

Krzysztof Borowski

Katedra Bankowości SGH

## **Fundusze inwestycyjne typu ETF (*Exchange Traded Funds*)**

### **Wprowadzenie**

Dynamiczny rozwój funduszy typu ETF na świecie, a zwłaszcza po roku 2000 w Europie Zachodniej oraz sukces, jaki odniosły one zarówno wśród inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych, zwiększa szansę na pojawienie się pierwszego tego typu funduszu także w Polsce. Jak dotąd Zarządowi Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nie dało się przekonać żadnego polskiego ani zagranicznego funduszu do utworzenia pierwszego takiego funduszu w Polsce<sup>1</sup>. Pozostaje mieć nadzieję, że w związku z dynamicznym napływem środków na do funduszy inwestycyjnych w Polsce, jaki obserwujemy w okresie ostatnich trzech lat, pierwszy tego typu fundusz pojawi się także na GPW.

### **1. Charakterystyka funduszy typu ETF**

Fundusze typu ETF (*Exchange Traded Funds*) wywodzą się ze Stanów Zjednoczonych, gdzie pierwszy tego typu produkt tzw. *Spider (SPDR - Standar & Poor's Depository Receipt)* powstał już w 1993 r.<sup>2</sup> Produkt ten okazał się wielkim sukcesem i w ślad za nim zaczęto wprowadzać nowe fundusze typu ETF, początkowo tylko na rynku amerykańskim, a następnie na innych rynkach światowych. W Europie fundusze typu ETF działają od 2000 r., a ich popularność ciągle rośnie.

Fundusze typu ETF są funduszami zamkniętymi<sup>3</sup>, które po sprzedaży na rynku pierwotnym certyfikatów inwestycyjnych, wprowadzają je najpierw do publicznego obrotu, a następnie do obrotu giełdowego<sup>4</sup>. Generalnym celem funduszy ETF jest zapewnienie możliwości prostego

---

<sup>1</sup> Na podstawie strony internetowej GPW:

[http://www.gpw.com.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&i=katarchiwum&nr\\_str=&ktore=003979\\_2&nagnaz=Wydarzenia](http://www.gpw.com.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&i=katarchiwum&nr_str=&ktore=003979_2&nagnaz=Wydarzenia) z dnia 10.05.2006

<sup>2</sup> Pierwszą giełdą, na której pojawiły się certyfikaty inwestycyjne funduszy ETF była American Stock Exchange (AMEX), a następną New York Stock Exchange (NYSE) i Chicago Board of Trade (CBoT).

<sup>3</sup> Więcej informacji na temat funduszy inwestycyjnych zamkniętych można znaleźć w pozycji: Gabryelczyk K. „Fundusze inwestycyjne”, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2006.

<sup>4</sup> Na rynku amerykańskim (i japońskim) obraca się nie certyfikatami inwestycyjnymi funduszy typu ETF (taki uwarunkowania prawne obowiązują m.in. w Polsce), ale ich akcjami. W literaturze przedmiotu można spotkać także stwierdzenia, że fundusze ETF są funduszami otwartymi: Samberger K. „Instrumenty pochodne na akcje”, Rynek Terminowy, 01/2003, str. 58-61. W dalszej części pracy przyjęte zostało założenie, że fundusze tego typu są funduszami zamkniętymi, a na giełdzie obraca się certyfikatami inwestycyjnymi.

i taniego inwestowania w wybrane indeksy giełdowe. Jednocześnie inwestor korzysta z zalet, jakie daje notowanie certyfikatów ETF na giełdzie - łatwość wyceny, prostota wejścia w inwestycję i wyjścia z niej. Skład portfela funduszu ETF odzwierciedla zazwyczaj wybrany indeks giełdowy, a fundusz jest zarządzany pasywnie – tzn. zarządzający funduszem zobowiązany jest do utrzymywania stałego składu portfela inwestycyjnego funduszu ETF<sup>5</sup>. Skład portfela funduszu EFT może też odzwierciedlać<sup>6</sup>:

- określony koszyk akcji (np. akcji amerykańskich) – tzw. ETF regionalny,
- koszyk (indeks) akcji o dużej kapitalizacji – tzw. ETF Large Cap,
- koszyk (indeks) akcji o średniej kapitalizacji – tzw. ETF Mid Cap,
- koszyk (indeks) akcji o małej kapitalizacji – tzw. ETF Little Cap,
- koszyk (indeks) akcji wzrostowych,
- koszyk akcji z wielu krajów – tzw. ETF globalny,
- koszyk (indeks) obligacji<sup>7</sup>,
- indeks sektorowy,
- koszyk walut,
- koszyk towarów (commodities),
- certyfikaty inwestycyjne funduszy nieruchomości.

Do głównych zalet ETFów, które decydują o ich dużej popularności należą:

- prostota instrumentu – skład portfela inwestycyjnego funduszu ETF jest znany co umożliwia inwestorom reagowanie na wzrost lub spadek ceny instrumentów wchodzących w jego skład. W funduszach inwestycyjnych, z uwagi na proces aktywnego zarządzania portfelem (*timing*), skład takiego portfela zazwyczaj pozostaje

---

<sup>5</sup> Zarządzanie pasywne jest charakterystyczne dla funduszy powierniczych występujących na rynkach anglosaskich pod nazwą trustu: Brett M. „Świat finansów”, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.

<sup>6</sup> Skład portfela jest nierozłącznie związany ze sposobem zarządzania portfelem funduszy ETF. Wyróżniamy następujące sposoby zarządzania portfelem funduszy typu ETF:

- zarządzane pasywnie,
- odwzorowujące różnego rodzaju sektory (często dość specyficzne np. produkcja półprzewodników czy sektor rozrywki),
- specjalizujące się w poszczególnych krajach,
- odwzorowujące składem szerokie indeksy giełdowe.

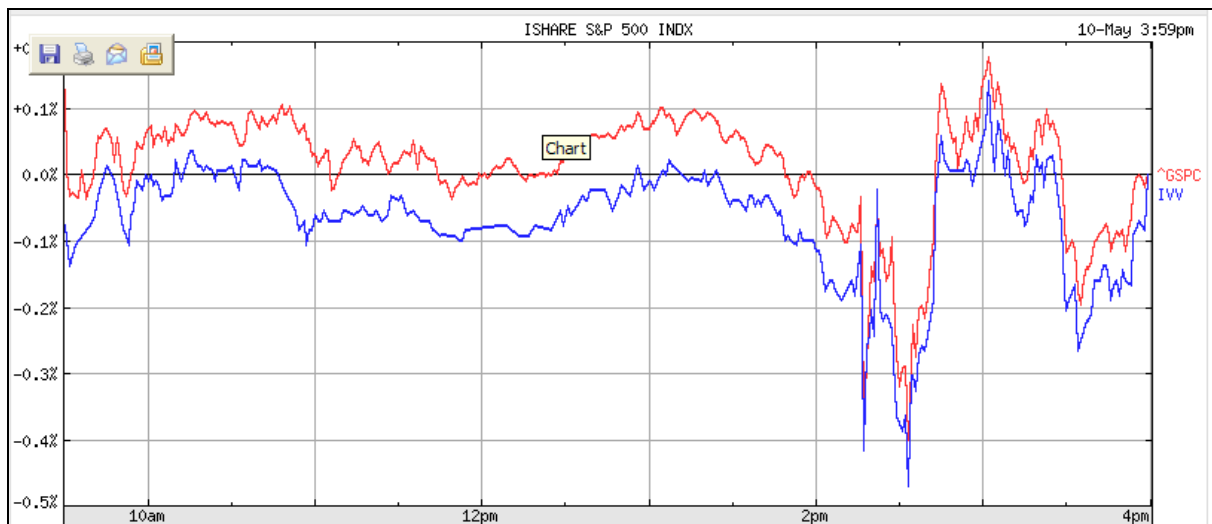
<sup>7</sup> Odwzorowujące:

- indeks obligacji Skarbu Państwa,
- indeks obligacji przedsiębiorstw (commercial papers,)
- papierów dłużnych poszczególnych spółek (jednego emitenta).

mało znany, a inwestorzy mogą go tak naprawdę poznać dopiero po ujawnieniu okresowego sprawozdania funduszy.

- możliwość swobodnego obrotu certyfikatem inwestycyjnym danego funduszu na rynku giełdowym (podobnie jak akcjami spółek na rynku ciągłym).
- bieżącą wycenę certyfikatu na giełdzie. Wartość certyfikatu funduszu ETF, w przeciwieństwie do codziennej (jednorazowej) wyceny wartości jednostki uczestnictwa w funduszach otwartych, zmienia się na bieżąco w zależności od aktualnego trendu panującego na rynku<sup>8</sup>. Jeśli indeks giełdowy, na którym wzorowany jest dany fundusz ETF, zwiększa się w trakcie sesji, rosną także notowania ceny certyfikatu tego funduszu. Inwestorzy mogą na bieżąco reagować na zmiany ceny aktywów tworzących dany fundusz ETF. Patrz rys. 1 i rys. 2.

**Rysunek 1. Porównanie zmiany ceny certyfikatów funduszu IVV<sup>9</sup> i indeksu S&P 500 w dniu 10.05.2006 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej [www.yahoo.com](http://www.yahoo.com) z dnia 11.05.2006 r.

<sup>8</sup> Na rynku amerykańskim przepisy prawne zezwalają na obrót certyfikatami inwestycyjnymi funduszy zamkniętych jedynie w określonych godzinach. W rzeczywistości zlecenia napływające w trakcie sesji są realizowane tuż przed jej końcem – tzw. na zamknięciu. Cena certyfikatu jest sumą cen zamknięcia wszystkich akcji wchodzących w skład portfela funduszu.

<sup>9</sup> Fundusz ETF o skrócie IVV został utworzony przez Bank Barclays, a portfelem odniesienia dla tego funduszu (benchmarkiem) jest indeks Standard & Poors 500 (S&P 500).

**Rysunek 2. Porównanie zmiany ceny certyfikatów funduszu IVV i indeksu S&P 500 okresie 3 miesięcy.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej [www.yahoo.com](http://www.yahoo.com) z dnia 11.05.2006 r.

- niskie koszty zarządzania ze względu na pasywne zarządzanie funduszem – zaradzający zobowiązany jest do utrzymywania stałego składu portfela inwestycyjnego. Opłaty za zarządzanie funduszami typu ETF są niższe niż innych typów funduszy (otwartych i zamkniętych).
- gwarantowana przejrzystość inwestycji w związku z codziennym ujawnianiem komponentów portfela funduszu i wartości netto jego aktywów.
- możliwość zastosowania *clearingu* podatkowego. na rynkach zagranicznych podatki z zysków płacone przez inwestorów w przypadku tego typu funduszy są często niższe niż w innych typach funduszy<sup>10</sup>. W USA prawo zakazuje łączenia strat i zysków uzyskanych z inwestycji w akcje w przypadku ponownego zakupu tych samych akcji w przeciągu 30 dni od daty sprzedaży pozycji ze stratą. Przepisy prawa umożliwiają jednak taką kompensatę (*clearing*) w przypadku nabycia certyfikatów inwestycyjnych funduszy ETF opartych nawet o akcje tego samego sektora, co sprzedane wcześniej ze stratą walory.
- dywersyfikacja portfela inwestycyjnego – inwestorzy aby osiągnąć analogiczną dywersyfikację swojego portfela inwestycyjnego, do tego na którym opiera się portfel inwestycyjny pewnego funduszu ETF, musieliby nabyć określony koszyk aktywów, co znacznie zwiększyłoby ich koszty transakcyjne. Z uwagi na fakt, że w przeważającej części inwestorzy indywidualni dysponują stosunkowo małymi

<sup>10</sup> Taka sytuacja ma miejsce na rynku amerykańskim.

kwotami nie są oni w stanie w przypadku swojego portfela, dokładnie odtworzyć składu wybranego indeksu giełdowego<sup>11</sup>.

- niskie rozpiętości (*Spreads*) pomiędzy bieżącymi ofertami kupna i sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych danego ETF na giełdzie niż w przypadku wielu mniej płynnych akcji<sup>12</sup>.
- możliwość dokonania krótkiej sprzedaży certyfikatu ETF nawet przy coraz niższych notowaniach certyfikatu<sup>13</sup>.
- duża płynność. W przypadku akcji zwykłych i uprzywilejowanych ich liczba znajdująca się w obrocie giełdowym jest ściśle określona (*free float*). Zwiększenie kapitalizacji firmy notowanej na giełdzie wiąże się ze wzrostem ceny akcji na skutek wyższej popytu ze strony inwestorów. W przypadku ETF wzrost ceny certyfikatu jest pochodną wzrostu ceny elementów wchodzących w skład indeksu, na którym oparty jest dany ETF. Wzrost ceny certyfikatu ETF zależy w sposób pośredni od płynności aktywów wychodzących w skład ETF, a nie zależy praktycznie od płynności samych certyfikatów ETF. Na rynku amerykańskim liczba certyfikatów inwestycyjnych funduszy typu ETF w obrocie giełdowym, w odróżnieniu do liczby certyfikatów inwestycyjnych klasycznych funduszy zamkniętych, może ulegać zmianie. Market maker (w Polsce animator papieru wartościowego) w porozumieniu z funduszem ETF (często mówi się tutaj też o podmiocie pełniącym rolę doradcy danego funduszu ETF) może w przypadku zwiększonego popytu na certyfikaty funduszu ETF, złożyć zlecenie sprzedaży dodatkowej liczby certyfikatów inwestycyjnych po cenie zbliżonej do ceny wynikającej z aktualnej wyceny wartości aktywów netto tego funduszu, przypadającej na jeden certyfikat - NAV. W przypadku zwiększonej podaży certyfikatów inwestycyjnych market maker składa zlecenie odkupienia certyfikatów po cenie NAV<sup>14</sup>. Tak duża płynność certyfikatów inwestycyjnych stanowi w głównej mierze o ich sukcesie zarówno wśród inwestorów indywidualnych jak i

---

<sup>11</sup> W przypadku małych portfeli inwestycyjnych, przy idealnej rekonstrukcji indeksu giełdowego należałoby nabyć ułamkowe części akcji (w szczególności tych, których cena na giełdzie jest stosunkowo wysoka w wartościach nominalnych, tj. powyżej 100 USD). A to prowadzi do powstania odchylenia składu portfela inwestora od składu wybranego indeksu.

<sup>12</sup> Rozpiętości cenowe (kupno / sprzedaż) najbardziej popularnych certyfikatów funduszy ETF w USA są mniejsze niż popularnych akcji np. Microsoft czy Dell.

<sup>13</sup> Na giełdzie nowojorskiej obowiązuje zasada tzw. *uptick rule*, umożliwiająca krótką sprzedaż akcji jedynie w przypadku wzrostu ceny (tzw. *ticki wzrostowe*) w stosunku do notowania w poprzednim momencie czasowym, a zabraniająca takiej sprzedaży w trakcie spadku ceny. Jest to konsekwencja automatycznej realizacji zleceń stop – loss i otwierania pozycji krótkich w akcjach w trakcie krachu z października 1987 r., która zadaniem amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych (SEC) przyczyniła się do pogłębienia spadków.

<sup>14</sup> W praktyce market makerzy kreują lub anulują certyfikaty inwestycyjne nabywając lub sprzedając (często w pozycji krótkiej) akcje wchodzące w skład portfela funduszu ETF.

instytucjonalnych. Sposób zwiększania i zmniejszania liczby certyfikatów na rynku stosowany przez market makerów oraz utrzymywane przez nich kwotowania (cena kupna / sprzedaży) certyfikatów, powoduje praktycznie wyeliminowanie efektu *slippage* tj. różnicy między przewidywaną ceną przeprowadzenia transakcji, a rzeczywistą ceną dokonanej transakcji. Ryzyko pozostania z certyfikatami inwestycyjnymi w pozycji krótkiej lub długiej, bez możliwości ich sprzedaży z powodu braku ofert (lub też ofert na bardzo wysokich lub niskich poziomach cenowych w stosunku do bieżącego kursu), w przypadku zmiany trendu na rynku, jest minimalne.

- wykorzystanie dźwigni finansowych. Zakupu jak i krótkiej sprzedaży certyfikatów określonego ETF można dokonać wpłacając jedynie depozyt zabezpieczający<sup>15</sup>, co zbliża obrót certyfikatami funduszy ETF od obrotu na rynku instrumentów pochodnych. Należy jednak pamiętać, że fundusze typu ETF nie mogą wykorzystywać kredytów i pożyczek, w przeciwieństwie do funduszy otwartych i zamkniętych<sup>16</sup>, przy tworzeniu portfela inwestycyjnego.
- dokonywanie arbitrażu między obecną ceną certyfikatu na giełdzie, a wartością wewnętrzną takiego certyfikatu (NAV). Proces ten zachodzi jednak bardzo rzadko, gdyż cena certyfikatów funduszy typu ETF oscyluje w pobliżu ich wartości wewnętrznej (NAV), w przeciwieństwie do ceny certyfikatów zamkniętych funduszy inwestycyjnych, gdzie takie odstępstwa ceny giełdowej certyfikatu do jego wartości wewnętrznej występuje stosunkowo często.
- brak występowania efektu zmiany stylu zarządzającego (*Style drift*). W funduszach otwartych i zamkniętych popularność różnych branż na rynku prowadzi do przeważania danego sektora w portfelu inwestycyjnych funduszu<sup>17</sup>. W przypadku funduszy typu ETF, stałość składu portfela wyklucza możliwość powstania takiego zjawiska.
- możliwość zastosowania wielu strategii inwestycyjnych na rynku funduszy ETF – analogicznie jak ma to miejsce w przypadku indeksów giełdowych czy pojedynczych

---

<sup>15</sup> Dotyczy to głównie inwestorów instytucjonalnych.

<sup>16</sup> Możliwość wykorzystania dźwigni finansowej przez fundusze otwarte i zamknięte stwarza szansę na uzyskanie przez nie znacznie wyższej stopy zwrotu niż benchmark odniesienia takiego funduszu – w przypadku zajęcia przez zarządzającego właściwej pozycji. Pomyłka menedżera może doprowadzić do znacznego spadku wartości aktywów netto funduszu.

<sup>17</sup> Zmiana stylu zarządzających funduszem może zostać wywołana wieloma czynnikami. W okresie internetmanii (*dotcom boom*) z przełomu 1999 / 2000 wielu zarządzających, niezależnie od wcześniej przyjętej strategii nabywało akcje firm internetowych i medialnych z uwagi na fakt, iż cieszyły się one dużą popularnością wśród inwestorów.

akcji<sup>18</sup>. Oprócz klasycznych strategii hedgingowych i opcyjnych<sup>19</sup>, stosunkowi często stosuje się strategię typu: Core / Satellite. Główna część portfela inwestycyjnego to certyfikaty inwestycyjne wybranego funduszu ETF (zarządzanie pasywne). Do pozostałej części portfela inwestycyjnego dobiera się te aktywa wchodzące w skład funduszu ETF, które powinny przynieść wyższą stopę zwrotu w określonym czasie niż benchmark funduszu ETF (zarządzanie aktywne – *timing*).

- możliwość stworzenia indywidualnych planów emerytalnych w oparciu o certyfikaty funduszy typu ETF. Na rynku amerykańskim przepisy prawa<sup>20</sup> zezwalają na nabywanie certyfikatów inwestycyjnych funduszy ETF w ramach planów emerytalnych.

### 3. Typy funduszy ETF

Najbardziej popularnymi typami funduszy ETS są fundusze indeksowe (*Index ETFs*). Są one zarządzane pasywnie i odzwierciedlające swym składem wybrany indeks. Najbardziej popularnym indeksem na rynku amerykańskim replikowanym przez skład portfela ETF są: Standard & Poors 500, Russell, Dow Jones. W grupie funduszy indeksowych wyróżnia się trzy podgrupy:

- ***Exchange traded open – end index mutual funds***. Działają one na rynku amerykańskim na podstawie przepisów o publicznych funduszach inwestycyjnych (*Investment Comapany Act of 1940*). Otrzymywane przez fundusz dochody bieżące (np. dywidendy lub odsetki) są reinwestowane na bieżąco w dniu ich napływu do funduszu. Są one wypłacane inwestorom w gotówce raz na kwartał. Fundusze tego typu mogą inwestować w instrumenty pochodne i wykorzystywać krótką sprzedaż.

- ***Exchange traded unit investment trust***. Działają na podstawie przepisów o publicznych funduszach inwestycyjnych (*Investment Comapany Act of 1940*). Są zobowiązane do replikowania składem swojego portfela ściśle określonego benchmarku<sup>21</sup>. Bieżące dochody funduszy nie są reinwestowane i są wypłacane w gotówce inwestorom raz na kwartał.

- ***Exchange traded grantor unit***. Działają na rynku amerykańskim na podstawie odrębnym przepisów niż *Investment Comapany Act of 1940*. Składem swojego portfela są jednak

<sup>18</sup> W przypadku bardzo popularnych funduszy inwestycyjnych typu ETF w obrocie giełdowym znajdują się także opcje dla których instrumentem bazowym są właśnie takie certyfikaty.

<sup>19</sup> Hull D. „Kontrakty terminowe i opcyjne. Wprowadzenie”, WIG-PRESS, Warszawa 1997.

<sup>20</sup> Najbardziej popularne plany emerytalne na rynku amerykańskim to IRA (Individual Retirement Account) i 401(k) (w tym 401 (k) SBO i Roth). Na podstawie strony internetowej: <http://www.investopedia.com/terms/r/roth401k.asp> z dnia 12.05.2006.

<sup>21</sup> Późniejsze zmiany przepisów prawnych w USA doprowadziły do tego, że portfele inwestycyjne tego typu funduszy mogą nieznacznie różnić się od wybranego indeksu.

zbliżone do dwu wyżej wymienionych typów. Nabywcy certyfikatów inwestycyjnych mają prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółek wychodzących w skład portfela funduszu. Bieżące dochody nie są reinwestowane, ale wypłacane od razu inwestorom.

Inną grupą funduszy są *Close End ETF*. Ich portfel inwestycyjny składa się z akcji lub obligacji. Kapitał zebrany w trakcie sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych na rynku pierwotnym jest inwestowany zgodnie z polityką inwestycyjną funduszu. Rada nadzorcza funduszu zatrudnia doradcę funduszu, który zwiększa (emituje) lub zmniejsza (redukuje) liczbę certyfikatów inwestycyjnych notowanych na giełdzie. Takie zwiększenie liczby certyfikatów jest możliwe poprzez zastosowanie: dodatkowej emisji certyfikatów, reinwestowanie bieżących dochodów funduszu lub emisję praw poboru dla dotychczasowych posiadaczy certyfikatów.

**Tabela 1. Podstawowe parametry trzech najbardziej popularnych funduszy ETF w USA.**

	<b>NASDAQ 100 Index Tracking Stock</b>	<b>S&amp;P Depository Receipts, Trust Series 1</b>	<b>DIAMONDS Trust Series 1</b>
<b>Popularna nazwa</b>	<b>Cubes</b>	<b>SPDRs</b>	<b>Diamonds</b>
<b>Giełda, na której są notowane</b>	NASDAQ	Amex	Amex
<b>Symbol</b>	QQQQ	SPY	DIA
<b>Indeks odniesienia</b>	NASDAQ 100	S&P 500	Dow Jones Industrial Average
<b>Relacja ceny ETF do indeksu</b>	1/40	1/10	1/100
<b>Data wprowadzenia</b>	10.03.1999	29.01.1993	20.01.1998
<b>Opcje na certyfikat funduszu ETF</b>	Tak	Tak	Tak

Zródło: opracowanie własne.

Na rynku japońskim notowania funduszy typu ETF wzorowane są na notowaniach z giełdy AMEX, na podstawie porozumienia podpisanego 19.06.2001 r. Najpopularniejsze fundusze typu ETF oparte są o najszerszy indeks giełdy tokijskiej – Nikkei 225. Kilka najważniejszych funduszy tego typu zostało przedstawionych w tabeli nr. 2.



**Tabela 2. Przykład funduszy typu ETF na giełdzie tokijskiej opartych o indeks Nikkei 225.**

Indeks odniesienia	Kod	Nazwa	Nazwa podmiotu emitującego certyfikaty	Data pierwszego notowania	Minimalna wielkość certyfikatów w pojedynczej transakcji
TOPIX	1305	Daiwa ETF-TOPIX	Daiwa Asset Management	13.06.2001	100
	1306	TOPIX ETF	Nomura Asset Management	13.06.2001	
	1308	Nikko Exchange Traded Index Fund TOPIX	Nikko Asset Management	9.01.2002	1,000
Nikkei 225	1329	i Shares Nikkei 225	Barclays Global Investors	5.09.2001	10
	1330	Nikko Exchange Traded Index Fund 225	Nikko Asset Management	13.07.2001	

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.tse.or.jp/english/> z dnia 12.05.2006.

Zazwyczaj benchmarkiem dla funduszu typu ETF pozostaje właściwy indeks giełdowy – tabela nr. 1. Okazuje się jednak, że portfel wzorcowy funduszu ETF może opierać się także na innych benchmarkach – tabela nr. 3

**Tabela 3. Podstawowe parametry funduszy ETF rynku akcji (poza Cubes, SPY i DIA).**

Dane funduszu ETF	Indeks odniesienia i krótka charakterystyka
<b>iShares S&amp;P 500.</b> Symbol: IVV. Notowany na AMEX	Podobnie jak fundusz SPY wzorowany na indeksie Standard & Poors 500.
<b>Standard &amp; Poors MidCap 400 SPDRS.</b> Symbol: MDY. Notowany na AMEX.	Standard & Poors MidCap 400 stanowiący benchmark dla spółek w USA o średniej kapitalizacji.
<b>iShares Russell 2000.</b> Symbol: IWM. Notowany na AMEX.	Russell 2000 będący benchmarkiem dla spółek o małej i średniej kapitalizacji (kapitalizacja rynkowa firm wchodzących do indeksu jest większa niż 20 mln USD i mniejsza niż 300 mln USD, co stanowi 9% kapitalizacji wszystkich firm amerykańskich).
<b>iShares MSCI Japan.</b> Symbol: EWJ. Notowany na AMEX.	MSCI Japan Index, stanowiący benchmark spółek japońskich stworzony przez Bank Barclay.
<b>Total Stock Market VIPERS.</b> Symbol; VTI.	Wilshire 5000 Index. Benchmark szerokiego grona tj.

Notowany na AMEX.	większości publicznych amerykańskich firm.
<b>iShares Small Cap 600.</b> Symbol: IJR. Notowany na AMEX.	Standard & Poors SmallCap 600 – benchmark dla spółek o małej kapitalizacji.
<b>Energy Select Sektor SPDR.</b> Symbol: XLE. Notowany na AMEX.	Standard & Poors Energy Sector składający się z firm energetycznych i wydobywczych <sup>22</sup> .

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.amex.com/> z dnia 12.05.2006

Przykładami benchmarków dla funduszy ETF na rynku instrumentów dłużnych mogą być:

- **Lehman Brothers U.S. Aggregate Bond** składający się z obligacji (skarbowych, przedsiębiorstw, hipotecznych) o ratingu inwestycyjnym.
- **Goldman Sachs \$ Incestom Corporate Bond** składający się ze 100 różnych obligacji przedsiębiorstw amerykańskich. Wagi wszystkich obligacji w tym indeksie są równe.

Inne popularne benchmarki wykorzystywane przez fundusze typu ETF to:

- **MSCI EAFE** – (Morgan Stanley Capital International for European, Australian, and Far East). Indeks obejmujący najbardziej popularne akcje na rynkach europejskim, australijskim i dalekiego wschodu. Spośród najważniejszych spółek pierwsze 10 pozycji stanowią firmy z Japonii, Niemiec i Wielkiej Brytanii.
- **MSCI Emerging Markets Index.** Bank Morgan Stanley Capital International stworzył indeks składający się z akcji notowanych w 21 krajach zaliczanych do strefy emerging markets.
- **FTSE / Xinhua China 25.** Obejmujący swoim zasięgiem największe spółki na rynku Chińskim. Poszczególne spółki za uwzględnianie w indeksie z wagami proporcjonalnymi do ich kapitalizacji. Wszystkie firmy wchodzące w skład tego indeksu stanowią komponent szerokiego indeksu FTSE ALL- World Index, uwzględniającego spółki z całego świata.

Na rysunku 3 zamieszczony został przykład notowań funduszy w prasie ekonomicznej.

<sup>22</sup> Na giełdzie AMEX notowane są certyfikaty inwestycyjne 9 różnych sektorowych funduszy ETF składających się z firm wchodzących w skład indeksu S&P 500. Inne banki inwestycyjne tworzą własne benchmarki sektorowe np. MSCI Information Technol – indeks banku Morgan Stanley Capital International dla sektora spółek technologicznych i informatycznych. Certyfikaty inwestycyjne w sektorze spółek paliwowych, energetycznych i produkcyjnych wchodzących w skład subindeksu DJIA (DJOEPE wyemitował też bank Morgan Stalnley. Wartość aktywów netto tego funduszu na dzień 11.05.2006 r. wynosiła 25 678 000 USD i była podzielona na 500 000 certyfikatów inwestycyjnych. Na podstawie strony internetowej: [http://www.ishares.com/fund\\_info/detail.jhtml?symbol=IEO](http://www.ishares.com/fund_info/detail.jhtml?symbol=IEO) z dnia 12.05.2006.

Rysunek 3. Przykład informacji podawanych w gazetach o notowaniach certyfikatów funduszy EFT

52-Week High	Low	Close	Net Chg	Name	Tick Syn	Vol. 100s	Yld	YTD	Div. Amt	Exp. Ratio
60.00	40.52	58.14	+1.23	iShrRu1000V	INVO	36879	2.4	+5.09	3573	0.25%
65.00	35.97	62.31	+0.56	iShrRu2000G	INVO	32856	0.3	+6.12	0048	0.25%
41.10	24.04	38.47	-0.78	iShrGSStwr	IGV	3071	-	+2.84	-	0.50%

Oплаты за управление и расходы операционные подается в процентах стоимости активов нетто фонда.

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.etfguide.com/> z dnia 12.05.2006.

#### 4. Fundusze ETF na rynku surowców (*commodity*).

Fundusze ETF lokujące środki w sektor *commodity* to bardzo interesująca forma uczestnictwa w surowcowej hossie, bowiem w przeciwieństwie do bezpośredniego zakupu towaru inwestor nie ponosi w tym przypadku kosztów jego składowania. Na rynku dostępna jest również szeroka oferta kontraktów terminowych i opcji na surowce, jednakże decydując się na tego typu transakcje wielokrotnie się ryzyko inwestycyjne poprzez działanie dźwigni finansowej<sup>23</sup>.

Aktualnie na amerykańskim i europejskim rynku surowców działa wiele funduszy typu ETF. Jako przykład można podać tutaj dwa fundusze Barclays Bank:

1. Comex Gold Trust (IAU), o wartości aktywów netto w wysokości ok. 950 mln USD

<sup>23</sup> Hull D. „Kontrakty terminowe i opcyjne. Wprowadzenie”, WIG-PRESS, Warszawa 1997.

**Tabela 4. Podstawowe dane dotyczące funduszu Comex Gold Trust**

Wielkość aktywów netto w USD	952,420,033	Liczba uncji złota	1,323,321.341
Liczba certyfikatów	13,300,000	Złoto w tonach	41.16
Opłaty za zarządzania i koszty operacyjne	0.40%	Beta (w stosunku do indeksu S&P 500)	0.29

Dane na dzień 12.05.2006.

Źródło: opracowanie własne

## 2. Silver Trust (SLV) o wartości aktywów netto w wysokości 900 mln USD.

**Tabela 5. Podstawowe dane dotyczące funduszu Silver Trust**

Wielkość aktywów netto w USD	\$894,489,787	Liczba uncji srebra	61,994,778
Liczba certyfikatów	6,200,000	Srebro w tonach	1,928.2
Opłaty za zarządzania i koszty operacyjne	0.50%	Beta (w stosunku do indeksu S&P 500)	0.42

Dane na dzień 12.05.2006.

Źródło: opracowanie własne

Niektórzy inwestorzy w rosnącej cenie ropy widzą okazję do korzystnego ulokowania kapitału. Amerykańscy uczestnicy rynku z ostatecznie doczekali się wejścia na rynek giełdowy pierwszego funduszu typu ETF, którego cena oparta jest bezpośrednio na cenie ropy *crude* typu WTI w dostawie natychmiastowej. Emitentem certyfikatów inwestycyjnych jest Victoria Bay Asset Management LLC, a są one dostępne w obrocie giełdowym na giełdzie AMEX i noszą nazwę *The United States Oil Fund (USO)*.

**Tabela 6. Podstawowe dane dotyczące funduszu ETF (USO) stworzonego przez Victoria Bay Asset Management**

Opłaty za zarządzania i koszty operacyjne	0.85%
Zmiana ceny w USD	0.01
Minimalna wielkość transakcji	1 akcja
Możliwość kupna z odroczoną płatnością	Tak
Krótką sprzedaż	Tak

Dane na dzień 12.05.2006.

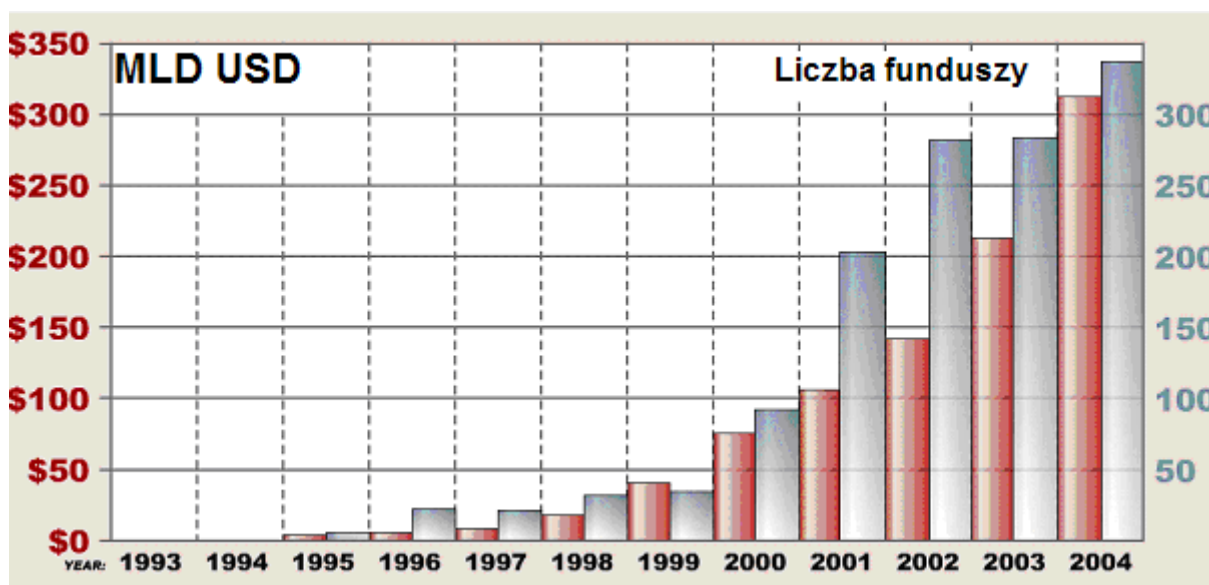
Źródło: opracowanie własne.

Na europejskim rynku płynnych surowców (*commodity*) jednym z bardziej popularnych benchmarków jest Deutsche Bank Liquid Commodity. Indeks stworzony został przez Deutsche Bank. W jego skład wchodzi w: 35% ropa naftowa, 20% olej opałowy, 12,5% aluminium, 12,25% kukurydza, 11,25% pszenica i 10% złoto.

## 5. Wielkość aktywów funduszy typu ETF

W roku 1993 r. wielkość aktywów funduszy ETF wynosiła 811 mln USD, aby na koniec 2004 r. osiągnąć wartość 309 mld USD zgromadzonych w 336 funduszach tego typu, zarządzanych przez 40 menedżerów i notowanych na 29 giełdach na całym świecie. Najwięcej tego typu funduszy notowanych jest w USA (152 fundusze z aktywami w wysokości 300 mld USD – dane na koniec 2005 r.), Europie (114 funduszy z aktywami 34 mld USD) i Japonii (15 funduszy z aktywami 30 mld USD)<sup>24</sup>. Pomiędzy 2003 a 2004 r. wielkość aktywów zgromadzonych w funduszach ETF na całym świecie wzrosła o 46,1%, w tym w USA o 51,1%, w Europie o 66,5% i o 9,7% w Japonii. Średni, roczny wzrost wartości aktywów zgromadzonych w funduszach ETF w USA od 1993 r. (460 mln USD) do 2004 r. (227 mld USD) wynosił 50%.

Rysunek 4. Liczba funduszy i wielość aktywów funduszy ETF



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Morgan Stanley i raportu agencji Bloomberg.

Prawa skala: wielkość aktywów funduszy ETF w mld USD. Lewa skala: liczba funduszy.

## Podsumowanie

Dynamiczny rozwój funduszy typu ETF na światowych rynkach finansowych oraz korzyści płynące dla inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych wynikające z posługiwania się certyfikatami inwestycyjnym funduszy typu ETF, stanowią wyzwanie dla krajowych funduszy inwestycyjnych i podjęcia przez nie działań zmierzających do uruchomienia pierwszych tego typu funduszy w Polsce. Wprowadzenie certyfikatów funduszy ETF do obrotu giełdowego stanowiłoby zwiększenie wachlarza możliwości inwestycyjnych na

<sup>24</sup> Na koniec 2004 r. Na podstawie raportu Banku Morgan Stanley.

polskim rynku kapitałowym i z pewnością przyczyniłby się do wzrostu atrakcyjności palety produktów oferowanych przez fundusze inwestycyjne klientom.

### **Bibliografia:**

1. Bassal O. "Should Investing Increase Your Capital Or Protect It?", Technical Analysis of Stock & Commodities", Volume 20 (8/2002).
2. Brett M. „Świat finansów”, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.
3. Brown N. "A mutual Fund Trading Method", Technical Analysis of Stock & Commodities", Volume 21 (6/2003).
4. Gabryelczyk K. „Fundusze inwestycyjne”, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2006.
5. Hull D. „Kontrakty terminowe i opcyjne. Wprowadzenie”, WIG-PRESS, Warszawa 1997.
6. Pezzutti P. „A Short Guide To Exchange – Traded Funds”, Technical Analysis of Stock & Commodities", Volume 23 (9/2005).
7. Samberger K. „Instrumenty pochodne na akcje”, Rynek Terminowy, 01/2003, str. 58-61.
8. Sarcovitch M. "Daytrading QQQ", Technical Analysis of Stock & Commodities", Volume 21 (3/2003).

### **Strony internetowe:**

1. [http://www.gpw.com.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&i=katarchiwum&nr\\_str=&ktore=003979\\_2&nagnaz=Wydarzenia z dnia 10.05.2006.](http://www.gpw.com.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&i=katarchiwum&nr_str=&ktore=003979_2&nagnaz=Wydarzenia_z_dnia_10.05.2006)
2. <http://www.investopedia.com/terms/r/roth401k.asp> z dnia 12.05.2006. z dnia 12.05.2006
3. <http://www.amex.com/> z dnia 12.05.2006
4. [http://www.ishares.com/fund\\_info/detail.jhtml?symbol=IEO](http://www.ishares.com/fund_info/detail.jhtml?symbol=IEO) z dnia 12.05.2006.
5. <http://www.etfguide.com/> z dnia 12.05.2006.
6. <http://www.tse.or.jp/english/> z dnia 12.05.2006.