tak i ETF może być przedmiotem obrotu giełdowego w systemie notowań ciągłych³. *Exchange Traded Fund* reprezentuje zatem prawo własności do portfela papierów wartościowych (lub innych instrumentów) tworzących dany indeks. Jednocześnie wyemitowane jednostki ETF podlegają obrotowi na giełdzie. ETF inkorporuje prawa papierów, które go tworzą. Realizacja tych praw odbywa się za pośrednictwem emitenta ETF.

ETF odzwierciedla udział w danym indeksie (*index share*). Jednocześnie ETF reprezentuje udział we własności w funduszu, które tworzą portfel instrumentów finansowych odzwierciedlających ceny oraz stopy zwrotu portfela rynkowego: sektorowego, krajowego, międzynarodowego. Papiery indeksowe dają inwestorowi możliwość do kupna bądź też sprzedaży całego portfela instrumentów finansowych w jednym papierze wartościowym, tak jak robi się to w przypadku papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu giełdowego⁴.

Według definicji GPW ETF to otwarty fundusz inwestycyjny notowany na giełdzie, którego zadaniem jest odzwierciedlanie zachowania się danego indeksu giełdowego. Jego funkcjonowanie jest regulowane, tak jak innych funduszy inwestycyjnych, dyrektywami unijnymi i regulacjami krajowymi. Charakteryzuje się on możliwością stałej (codziennej) kreacji i umarzania jednostek, zwanych tytułami uczestnictwa⁵. Nazwanie ETF funduszem inwestycyjnym otwartym wynika raczej z charakteru, a nie z prawa. W polskim prawodawstwie nie funkcjonuje wyodrębniony instrument *Exchange Traded Fund*.

Jak już wspomniano, ETF łączy w sobie cechy akcji oraz jednostek funduszy inwestycyjnych. Jednostki ETF podlegają obrotowi na giełdzie jak zwykłe papiery

³ http://us.ishares.com/understand_etf/fundamental/what_is_etf.htm, 21.09.2010.

⁴ J.A. Haslem, *Exchange-Traded Funds: nature, developments, and implications*, [w:] *ETFs II: New Approaches and Global Outreach*, red. B.R. Bruce, 2003.

⁵ <http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=inwestorzy&k=26&i=papierywartosciowe/etf/etf&sky=1>, 21.09.2010.

wartościowe, ale strukturą przypominają tradycyjne fundusze inwestycyjne. Z racji tego, że ETF-y są notowane na giełdzie, można stosować wobec nich strategie inwestycyjne, jak np. zlecenia z limitem, krótką sprzedaż i inne. Z drugiej strony ETF-y oferują wiele korzyści, jak fundusze indeksowe – *benchmark tracking*, czy niskie koszty zarządzania.

3. Historia ETF

Koncepcję ETF-ów przypisuje się Nate'owi Mostowi, który jako pracownik Amerykańskiej Giełdy Papierów Wartościowych (Amex) odpowiedzialny był za tworzenie nowych produktów finansowych. Nate Most przedstawił propozycję wehikułu ETF Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych (SEC) w 1989 r. W związku z pracami natury prawnej zatwierdzenie tego produktu inwestycyjnego nastąpiło 3 lata później, a 29 stycznia 1993 r. (10 lat po wprowadzeniu pierwszego zamkniętego funduszu inwestycyjnego w Belgii) został uruchomiony pierwszy tego typu program⁶.

Pierwszym funduszem typu ETF był The Standard and Poor's Depository Receipts (SPDRs, Spiders), wyemitowany przez The State Street Bank and Trust Company (sponsor ETF). Po jego wprowadzeniu w roku 1993 okazało się, że stał się jednym z najbardziej spektakularnych sukcesów w świecie ETF. Celem emisji było odzwierciedlenie indeksu S&P 500. Uruchomienie instrumentów ETF dało nowe możliwości przeprowadzania arbitrażu. Do tej pory arbitraż będący wynikiem nieefektywnej wyceny przez rynek (*mispricing*) był możliwy pomiędzy instrumentami *futures* na S&P 500 a aktywami tworzącymi indeks. Jak łatwo sobie wyobrazić, zbudowanie portfela z 500 spółek w określonych wagach pociąga za sobą duże koszty wartościowe i czasowe, co nie jest efektywne. ETF-y stanowią niskokosztową alternatywę wykorzystywania szans arbitrażowych, dzięki niskim kosztom transakcyjnym, niewystępowaniu problemu z płynnością, problemu z krótką sprzedażą, niewystępowaniu ryzyka czasowego dopasowania do replikowanego indeksu. W rzeczywistości użycie ETF-ów pozwala potencjalnie wykorzystywać transakcje arbitrażowe przez mniejszych graczy rynkowych⁷.

Choć historia ETFów nie jest długa (obejmuje raptem niecałe 2 dekady) rynek ETF w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej rozwinął się bardzo dynamicznie. W Polsce ten sektor jest raczkujący. Na Giełdzie Papierów Wartościowych notowanych jest obecnie tylko trzy instrumenty:

- ETF na indeks WIG20 (tab. 1);
- ETF na indeks DAX;
- ETF na indeks S&P 500.

⁶ W. Nawrot, *Exchange Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 67.

⁷ N. Richie, R.T. Daigler, K.C. Gleason, *The limits to stock index arbitrage: Examining S&P 500 Futures and SPDRS*, "The Journal of Futures Markets" 2008, vol. 28, no. 12, s. 1182.

Tabela 1. Charakterystyka funduszu ETF na WIG20

Kategoria	Charakterystyka
Nazwa instrumentu	MULTI UNITS LUXEMBOURG – LYXOR ETF WIG20
Nazwa skrócona	ETFW20L
Struktura prawna	Otwarty program zbiorowego inwestowania
Spółka zarządzająca	Lyxor Asset Mangement Luxembourg S.A.
Zarządca inwestycyjny	Lyxor International Asset Management
Bank powiernik i agent płatniczy	Societe Generale Bank & Trust S.A.
Agent rejestrowy i transferowy	European Fund Services S.A.
Agent administracyjny, korporacyjny i krajowy	Societe Generale Securities Services Luxembourg S.A.
Data wprowadzenia do obiegu	10 lutego 2010 r.
Data emisji na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych	22 września 2010 r.
Cel inwestycyjny	śledzenie zmian w indeksie WIG20 wyrażonym w złotych powiększonych o przychody, jakie uzyskałby subfundusz, gdyby był posiadaczem akcji będących podstawą indeksu (dywidenda)
Sposób osiągnięcia celu inwestycyjnego	inwestowanie w zdywersyfikowany portfel zbywalnych papierów wartościowych (zawierający zarówno papiery kapitałowe, jak i instrumenty dłużne o stałej lub zmiennej kwocie dochodu) oraz zawieranie swapów całkowitego dochodu w celu śledzenia zmian w indeksie
Profil ryzyka	ryzyko rynkowe, ryzyko kapitałowe, ryzyko kontrahenta
Oplata za zarządzanie (<i>management fee</i>)	opłata za zarządzanie może wynosić maksymalnie 0,35% wartości aktywów netto (WAN) na akcję rocznie łącznie z VAT. Opłata za zarządzanie płatna jest miesięcznie z dołu
Inne opłaty dla zarządzającego	opłata na pokrycie kosztów strukturalnych w maksymalnej wysokości 0,10% NAV na akcję łącznie z VAT
Nazwa jednostki notowanej	1 tytuł uczestnictwa
Odzwierciedlana wartość	1/10 wartości indeksu WIG20

Źródło: prospekt emisyjny.

Światowy rynek ETF-ów jest na etapie dynamicznego wzrostu. Transparentność i prostota tych instrumentów zadecydowały o ich sukcesie i zaufaniu inwestorów, zwłaszcza w okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2008 i 2009. Idea ETF pozwala wkomponować się w dowolny fragment globalnego rynku finansowego. ETF stwarza olbrzymie możliwości inwestycyjne, pozwalając w prosty sposób wchodzić na różne geograficzne rynki finansowe, sektory gospodarki, różne klasy aktywów (akcje, obligacje, towary, nieruchomości i inne), pozwala wykorzystywać różne mechanizmy inwestycyjne. Można pokusić się o stwierdzenie, że każdy instrument finansowy (tradycyjny czy też alternatywny) może być przedmiotem replikacji na rynku ETF. W tabeli 2 zaprezentowany jest syntetyczny obraz różnorodności instrumentów ETF w zależności od różnych kategorii.

Tabela 2. Podział ETF w zależności od przyjętego kryterium

Kryterium	Charakterystyka
Sposób replikacji	<ul style="list-style-type: none"> – replikacja bezpośrednia – wierne odwzorowywanie wyników i składu danego indeksu – replikacja syntetyczna – tworzenie koszyka aktywów o charakterystyce podobnej do aktywów budujących replikowany indeks przy jednoczesnym zawarciu transakcji swap wymiany wyników aktywów ETF i aktywów budującego indeks
Indeks bazowy	<ul style="list-style-type: none"> – ETF rynku akcji – ETF rynku obligacji – ETF rynku pieniężnego – ETF rynku towarowego (surowcowe, produktów rolniczych, walutowy) – ETF rynku nieruchomości – ETF hybrydowy (bazujący na więcej niż jednym typie indeksu)
Charakter zarządzania	<ul style="list-style-type: none"> – ETF pasywny – fundusz ma na celu wierne replikowanie składu i wyników danego indeksu instrumentów finansowych – ETF aktywny – fundusz ma na celu uzyskanie większej wydajności niż indeks, czy inne fundusze zarządzające instrumentami finansowymi*
Zasięg geograficzny	<ul style="list-style-type: none"> – ETF globalny – ETF-y naśladujące indeksy międzynarodowe, np.: MSCI World, MSCI Emerging Markets – ETF regionalny – ETF-y naśladujące indeksy regionalne, np.: MSCI Europe – ETF krajowy – ETF-y naśladujące krajowe indeksy giełdowe, np.: WIG20, S&P 500, CAC40
Sektor gospodarki	<ul style="list-style-type: none"> – ETF nowe technologie – ETF energetyka – inne
Pozycja inwestora	<ul style="list-style-type: none"> – <i>long ETF</i> – zgodność pozycji jednostki ETF i odzwierciedlanego portfela, pozwala zarabiać na wzrostach – <i>short ETF (bear ETF)</i> – pozycja odwrotna jednostki ETF w stosunku do odzwierciedlanego portfela, pozwala zarabiać na spadkach lewarowanych ETF (<i>leveraget ETF</i>) – ETF wykorzystujący mechanizmy dźwigni finansowej
Płatność dywidendy	<ul style="list-style-type: none"> – ETF-y dywidendowe – pozostałe
ETF jako instrument bazowy	<ul style="list-style-type: none"> – kontrakty <i>futures</i> na ETF – opcje na ETF

* D.E. Stout, H. Chen, *A primer on Exchange Traded Funds: Purpose, operations, and risk*, "The CPA Journals", September 2006.

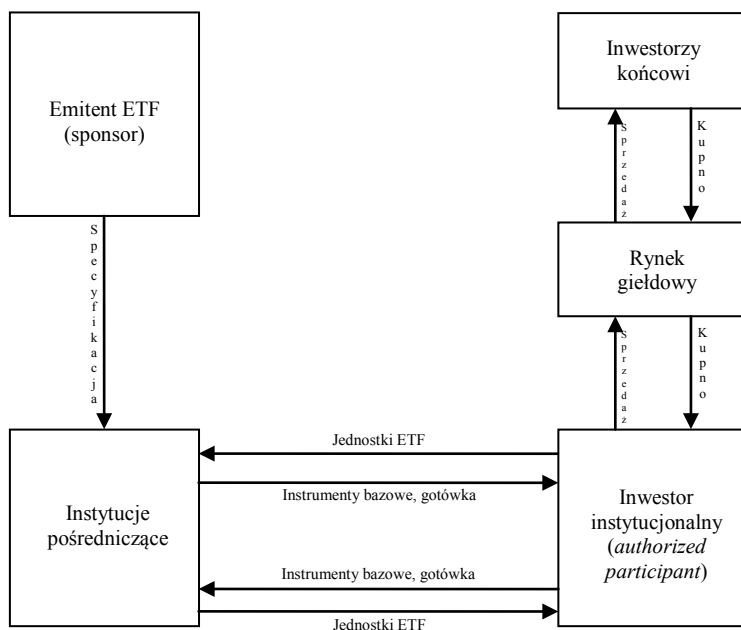
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2 potwierdza tezę, że mimo prostoty działania i budowy, ETF stanowi potężny instrument finansowy umożliwiający dotarcie do dowolnego segmentu rynku finansowego. Dzięki inkorporowaniu cech innych instrumentów ETF stwarza możliwości budowania strategii dostosowanych do indywidualnych preferencji inwestorów.

4. Proces kreacji ETF

Jednostki ETF powstają w unikatowym procesie ich kreacji. Tworzenie i umarżanie ETF odbywa się pomiędzy emitentem (funduszem, sponsorem programu) a biurami maklerskimi lub instytucją zwaną *authorized participant*. Operacja tworzenia i umarżania odbywa się na dużych blokach jednostek ETF (najczęściej 50 000 lub więcej). *Authorized participant* musi dysponować odpowiednim zapleczem kapitałowym, dlatego też podmiotem tym jest najczęściej podmiot instytucjonalny (bank, towarzystwo ubezpieczeń, fundusz emerytalny). *Authorized participant* dostarcza funduszowi papiery wartościowe odzwierciedlające dany indeks. W zamian fundusz dostarcza ETF-y do *authorized participant*, który następnie wypuszcza dane papiery na giełdzie. Ten proces działa również w drugą stronę: polega wówczas na umorzeniu papierów wartościowych (charakter transakcji barterowej). Jest to wymiana wolna od podatku. Fundusz ETF nie musi sprzedawać papierów wartościowych celem umorzenia ETF.

Dla ETF charakterystyczne jest to, że jest to podmiot uprawniony do kreacji instrumentów. W przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych tylko fundusz może tworzyć papiery wartościowe⁸. Inwestorzy w takim funduszu zakupuja albo



Rys. 2. Schemat tworzenia, umarżania i obrotu jednostkami ETF

Źródło: opracowanie własne.

⁸ Tamże.

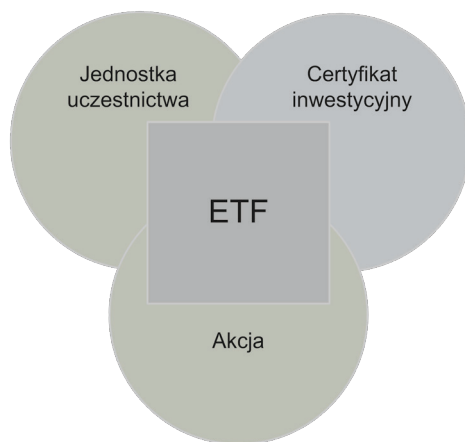
umarzają instrumenty według wartości aktywów netto (NAV) funduszu. W przypadku ETF instrumenty mogą być kreowane także przez tzw. *market specialist* (maklerzy) albo inwestorów instytucjonalnych (*authorized participant*) poprzez zdeponowanie wyspecyfikowanych papierów wartościowych (grupę papierów imitujących skład indeksu) w ETF. W zamian za ten depozyt inwestor instytucjonalny (albo *market specialist*) otrzymuje ustaloną liczbę papierów ETF, które następnie mogą zostać sprzedane na giełdzie papierów wartościowych (rys. 2).

Inwestor instytucjonalny (albo *market specialist*) według własnego uznania może odzyskać wniesiony depozyt poprzez umorzenie jednostek ETF. Wówczas za każdy ETF inwestor otrzyma ekwiwalent papierów wartościowych. Transakcja ma charakter transakcji barterowej (*in-kind transaction*). Najczęściej nie ma tutaj rozliczenia gotówkowego. Jednakże dla tego typu transakcji określona jest minimalna pula instrumentów ETF, które mogą zostać umorzone. Wielkość ta określona jest w prospekcie emisyjnym ETF. Są to wielkości rzędu kilkudziesięciu tysięcy jednostek. Oznacza to, że realny dostęp do tego typu transakcji mają wyłącznie duże podmioty instytucjonalne.

5. Cechy ETF

Analizując jednostki ETF, wskazać można wiele podobieństw do innych instrumentów funkcjonujących na rynku finansowym (rys. 3). Jednak jest to instrument unikatowy w swej naturze, którego cechy znalazły ogromną aprobatę na rynku, dostarczając inwestorom nowych możliwości inwestowania i dywersyfikowania ryzyka inwestycyjnego.

W jednostce ETF skomasowane są cechy akcji (m.in. możliwość obrotu na giełdzie w systemie notowań ciągłych, możliwość otrzymywania dywidendy), certyfika-



Rys. 3. Podobieństwo ETF do innych instrumentów finansowych

Źródło: opracowanie własne.

tów inwestycyjnych (m.in. możliwość obrotu na giełdzie, odzwierciedlenie portfela instrumentów finansowych) czy jednostki uczestnictwa (m.in. odzwierciedlenie portfela instrumentów finansowych, możliwość umorzenia jednostek w dowolnym momencie).

Różnica pomiędzy funduszem typu ETF a tradycyjnym funduszem inwestycyjnym (zarządzanym aktywnie) wyraża się w sposobie zarządzania portfelem instrumentów finansowych. Kiedy inwestor kupuje jednostkę uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, zarządzający funduszem inwestycyjnym przeznacza otrzymane środki pieniężne do zakupu kolejnych instrumentów finansowych zgodnie z założoną strategią inwestycyjną. Kiedy inwestor składa jednostkę uczestnictwa do umorzenia, zarządzający funduszem w celu ich wykupu sprzedaje instrumenty budujące portfel funduszu. Ze strumienia pieniężnego spłaca zobowiązanie w stosunku do inwestora. W przypadku ETF-ów (fundusze w głównej mierze zarządzane pasywnie) proces jest znacznie uproszczony. Podmiot zarządzający ETF-em tworzy papiery wartościowe, które podlegają obrotowi na rynku, tak jak zwykła akcja, a proces tworzenia i umarzania ma charakter barterowej (*in-kind process*) wymiany jednostek ETF na instrumenty replikowane.

Dzięki pasywnemu charakterowi procesów zarządczych sponsor programu nie ponosi wielu kosztów transakcyjnych, kosztów analitycznych czy też kosztów z tytułu kontaktowania się z inwestorami, a co za tym idzie – nie ma potrzeby angażowania znacznych kosztów o charakterze personalnym.

Instrumenty *Exchange Traded Funds* swym charakterem przypominają fundusze zamknięte. Oba fundusze emitują jednostki będące przedmiotem obrotu na giełdzie. Odróżnia je jednak możliwość kreacji i umarzania jednostek. ETF-y pozwalają dużym inwestorom na kupno i umarzanie jednostek w dowolnym momencie po spełnieniu odpowiednich warunków (określonych w prospekcie emisyjnym lub/i decyzjach Komisji Papierów Wartościowych). *Exchange Traded Fund* przypomina również jednostki uczestnictwa funduszy otwartych pod względem możliwości tworzenia i umarzania jednostek w dowolnym momencie. Jednak jednostki funduszy otwartych nie mogą być przedmiotem obrotu na giełdzie. Ograniczenia tego nie mają jednostki ETF i w tym zakresie przypominają one akcje. ETF ma dwie istotne przewagi w stosunku do innych funduszy: kształtowanie ceny, płynność⁹.

Przewaga dotycząca kształtowania ceny związana jest bezpośrednio z możliwością kupna (tworzenia) i umorzenia przez dużych inwestorów jednostek ETF. Mechanizm ten zapewnia ochronę przed istotnym oderwaniem ceny ETF od wartości aktywów netto, jakie reprezentuje ETF. Mechanizm taki nie jest możliwy do odtworzenia w przypadku certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zamknięte. Dlatego też na tym rynku często zdarzają się rozbieżności w wycenie pomiędzy jednostką funduszu a instrumentami tworzącymi portfel. Oznacza to, że certyfikat inwestycyjny kwotowany jest z premią albo dyskontem. Nie oznacza to,

⁹ D.E. Stout, H. Chen, wyd. cyt.

Tabela 3. *Exchange Traded Fund* na tle innych instrumentów i podmiotów finansowych

Wyszczególnienie	ETF	Fundusze zarządzające aktywnie	Fundusze indeksowe otwarte	Fundusze indeksowe zamknięte	Indeksowy kontrakt <i>future</i>	Inwestycja bezpośrednia (budowa portfela)
Instrument finansowy	fundusz inwestycyjny	fundusz inwestycyjny	fundusz inwestycyjny	fundusz inwestycyjny	instrument pochodny	papier wartościowy
Płynność rynku	wysoka	brak/średnia	brak notowania na rynku	średnia	średnia/wysoka	wysoka
Zapadalność	brak	brak/określony termin zapadalności	określony termin zapadalności	brak	określony termin zapadalności	brak
Oplaty	bardzo niewielkie	od średnich do wysokich	niskie, ale większe niż przy ETF	niskie, ale większe niż przy ETF	konieczność utrzymania depozytu zabezpieczającego	koszty transakcyjne budowy portfela
Efektywność podatkowa	wyśmienita	brak	brak	brak	brak	brak
Krótką sprzedaż, limity, <i>stoploss</i>	możliwa	brak	brak	możliwa	możliwa	możliwa
Notowania ciągle	tak	nie	nie	tak	tak	tak
Płatność dywidend	co do zasady płatności okresowe w ciągu roku	co do zasady płatności roczne	co do zasady płatności roczne	co do zasady brak płatności	rozliczenie kasowe w momencie wygaśnięcia	dywidendy roczne

Źródło: AIER Research Reports, American Institute for Economic Research, vol. LXXVII, no. 10, 7.07. 2010; M. Hubscher, *The role of exchange traded fund in the active vs. passive debate*, [w:] *Exchange Traded Funds. Structure, Regulation and Application of a New Fund Class*, red. E. Hehn, Springer, Berlin 2005.s. 81.

że w przypadku ETF-ów nie mogą zaistnieć różnice między ceną instrumentu a wartością aktywów netto. Jednak dzięki mechanizmom rynkowym różnice te powinny być niewielkie i przejściowe. Na przykład, jeśli jednostka ETF jest notowana ze sporym dyskontem w stosunku do NAV, wówczas inwestorzy instytucjonalni mogą zakupić bloki ETF-ów na otwartym rynku po cenie dyskontowej, następnie ich zamianę na replikowane aktywa (akcje) i w końcu sprzedaż na rynku replikowanych aktywów po wyższej cenie. W efekcie transakcje podmiotów instytucjonalnych przeprowadzone na dużych blokach jednostek ETF powinny doprowadzić do wzrostu cen ETF-ów i spadku cen replikowanych aktywów do momentu równowagi rynku, czyli zlikwidowania dyskonta. Podobne mechanizmy zachodzą, jeśli ETF-y są notowane z premią. Wówczas inwestorzy instytucjonalni będą gromadzić replikowane aktywa, a następnie zamienią je w podmiocie zarządzającym na ETF-y i odsprzedadzą je na rynku po cenie wyższej niż wynikałoby to z NAV. Działania arbitrażowe doprowadzają do likwidowania luki między ceną ETF i NAV.

Kolejną fundamentalną przewagą jest płynność instrumentu determinująca zainteresowanie inwestorów danym wehikułem inwestycyjnym. Na płynność ETF-ów składa się płynność zarówno rynku instrumentów ETF, jak i rynku instrumentów replikowanych. W konsekwencji rynek ETF-ów jest bardziej płynny niż rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Inwestor uzyskuje korzyść z płynności na dwa sposoby. Cena sprzedaży ETF-ów może być wyższa niż cena jednostek funduszy zamkniętych mających w swoim portfelu te same aktywa, co ETF, po drugie *spread* pomiędzy ceną kupna i sprzedaży ETF-ów jest mniejszy niż jednostek funduszy zamkniętych, co ma duży wpływ na poziom kosztów transakcyjnych.

6. Zalety ETF

Exchange Traded Fund odgrywa znaczącą rolę w funkcjonowaniu rynków kapitałowych, dostarczając inwestorom nowych możliwości alokowania swojego kapitału. O sukcesie i dobrych perspektywach na rozwój w przyszłości tego rynku świadczą zalety instrumentów ETF, z których podkreślenia wymagają: dywersyfikacja, niskie koszty wejścia na rynek, efektywność podatkowa, zabezpieczenie środków inwestycyjnych, transparentność oraz płynność rynku¹⁰.

Inwestowanie w ETF-y pozwala inwestorom w łatwy sposób zdywersyfikować własny portfel inwestycyjny poprzez uzyskanie dostępu różnych rynków w płaszczynie regionalnej oraz instrumentalnej.

ETF-y zapewniają dywersyfikację przede wszystkim dlatego, że obrót tymi instrumentami odbywa się na rynku giełdowym w taki sam sposób jak odbywa się obrót zwykłymi akcjami. ETF-y notowane są w sposób ciągły, co pozwala inwestorom zajmować odpowiednią do swojej strategii pozycję inwestycyjną (przy założeniu, że rynek charakteryzuje się dostateczną płynnością).

¹⁰ L.M. Rosenberg, N.T. Weintraub, A.S. Hyman, *ETF Strategies and Tactics. Hedge your Portfolio in a Changing Market*, McGraw Hill, 2008.

ETF-y są instrumentami charakteryzującymi się niższymi kosztami od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (na rozwiniętych rynkach ETF można wskazać instrumenty indeksowych funduszy inwestycyjnych charakteryzujące się niższymi kosztami). Sytuacja ta jest wypadkową wielu czynników. Po pierwsze ze względu na odzwierciedlanie indeksu giełdowego ETF-y nie wymagają aktywnego zarządzania portfelem. Ponadto ETF-y są kupowane i sprzedawane za pośrednictwem brokerów, co nie wymaga znacznych nakładów na marketing bezpośrednio skierowany do inwestorów. Ogólnie rzecz ujmując, należy stwierdzić, że opłaty transakcyjne maklerów są niższe niż te odpowiadające funduszom inwestycyjnym. Kolejnym powodem efektywności kosztowej ETF-ów jest prowadzenie ewidencji i usługi klientów po stronie maklerów giełdowych, a nie przez emitenta. Obieg instrumentami ma charakter zdematerializowany (brak wydawania certyfikatów). Na przykład większość iShares ma koszty na poziomie od 9 do 75 punktów bazowych, gdzie większość tradycyjnych funduszy inwestycyjnych pobiera opłaty w wysokości co najmniej 100 punktów bazowych. W przeciwieństwie do zwykłych funduszy brak jest tzw. opłaty dystrybucyjnej. W przypadku ETF-ów operacji dokonuje się z poziomu rachunku maklerskiego i – tak samo jak w przypadku akcji czy obligacji – od transakcji kupna i sprzedaży płaci się prowizję maklerską. Standardowo są one jednak znacznie niższe niż w przypadku opłat dystrybucyjnych funduszy; wynoszą przeciętnie ok. 0,3-0,5% przy zakupie i drugie tyle przy sprzedaży. Prowizje przy funduszach płaci się zazwyczaj przy zakupie jednostek, a w przypadku funduszy akcji nierzadko sięgają one 5%¹¹.

Znacznie niższe są także koszty zarządzania ETF-ami. Wynika to z faktu, że są one zarządzane biernie, tzn. odzwierciedlają skład jakiegoś indeksu. Nie ma więc potrzeby zatrudniania sztabu analityków, którzy na bieżąco śledzą komunikaty i notowania giełdowe, decydując, które akcje kupić, a które sprzedać. Przeciętny koszt zarządzania w przypadku funduszu ETF to ok. 0,5% w skali roku, podczas gdy koszt zarządzania polskimi funduszami akcji wynosi przeciętnie 3-4%.

Rozwinięty rynek ETF-ów w USA oraz Europie Zachodniej charakteryzuje się dużą efektywnością podatkową. Inwestorzy mogą kontrolować, kiedy będą płacić podatek od zysków kapitałowych oraz kiedy będą ponosić stratę podatkową. Podatek naliczony jest w momencie, gdy inwestor sprzedaje instrumenty bazowe tworzące ETF. Odbywa się to więc inaczej niż w tradycyjnych funduszach inwestycyjnych, kiedy pozycja podatkowa uczestnika funduszu uzależniona jest od posunięć emitenta funduszu. Gdy emitent staje przed koniecznością wykupu umarżanych jednostek przez inwestorów, konieczna jest sprzedaż instrumentów tworzących portfel celem spłacenia tego zobowiązania. Sprzedaż instrumentów pociąga za sobą konieczność zapłacenia podatku kapitałowego, który w ostatecznym rozrachunku pokrywany jest przez inwestorów pozostających w funduszu. Podobna sytuacja ma miejsce, gdy emitent sprzedaje instrumenty celem pokrycia dywidendy wypłacanej inwestorom

¹¹ Wirtualnemia.pl, 16.09.2010.

każdego roku. W aktywnie zarządzanych funduszach inwestycyjnych może dojść do zmiany menagera, co może mieć istotne skutki podatkowe dla jego uczestników. Wyobraźmy sobie, że nowo zatrudniony menager zmienia całkowicie skład zarządzanego portfela. Jeżeli dotychczasowy skład portfela wygenerował zysk, to w momencie sprzedaży generuje obciążenia podatkowe, które rozłożone są na dotychczasowych uczestników funduszu. Takich problemów nie ma w przypadku instrumentów ETF. Posiadacz tych instrumentów obciążony jest podatkami jako konsekwencjami własnych decyzji inwestycyjnych. Nie ponosi on konsekwencji decyzji innych podmiotów.

Exchange Traded Funds pozwalają inwestorom tworzyć strategie zabezpieczające na wzór funduszy hedgingowych. Ponadto ETF-y pozwalają wykorzystać proste strategie zabezpieczające, takie jak krótka sprzedaż, w celu zabezpieczenia portfela aktywów przed spadkiem wartości rynkowej, czy strategii oparte na spreadzie. Ponadto z racji tego, że są to instrumenty notowane na rynkach regulowanych, podlegają one ścisłym restrykcjom komisji nadzoru zapewniającym mechanizmy ochrony praw inwestorów.

Jak pokazuje praktyka, ETF-y charakteryzują się większą płynnością w porównaniu z funduszami zamkniętymi. Inwestorzy mogą w sposób swobodny nabywać i zbywać w dowolnym czasie ETF-y, nie wpływając istotnie na wahanie kursu. Płynność ETF zależy również od płynności instrumentów bazowych.

Fundamentem sukcesu ETF jest ich transparentny charakter. Inwestorzy dokładnie wiedzą, jakie instrumenty stanowią ich własność. Jest to konsekwencja notowań ciągłych zarazem ETF-ów jak i instrumentów tworzących replikowany indeks. Koszty towarzyszące zakupowi, sprzedaży i posiadania są sprecyzowane (m.in.: prowizje, koszty *spreadu*, koszty zmiany kursu).

7. Ryzyko inwestowania w ETF

Jednostki ETF, podobnie jak inne instrumenty rynku finansowego, wiążą się z ponoszeniem pewnego ryzyka przez inwestorów. Ponieważ ETF-y to przede wszystkim instrumenty zarządzane pasywnie, ich ryzyko jest niższe niż w ryzyko instrumentów zarządzanych aktywnie.

Inwestowanie w ETF-y związane jest z różnymi rodzajami ryzyka zależnymi od charakteru inwestycji. Na przykład inwestowanie w krajowe ETF-y pociąga za sobą następujące rodzaje ryzyka¹²:

1. Ryzyko rynkowe – ceny rynkowe papierów wartościowych i ETF-ów podlegają fluktuacji w wyniku wielu czynników, takich jak stan gospodarki, zdarzenia w gospodarce światowej, sentyment inwestycyjny, ryzyko specyficzne dla danego papieru wartościowego.

¹² J.A. Haslem, *Exchange-Traded Funds: nature, developments, and implications*, [w:] *ETFs II: New Approaches and Global Outreach*, red. B.R. Bruce, Institutional Investor News, New York 2003, s. 120.

2. Ryzyko kredytowe – ryzyko kredytowe odnosi się do zdolności emitenta do dokonywania płatności głównej i odsetek. Przerwa w terminowej wypłacie wymienionych płatności przez firmy, w które ETF inwestują, może niekorzystnie wpływać na wartość jednostek ETF albo zdolność ETF do wypłacania dywidendy. Należy pamiętać, że inwestycje w kapitał własny (w tym ETF-y inwestujące w kapitał własny) są obciążone ryzykiem kredytowym. Jeżeli firma, w którą inwestuje dany ETF znajduje się w upadłości albo ogłasza bankructwo, to kapitałowe papiery wartościowe mogą stracić na wartości.

3. Ryzyko stopy procentowej – ceny obligacji spadają, jeżeli stopy procentowe rosną, i odwrotnie. Dla ETF-ów, które w swoim portfelu mają obligacje, ryzyko stopy procentowej może być istotne, aczkolwiek większość funduszy zabezpiecza to ryzyko poprzez różne instrumenty rynkowe.

Ponadto ETF-y mogą pociągać za sobą ryzyko specyficzne, takie jak:

1. Ryzyko danej klasy aktywów.
2. Ryzyko uzależnione od stylu inwestycyjnego oraz wielkości rynku.
3. Ryzyko zarządzania pasywnego.
4. Ryzyko odchylenia wartości jednostki funduszu od wartości replikowanego indeksu (*benchmark tracking error*).
5. Ryzyko braku gwarancji i ubezpieczeń.
6. Ryzyko instrumentu pochodnego.
7. Ryzyko płynności.
8. Ryzyko braku dywersyfikacji.
9. Ryzyko walutowe.

8. Podsumowanie

Reasumując, należy stwierdzić, że instrumenty ETF dzięki wiązce posiadanych cech mają pozytywny wpływ na funkcjonowanie rynków kapitałowych. Świadczą o tym spektakularne wzrosty aktywów zarządzanych przez fundusze ETF, które rosną nieprzerwanie od 1993 r. (wyjątek stanowi rok 2008 – okres bessy na światowych rynkach finansowych). Popularność ETF jest wypadkową ich elastyczności oraz połączenia łatwej dywersyfikacji, niskich kosztów, efektywności podatkowej charakterystycznych dla funduszy indeksowych z cechami akcji, jak zlecenia limitowane, krótka sprzedaż. ETF zapewnia modularne inwestowanie. Duża rodzina instrumentów ETF pozwala budować portfolio inwestycyjne z aktywów krajowych i międzynarodowych, wartościowych i o dużym potencjale wzrostu, o dużej kapitalizacji albo o małej kapitalizacji, w całe sektory albo tylko w wybrane branże, w instrumenty o stałym dochodzie bądź instrumenty alternatywne.

Literatura

- AIER Research Reports, American Institute for Economic Research, vol. LXXVII, no. 10, 7.07.2010.
- ETP Landscape, *Industry Highlights*, Q1 2012, BlackRock.
- Global ETF Research and Implementation Strategy Team*, BlackRock, Bloomberg.
- Haslem J.A., *Exchange-Traded Funds: nature, developments, and implications*, [w:] *ETFs II: New Approaches and Global Outreach*, red. B.R. Bruce, Institutional Investor News New York 2003.
http://us.ishares.com/understand_etf/fundamental/what_is_etf.htm.
- <http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=inwestorzy&k=26&i=/papierywartosciowe/etf/etf&sky=1>.
- Hubscher M., *The role of exchange traded fund in the active vs. passive debate*, [w:] *Exchange Traded Funds. Structure, Regulation and Application of a New Fund Class*, red. E. Hehn, Springer, Berlin 2005.
- Nawrot W., *Exchange Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Richie N., Daigler R.T., Gleason K.C., *The limits to stock index arbitrage: Examining S&P 500 Futures and SPDRS*, "The Journal of Futures Markets" 2008, vol. 28, no. 12.
- Rosenberg L.M., Weintraub N.T., Hyman A.S., *ETF strategies and tactics. Hedge your portfolio in a changing market*, McGraw Hill, New York 2008.
- Stout D.E., Chen H., *A primer on Exchange Traded Funds: Purpose, operations, and risk*, "The CPA Journals", September 2006.
www.wirtualnemedi.pl.

ROLE OF EXCHANGE TRADED FUNDS IN THE CAPITAL MARKET

Summary: The aim of this paper is to present a systematic knowledge of the Exchange Traded Funds (ETF) market and demonstrate their positive impact on functioning of the capital market. The first part is devoted to the mechanisms of functioning of the ETF vehicle: structure of the vehicle, the creation, functioning and redemption. The second part shows the features and benefits of ETF instruments that have a positive impact on the functioning of the capital market. This part also presents ETF compared to other financial instruments. ETF is an innovative instrument in the financial market. Popularity, attractiveness, and success of ETF are a reflection of its simplicity and many advantages for investors. ETF is a combination of the traditional index fund and shares listed on the stock exchange. Just like an index fund, ETF represents a diversified portfolio of instruments, which is a reflection of an appropriate index. As a public company shares, ETFs can be traded in the stock market. ETF units are created in a unique process of creation. ETF creation and redemption takes place between the issuer and the brokerage houses or an institution called the authorized participant. ETF significantly affect the functioning of capital markets. This is confirmed by the spectacular growth in assets managed by ETF funds. ETF popularity is a result of their flexibility and connection of diversification, low costs, tax efficiency of index funds, features of shares, such as limited orders, or short sale. A large family of instruments allows building ETF investment portfolio of domestic and international assets, securities and high-growth, large-cap or small-cap, in different sectors, or only in selected sectors, in fixed income instruments or alternative instruments.

Keywords: Exchange Traded Funds, capital market, financial market.