

Wskaźnik active share na rynku akcyjnych funduszy inwestycyjnych w Polsce

Tomasz Miziolek*

Streszczenie: *Cel* – Ocena stopnia aktywnego podejścia do zarządzania portfelem inwestycyjnym przez fundusze akcji uniwersalnych rynku krajowego w Polsce.

Metoda badania – Obliczenie wskaźnika active share dla funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego według stanu na koniec 2013 roku.

Wynik – Większość badanych funduszy (ponad 87% w ujęciu ilościowym oraz ponad 97% w ujęciu wartościowym – wartość aktywów netto) jest zarządzana dość pasywnie – udział części aktywnej ich portfela inwestycyjnego (części niepokrywającej się z portfelem indeksu WIG) wyniósł poniżej 60%.

Oryginalność/Wartość – Badania tego rodzaju nie były dotychczas prowadzone na rynku funduszy akcji uniwersalnych w Polsce.

Słowa kluczowe: zarządzanie portfelem, ukryte indeksowanie, benchmark

Wprowadzenie

Wśród metod zarządzania portfelem wykorzystywanych przez fundusze inwestycyjne zarówno na świecie, jak i w Polsce zdecydowanie dominuje aktywne podejście do zarządzania. W praktyce jednak relatywnie duża część podmiotów deklarujących aktywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym w rzeczywistości posługuje się pasywnymi metodami zarządzania, tzn. ich portfele upodobią się w coraz większym stopniu do określonych indeksów. Istnieje wiele metod oceny stopnia aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym – należą do nich m.in. takie miary, jak błąd odwzorowania (*tracking error*), nadwyżkowa stopa zwrotu (*excess return*) oraz koncentracja portfela (*portfolio concentration*). Jedną z najnowszych tego rodzaju miar, która m.in. dzięki łatwości obliczenia i prostocie interpretacji zyskuje coraz większą popularność, jest active share. Zaproponowany w 2009 roku przez Petajistę i Cremersa wskaźnik określa, jaka część portfela danego podmiotu (np. funduszu inwestycyjnego lub funduszu emerytalnego) została zainwestowana w tzw. aktywny portfel (*active portfolio*), a zatem w jakim stopniu skład tego portfela ten różni się od składu portfela określonego indeksu (który jest zazwyczaj jego benchmarkiem). Miara ta dostarcza informacji o potencjale danego podmiotu w zakresie osiągnięcia stopy zwrotu wyższej od benchmarku oraz jest przydatnym narzędziem do oceny zarządzającego funduszem. Za jej pomocą można także w stosunkowo prosty sposób zidentyfikować tzw. *closet*

* dr hab. Tomasz Miziolek, Uniwersytet Łódzki, e-mail: miziolek@uni.lodz.pl

indexers, czyli podmioty, które choć deklarują aktywne podejście do zarządzania portfelem, w praktyce czynią to dość pasywnie. W konsekwencji może to stanowić istotny argument na rzecz zmniejszenia przez nie stawki pobieranego wynagrodzenia za zarządzanie portfelem inwestycyjnym.

Głównym celem niniejszego artykułu jest ocena stopnia aktywnego podejścia do zarządzania portfelem inwestycyjnym przez fundusze akcji uniwersalnych rynku krajowego w Polsce według stanu na koniec 2013 roku. Hipoteza badawcza stanowi, że portfele tych podmiotów są w większości – zgodnie z deklaracjami zarządzających – zarządzane w sposób aktywny. Według wiedzy autora jest to pierwsze tego rodzaju badanie przeprowadzone na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

1. Przegląd dotychczasowych badań

Badania dotyczące wskaźnika *active share* są prowadzone od połowy minionej dekady. Ich pierwszym efektem był artykuł Cremersa i Petajisty (2009), w którym autorzy zaproponowali obliczanie ww. wskaźnika jako intuicyjnego i prostego sposobu na ocenę stopnia aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym¹. Przebadali 2647 amerykańskich funduszy inwestycyjnych w latach 1980–2003, dla każdego funduszu obliczając zarówno wskaźnik *active share*, jak i błąd odwzorowania. Do tego celu wykorzystali w sumie dane dotyczące dziewiętnastu indeksów dostarczonych przez trzy amerykańskie firmy zajmujące się konstruowaniem i obliczaniem indeksów: S&P/Barra, Russell i Wilshire. Otrzymane rezultaty odnieśli do takich charakterystyk funduszy, jak wielkość (mierzona wartością aktywów), koszty (*expense ratio*), wielkość obrotu (*portfolio turnover*), oraz zbadali zmiany wartości *active share* w całym badanym okresie. Ponadto stwierdzili, że znajomość wskaźnika *active share* pozwala prognozować wyniki funduszy: stopy zwrotu funduszy charakteryzujących się najwyższymi wartościami *active share* (tzn. zarządzanych w najbardziej aktywny sposób) istotnie przewyższają stopy zwrotu swoich benchmarków (zarówno przed, jak i po uwzględnieniu ponoszonych przez uczestników opłat) i wykazują wysoką persystencję stóp zwrotu, natomiast fundusze nieindeksowe cechujące się najniższymi wartościami ww. wskaźnika osiągają wyniki gorsze od swoich benchmarków (Cremers, Petajisto 2009).

Problematyka aktywnego zarządzania portfelem (głównie przy zastosowaniu wskaźnika *active share*) oraz jego związków z wynikami funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych była kontynuowana przez Petajistę w kolejnych latach. Efektem tych prac był opublikowany w 2013 roku artykuł, w którym okres badawczy został poszerzony o kolejnych sześć lat (do 2009 roku), a liczba funduszy powiększona do 2740 (Petajisto 2013). Wyniki tych badań potwierdziły wcześniejsze wnioski dotyczące relacji między stopami zwrotu aktywnie zarządzanych funduszy oraz funduszy stosujących ukryte (niejawne) indeksowanie (*closet indexing*) a stopami zwrotu benchmarków; znalazły one także potwierdzenie

¹ Więcej informacji na temat wskaźnika *active share*, sposobu jego obliczania oraz interpretacji zostanie zaprezentowanych w punkcie 2.

w okresie kryzysu finansowego, tj. w latach 2008–2009. Ponadto Petajisto wykazał, że ukryte indeksowanie zyskuje na znaczeniu w okresach zwiększonej zmienności na rynkach oraz w przypadku spadków na giełdowych parkietach, jak również że zjawisko to stało się bardziej popularne po 2007 roku (Petajisto 2013: 73–93).

Analizę wskaźnika active share dla rynku amerykańskiego przeprowadzili również Schlanger, Philips i Peterson LaBarge pracujący dla spółki Vanguard – ich badanie objęło lata 2001–2011, a próba liczyła 903 fundusze akcyjne (zajmujące tylko długie pozycje) inwestujące na rynku amerykańskim; do obliczeń wykorzystano dziewięć indeksów Russell. W przeciwieństwie do rezultatów badań wymienionych wcześniej autorów, nie znaleźli oni istotnych związków pomiędzy wysokim poziomem wskaźnika active share a osiągnięciem stopy zwrotu wyższej niż benchmark. Na tej podstawie stwierdzili, że sam active share nie może być wskazówką, która określi, czy dany fundusz pokona swój benchmark, czy nie. Dopiero połączenie tego wskaźnika ze staranną jakościową oceną kondycji firmy zarządzającej funduszem i jej zespołu analitycznego może sprawić, że będzie użytecznym dodatkowym narzędziem służącym ocenie portfela inwestycyjnego funduszu (Schlanger i in. 2012: 1–16).

W 2013 roku opublikowano wyniki badania wskaźnika active share i jego relacji do osiągniętych wyników inwestycyjnych i pobieranych opłat dotyczącego nie rynku amerykańskiego, lecz globalnych i międzynarodowych funduszy akcji. Erianna Khusainova i Juan Mier, autorzy zatrudnieni w spółce Lazard Asset Management, zbadali również najważniejsze kwestie związane z active share, takie jak wybór benchmarku i jego struktura, szerokość uniwersum inwestycyjnego oraz proces konstrukcji portfela, które są ich zdaniem niezbędne dla bardziej dokładnej i wnikliwej interpretacji tego wskaźnika w przypadku różnych podmiotów. Próba liczyła dwieście funduszy, a okres analizy obejmował pięć lat (do 2011 roku). Wyniki przeprowadzonego badania okazały się zbieżne z rezultatami, które uzyskali Cremers i Petajisto, tzn. fundusze o najwyższych wskaźnikach active share wykazały najwyższy potencjał do pokonywania swoich benchmarków (Khusainova, Mier 2013: 1–8).

Wszechstronną analizę zjawiska ukrytego indeksowania (dokonanego na podstawie obliczenia wskaźnika active share) na rynku brytyjskim i amerykańskim przeprowadziła w 2013 roku spółka SCM Private zarządzająca aktywami zamożnych klientów. Badanie to objęło 127 brytyjskich funduszy zarządzających aktywami o wartości 120 mld GBP oraz 227 amerykańskich funduszy (każdy z nich zarządzający aktywami o wartości powyżej 100 mln GBP) o łącznej wartości aktywów w wysokości 453 mld GBP. Uzyskane wyniki pokazały, że w Wielkiej Brytanii średnio 40% portfela każdego funduszu inwestycyjnego jest identyczne ze składem indeksu, który fundusz chce pobić (w Stanach Zjednoczonych ten wskaźnik wynosi – według tych samych badań – tylko 25%). W konsekwencji jest mało prawdopodobne, aby wiele z tych funduszy zdołało osiągnąć założony cel inwestycyjny, czyli wypracować wyższą stopę zwrotu niż benchmark. Wskazują na to wyniki badań, według których zdecydowana większość (88%) funduszy inwestujących w sposób zbliżony do indeksu (tj. których wskaźnik active share wynosił poniżej 50%) osiągała wyniki inwestycyjne gorsze od indeksu w ostatnich pięciu latach (badanie zakończono w sierpniu

2013). Według tego samego badania blisko połowę brytyjskich funduszy akcji adresowanych do klientów detalicznych (46%) można uznać za *closet indexers*, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych odsetek ten sięga zaledwie 10% (SCM Private 2013: 1–15).

2. Metodologia

Do obliczenia wskaźnika active share zastosowano wzór zaproponowany przez Cremersa i Petajisto. Oblicza się go, sumując wartości bezwzględne różnic pomiędzy wagami poszczególnych składników portfela funduszu a wagami, jakie składniki te mają w portfelu indeksu, oraz dzieląc otrzymany wynik przez 2.

$$AS = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N w_{fund,i} - w_{index,i}$$

gdzie:

AS – wskaźnik active share;

$w_{fund,i}$ – waga akcji spółki i (lub innego instrumentu udziałowego) w portfelu funduszu;

$w_{index,i}$ – waga akcji spółki i w portfelu indeksu.

Miara ta pozwala porównać skład portfela określonego podmiotu (np. funduszu inwestycyjnego, funduszu ubezpieczeniowego, funduszu emerytalnego) ze składem portfela benchmarkowego indeksu. Według ww. autorów wskaźnik active share ma intuicyjną interpretację ekonomiczną – mierzy udział, jaki stanowi portfel long-short (*long-short portfolio*)², tj. portfel reprezentujący wszystkie aktywne zakłady (*bets*) podjęte przez fundusz, w całym portfelu inwestycyjnym funduszu.

W przypadku funduszu inwestycyjnego (lub innego podmiotu o zbliżonym charakterze), który nie zajmuje krótkich pozycji oraz który nie zaciąga kredytów za zakup aktywów, wartość wskaźnika active share zawiera się pomiędzy 0% a 100%. W sytuacji gdy portfel funduszu zawiera dokładnie te same składniki i w dokładnie tych samych proporcjach co portfel benchmarkowego indeksu, wartość wskaźnika active share wynosi 0%. W praktyce jest to sytuacja czysto teoretyczna, która nie występuje (lub występuje jedynie sporadycznie – z reguły w podmiotach mających ekspozycję na akcje spółek o dużej kapitalizacji) nawet w indeksowych funduszach inwestycyjnych oraz w pasywnie zarządzanych funduszach ETF (*exchange-traded funds*), gdyż nawet w przypadku tych podmiotów, które stosują pełną replikację fizyczną indeksu, zbudowanie portfela identycznego jak portfel indeksu jest rzadko praktykowane (stosunkowo często, z uwagi na chęć ograniczenia kosztów transakcyjnych lub kwestię ograniczonej płynności niektórych składników indeksu, wykorzystywana jest

² Fundusz zajmuje aktywną długą pozycję w indeksie (*active long position*) w sytuacji, kiedy przeważa określony składnik (np. akcje) w swoim portfelu względem portfela indeksu (tzn. waga tego składnika w portfelu funduszu jest wyższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w indeksie). Natomiast aktywna krótka pozycja w indeksie (*active short position*) ma miejsce wtedy, gdy fundusz niedoważa określony składnik swojego portfela w stosunku do składu indeksu (tj. waga tego składnika w portfelu funduszu jest niższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w portfelu funduszu).

niepełna replikacja). Z kolei wtedy, gdy skład portfela funduszu nie pokrywa się w żadnym stopniu ze składem portfela indeksu, wartość wskaźnika *active share* wynosi 100% – jest to portfel w pełni aktywnie zarządzany. Również i taka sytuacja w praktyce występuje dość rzadko, gdyż nawet zarządzający w sposób dyskrejonalny portfelem (zwłaszcza w przypadku funduszy inwestujących w akcje małych spółek, kiedy wybór spółek do portfela jest często pozostawiony do decyzji zarządzającego i niezależny od składu odpowiedniego indeksu) niemal zawsze pewną część zgromadzonych środków lokują w walory należące do indeksu.

Według założeń Cremersa i Petajisty fundusze mające wskaźnik *active share* na poziomie poniżej 20% należy traktować jako czyste fundusze indeksowe (*pure index funds*). Pod pojęciem *closet indexers* lub *closet trackers* autorzy rozumieją fundusze nieindeksowe o stosunkowo niskich wartościach ww. wskaźnika (w praktyce są to podmioty, w przypadku których wartość tego wskaźnika waha się pomiędzy 20% a 60%) oraz cechujące się niskim wskaźnikiem błędu odwzorowania. Do grona funduszy o niskim wskaźniku *active share* oraz relatywnie wysokim błędzie odwzorowania zalicza się podmioty, które inwestują na podstawie określonych czynników o charakterze systematycznym. Natomiast fundusze o relatywnie wysokim wskaźniku *active share* (tj. powyżej 60%) to podmioty, których zarządzający samodzielnie wybierają przedmiot inwestycji (*stock pickers*). Jeżeli charakteryzują się one relatywnie niskim błędem odwzorowania, są to z reguły fundusze o zdywersyfikowanym portfelu (*difersified stock pickers*), natomiast w przypadku stosunkowo wysokiego błędu odwzorowania mamy do czynienia z funduszami o skoncentrowanym portfelu inwestycyjnym (*concentrated stock pickers*).

W przypadku funduszy hedgingowych wskaźnik *active share* może istotnie przekroczyć poziom 100%, gdyż podmioty te często zajmują krótkie pozycje na rynku akcji i/lub wykorzystują w inwestycjach dźwignię (w rezultacie łączny udział akcji w portfelu w stosunku do posiadanych aktywów może przekraczać 100%).

Na marginesie powyższych rozważań warto przytoczyć również szacunkowe dane dotyczące kosztów, jakie wskutek ukrytego indeksowania ponoszą ich uczestnicy. Według obliczeń SCM Private fundusze inwestujące średnio 40% środków w sposób identyczny jak indeks (ale deklarujące aktywne zarządzanie) pobierają około trzykrotnie wyższe opłaty niż tradycyjne fundusze indeksowe. Gdyby brytyjscy inwestorzy wybierali nisko kosztowe fundusze indeksowe zamiast formalnie aktywnie zarządzanych funduszy, które jednak często w rzeczywistości są funduszami o charakterze indeksowym (a na dodatek osiągają z reguły gorsze wyniki od indeksów), mogliby w ciągu ostatnich pięciu lat zaoszczędzić około 1,86 mld GBP w postaci opłat pobieranych przez krajowe (brytyjskie) fundusze akcyjne (*UK equity funds*) oraz około 1,17 mld GBP w postaci opłat pobieranych przez fundusze akcyjne inwestujące za granicą (*overseas equity funds*). W sumie zatem inwestorzy stracili w tym okresie z tego tytułu około 3 mld GBP. Z kolei według badań firmy konsultingowej Aon Hewitt około 75% z 460 mld GBP aktywów brytyjskich funduszy emerytalnych zainwestowanych w teoretycznie aktywnie zarządzane fundusze akcyjne (co stanowi blisko 1/4 łącznych aktywów tych podmiotów szacowanych na 2 bln GBP) jest w praktyce ulokowana

w funduszach stosujących ukryte indeksowanie. Gdyby obniżyć opłaty pobierane przez te fundusze lub zwiększyć stopy zwrotu poprzez bardziej aktywne zarządzanie portfelem, dodatkowe korzyści z tego tytułu sięgnęłyby kwoty 1,7 mld GBP rocznie (Aon Hewitt 2014).

3. Dobór próby, indeksu i wykorzystane dane

Badanie wartości wskaźnika active share zostało przeprowadzone na próbie 47 zarejestrowanych w Polsce funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego działających w końcu grudnia 2013 roku w formie funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (SFIO) (lub ich subfunduszy); w badaniu pominięto fundusze inwestycyjne zamknięte.

Wybór podmiotów do próby badawczej został przeprowadzony na podstawie danych zgromadzonych przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA). Zgodnie z „Klasyfikacją funduszy inwestycyjnych” tej organizacji fundusze akcji to fundusze inwestujące przede wszystkim w akcje oraz inne udziałowe papiery wartościowe (np. prawa do akcji, kwity depozytowe)³. Ponadto podmioty zaliczane do tej kategorii powinny spełniać przynajmniej jeden z dwóch warunków:

- efektywny udział w funduszu akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 66%;
- fundusz inwestuje przede wszystkim w akcje i inne udziałowe papiery wartościowe oraz ma benchmark będący możliwym do odwzorowania portfelem lokat, w którym udział akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 90%.

Do grona funduszy akcji o charakterze uniwersalnym kwalifikują się wszystkie fundusze akcji, których – ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną – nie można zaliczyć do grona funduszy indeksowych, funduszy małych i średnich spółek lub funduszy sektorowych⁴. Natomiast grupa funduszy akcji rynku krajowego obejmuje te fundusze, w przypadku których udział instrumentów finansowych emitowanych przez podmioty z siedzibą w Polsce powinien stanowić co najmniej 66% aktywów funduszu.

Według raportu IZFiA o stanie aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce w dniu 31 grudnia 2013 roku grupa funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego liczyła 57 podmiotów, których łączne aktywa netto wynosiły 15,73 mld PLN. Spośród nich do badanej próby nie zakwalifikowano (zgodnie z przyjętymi założeniami): funduszy

³ Należy zaznaczyć, że klasyfikacja opiera się na deklaracjach składanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) – są one weryfikowane przez IZFiA pod kątem ich zgodności z realizowaną polityką inwestycyjną i składami portfeli. Kryterium decydującym o zaliczeniu do określonej kategorii funduszy jest zgodność rzeczywistej polityki inwestycyjnej z definicją danej kategorii określoną w tej klasyfikacji. Gdy postanowienia statutu funduszu są szersze względem faktycznie realizowanej polityki inwestycyjnej i składu portfela, zgodnie z zaleceniem IZFiA należy kierować się rzeczywistą polityką inwestycyjną.

⁴ Kryteria przynależności do ww. podkategorii funduszy akcji są wyszczególnione w „Klasyfikacji funduszy inwestycyjnych” Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

zamkniętych (5 podmiotów), dwóch funduszy, które nie inwestują głównie w akcje, lecz w tytuły uczestnictwa funduszy akcyjnych (DB Funds Dynamiczny i Superfund Akcji), dwóch funduszy o charakterze funduszy „short” (zarabiających na spadkach wartości akcji) (Altus Short i Ipopema Short Equity) oraz funduszu, który nie miał w portfelu żadnych aktywów (Pretium SFIO). W efekcie do próby badawczej zakwalifikowano 47 funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych akcji uniwersalnych rynku krajowego typu „long” (zarabiających na wzrostach wartości instrumentów udziałowych)⁵. Łączna wartość ich aktywów netto wynosiła w końcu 2013 roku 15,38 mld PLN, co stanowi 97,7% całkowitych aktywów funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego – można zatem uznać, że jest to reprezentatywna próba dla tej kategorii funduszy inwestycyjnych działających w Polsce.

W badaniu wykorzystano dwa rodzaje danych. Pierwszym rodzajem danych były wartości udziałów akcji i praw do akcji (PDA) (pominięto prawa poboru) spółek znajdujących się w portfelu badanych funduszy w ich całkowitych aktywach. Były to zarówno akcje i PDA notowane na rynku regulowanym, jak i walory notowane na rynku nieregulowanym (na krajowych i zagranicznych parkietach), a także akcje i PDA nienotowane na aktywnym rynku. Źródłem tych danych były roczne sprawozdania finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2013 opublikowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Drugim rodzajem wykorzystanych danych były wartości udziałów akcji spółek w portfelu indeksu WIG w końcu 2013 roku zamieszczone w opublikowanym przez GPW w Warszawie *Roczniku giełdowym 2014*. Wybór indeksu WIG jako benchmarku przy obliczaniu wskaźnika *active share* dla badanej grupy funduszy był podyktowany faktem, że obejmuje on wszystkie spółki notowane na Głównym Rynku GPW w Warszawie, które spełniają bazowe kryteria uczestnictwa w indeksach⁶, jest zatem najbardziej reprezentatywnym indeksem dla funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego. Potwierdza to także fakt, że w przypadku większości badanych funduszy (32) indeks WIG był dominującym składnikiem poziomu referencyjnego służącego do oceny efektywności inwestycji w jednostki uczestnictwa (benchmark). W końcu 2013 roku w portfelu indeksu WIG znajdowało się 357 spółek, czyli 79,5% wszystkich firm notowanych na Głównym Rynku warszawskiej GPW. Spółki o największym udziale w portfelu tego indeksu zostały zaprezentowane w tabeli 1.

⁵ W badanej próbie, mimo pewnych zastrzeżeń, znalazły się także fundusze, które, mimo że zostały zakwalifikowane przez IZFiA do grona funduszy uniwersalnych, stosując dodatkowe, specyficzne kryteria wyboru spółek do portfela, co sprawia, iż indeks WIG nie jest w ich przypadku najodpowiedniejszym punktem odniesienia. Chodzi tu o dwa fundusze inwestujące w spółki dywidendowe (Aviva Investors Spółek Dywidendowych i Copernicus Akcji Dywidendowych), jeden fundusz etyczny (SKOK Etyczny 2), jeden fundusz inwestujący w spółki o stosunkowo krótkim stażu na rynku giełdowym (Aviva Investors Nowych Spółek) oraz jeden fundusz inwestujący w akcje spółek z sektorów o wysokim potencjale wzrostu (UniAkcje Sektory Wzrostu).

⁶ Kryteria bazowe indeksów obliczanych przez GPW w Warszawie są następujące: liczba akcji w wolnym obrocie musi być większa od 10%, wartość akcji w wolnym obrocie musi być większa od 1 mln EUR, spółka nie może być oznaczona w sposób szczególny oraz spółka nie może być zakwalifikowana do segmentu Lista Alertów oraz znajdować się w Strefie Niskiej Płynności.

Tabela 1

Struktura portfela indeksu WIG w końcu 2013 roku

Lp.	Spółka	Udział w indeksie (%)	Lp.	Spółka	Udział w indeksie (%)
1	PKO BP	10,06	11	Mbank	2,13
2	PZU	8,93	12	Tauron Polska Energia	1,62
3	Bank Pekao	7,80	13	Bogdanka	1,52
4	KGHM	5,72	14	Eurocash	1,32
5	PKN Orlen	4,52	15	Asseco Poland	1,22
6	PGE	4,12	16	ING BSK	1,22
7	BZ WBK	3,61	17	Cyfrowy Polsat	1,19
8	PGNiG	2,98	18	Energa	1,17
9	LPP	2,97	19	Bank Handlowy	1,14
10	Orange Polska	2,25	20	Getin Noble Bank	1,04
Pozostałe spółki (337)					33,46

Źródło: GPW 2014.

4. Wyniki

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń wskaźnika *active share* dla 47 funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego (według stanu na koniec 2013 roku) można stwierdzić, że zdecydowaną większość badanych podmiotów (87,2% – 41 funduszy) można określić mianem *closet indexers*, ponieważ w ich przypadku wartości ww. wskaźnika były niskie i wahały się pomiędzy 20% a 60%⁷. W tej grupie osiem funduszy (17% całej badanej próby) charakteryzowało się wskaźnikiem *active share* na poziomie zaledwie 20–30%, a zatem ich portfele były w dużym stopniu zbliżone do funduszy indeksowych. Jedynie w przypadku sześciu badanych funduszy inwestycyjnych (12,8%) wskaźnik *active share* przekroczył poziom 60%, co oznacza, że zaledwie co ósmy fundusz akcji uniwersalnych rynku krajowego można uznać za faktycznie zarządzany w sposób aktywny. W rzeczywistości z tego grona należałoby jednak wyłączyć dwa fundusze – Aviva Investors Nowych Spółek oraz Copernicus Akcji Dywidendowych, które choć są zaliczane przez IZFiA do kategorii funduszy akcji uniwersalnych, w praktyce realizują specyficzną politykę inwestycyjną⁸,

⁷ W ujęciu wartościowym (biorąc od uwagę wartość aktywów netto badanych funduszy) udział *closet indexers* w badanej próbie wyniósł aż 97,50%.

⁸ Fundusz Aviva Investors Nowych Spółek dąży do tego, aby co najmniej połowa wartości portfela akcji była inwestowana w akcje spółek, które w dniu ich nabycia są notowane na rynku giełdowym krócej niż trzy lata (jednak aż w 90% jego benchmark stanowi indeks WIG). Z kolei strategia funduszu Copernicus Akcji Dywidendowych zakłada selekcję spółek do portfela na podstawie takich kryteriów, jak wzrostowy model biznesu, innowacyjność, globalny potencjał oraz stopa dywidendy (benchmark funduszu składa się z 60% z indeksu WIGdiv i w 40% z indeksu WIG).

implikującą odmienny od pozostałych podmiotów skład portfeli inwestycyjnych. Wartości wskaźników active share badanych podmiotów zostały przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2

Wskaźniki active share funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego w końcu 2013 roku

Lp.	Fundusz	Active share (%)	Lp.	Fundusz	Active share (%)
1	Eques Akcji	81,12	25	KBC Akcyjny	41,18
2	Caspar Akcji Polskich	78,93	26	UniAkcje Sektory Wzrostu**	40,78
3	Investor Akcji	74,12	27	SKOK Akcji	39,18
4	Aviva Investors Nowych Spółek	66,99	28	Allianz Akcji Plus	38,76
5	Idea Akcji*	66,83	29	Novo Akcji	38,49
6	Copernicus Akcji Dywidendowych	62,86	30	Altus Akcji	37,29
7	Copernicus Akcji	56,91	31	Superfund Akcyjny	36,75
8	Ipopema Agresywny	51,57	32	SKOK Etyczny 2	36,49
9	Quercus Agresywny	49,71	33	Arka BZ WBK Akcji	35,24
10	Arka Prestiż Akcji Polskich	49,24	34	Amplico Akcji Polskich***	34,94
11	Aviva Investors Spółek Dywidendowych	48,20	35	Open Finance Akcji	33,78
12	Noble Fund Akcji	47,42	36	Axa Akcji Big Players AAA	33,70
13	PKO Akcji Plus	47,33	37	Allianz Selektyny	33,28
14	Investor Akcji Dużych Spółek	47,30	38	PZU Akcji Krakowiak	32,86
15	Credit Agricole Akcyjny	46,26	39	Pioneer Akcji Polskich	31,62
16	Allianz Akcji	46,03	40	Millennium Akcji	29,62
17	ING Selektyny	46,00	41	UniKorona Akcje	29,37
18	Aviva Investors Polskich Akcji	44,95	42	Amplico Akcji****	25,38
19	Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja	44,76	43	ING Akcji	24,09
20	Axa Akcji	44,68	44	BPS Akcji	23,44
21	PKO Akcji	44,15	45	Skarbiec-Akcja	23,15
22	Legg Mason Akcji	44,01	46	Optimum Akcji	22,39
23	BPH Akcji	43,04	47	ING Akcji 2	21,02
24	KBC Portfel Akcyjny	41,61			

* Od kwietnia 2014 r. – Inventum Akcji.

** Od stycznia 2014 r. – UniAkcje Wzrostu.

*** Od maja 2014 r. – MetLife Akcji Polskich.

**** Od maja 2014 r. – MetLife Akcji.

Źródło: obliczenia własne.

Na podstawie wartości wskaźnika active share poszczególnych funduszy obliczono również średnią arytmetyczną oraz medianę tego wskaźnika dla całej badanej próby – wyniosły one odpowiednio 42,91% oraz 41,61%. Wyniki te wskazują, że portfele inwestycyjne funduszy uniwersalnych rynku polskiego (jako grupy) są zarządzane stosunkowo pasywnie, gdyż przeciętny udział tej części portfela, która różni się od składu portfela indeksu WIG, wynosi zaledwie nieco ponad 40%⁹. Nieznacznie wyższą średnią wartość wskaźnika active share (44,93%) zaobserwowano po usunięciu z badanej grupy funduszy, w których przypadku głównym składnikiem benchmarku jest inny indeks niż WIG (najczęściej jest to indeks WIG20) oraz funduszy, które nie stosują żadnego benchmarku (w sumie było 15 takich podmiotów). Nie zmienia to jednak zasadniczej konkluzji wynikającej z przeprowadzonego badania, zgodnie z którą zdecydowana większość funduszy uniwersalnych rynku krajowego (ponad 87% w ujęciu ilościowym oraz ponad 97% w ujęciu wartościowym) stosuje ukryte indeksowanie.

Należy ponadto przypuszczać, że wyniki te dla znaczącej części badanych funduszy byłyby niższe, gdyby ich polityka inwestycyjna ograniczała się wyłącznie do rynku polskiego. W praktyce jednak fundusze akcji uniwersalnych rynku krajowego coraz częściej decydują się na dywersyfikację geograficzną¹⁰, co daje sposobność uzyskania wyższych stóp zwrotu, zwłaszcza przy inwestowaniu na rynkach wschodzących. Jak wynika z analizy składu portfeli badanych podmiotów, znacząca ich część zainwestowała od kilku do nawet kilkunastu procent w walory zagranicznych spółek¹¹ – preferowanym rynkiem w tym wypadku była giełda w Stambule, choć w ich aktywach można było znaleźć również akcje spółek notowanych m.in. na giełdach we Frankfurcie, Londynie, Paryżu, Mediolanie, Lizbonie, Madrycie, Oslo, Amsterdamie, Wiedniu, Budapeszcie, Pradze, Moskwie, Bukareszcie, Tallinie, Toronto czy Nowym Jorku. Rosnące zaangażowanie przynajmniej części funduszy na za-

⁹ Średni ważony wskaźnik active share (ważony wartością aktywów netto funduszy) okazał się jeszcze niższy i wyniósł 37,13%, co pośrednio potwierdza spostrzeżenie Cremersa i Petajisty, że fundusze zarządzające większymi aktywami charakteryzują się relatywnie niższymi wartościami ww. wskaźnika, tzn. skład ich portfeli pokrywa się w większym stopniu ze składem ich benchmarków niż w przypadku funduszy o mniejszych aktywach.

¹⁰ Jest to możliwe, gdyż zgodnie z „Klasyfikacją funduszy inwestycyjnych” udział instrumentów finansowych emitowanych przez podmioty mające siedzibę poza Polską w aktywach może stanowić w tych funduszach do 34%. Akcje (i/lub kwity depozytowe) notowane na zagranicznych parkietach pojawiają się nawet w portfelach funduszy, które w części akcyjnej benchmarku wykorzystują wyłącznie indeks WIG (a zatem porównują swoje wyniki do rezultatów polskiego rynku akcji). W „Kluczowych informacjach dla inwestorów” dużej części takich funduszy można znaleźć m.in. następujące stwierdzenia, które wskazują na duży stopień uznaniowości prowadzonej polityki inwestycyjnej: „Polityka inwestycyjna dopuszcza możliwość uznaniowego wyboru przedmiotu lokat przez zarządzających subfunduszem w ramach zatwierdzonej strategii inwestycyjnej subfunduszu precyzującej kryteria doboru lokat”; „Struktura aktywów subfunduszu może odbiegać w znacznym stopniu od struktury wyżej zdefiniowanego portfela modelowego”; „Zarządzający inwestuje w sposób uznaniowy i nie jest ograniczony do inwestycji wyłącznie składem indeksu benchmarkowego”.

¹¹ Według obliczeń spółki Analizy Online średni udział akcji notowanych za granicą w portfelach udziałowych funduszy akcji polskich o uniwersalnej strategii (skład tej grupy funduszy w dużym stopniu pokrywa się ze składem kategorii funduszy uniwersalnych rynku polskiego IZFiA) wyniósł w końcu 2013 r. ponad 11,5%, podczas gdy dwa lata wcześniej sięgał niecałych 8%. W niektórych funduszach udział ten przekraczał 30%, a nawet 40% (PKO Akcji – 34,5%, PKO Akcji Plus – 42,7%, Investor Akcji – 48,9%, Investor Akcji Dużych Spółek – 49,6%), zob. Zalewska 2014; Morbiato 2014.

granicznych parkietach sprawia, że skład ich portfeli w coraz większym stopniu (choć nadal stosunkowo niewielkim) odbiega od składu indeksu WIG, można zatem wysunąć hipotezę (która powinna jednak zostać zweryfikowana empirycznie), że w ostatnich latach stopień aktywnego zarządzania portfelami funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego mierzony wskaźnikiem *active share* wykazywał tendencję rosnącą. Znacznie mniejszy wpływ na wartość wskaźnika *active share* miały natomiast inwestycje na rynku NewConnect, które w przypadku większości badanych funduszy stanowiły znikomy odsetek ich inwestycji.

Nawiązując do przytoczonych wcześniej informacji dotyczących kosztów, jakie pociąga za sobą zjawisko ukrytego indeksowania w Wielkiej Brytanii, podobne szacunkowe obliczenia – na podstawie rezultatów badania dotyczącego wskaźnika *active share* oraz danych o kosztach zarządzania (wynagrodzeniu za zarządzanie pobieranemu przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych) – można przeprowadzić dla rynku polskiego. Biorąc pod uwagę średnią wartość aktywów netto w 2013 roku każdego z 38 przeanalizowanych funduszy – *closet indexers*¹², wysokość stałych kosztów zarządzania portfelem¹³ w tych podmiotach oraz przyjmując dość konserwatywne założenie dotyczące obniżenia tych stawek o 30%, można założyć, że szacunkowa suma korzyści uczestników tych funduszy z tytułu zmniejszenia kosztów zarządzania wyniosłaby w samym tylko 2013 roku 137,4 mln zł.

Uwagi końcowe

W wyniku obliczenia wartości wskaźnika *active share* dla 47 polskich funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego (na podstawie danych na koniec 2013 roku) okazało się, że wyraźną większość tych funduszy (ponad 87% w ujęciu ilościowym oraz ponad 97% w ujęciu wartościowym) można określić mianem *closet indexers*, tzn. udział części aktywnej ich portfela inwestycyjnego (części niepokrywającej się ze składem indeksu WIG) wyniósł poniżej 60%. Tym samym postawiona na początku artykułu hipoteza stanowiąca, że portfele większości funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego są zarządzane w sposób aktywny, została zweryfikowana negatywnie. Porównując te wyniki z rezultatami uzyskanymi w badaniu SCM Private można stwierdzić, że pasywne podejście do zarządzania portfelem jest znacznie bardziej rozpowszechnione wśród aktywnie zarządzanych polskich funduszy akcyjnych niż w analogicznych funduszach brytyjskich, nie mówiąc już o funduszach amerykańskich.

Badanie wartości wskaźnika *active share* w grupie funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego można potraktować jako punkt wyjścia do kolejnych analiz, które – biorąc za przykład omówione w niniejszym artykule badania – powinny skupić się na trzech obszarach. Po pierwsze, należałoby rozszerzyć przedmiot badań na inne grupy funduszy akcji (a być może także na fundusze aktywnej alokacji) oraz objąć analizą dłuższy horyzont czasowy. Po drugie, wskazane byłoby

¹² W obliczeniach pominięto trzy fundusze, które nie funkcjonowały na rynku przez cały 2013 rok (Optimum Akcji, Superfund Akcyjny i Aviva Investors Spółek Dywidendowych).

¹³ W obliczeniach pominięto zmienną opłatę za zarządzanie pobieraną przez pięć spośród 38 badanych funduszy.

zweryfikowanie, czy – zgodnie z wnioskami Cremersa i Petajisty (oraz niektórych innych autorów) – stopy zwrotu krajowych funduszy zarządzanych w najbardziej aktywny sposób (o relatywnie wysokich wskaźnikach active share) istotnie przewyższają stopy zwrotu swoich benchmarków i wykazują wysoką persystencję stóp zwrotu, a przeciwna tendencja występuje w funduszach charakteryzujących się stosunkowo niskimi wartościami ww. wskaźnika. Po trzeciej, warto byłoby przeanalizować, czy istnieje związek (a jeśli tak, to jaki) pomiędzy stopniem aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszy akcyjnych w Polsce a takimi cechami, jak wielkość funduszu, wysokość pobieranych opłat oraz wielkość obrotu portfelem. Istotną część tych badań może mieć znaczące walory aplikacyjne – w szczególności dotyczy to analizy związku pomiędzy wartością wskaźnika active share a uzyskiwanymi wynikami inwestycyjnymi.

Literatura

- Aon Hewitt (2014), *Aon Hewitt says closet indexing is causing UK pension schemes to miss out on £1.7 bn in potential returns per year*.
- Cremers M., Petajisto A. (2009), *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, „The Review of Financial Studies”, vol. 22, nr 9, s. 3329–3365.
- GWP (2014), *Rocznik giełdowy 2014*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
- IZFiA (2014), *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.
- Khusainova E., Mier J. (2013), *Taking a Closer Look at Active Share*, Lazard Asset Management – Investment Research, p. 1–8.
- Morbiato J. (2014), *Fundusze akcji coraz mniej polskie*, „Rzeczpospolita”, 28.05.2014, www.ekonomia.rp.pl/artukul/1113300.html (3.09.2014).
- Petajisto A. (2013), *Active Share and Mutual Funds Performance*, „Financial Analysts Journal”, vol. 69, nr 4, s. 73–93.
- Roczne sprawozdania finansowe funduszy akcji uniwersalnych rynku krajowego według stanu na 31 grudnia 2013.
- Schlanger T., Philips C.B., Peterson LaBarge K. (2012), *The search for outperformance: Evaluating active share*, Vanguard research, s. 1–16, www.pressroom.vanguard.com/content/nonindexed/active_management.pdf (3.09.104).
- SCM Private (2013), *Closet Indexation. A UK Epidemic*, s. 1–15, www.scmprivate.com/content/file/knowledge/research/closet-indexation-report-full-sept-13.pdf (3.09.2014).
- Zalewska A. (2014), *Fundusze akcji polskich uratują się zagranicą?*, Analizy Online, www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/16587/fundusze-akcji-polskich-uratuja-sie-zagranica.html (3.09.2014).

ACTIVE SHARE ON EQUITY INVESTMENT FUNDS MARKET IN POLAND

Abstract: *Purpose* – Assessment of an active approach to portfolio management by universal equity funds investing on domestic market in Poland.

Design/Methodology/Approach – Calculation of active share for universal equity funds investing on domestic market at the end of 2013.

Findings – Majority of the surveyed funds (more than 87% in terms of quantity and over 97% in value terms (net asset value)) is managed quite passively – the share of the active part of their investment portfolio (part not overlapping with the WIG index portfolio) was less than 60%.

Originality/Value – This kind of studies have not yet been carried out on the market of universal equity funds investing on domestic market in Poland.

Keywords: portfolio management, closet indexing, benchmark