

Dawid Bąbol

Doradca inwestycyjny w Beta Securities Poland SA

PODATEK OD DYWIDENDY A FUNDUSZE NA AKCJE POLSKIE – CZĘŚĆ 2.

W poprzedniej części omówiliśmy założenia, a następnie dokonaliśmy analizy wyników dwóch polskich funduszy indeksowych. Z analizy tej wyniknął wniosek, że właściwie każdy fundusz inwestycyjny utworzony na bazie prawa kraju Europejskiego Obszaru Gospodarczego (w tym Polski) jest w Polsce zwolniony z podatku dochodowego i w konsekwencji nie ponosi w Polsce ciężaru podatku od dywidendy. Taka sytuacja sprawia, że typem indeksu właściwym do porównywania wyników funduszy inwestycyjnych z EOG, które dokonują inwestycji w akcje polskich spółek, jest indeks dochodowy brutto.

W tej części swoją analizę skupimy na dwóch zagranicznych funduszach – jednego luksemburskiego (kraj EOG) i jednego amerykańskiego (kraj spoza EOG) – które umożliwiają inwestorom uzyskanie „pasywnej” ekspozycji na polski rynek akcji, a które, z różnych względów, są przypadkami innymi od poprzednio opisanych a przez to są również przypadkami niezwykle ciekawymi.

Wstęp do analizy ETF-ów

Fundusze, które teraz będziemy analizować – Lyxor WIG 20 UCITS ETF i iShares MSCI Poland ETF, są szczególnymi rodzajami funduszy pasywnie zarządzanych. Ich specyfika ukryta jest pod trzema literami zawartymi w nazwie – ETF. ETF jest to skrót od angielskiego *Exchange Traded Fund*, co po polsku oznacza *fundusz notowany na giełdzie*. Z uwagi na istnienie momentami znaczących różnic pomiędzy zwykłym funduszem indeksowym a ETF-em, warto pokrótce omówić kilka zagadnień związanych z ETF-ami, które będą miały wpływ na naszą dalszą analizę oraz na wnioski z niej wyciągnięte.

Przede wszystkim, aby fundusz mógł być w ogóle postrzegany jako ETF, musi on zostać dopuszczony do obrotu na giełdzie. Musi zatem spełnić określone przez odpowiednią giełdę warunki. Na przykład, w przypadku naszej rodzimej GPW (§ 2 pkt 13a Regulaminu Giełdy), ETF-em może zostać jedynie portfelowy fundusz inwestycyjny zamknięty utworzony na bazie polskiego prawa lub zagraniczny fundusz inwestycyjny otwarty (lub jego subfundusz), którego tytuły uczestnictwa są traktowane jako papiery wartościowe w kraju siedziby funduszu (według polskiego prawa, jednostki uczestnictwa FIO i SFIO nie są papierami wartościowymi – papierami wartościowymi są jedynie certyfikaty inwestycyjne FIZ) i który swoimi wynikami stara się odwzorowywać stopy zwrotu uznanego indeksu.

Najważniejszą cechą odróżniającą ETF od tradycyjnego funduszu indeksowego jest to, że tytuły uczestnictwa ETF można nabywać (a także zbywać) na giełdzie po znanej cenie w ciągu trwania sesji, natomiast nabycia (lub zbycia) tytułów uczestnictwa funduszu indeksowego można dokonać po cenie, która jest nieznana w momencie podjęcia decyzji i która zostanie ustalona najczęściej dopiero kolejnego dnia roboczego. W przypadku ETF-ów transakcje zasadniczo odbywają się pomiędzy inwestorem a innymi uczestnikami rynku giełdowego, podczas gdy nabycia/umorzenia tytułów uczestnictwa zwykłych funduszy indeksowych dokonują się bezpośrednio pomiędzy inwestorem a funduszem.

Dla ETF-ów takim innym uczestnikiem rynku może być po prostu inny inwestor, ale również może nim być animator funduszu (ang *market maker*). Animator funduszu pełni kluczową funkcję na rynku, stając się tak naprawdę pośrednikiem pomiędzy typowym inwestorem funduszu a samym funduszem. W zasadzie przez cały czas trwania sesji animator funduszu wystawia oferty kupna i sprzedaży, umożliwiając innym inwestorom zawieranie transakcji w wybranym przez nich momencie. Bardzo często, w sytuacji gdy następuje duża transakcja kupna/sprzedaży tytułów uczestnictwa z udziałem animatora funduszu, animator ten momentalnie zawiera przeciwstawne transakcje zabezpieczające na odpowiednim dla danego ETF rynku akcji lub kontraktów futures. W przypadku gdy animator funduszu posiada zbyt dużą ilość tytułów uczestnictwa (bo nabył je od inwestorów chcących sprzedać te tytuły) bądź występuje u niego duże zapotrzebowanie na nowe tytuły uczestnictwa (bo sprzedał je inwestorom chcącym kupić te tytuły), wtedy zgłasza się bezpośrednio do funduszu ETF o umorzenie bądź kreację tytułów uczestnictwa. Rozliczenie kreacji/umorzeń może przyjąć formę rozliczenia pieniężnego lub rozliczenia w papierach wartościowych (ang. *in-kind*), które wchodzi w skład indeksu odniesienia funduszu, a którymi tak naprawdę zabezpieczał się w ciągu dnia animator.

Działalność animatora przyczynia się do tego, że fundusz ETF znacząco ogranicza sytuacje, w których zmuszony jest do zawierania transakcji dostosowujących. W przypadku gdy animator rozlicza kreacje i umorzenia wyłącznie w papierach wartościowych, fundusz może ograniczyć się do dokonywania transakcji jedynie w sytuacjach, w których następuje korekta/rewizja indeksu lub „odrywa się” prawo do dywidendy lub prawo poboru od posiadanych w portfelu akcji. Pośredniczenie animatora funduszu w transakcjach pomiędzy inwestorem a funduszem wpływa zatem na znaczne obniżenie kosztów transakcyjnych w porównaniu do typowych funduszy indeksowych.

Inną kwestią związaną z faktem, że ETF-y są notowane na giełdzie, jest również to, że ETF posiada dwie formy wyceny tytułów uczestnictwa. Pierwszą z nich jest wycena księgową, tradycyjnie przeprowadzana dla każdego funduszu inwestycyjnego. To właśnie na podstawie tej wyceny określana jest wartość aktywów netto funduszu i w konsekwencji wartość aktywów netto na tytuł uczestnictwa. Można powiedzieć, że ta wycena jest prawdziwą wyceną funduszu. Drugim rodzajem wyceny, charakteryzującym jedynie fundusze notowane na giełdzie, jest wycena rynkowa. Jest ona wyceną powstałą na bazie cen zawieranych transakcji na giełdzie i może się różnić (momentami nawet znacznie) od rzeczywistej wyceny ETF-a. Nad tym, aby wycena rynkowa nie odbiegała znacząco od jej prawidłowej wartości, czuwa animator rynku (i często arbitrażysty), który w odpowiednim momencie jest w stanie skorygować oferty kupna i sprzedaży do właściwego poziomu (generując przy tym zysk arbitrażowy).

W przypadku analizy różnic odwzorowania pomiędzy funduszem ETF a indeksem odniesienia, właściwym rodzajem wyceny, na podstawie której należy oceniać jakość zarządzania funduszem oraz rzeczywisty typ naśladowanego przez niego indeksu, jest ta wycena, na którą zarządzający rzeczywiście ma jakikolwiek wpływ – wycena księgową. Wycena rynkowa nie jest odpowiednia z uwagi na to, że właściwie jest ona jedynie wynikiem gry popytu i podaży na tytuły uczestnictwa i może przez to odbiegać od prawdziwej wyceny ETF-a. Inną wadą tej metody wyceny dla naszej analizy jest też to, że jest ona obliczana na podstawie ostatniej zawartej transakcji, która często może mieć miejsce na długo przed zakończeniem sesji. Rodzi to problem porównywania stopy zwrotu z indeksu obliczonej dla

cen zamknięcia instrumentów bazowych (czyli akcji) do stopy zwrotu obliczonej na podstawie ceny zawarcia ostatniej transakcji na ETF-ie, która mogła mieć miejsce w momencie, gdy ceny instrumentów bazowych były na zupełnie innych poziomach.

Kolejnym zagadnieniem, które w naszej analizie należy wziąć pod uwagę, jest sposób replikacji indeksu. Zagadnienie to dotyczy wszystkich funduszy pasywnie zarządzanych, jednak w przypadku ETF-ów jest ono szczególnie uwypuklane. Fundusz może odwzorowywać stopę zwrotu z indeksu na dwa sposoby – dokonując bezpośrednich inwestycji w składniki indeksu (replikacja fizyczna) bądź zawierając transakcje na innych instrumentach finansowych zapewniających otrzymywanie stopy zwrotu zbliżonej do stopy zwrotu indeksu (replikacja syntetyczna).

Replikacja fizyczna jest więc niczym innym jak kupowaniem i sprzedawaniem składników indeksu w odpowiednich proporcjach. Warto wiedzieć, że nawet jeżeli zarządzający utrzymuje w swoim portfelu niewielką ilość kontraktów futures, to nadal przyjmuje się, że stosuje on replikację fizyczną. Bardzo często bowiem celem posiadania kontraktów futures jest jedynie optymalizowanie kosztów operacyjnych funduszu poprzez utrzymywanie minimalnego bufora gotówkowego na potrzeby pokrywania bieżących kosztów funduszu lub dostosowywanie ekspozycji funduszu na potrzeby drobnych operacji (np. zainwestowania dywidendy, która została już naliczona, ale jeszcze niewypłacona).

Replikacja syntetyczna polega natomiast na uzyskiwaniu ekspozycji na indeks za pomocą instrumentów finansowych innych niż instrumenty będące podstawą kalkulacji indeksu. Takimi instrumentami finansowymi mogą być inne fundusze inwestycyjne (w tym inne ETF-y), futures na indeks, opcje na indeks czy najpowszechniej stosowane swap-y całkowitego dochodu (ang. *total return swaps*).

Swap dochodu całkowitego umożliwia zarządzającemu wymianę dochodu z aktywów posiadanych w portfelu funduszu na dochód indeksu określonego w umowie z dostawcą swap-a. Dzięki uwzględnieniu wartości swap-a, wycena funduszu zachowuje się w taki sposób, jak gdyby fundusz faktycznie posiadał składniki indeksu pomimo iż w rzeczywistości portfel funduszu tworzą zupełnie inne aktywa.

Lyxor WIG 20 UCITS ETF

Po wstępie, w którym zwróciłem uwagę na kilka aspektów istotnych dla analizy wyników funduszy typu ETF, możemy przejść do analizy pierwszego z ETF-ów – Lyxor WIG 20 UCITS ETF.

Lyxor WIG 20 UCITS ETF jest subfunduszem wydzielonym w ramach funduszu inwestycyjnego otwartego (SICAV) Multi Units Luxembourg. Lyxor WIG 20 ETF został utworzony na bazie prawa luksemburskiego i uruchomiony na początku 2010 roku. Na GPW zadebiutował 22 września 2010 roku, stając się pierwszym ETF-em notowanym na naszym parkiecie (do tej pory na GPW notowane są cztery ETF-y). Aktywa pod zarządzaniem wyniosły na koniec maja 2019 roku niespełna 120 mln PLN⁹. Do 5 grudnia 2018 r. benchmarkiem funduszu było 100% WIG20, jednak od 6 grudnia 2018 r. fundusz zmienił swój benchmark na 100% WIG20TR¹⁰. Mając na uwadze analizę przeprowadzoną dla ING

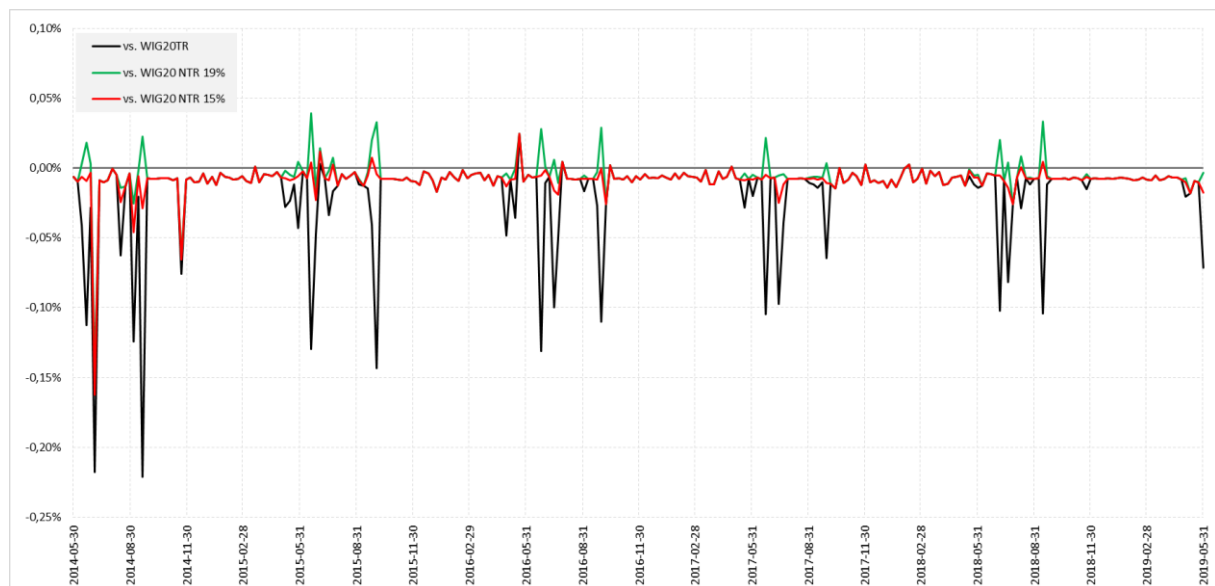
⁹ https://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-zagraniczne/profil-funduszu/MUL001_A_PLN/Multi-Units-Luxembourg--Lyxor-ETF-WIG20-%28PLN%29.html

¹⁰ https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/etf/ETF_WIG20TR_komunikat.pdf

BSK Indeks WIG 20 FIO i wyciągnięty z niej wniosek o niepłaceniu podatku od dywidendy przez fundusze luksemburskie, możemy przyjąć, że indeks dochodowy brutto powinien być rzeczywiście tym właściwym typem indeksu dla Lyxor WIG 20 ETF. Fundusz stosuje replikację syntetyczną, uzyskując stopy zwrotu indeksu za pomocą swap-ów dochodu całkowitego. Opłata za zarządzanie wynosi obecnie 0,45% w skali roku i jest jedynym kosztem operacyjnym, jaki ponosi fundusz (dość często firmy inwestycyjne z krajów rozwiniętych zobowiązują się do pokrywania wszelkich innych kosztów operacyjnych dotyczących funduszu z pobieranej opłaty za zarządzanie).

Tygodniowe różnice odwzorowania dla okresu 5-letniego dla tego funduszu kształtowały się tak jak na poniższym wykresie. Różnice odwzorowania obliczono 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].

Wykres 5. Lyxor WIG 20 UCITS ETF – tygodniowa różnica błędu odwzorowania



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.lyxoretf.pl i stooq.pl

Wnioski z analizy powyższego wykresu są dość zaskakujące. Okazuje się bowiem, że Lyxor WIG 20 UCITS ETF w rzeczywistości naśladuje wyniki indeksu dochodowego netto stosującego 15-procentową stawkę opodatkowania dywidendy (oznaczonego na wykresie jako WIG20 NTR 15%), podczas gdy w teorii powinien on przynosić stopę zwrotu zbieżną ze stopą zwrotu z WIG20TR. Fakt ten związany jest ze sposobem replikowania indeksu.

Jak wiemy, fundusz stosuje replikację syntetyczną za pomocą swap-u dochodu całkowitego. Taki swap zapewnia funduszowi przynoszenie stopy zwrotu opartej na notowaniach spółek z WIG20, nawet pomimo posiadania w portfelu wyłącznie akcji dużych spółek giełdowych z krajów Europy Zachodniej, Japonii i USA. Dzieje się tak, ponieważ konstrukcja swap-u polega na cyklicznym przekazywaniu przez fundusz stopy zwrotu uzyskanej w danym okresie z posiadanych w portfelu spółek (jedna noga płatności swap-a) w zamian za stopę zwrotu uzyskaną w analogicznym okresie z portfela spółek należących do WIG20 o tej samej wartości (druga noga płatności swap-a). Stroną, która przekazuje funduszowi stopę zwrotu z portfela spółek z WIG20, jest dostawca swap-a, w tym przypadku francuski bank Societe

Generale (jest on jednocześnie właścicielem Lyxor International Asset Management S.A.S. – spółki zarządzającej funduszem Multi Units Luxembourg).

Mamy więc do czynienia z sytuacją, w której to bank zagraniczny jest faktycznym posiadaczem spółek z WIG20 (o ile zabezpiecza swoją nogę swap-a). Polska ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych przewiduje zwolnienie od podatku dochodowego, w tym od podatku od dywidend, jedynie w stosunku do określonych instytucji państwowych, polskich funduszy inwestycyjnych (z pewnymi zastrzeżeniami dla FIZ-ów) i emerytalnych oraz spełniających określone w ustawie kryteria zagranicznych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Nie zwalnia więc ona żadnego banku (nie licząc NBP), czy to krajowego czy zagranicznego. Fakt ten obliuguje Societe Generale do płacenia podatku u źródła od dywidend otrzymywanych od spółek z WIG20. Stawka podatku u źródła określona w umowie o unikaniu podwójnego opodatkowania pomiędzy Polską a Francją (kraj siedziby banku Societe Generale) jest taka sama jak ta luksemburska i wynosi 15%. Zatem stosując do analizy stawkę podatku u źródła dla Luksemburga, nieco przypadkowo, otrzymaliśmy ten właściwy typ indeksu, który rzeczywiście jest naśladowany przez Lyxor WIG 20 UCITS ETF.

Co dla inwestora oznacza płacenie podatku od dywidendy przez fundusz Lyxora? Oznacza to, że inwestor traci na inwestycji w ten fundusz około 0,3-0,6% (= 15% z 2-4% stopy dywidendy indeksu WIG20 w ostatnich latach) w skali roku w stosunku do funduszy, które replikują WIG20 za pomocą bezpośrednich inwestycji w akcje (przy założeniu, że są one obciążone podobnym poziomem kosztów). Jest to więc dodatkowy, ukryty koszt dla inwestora.

Znacznie bardziej pozytywną i wartą odnotowania kwestią jest wysoka jakość naśladowania indeksu dochodowego netto przez Lyxor WIG 20 ETF (od roku 2017 tygodniowe różnice odwzorowania zawierały się w przedziale jedynie od -0,026% do 0,004%). Jest ona nieporównywalnie wyższa niż w przypadku przedstawionych wcześniej polskich funduszy indeksowych. Wiąże się to poniekąd z jedną z zalet ETF-ów, jaką jest pośrednictwo animatora funduszu pomiędzy inwestorami a ETF-em, ale także ze sposobem replikacji. Przyjmuje się, że replikacja indeksu za pomocą swap-a umożliwia dokładniejsze naśladowanie indeksu niż replikacja fizyczna (pomimo iż ona również jest bardzo precyzyjna, co zostanie pokazane na przykładzie iShares MSCI Poland ETF). Wiąże się ona jednak z koniecznością zapłacenia dostawcy swap-a pewnej premii za zawarcie kontraktu oraz dodatkowo wystawia fundusz na ryzyko kontrahenta, które materializuje się w sytuacji niewywiązania się z umowy przez drugą stronę swap-a w przypadku korzystnego dla funduszu (a niekorzystnego dla drugiej strony) ruchu na aktywach będących podstawą rozliczenia.

Na przykładzie Lyxor WIG 20 ETF dowiedzieliśmy się zatem, że sposób replikacji funduszu typu ETF może mieć wymierne znaczenie dla inwestora. W sytuacji, w której bezpośrednia inwestycja w akcje daje funduszowi przewagę podatkową nad innymi typami inwestorów instytucjonalnych (tak jak ma to miejsce w polskim prawie), stosowanie replikacji syntetycznej przez fundusz może okazać się w niektórych przypadkach rozwiązaniem bardziej kosztownym dla inwestora (bo fundusz staje się wtedy efektywnym podatnikiem podatku od dywidendy).

iShares MSCI Poland ETF

Analizując kolejnego ETF-a, natknąłem się na sytuację jeszcze ciekawszą od tej, którą opisałem na przykładzie Lyxor WIG 20 UCITS ETF. Zanim jednak przejdziemy do analizy, warto zapoznać się z podstawowymi danymi na temat obecnie jedyne¹¹ ETF-a notowanego na giełdzie amerykańskiej z całkowitą ekspozycją na Polskę – iShares MSCI Poland ETF.

iShares MSCI Poland ETF jest funduszem utworzonym na bazie prawa amerykańskiego. Zarządzany jest przez BlackRock Fund Advisors, spółkę należącą do największego na świecie dostawcy ETF-ów – BlackRock (ponad 800 ETF-ów o łącznych aktywach rzędu 1,9 biliona (!) USD¹²). Fundusz notowany jest na amerykańskiej giełdzie NYSE Arca od 26 maja 2010 roku. Aktywa funduszu na koniec maja 2019 roku wynosiły 255 mln USD (jednostki funduszu wyceniane są w USD)¹³. Benchmarkiem funduszu jest MSCI Poland IMI 25/50 indeks dochodowy netto dla 19-procentowej stawki opodatkowania dywidend. Indeks MSCI Poland IMI 25/50 jest wariantem MSCI Poland dopasowanym do ograniczeń inwestycyjnych dla funduszy amerykańskich (obecnie na indeks składają się 34 polskie spółki)¹⁴. W teorii, dla funduszu inwestującego w akcje spółek zagranicznych właściwszym indeksem byłby indeks dochodowy netto obliczony dla 15% stawki opodatkowania dywidend (stawka podatku u źródła pomiędzy Polską a USA). Fundusz dokonuje bezpośrednich inwestycji w akcje polskich spółek. Fundusz wypłaca inwestorom dwa razy do roku dywidendę (w czerwcu i grudniu). Opłata za zarządzanie za ostatni rok sprawozdawczy kształtowała się na poziomie 0,59% w skali roku, natomiast pozostałe koszty przypisane do funduszu wyniosły 0,04%.

Tygodniowe różnice odwzorowania dla okresu 5-letniego dla tego funduszu kształtowały się tak jak na poniższym wykresie. Różnice odwzorowania obliczono względem indeksu dochodowego brutto [linia czarna] oraz dwóch indeksów dochodowych netto – jednego obliczonego dla 19% stopy opodatkowania dywidend [linia czerwona] a drugiego dla 15% [linia zielona]. Stopy zwrotu funduszu dla dni, w których fundusz wypłacał dywidendę, zostały skorygowane w górę o wartość wypłaconej w danym dniu dywidendy. Stopy zwrotu zostały obliczone w oparciu o dane wyrażone w USD (waluta wyceny funduszu).

Skupiając swoją analizę na momentach wypłat dywidend, możemy dojść do wniosku, że typem indeksu naśladowanym przez iShares MSCI Poland ETF jest indeks dochodowy netto obliczony dla stawki podatku u źródła równej 15%. Taki też typ jest zbieżny z teorią. Nie możemy jednak przeprowadzić analizy nie zwracając uwagi na pojedyncze tygodnie (a tak naprawdę dni), w których fundusz przynosił stopy zwrotu wyraźnie lepsze lub gorsze od naśladowanego indeksu (7 takich punktów na wykresie). Odpowiedzi o przyczynie tych anomalii poszukałem w sprawozdaniach finansowych funduszu i znalazłem ją dla trzech ostatnich zdarzeń (oznaczonych na wykresie niebieskimi kółeczkami).

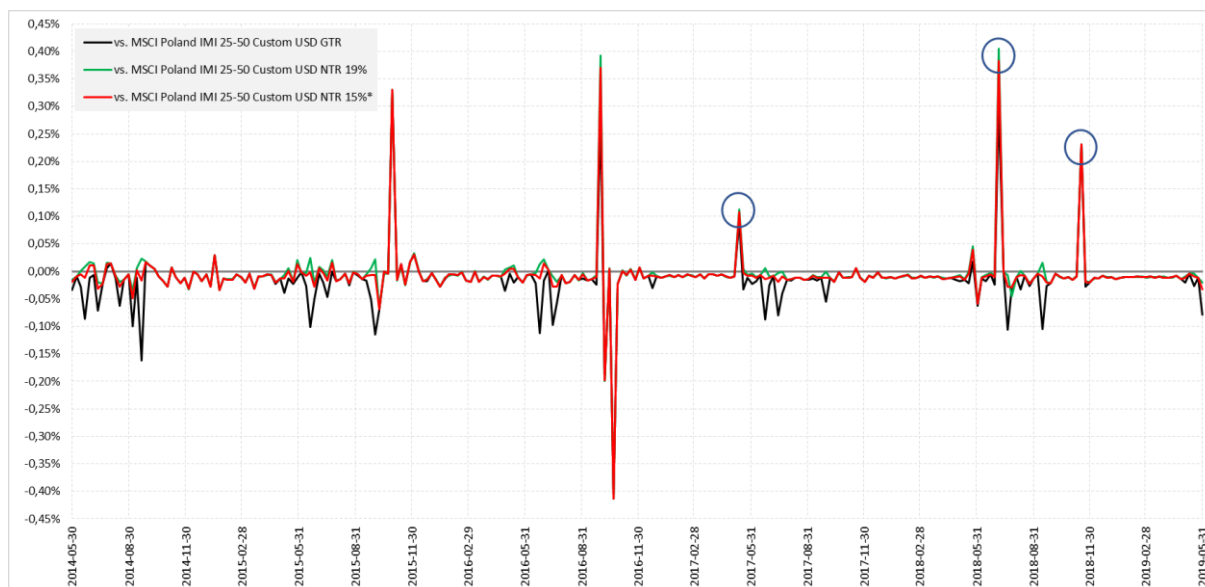
¹¹ <https://strefainwestorow.pl/artykuly/fundusze-inwestycyjne/20190319/polska-fundusze-etf>

¹² <https://www.ishares.com/us/resources/about-ishares>

¹³ <https://www.ishares.com/us/products/239676/ishares-msci-poland-capped-etf>

¹⁴ <https://www.msci.com/documents/10199/00fb1c55-0429-491a-95bb-9da1fcaa9e7e>

Wykres 6. iShares MSCI Poland ETF – tygodniowa różnica błędu odwzorowania



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.ishares.com i Bloomberg

Jak się okazuje, powodem, dla którego fundusz miał w ostatnich latach dni ze stopą zwrotu wyraźnie lepszą od naśladowanego indeksu, jest materializowanie się roszczeń w stosunku do polskiego urzędu skarbowego o zwrot podatku od dywidend poniesionego przez fundusz w danym okresie. Jak to możliwe, że fundusz amerykański otrzymuje zwrot podatku dochodowego od polskiego fiskusa, skoro polska ustawa o CIT przewiduje zwolnienie podatkowe jedynie dla tych funduszy inwestycyjnych, które mają swoją siedzibę na terenie Europejskiego Obszaru Gospodarczego?

Związane jest to z wyrokiem Trybunału Sprawiedliwości UE z 10 kwietnia 2014 r. (w sprawie C-190/12), zgodnie z którym ograniczenie zwolnienia z podatku dochodowego tylko do funduszy inwestycyjnych z EOG narusza przepisy Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w zakresie zakazu ograniczeń w przepływie kapitału w UE oraz między państwami członkowskimi i krajami spoza Wspólnoty. Takie stanowisko Trybunału umożliwi funduszom inwestycyjnym spoza EOG ubieganie się o zwrot podatku pobranego u źródła od wypłacanych przez polskie spółki dywidend. Aby jednak faktycznie nastąpił zwrot nadpłaty podatku, konieczne jest istnienie zobowiązania do pomocy administracyjnej pomiędzy Polską a krajem siedziby funduszu oraz pozytywna weryfikacja polskiego sądu (na podstawie przesłanych przez fundusz informacji) o funkcjonowaniu takiego funduszu na zasadach równoważnych z unijnymi¹⁵. Oznacza to dla inwestorów funduszu iShares MSCI Poland ETF tyle, że początkowo fundusz obciążany jest podatkiem od dywidendy, a dopiero w terminie późniejszym wartość tego podatku zostaje mu zwrócona (pod warunkiem, że polski sąd wyda pozytywną opinię). Możliwe jest zatem, że nieopisane w sprawozdaniach punkty z 2015 i 2016 roku miały związek z początkowym przyznaniem funduszowi zwrotu nadpłaty podatku i z późniejszym cofnięciem tej decyzji przez sąd.

Kwestia roszczeń funduszu do zwrotu nadpłaty podatku ma dla uczestników funduszu również wymiar kosztowy. Wspomniane we wprowadzeniu pozostałe koszty ponad opłatę za zarządzanie (0,04% dla ostatniego roku obrotowego) są związane wyłącznie z wynagrodzeniem wypłaconym doradcom prawnym, którzy występowali w imieniu funduszu

¹⁵ <https://www.pb.pl/amerykanske-fundusze-inwestycyjne-podlegaja-zwolnieniu-z-cit-w-polsce-757778>

o zwrot tego podatku. Wynagrodzenie doradców uzależnione było od kwoty wypłaconej funduszowi nadpłaty podatku i wynosiło 10% jej wartości.

Jak widzimy, sytuacja początkowego obciążenia podatkiem u źródła i późniejszego jego zwrotu znacznie utrudnia analizę funduszu iShares MSCI Poland ETF. Z jednej strony przez niemal cały rok fundusz zachowuje się podobnie do indeksu dochodowego netto, z drugiej strony natomiast jego stopa zwrotu w dłuższym terminie powinna być bardziej zbieżna z indeksem dochodowym brutto. Jeżeli celem naszej analizy jest porównywanie stóp zwrotu funduszu do indeksu w okresach co najmniej rocznych, właściwym indeksem do porównania będzie ten typu dochodowego brutto.

W tym miejscu warto jeszcze zaznaczyć, że na rynkach europejskich (m.in. w Londynie) notowany jest fundusz iShares MSCI Poland UCITS ETF. Jest to fundusz utworzony na bazie prawa irlandzkiego i zarządzany przez irlandzki oddział BlackRock – BlackRock Asset Management Ireland Limited. Benchmarkiem funduszu jest MSCI Poland – indeks przypominający swoją strukturą WIG20¹⁶. Analiza różnic odwzorowania wykazała, że fundusz naśladuje swoimi wynikami indeks dochodowy brutto, co jest zbieżne z naszymi oczekiwaniami wypracowanymi na bazie analiz przedstawionych w tym artykule. Z racji chęci niepowielania tego samego problemu kilka razy (fundusz z kraju EOG niepłacący podatku od dywidendy), opis analizy tego funduszu postanowiłem ograniczyć jedynie do powyższej wzmianki o istnieniu takiego funduszu.

Podsumowanie

W ramach tego dwuczęściowego artykułu dokonaliśmy analizy czterech funduszy pasywnie zarządzanych ze 100% ekspozycją na akcje polskie. Przeprowadzona analiza wykazała, że każdy fundusz inwestycyjny, pomimo różnych charakterystyk i sposobów uzyskania ekspozycji, w sytuacji w której dokonuje inwestycji w akcje polskich spółek, jest w Polsce zwolniony z podatku od dywidendy. Konsekwencją tego wniosku jest to, że wyniki funduszy inwestycyjnych z ekspozycją na rynek akcji polskich powinny być zawsze odnoszone do odpowiedniego indeksu dochodowego brutto. Zatem analizując dany fundusz, powinniśmy zwrócić uwagę na to, czy jego benchmark jest oparty o indeksy dochodowe brutto. Jeżeli nie, to mamy do czynienia z sytuacją błędnej konstrukcji benchmarku, która może z kolei wpłynąć na powstanie fałszywego wyobrażenia o wyższych niż w rzeczywistości umiejętnościach zarządzającego, i to bez względu na to czy zarządza on w sposób aktywny czy indeksowy.

Warto mieć również na uwadze, że sytuacja, w której fundusz powinien porównywać swoje wyniki do indeksu dochodowego brutto, może się niestety zmienić w niedalekiej przyszłości. Wiąże się to z potencjalnym wprowadzeniem opodatkowania dywidend wypłacanych na rzecz funduszy inwestycyjnych¹⁷. W takiej sytuacji typem indeksu właściwym do analizy funduszy na akcje polskie będzie indeks dochodowy netto, czyli typ indeksu, który obecnie nie jest publikowany przez GPW. Zrodzi to kolejny problem dla inwestora przy analizie wyników funduszy inwestycyjnych – konieczność kalkulowania indeksów dochodowych netto we własnym zakresie.

¹⁶ <https://www.ishares.com/uk/individual/en/products/251875/ishares-msci-poland-ucits-etf>

¹⁷ <https://www.pb.pl/podatkowy-absurd-uderzy-w-inwestorow-964748>