

**Dawid Bąbol**

**Doradca inwestycyjny w Beta Securities Poland SA**

## **PODATEK OD DYWIDENDY A FUNDUSZE NA AKCJE POLSKIE**

### **Streszczenie**

Ostatnie lata przyniosły gwałtowny wzrost znaczenia inwestowania pasywnego. Ten trend zwrócił jeszcze większą uwagę inwestorów na indeksy. Wraz za tym nie wzrosła jednak świadomość inwestorów co do różnych typów indeksów – do dziś głównymi indeksami przez nas rozpatrywanymi są indeksy cenowe jak WIG20 czy S&P500, a spoglądając na inne popularne indeksy – DAX czy WIG – nawet nie zdajemy sobie sprawy, że mamy do czynienia z indeksami innego typu niż wcześniej wymienione. Wybór odpowiedniego typu indeksu do analizy zdarzeń zachodzących na rynku w krótkim terminie czy do oceny wyników funduszy inwestycyjnych w dłuższym horyzoncie może mieć kolosalny wpływ na wyciągane przez nas wnioski. Właśnie dlatego postarałem się w poprzednim artykule<sup>1</sup> – teoretycznie – oraz w tym artykule (w dwóch jego częściach) – empirycznie – pokazać, w jaki sposób określić typ indeksu właściwy dla danej grupy funduszy. Analiza została dokonana na przykładzie czterech funduszy pasywnie zarządzanych z ekspozycją na rynek polskich akcji. Na jej podstawie możemy dojść do wniosku, że **każdy fundusz inwestycyjny** inwestujący na polskim rynku, bez względu na kraj swojej siedziby, powinien swoje wyniki inwestycyjne odnosić do odpowiedniego **indeksu dochodowego brutto**. W odniesieniu do funduszy zagranicznych inwestujących na polskim rynku (jest to przypadek analogiczny do funduszu inwestującego na rynku zagranicznym) okazuje się więc, że nie w każdym przypadku powinniśmy odnosić wyniki inwestycyjne takiego funduszu do indeksu dochodowego netto.

### **Wprowadzenie**

Poprzedni artykuł („Jaki typ indeksu obrać za benchmark?”<sup>1</sup>) skupiał się na teoretycznych aspektach doboru odpowiedniego typu indeksu. W tym dwuczęściowym artykule postaram się pokazać na przykładach, w jaki sposób ustalić status podatkowy (w odniesieniu do dywidendy) dla danej grupy funduszy oraz, w konsekwencji, jaki typ indeksu uznać za właściwy do analizy wyników inwestycyjnych takiej grupy funduszy.

### **Wybór funduszy**

Określenie rzeczywistego typu indeksu, który powinien być odniesieniem dla funduszu, jest możliwe z dużą dokładnością tylko w sytuacji, gdy istnieje ciągły dostęp do bieżącej struktury portfela funduszu pozwalający nam na ustalenie właściwej stawki opodatkowania (albo jej braku) dla otrzymywanych dywidend.

W przypadku funduszy zarządzanych aktywnie, struktura portfela jest wynikiem pracy analityków i zarządzających, którzy dokonują oceny tego, akcji jakich spółek kupić mniej a jakich więcej w stosunku do określonego indeksu odniesienia. Dzięki temu starają się oni osiągnąć wynik wyraźnie lepszy niż ten indeks, rekompensując tym samym wyższy (w stosunku do funduszy zarządzanych pasywnie) poziom opłat za zarządzanie. Konieczność

---

<sup>1</sup> <http://www.etf.com.pl/Analizy-i-komentarze/Jaki-typ-indeksu-obrac-za-benchmark>

podawania codziennej struktury funduszy aktywnie zarządzanych, szczególnie tych osiągających największe sukcesy, mogłaby wpłynąć zatem na chęć „pójścia na skróty” i skopiowania pomysłów inwestycyjnych przez zarządzających innymi funduszami. Pragnąc utrzymać przewagę konkurencyjną, fundusze zarządzane aktywnie nie mają w zwyczaju i nie są zobligowane prawem do publikowania bieżącej struktury portfela, a jedyną możliwością dla innych na określenie składników portfeli tych funduszy pozostają sprawozdania finansowe publikowane nawet do kilkudziesięciu dni później – dwa miesiące w przypadku sprawozdań półrocznych i cztery miesiące w przypadku sprawozdań rocznych (warto też dodać, że niektóre TFI dobrowolnie publikują strukturę portfeli funduszy częściej niż dwa razy do roku<sup>2</sup>).

Nieco inna sytuacja ma miejsce w przypadku funduszy zarządzanych pasywnie, których celem jest jak najdokładniejsze odwzorowywanie stóp zwrotu z wybranego benchmarku (indeksu lub średniej ważonej stóp zwrotu kilku indeksów). Dla takiej grupy funduszy, nawet w sytuacji braku publikowania bieżącej struktury, jej określenie jest możliwe z dość dużą dokładnością. Wiąże się to z faktem, że takie fundusze mają z reguły na tyle restrykcyjną politykę inwestycyjną, że struktura ich portfela musi niemal w 100% być odzwierciedleniem struktury indeksu. W takim wypadku, porównanie stóp zwrotu takiego funduszu do naśladowanego indeksu pozwala dość jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie, jaki typ indeksu taki fundusz rzeczywiście naśladuje. Co za tym idzie, takie porównanie pozwala również na określenie jakim typem inwestora instytucjonalnego, z podatkowego punktu widzenia, taki fundusz jest – inwestorem opodatkowanym (i jaką stawką) czy też zwolnionym z podatku od dywidendy.

Mając na uwadze powyższe, w celu określenia właściwego typu indeksu dla danego funduszu, dobrym pomysłem jest posłużenie się funduszem pasywnie zarządzanym z ekspozycją na ten sam rynek, porównanie stóp zwrotu takiego funduszu z różnymi typami naśladowanego indeksu i wytypowanie tego, który jest naśladowany najdokładniej. Wybranie odpowiedniego funduszu pasywnie zarządzanego do analizy wcale nie musi być jednak takie proste, jak się na pierwszy rzut oka wydaje.

Fundusze, również te indeksowe, można bowiem sklasyfikować według kilku sposobów budowania ekspozycji na rynek, których konsekwencją może być podleganie pod różne jurysdykcje podatkowe. Jaki ma to wpływ na wynik inwestycyjny funduszu i naszą analizę, pokażę na przykładzie czterech funduszy pasywnie zarządzanych, dla których benchmarkiem jest 100% indeksu akcji polskich spółek. Te fundusze to: IPOPEMA m-INDEKS FIO (kategoria A), ING BSK Indeks WIG 20, Lyxor WIG 20 UCITS ETF oraz iShares MSCI Poland ETF. Jak zostanie to dalej pokazane, wszystkie te fundusze, pomimo ekspozycji na ten sam kraj, podatkowo są traktowane odmiennie.

### **Sposób analizowania**

Dany problem analizuje się najłatwiej, kiedy jest on przedstawiony wizualnie. Z tego względu analizę przeprowadziłem na podstawie wykresów odzwierciedlających tygodniowe różnice stóp zwrotu pomiędzy funduszem a poszczególnymi typami indeksów w okresie pięcioletnim (czerwiec 2014 – maj 2019).

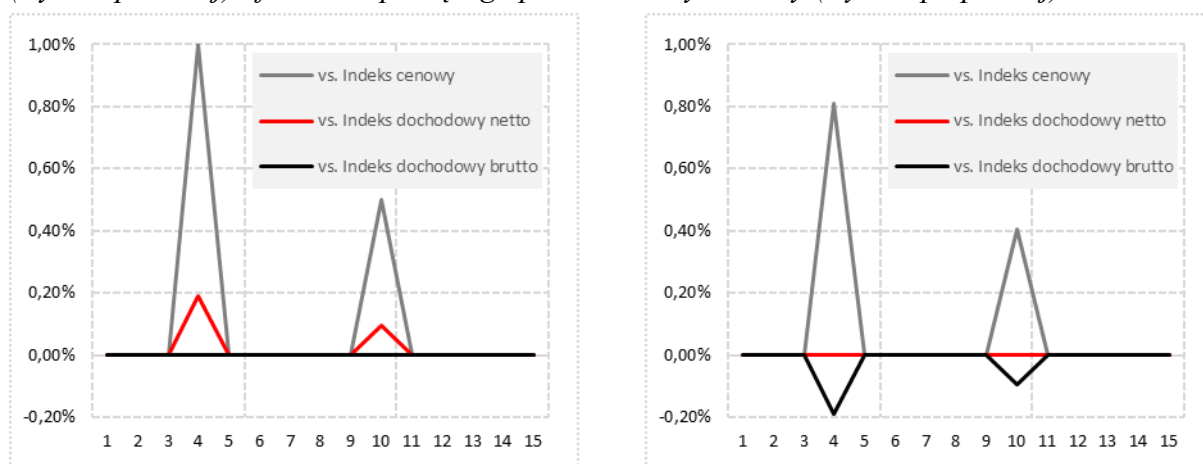
---

<sup>2</sup> <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/25520/%E2%80%8Bkolejne-tfi-publikuje-czesciej-sklady-portfeli.html>

Różnica pomiędzy stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu indeksu jest nazywana w literaturze różnicą odwzorowania (ang. *tracking difference*). Z uwagi na ponoszenie przez fundusz kosztów bieżących związanych z zarządzaniem, które wpływają na obniżenie wyceny tytułów uczestnictwa, różnice odwzorowania w przypadku funduszy indeksowych mają na ogół minimalne, ale jednak ujemne wartości. Przez znaczną część czasu różnice odwzorowania obliczone dla różnych typów indeksu w krótkich przedziałach czasowych mają takie same wartości, jednak w momencie wypłat dywidend przez spółki następuje pewna rozbieżność – stopa zwrotu funduszu względem indeksu cenowego jest wtedy wyższa niż względem indeksu dochodowego netto (bo stopa zwrotu z indeksu cenowego jest niższa o stopę dywidendy netto), która z kolei jest wyższa niż względem indeksu dochodowego brutto (o podatek od dywidendy). Jako typ indeksu właściwy do porównywania wyników funduszu należy wybrać ten, w odniesieniu do którego fundusz będzie miał stosunkowo najstabilniejsze tygodniowe różnice odwzorowania, w szczególności widoczne w momentach wypłat dywidend.

Aby lepiej zrozumieć powyższy akapit, warto przeanalizować dwa wykresy ukazane poniżej. Oba wykresy odzwierciedlają wartości różnic odwzorowania funduszu dla okresu 15-tygodniowego, w którym na 4. i 10. tydzień przypadały dywidendy o stopie równej odpowiednio 1,0% i 0,5%. Jediną różnicą pomiędzy wykresami jest to, że ten pierwszy przedstawia różnice odwzorowania funduszu zwolnionego od podatku, podczas gdy drugi wykres odnosi się do funduszu opodatkowanego 19-procentową stawką. Jak widzimy, różnice odwzorowania obliczone pomiędzy funduszem a indeksem właściwego typu przynoszą w całym okresie stałe wartości (założenie o idealnym odwzorowywaniu indeksu przez fundusz), na poziomie 0,0% (założenie o braku kosztów ponoszonych przez fundusz). Dla każdego z funduszy, w sytuacji „oderwania się” prawa do dywidendy, różnica odwzorowania ustalona w odniesieniu do indeksu cenowego jest wyższa w tym jednym okresie (tydzień 4. czy tydzień 10.) niż różnice odwzorowania obliczone w odniesieniu do indeksów dochodowych.

Wykres 1 i 2. Różnice błędu odwzorowania – przykład dla funduszu zwolnionego z podatku (wykres po lewej) i funduszu płacącego podatek od dywidendy (wykres po prawej)



Zanim przejdziemy do analizy funduszy, warto jeszcze dla przypomnienia podsumować informacje zawarte w poprzednim artykule. Pomogą nam one w ustaleniu początkowego indeksu, którego odpowiedniość stosowania dla danego funduszu będziemy następnie weryfikować. Poniższa tabela ukazuje typ indeksu właściwy do porównywania wyników osiąganych przez polskiego inwestora w zależności od formy dokonania inwestycji (rachunek własny bądź fundusz inwestycyjny) oraz od ekspozycji geograficznej (akcje polskie lub akcje zagraniczne) z uwzględnieniem odpowiedniej waluty.

Tabela 1. Typ indeksu dla porównywania wyniku inwestycyjnego przez polskiego inwestora

Forma inwestycji	Rachunek maklerski	Fundusz inwestycyjny
Ekspozycja		
Akcje krajowe	Indeks dochodowy <b>netto</b> (stopa opodatkowania dywidend = 19%)	Indeks dochodowy <b>brutto</b>
Akcje zagraniczne	Indeks dochodowy <b>netto</b> (stopa opodatkowania dywidend $\geq$ 19%) w tej samej walucie co wycena rachunku maklerskiego	Indeks dochodowy <b>netto</b> (stopa opodatkowania dywidend = stopa podatku u źródła) w odpowiedniej walucie*

\* W przypadku funduszu niezabezpieczonego walutowo właściwą walutą jest ta waluta, w której wyceniany jest fundusz, natomiast w przypadku funduszu zabezpieczonego walutowo [ang. *currency-hedged*] – pomiędzy walutą funduszu a walutą indeksu – właściwą walutą jest waluta indeksu.

### IPOPEMA m-INDEKS FIO

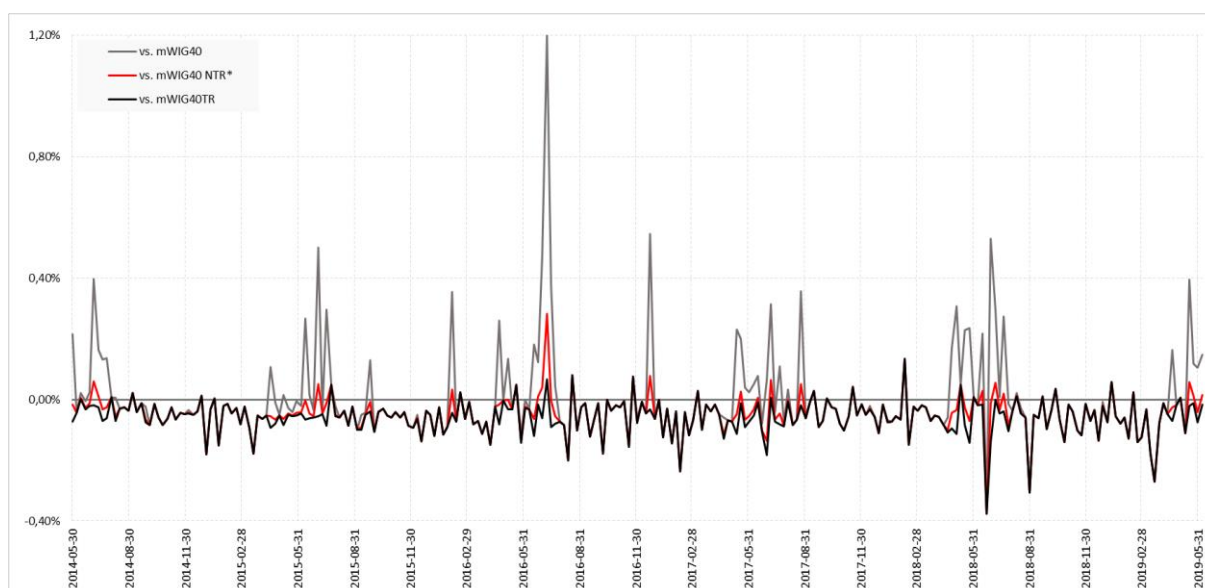
Przechodząc do analizy, warto zacząć od najprostszego przypadku z wybranych – funduszu IPOPEMA m-INDEKS FIO. Jest to polski fundusz inwestycyjny otwarty (FIO) uruchomiony w pierwszej połowie 2010 roku, którego aktywa pod zarządzaniem na koniec maja 2019 roku wyniosły nieco ponad 40 mln PLN<sup>3</sup>. Deklarowanym benchmarkiem jest 100% mWIG40, czyli indeks cenowy. W momencie tworzenia funduszu nie istniał jeszcze jego odpowiednik będący indeksem dochodowym brutto, który w teorii powinien być tym właściwym indeksem odniesienia – mWIG40TR obliczany jest dopiero od 18 września 2017 roku<sup>4</sup>. Fundusz replikuje indeks dokonując bezpośrednich inwestycji w akcje spółek wchodzących w skład indeksu. Opłata za zarządzanie dla kategorii jednostek uczestnictwa A wynosi 2% w skali roku. Poziom kosztów całkowitych (ang. *TER*, *total expense ratio*) za 2018 rok, uwzględniający również opłatę za zarządzanie, wyniósł około 2,9% dla tej kategorii jednostek uczestnictwa. Tygodniowe różnice odwzorowania dla okresu 5-letniego dla tego funduszu kształtowały się tak jak na poniższym wykresie.

Momenty wypłaty dywidend charakteryzowały się tym, że wartość jednostki uczestnictwa przynosiła stopy zwrotu wyraźnie lepsze niż indeks cenowy [linia szara] oraz na ogół wyniki lepsze od indeksu dochodowego netto [linia czerwona]. Fakt największej stabilności wyników w sytuacji porównywania stóp zwrotu jednostki funduszu do indeksu dochodowego brutto [linia czarna] świadczy o tym, że fundusz IPOPEMA m-INDEKS nie jest podatnikiem podatku od dywidendy, zatem jego właściwym benchmarkiem powinno być 100% mWIG40TR. Jest to związane z wyłączeniem podmiotowym zawartym w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 6 ust. 1), który zwalnia m.in. polskie fundusze inwestycyjne otwarte z jakiegokolwiek formy podatku dochodowego (w tym z dochodów kapitałowych i dywidend).

<sup>3</sup> <https://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/profil-funduszu/IPO49B/Ipopema-mINDEKS-FIO-kategoria-A.html>

<sup>4</sup> <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999078>

Wykres 3. IPOPEMA m-INDEKS – tygodniowa różnica błędu odwzorowania



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z [www.ipopematfi.pl](http://www.ipopematfi.pl) i [stooq.pl](http://stooq.pl)

Pomimo możliwości udzielenia odpowiedzi na pytanie dotyczące właściwego indeksu odniesienia dla funduszu, warto zauważyć, że tygodniowe różnice odwzorowania względem mWIG40TR charakteryzują się, nawet nie biorąc pod uwagę tych skrajnych przypadków, mimo wszystko i tak relatywnie dużą zmiennością (jak zobaczymy dla dwóch ETF-ów, długimi okresami ich różnice odwzorowania są niemal linią prostą). Czy jest to związane z jakością zarządzania funduszem? Niekoniecznie – wynika to w dużej części również z pewnych niedoskonałości funduszy inwestycyjnych otwartych, które to uwypuklają się w sytuacji, gdy takie fundusze są stosowane jako instrument odwzorowujący indeks.

Po pierwsze, bezpośrednio do funduszu inwestycyjnego otwartego może się zapisać (lub wypisać z niego) każdy inwestor, w sposób niezależny od zarządzającego, a informację o nabyciach (/umorzeniach) zarządzający otrzymuje najczęściej w formie prognozy, która niekoniecznie musi odpowiadać rzeczywistym wartościom. Taka sytuacja wpływa na to, że zarządzający nie zawsze jest w stanie dokonać właściwych transakcji dostosowujących na funduszu w dniu nabycia lub umorzenia jednostek. Ze sprawozdań finansowych za lata 2014-2018 wynika, że fundusz miał ekspozycje na indeks na poziomie odbiegającym nawet do 3% od poziomu modelowego, co, przy założeniu, że taka sytuacja mogła zdarzać się nie tylko na koniec okresu sprawozdawczego, mogło wpłynąć na większe wahania różnic odwzorowania w poszczególnych dniach czy tygodniach.

Po drugie, trzeba mieć na uwadze również to, że fundusz musi utrzymywać pewien bufor pieniężny na wypadek umorzenia. W celu zachowania ekspozycji portfela na poziomie jak najbliższym 100% w stosunku do benchmarku i jednoczesnego utrzymania pewnego poziomu gotówki, zarządzający zmuszony jest do zainwestowania części środków w kontrakty futures na mWIG40. Wartość godziwa takiego instrumentu wynika bezpośrednio z poziomu indeksu i w związku z tym zachowuje bardzo wysoką korelację z nim. W pewnych momentach trwania sesji, wskutek nierównego oddziaływania popytu i podaży na ten instrument, jego wartość może jednak odbiegać od wartości teoretycznej. Z uwagi na to, że fundusze dokonują wyceny najczęściej w oparciu o ceny zamknięcia, w przypadku wystąpienia rozbieżności w wycenie kontraktu właśnie na zamknięciu sesji, fundusze posiadające takie kontrakty odnotowują

przejsiową różnicę w wycenie swoich tytułów uczestnictwa. Te różnice są tym bardziej widoczne, im więcej takich kontraktów znajduje się w portfelu. Fundusz IPOPEMA m-INDEKS w analizowanym okresie utrzymywał ekspozycję z tytułu kontraktów futures na poziomie od 2% do 8%, co mogło przyczynić się do zmienności różnic odwzorowania na poziomie kilku/kilkunastu setnych procenta w skali dnia.

Po trzecie, w związku z zawieraniem transakcjami, fundusz jest obciążany takimi kosztami, które nie są rozliczane równomiernie w czasie (jak to ma miejsce w przypadku np. opłaty za zarządzanie, kosztów księgowości czy depozytariusza), ale mają wpływ na wynik funduszu w momencie zawierania i rozliczania transakcji (opłata maklerska, koszty rozliczenia transakcji itp.). Powoduje to osiąganie średnio gorszych wyników dla takich dni w odniesieniu do pozostałych.

Po czwarte, kolejnym czynnikiem, już takim, na który zarządzający ma wpływ, jest struktura odwzorowania składników indeksu w ramach koszyka instrumentów posiadanych w portfelu funduszu. Zgodnie ze statutem funduszu IPOPEMA m-INDEKS, zarządzający funduszem może stosować pewne odchylenia od struktury wzorcowej (nawet do 2,5 punktu procentowego na akcjach pojedynczej spółki i do 20 punktów procentowych łącznie dla akcji wszystkich spółek). Patrząc na strukturę portfela funduszu na zakończenie 2018 roku, można przyjąć, że zarządzający dokładają wszelkich starań, by ta struktura jednak jak najwierniej odzwierciedlała portfel indeksu i miała w konsekwencji minimalny wpływ na generowanie zmienności różnicy odwzorowania.

Podsumowując, należy pamiętać, że polski fundusz inwestycyjny otwarty, który odzwierciedla indeks bezpośrednio nabywając i sprzedając akcje z indeksu spółek polskich, naśladuje swoimi wynikami indeks dochodowy brutto. Nie jest on jednak w stanie naśladować go w sposób idealny. Na pogorszenie jakości odwzorowywania indeksu wpływają m.in. częstość i wielkość nabyć/umorzeń, wielkość ekspozycji na indeks z tytułu kontraktów futures oraz dokładność odwzorowania składników indeksu za pomocą posiadanego przez fundusz koszyka akcji.

## **ING BSK Indeks WIG 20 SFIO**

Drugim analizowanym przykładem jest fundusz ING BSK Indeks WIG 20, który jest jednym z trzech subfunduszy wydzielonych w ramach funduszu ING BSK Fundusze Indeksowe SFIO. Fundusz ten został utworzony na bazie polskiego prawa i uruchomiony pod koniec 2015 roku. Jego aktywa pod zarządzaniem na koniec maja 2019 roku wyniosły 14,8 mln PLN<sup>5</sup>. Benchmarkiem funduszu jest 100% WIG20, czyli indeks cenowy (teoretycznie dla funduszu polskiego na akcje spółek polskich właściwym indeksem powinien być ten typu dochodowego brutto – WIG20TR). Fundusz jest zarządzany przez podmiot inny niż wskazuje na to jego nazwa, mianowicie przez Amundi Polska TFI SA. Amundi TFI należy do grupy kapitałowej Amundi Asset Management – jednego z największych zarządzających funduszami pasywnymi w Europie<sup>6</sup>. Powodem, dla którego grupa bankowa ING powierzyła zarządzanie funduszem do Amundi TFI, był najprawdopodobniej brak posiadania własnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (obecnie ING pracuje nad kupnem części udziałów w

---

<sup>5</sup> <https://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/profil-funduszu/AMU07/ING-BSK-Indeks-WIG-20-%28ING-BSK-Fundusze-Indeksowe-SFIO%29.html>

<sup>6</sup> <http://about.amundi.com/>

NN Investment Partners TFI<sup>7</sup>). Fundusz ING BSK Indeks WIG 20 naśladuje benchmark za pomocą inwestycji w tytuły uczestnictwa innego funduszu indeksowego – subfunduszu Index Equity Poland wydzielonego w ramach funduszu Structura, który funkcjonuje na bazie prawa luksemburskiego. Fundusz Structura zarządzany jest z kolei przez podmiot należący do tej samej grupy kapitałowej co Amundi TFI – Amundi Luxembourg S.A..

Z racji takiego sposobu inwestowania, uczestnicy funduszu ponoszą koszty na dwóch poziomach – pierwszy poziom obejmuje koszty funduszu polskiego, a drugi koszty funduszu luksemburskiego. Fundusz polski pobiera opłatę za zarządzanie w wysokości 1,6% (aktywów netto) w skali roku oraz ogranicza pozostałe koszty do 0,25%. Fundusz luksemburski pobiera dodatkowe 0,1% opłaty za zarządzanie. Ze sprawozdania funduszu luksemburskiego za 2017 rok wynika, że pozostałe koszty funduszu (oprócz opłaty za zarządzanie) wyniosły około 0,11%, nie licząc 0,8% kosztów poniesionych w formie opłat transakcyjnych (w sprawozdaniach polskich funduszy nie jest możliwe uzyskanie bezpośrednio informacji o kosztach transakcyjnych, więc w tym przypadku taka wartość może być traktowana jedynie w formie ciekawostki). Tradycyjnie liczony łączny koszt poniesiony przez fundusz wyniósł więc w 2017 roku około 2,06%.

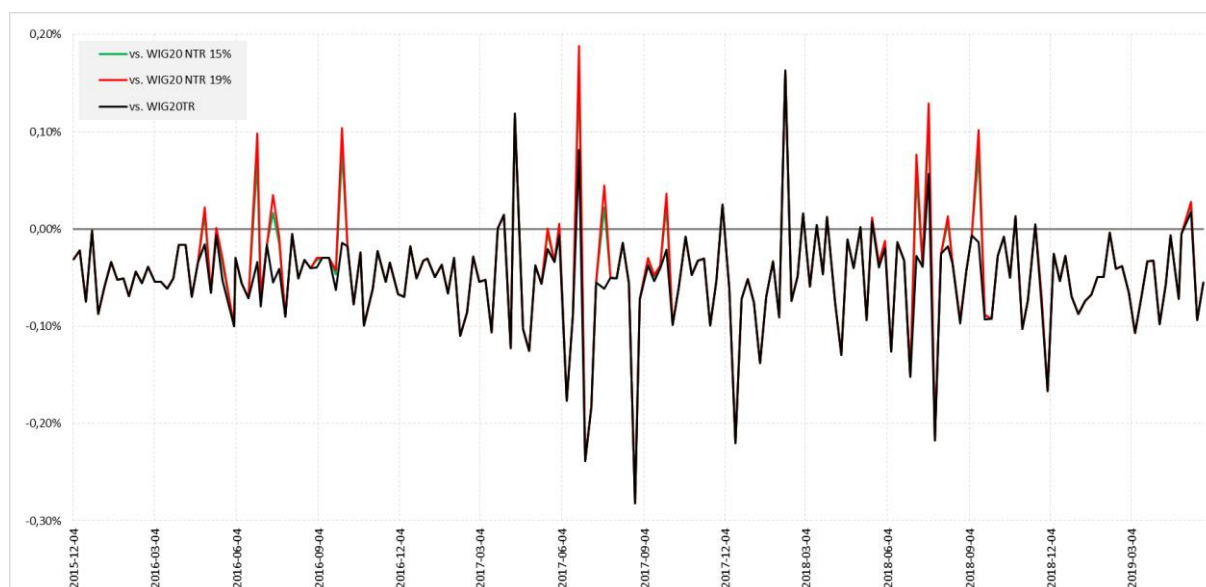
Kolejną kwestią, na którą musimy zwrócić uwagę, jest moment wyceny funduszu. Z uwagi na to, że fundusz polski dokonuje swojej wyceny w oparciu o najświeższą (czyli tak naprawdę wczorajszą) wycenę funduszu luksemburskiego, w istocie następuje jednodniowe przesunięcie właściwej wyceny. Oznacza to, że wyniki z funduszu polskiego powinny być przesunięte o jeden dzień do przodu w stosunku do stóp zwrotu z indeksu, aby możliwe było ich porównywanie. Co więcej, może się też tak zdarzyć, że w niektórych dniach wycena funduszu luksemburskiego nie została zaktualizowana (bo np. w Luksemburgu był dzień wolny od pracy, a w Polsce nie) i wtedy fundusz polski bazuje na wycenie starszej niż z ostatniego dnia roboczego, pomimo iż prawdziwa wartość funduszu luksemburskiego jest inna – w takim wypadku musimy dokonać dodatkowej korekty obliczeń. Mając na uwadze powyższe problemy, poniższy wykres, przedstawiający tygodniowe różnice odwzorowania dla pełnego okresu trwania funduszu, przygotowałem w taki sposób, aby uwzględnił już korekty wyceny funduszu względem indeksu. Dzięki temu taki wykres jest znacznie czytelniejszy od pierwotnie opracowanego (tego bez korekt).

Na wykresie przedstawiono różnice odwzorowania dla funduszu obliczone względem indeksu dochodowego brutto [linia czarna] oraz dwóch indeksów dochodowych netto – jednego obliczonego dla 19% stopy opodatkowania dywidend (stawka polska) [linia czerwona] a drugiego dla 15% (stawka podatku u źródła pomiędzy Polską a Luksemburgiem) [linia zielona, niemal pokrywająca się z linią czerwoną]. Odniesienie do indeksu cenowego zostało pominięte z uwagi na bezsensowność porównywania wyników jakiegokolwiek funduszu do takiego indeksu (w przykładzie dla IPOPEMA m-INDEKS, indeks cenowy został użyty tylko do celów poglądowych).

---

<sup>7</sup> <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/25524/sprzedaz-45-akcji-nn-investment-partners-tfi-%E2%80%93-knf-nie-widzi-przeszkod.html>

Wykres 4. ING BSK Indeks WIG 20 – tygodniowa (skorygowana) różnica błędu odwzorowania



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z [www.ing.pl](http://www.ing.pl) i [stoq.pl](http://stoq.pl)

Z uwagi na to, iż inwestycje bezpośrednie w akcje polskie są dokonywane przez fundusz luksemburski, to tak naprawdę mamy do czynienia z sytuacją analogiczną do tej, w której fundusz rodzimy dokonuje inwestycji na rynku zagranicznym. W związku z tym, taki fundusz powinien być podatnikiem podatku u źródła od otrzymanych dywidend. Zatem w teorii wyniki funduszu ING BSK Indeks WIG 20 powinny odzwierciedlać indeks dochodowy netto. Z powyższego wykresu, biorąc pod uwagę stabilność różnic odwzorowania, możemy jednak wywnioskować, że fundusz ING BSK Indeks WIG 20 naśladuje swoimi wynikami indeks dochodowy brutto - WIG20TR. Oznacza to, że fundusz luksemburski tak naprawdę nie płaci podatku od dywidendy.

Jak to jest możliwe? Fakt braku opodatkowania dywidend otrzymywanych przez fundusz luksemburski wynika z wyłączenia podmiotowego określonego, podobnie jak dla polskich funduszy inwestycyjnych, w art. 6 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Punkt 10a tego ustępu umożliwia zwolnienie od podatku dochodowego tych funduszy inwestycyjnych, które mają swoją siedzibę w państwie należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (kraje UE oraz Islandia, Norwegia i Liechtenstein) oraz spełniają określone w ustawie kryteria. Dzięki takiemu wyłączeniu, inwestorzy posiadający jednostki uczestnictwa ING BSK Indeks WIG 20, pomimo zawłości w sposobie inwestowania tego funduszu w spółki z WIG20, nie są ostatecznie obciążani żadnym podatkiem od dywidendy.

Warto jeszcze zwrócić uwagę, że zmienność różnic odwzorowania względem właściwego indeksu jest w przypadku ING BSK Indeks WIG 20 większa niż dla IPOPEMA m-INDEKS. Co jest tego przyczyną? Oprócz czynników typowych dla funduszu inwestycyjnego otwartego, takich jak problem dostosowania portfela w momencie nabycia/umorzenia jednostek uczestnictwa i ponoszenia kosztów transakcyjnych z tym związanych czy konieczność utrzymywania buforu gotówkowego na wypadek umorzenia, w przypadku inwestowania w inny fundusz dochodzi również kilka kolejnych problemów wpływających na pogorszenie jakości odwzorowywania indeksu.



Po pierwsze, może istnieć minimalna wartość, jaką zarządzający może zainwestować w dany fundusz. W przypadku funduszu Index Equity Poland, minimalna ilość nabycia/zbycia wynosi 1 000 tytułów uczestnictwa, czyli około 120 tysięcy PLN<sup>8</sup>. Oznacza to w skrócie, że jeżeli na jednostki funduszu ING będzie mniejsze nabycie/umorzenie niż wspomniana kwota, to zarządzający polskim funduszem nie będzie miał możliwości przeprowadzenia żadnej operacji z funduszem luksemburskim.

Kolejną kwestią jest to, czy w sytuacji chęci dostosowania struktury funduszu ING przez zarządzających, będą oni mieli możliwość nabycia/umorzenia tytułów uczestnictwa w funduszu luksemburskim w danym dniu – czasami może się bowiem zdarzyć, że fundusz luksemburski nie przyjmuje żadnych zapisów z uwagi np. na dzień wolny od pracy. W takiej sytuacji zarządzający muszą poczekać ze złożeniem dyspozycji do kolejnego dnia przyjmowania zapisów.

Większa zmienność różnicy odwzorowania spowodowana jest również tym, że fundusz ING nie stosuje kontraktów futures umożliwiających osiągnięcie 100% ekspozycji na indeks przy jednoczesnym utrzymaniu pewnego poziomu gotówki. Ekspozycja na indeks na koniec każdego z czterech ostatnich okresów sprawozdawczych kształtowała się na poziomie około 98,5% wartości aktywów netto funduszu. Przy zachowaniu poziomu nawet tak zbliżonego do 100%, niepełna ekspozycja może generować kilka setnych procent różnicy w skali dnia.

W przypadku inwestycji w inny fundusz, pojawia się również problem momentu wyceny walut. Jeśli fundusz inwestowany (tutaj Index Equity Poland) wyceniany jest w innej walucie niż posiadane przez niego składniki lub fundusz inwestujący (tutaj ING BSK WIG 20) inwestuje w fundusz wyceniany w innej walucie niż on sam, to wtedy może pojawić się sytuacja, w której do wyceny brane są pod uwagę te same pary walutowe, tyle że po różnych kursach. W omawianej sytuacji nie ma akurat tego problemu – fundusz Index Equity Poland jest wyceniany w PLN, podobnie jak składniki, które zawiera, czyli akcje spółek polskich.

Podsumowując, w przypadku inwestycji w fundusz, który uzyskuje ekspozycję za pomocą innych funduszy, taki fundusz będzie uzyskiwał wyniki skorygowane o podatek u źródła zapłacony przez fundusze inwestowane. Mając na uwadze ten fakt, jako prawidłowy indeks do analizy powinniśmy zatem najczęściej wybierać indeks dochodowy netto, obliczony przy zastosowaniu stawki podatku u źródła właściwej dla funduszu inwestowanego. W niektórych przypadkach, tak jak w opisanym tutaj, fundusz inwestowany nie będzie jednak ponosił ciężaru podatku u źródła, co sprawi, że odpowiednim indeksem do analizy będzie jednak indeks dochodowy brutto. Jak można zauważyć na podstawie powyższego przykładu, w sytuacji gdy nie znamy systemu podatkowego danego kraju, analiza różnic odwzorowania dla funduszu zagranicznego pomoże nam chociaż w pewnym stopniu zrozumieć sposób opodatkowania inwestycji zagranicą.

---

<sup>8</sup> <https://www.amundi.lu/professional/product/view/LU1215314292>