
Zarządzanie ETF-ami typu long i short

Niedawno na warszawskim parkiecie zadebiutował kolejny, szósty już fundusz ETF – Beta ETF WIG20short Portfelowy FIZ. W odróżnieniu od dotychczas notowanych na GPW w Warszawie ETF-ów typu long dążących do odwzorowania wprost wyników indeksu bazowego (dźwignia = 1), jest to produkt typu short (inverse) umożliwiający osiąganie zysków w sytuacji spadku wartości indeksu bazowego. To pierwszy tego rodzaju instrument finansowy dostępny na polskim rynku i jeden z relatywnie niewielu notowanych w Europie.

Ze względu na jeszcze stosunkowo niewielką wiedzę większości uczestników rynku giełdowego na temat funkcjonowania tego rodzaju instrumentów finansowych (co jest zjawiskiem jak najbardziej zrozumiałym w sytuacji wcześniejszego braku tego typu ETF-ów na warszawskiej giełdzie), wskazanym wydaje się zaprezentowanie istotnych aspektów z nimi związanych, wyróżniających je na tle funduszy ETF typu long. W niniejszym tekście skupię się na dwóch z nich: sposobie zarządzania ETF-ami typu short oraz kosztach inwestowania w tego rodzaju instrumenty finansowe.

Zarządzanie funduszami typu long

Dla lepszego zrozumienia zarządzania ETF-ami typu short, na początku zwróćmy uwagę na specyfikę pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszy typu long. W powszechnej opinii ta metoda zarządzania portfelem, która dotyczy zdecydowanej większości funduszy ETF i instrumentów typu ETP notowanych na światowych giełdach, nie wymaga ani znaczącej wiedzy, ani dużego zaangażowania ze strony osób odpowiedzialnych za ten proces. Cóż bowiem jest trudnego i skomplikowanego w zarządzaniu inwestycją, której celem jest jak najdokładniejsze odwzorowywanie wyników określonego indeksu finansowego? Wydaje się, że jest to zadanie niezwykle proste, ba – dostępne dla każdego, kto posiada nawet niewielkie doświadczenie w inwestycjach giełdowych. Wystarczy przecież kupić – w przypadku naśladowania np. indeksu akcji – papiery wartościowe spółek tworzących dany indeks w proporcjach odpowiadających ich wagom (udziałom) w portfelu tegoż indeksu. Co więcej – raz stworzony w ten sposób portfel jest niemal bezobsługowy – *wydaje się*, że wystarczy dokonywać tylko okresowych, zwykle niewielkich, jego modyfikacji w momencie korekty składu i rebalansowania portfela indeksu. Co więcej, nie powinno być to zadanie szczególnie uciążliwe i absorbujące – w przypadku większości indeksów warszawskiej giełdy sytuacja taka ma miejsce co kwartał, a w indeksach akcyjnych rynków zagranicznych nierzadko tylko co pół roku, a nawet tylko raz w roku. Nie trzeba zatem samodzielnie dokonywać ani selekcji spółek do portfela, określać ich wag, ani też modyfikować udziałów spółek w portfelu w zależności od zmieniających się warunków rynkowych. Zbędne są również działania w zakresie alokacji – portfel funduszu odwzorowującego wyniki indeksu powinien bowiem z założenia być w jak największym stopniu wypełniony instrumentami wchodzącymi w skład indeksu, natomiast w jak najmniejszym stopniu innymi walorami i/lub płynnymi aktywami (w tym

gotówką), gdyż powoduje to tzw. *cash drag* i potencjalnie skutkuje wzrostem rozbieżności między wynikami funduszu a wynikami indeksu (*tracking difference*).

Choć takie spojrzenie na zarządzanie aktywami mające na celu osiągnięcie stopy zwrotu jak najbardziej zbliżonej do stopy zwrotu indeksu jest bardzo rozpowszechnione, jest jednocześnie bardzo powierzchowne. Nie uwzględnia bowiem szeregu aktywności, jakie muszą podejmować zarządzający portfelem funduszu indeksowego lub funduszu ETF oraz osoby z back-office`u (zajmujące się np. wyceną, raportowaniem, czy kontrolą ryzyka), aby zminimalizować niedokładność odwzorowania wyników replikowanego indeksu. Są to działania o bardzo różnym charakterze i różnym pochodzeniu.

Po pierwsze w momencie kreacji/umorzenia tytułów uczestnictwa zarządzający musi kupić/sprzedać odpowiednią liczbę papierów wartościowych, tak aby struktura aktywów funduszu, mimo zwiększenia/obniżenia wartości aktywów, nie uległa zmianie. Częstotliwość podejmowania tego rodzaju działań z reguły nie jest duża, jednak w przypadku dużej zmienności na rynku może istotnie rosnąć i stwarzać problemy, zwłaszcza w momencie pojawienia się konieczności szybkiej sprzedaży znaczącego pakietu akcji relatywnie mało płynnych akcji.

Drugi powód wymuszający dokonanie transakcji kupna/sprzedaży akcji to zmiana składu i/lub struktury portfela indeksu. Okresowe decyzje dostawców indeksów (*index providers*) dotyczące wpisania lub wykreślenia spółki z portfela indeksu, bądź zmiany pakietów uczestników indeksu są z reguły znane z wyprzedzeniem, zwykle wystarczająco dużym, aby zarządzający mógł w odpowiedni sposób przygotować się do tego rodzaju zdarzeń. Dotyczy to jednak tylko indeksów cechujących się przejrzystością i opartych o znane powszechnie zasady (*rules-based indexes*). W przypadku nadzwyczajnych korekt indeksów lub w sytuacji, gdy indeks jest zarządzany w sposób uznaniowy (decyzje podejmowane są np. przez komitet indeksowy bez ujawniania metodologii, jaką się kieruje), zarządzający często musi błyskawicznie reagować na niespodziewane zmiany jego struktury, co może rodzić problemy i zwiększać koszty np. gdy konieczny jest zakup/sprzedaż stosunkowo dużego pakietu akcji określonej spółki w krótkim okresie.

Kolejna grupa przyczyn, która skutkuje koniecznością przeprowadzenia transakcji giełdowych to operacje rynkowe takie jak np. podział (*split*) akcji, ich scalenie, emisja akcji z prawem poboru oraz wypłata dywidendy. O ile pierwsze trzy okoliczności występują stosunkowo rzadko, a ich konsekwencje z punktu pasywnie zarządzanego funduszu są znikome, o tyle wypłata dywidendy jest operacją przeprowadzaną relatywnie często (zwłaszcza w przypadku indeksów o dużej liczbie uczestników) i wymuszającą od zarządzającego przeprowadzenie działań dostosowawczych. W przypadku inwestowania w akcje spółek zagranicznych, podlegających innej jurysdykcji, dodatkowo dochodzi jeszcze kwestia uwzględnienia specyficznych dla danego kraju przepisów podatkowych dotyczących opodatkowania dywidend (m.in. ubieganie się o zwrot nadpłaconego podatku).

Część funduszy ETF na świecie (nie dotyczy to na razie krajowych ETF-ów) próbuje uzyskać dodatkowy dochód z inwestycji udzielając pożyczek papierów wartościowych (*securities lending*). To jeden z tych rodzajów aktywności zarządzających aktywami, który z reguły jest zupełnie niedostrzegany przez inwestorów (choć informacja na ten temat znajduje się w dokumentach funduszu i zwykle także na jego stronie internetowej), a który może istotnie poprawiać efektywność naśladowania wyniku indeksu, a tym samym umożliwiać osiągnięcie celu inwestycyjnego. Innymi słowy, dochody z tytułu pożyczek

papierów wartościowych sprawiają, że inwestor efektywnie jest obciążony niższymi kosztami niż pierwotnie mogłoby mu się to wydawać.

Poza wymienionymi sytuacjami, wyzwaniem dla zarządzającego akcyjnym funduszem indeksowym lub funduszem ETF mogą być również niezależne od niego zdarzenia zewnętrzne (na szczęście stosunkowo rzadko występujące) takie jak: zmiana metodologii konstruowania i/lub obliczania indeksu skutkująca zmianą jego struktury, modyfikacja zasad określających przynależność sektorową spółek, reklasyfikacja krajów (w przypadku indeksów globalnych lub regionalnych), a nawet zaprzestanie obliczania indeksu (co wymusza wybór przez fundusz nowego indeksu). Warto także wspomnieć o zdarzeniach mających charakter wewnętrzny, których konsekwencją mogą być transakcje kupna/sprzedaży papierów wartościowych: decyzja spółki zarządzającej o zmianie sposobu replikacji indeksu (np. z fizycznej na syntetyczną lub na odwrót, z pełnej replikacji na metodę reprezentatywnej próbki lub na odwrót), czy zmiana dostawcy indeksu, a zatem także replikowanego indeksu (co w praktyce oznacza konieczność konstruowania portfela od nowa).

Sytuacja może się dodatkowo skomplikować, kiedy fundusz dąży do jak najbardziej precyzyjnego odwzorowania stopy zwrotu nie jednego określonego indeksu, lecz benchmarku składającego się z kilku odrębnych indeksów. Z taką sytuacją mamy do czynienia w przypadku niektórych polskich funduszy indeksowych posiadających ekspozycję na krajowy rynek akcji, które naśladują benchmark, w skład którego wchodzi (w odpowiednich proporcjach) zarówno indeks WIG20, jak i mWIG40.

Zarządzanie funduszami typu short

W przypadku funduszy typu leverage (w tym także typu short) najważniejszym wyzwaniem dla zarządzającego jest konieczność znacznie częstszego niż w funduszach typu long dostosowywania portfela inwestycyjnego do indeksu. Zarządzający jest zatem zmuszony do zawierania transakcji nie tylko okresowo, w wypadku zaistnienia opisanych powyżej zdarzeń typowych dla funduszy typu long, ale w zasadzie niemal nieustannie (w praktyce odbywa się to automatycznie – na skutek kalkulacji modelu finansowego). Dzieje się tak, gdyż wartość bezwzględna ekspozycji funduszu naśladującego indeks short lub leverage (np. poprzez kontrakty futures, czy krótką sprzedaż akcji) zmienia się w odwrotnym kierunku (w funduszach typu short) lub w innym tempie (w funduszach typu leverage) niż naśladowany indeks. Przykładowo, wartość bezwzględna wskaźnika ekspozycji funduszu typu short (bez dźwigni), która na początku sesji jest zbliżona do 100% (|-100%|) spada, kiedy wartość indeksu short rośnie (wzrost wartości indeksu short oznacza spadek wartości indeksu long, czyli indeksu będącego podstawą ekspozycji dla kontraktu futures). W praktyce zatem zarządzający musi na koniec sesji (jeżeli fundusz dąży do odwzorowania zmian indeksu w ujęciu dziennym) dostosowywać portfel funduszu przeprowadzając transakcje, które umożliwią uzyskanie z powrotem wskaźnika ekspozycji na poziomie jak najbardziej zbliżonym do -100%. W przypadku funduszy typu short oznacza to kupno/sprzedaż odpowiedniej liczby kontraktów futures na indeks bazowy (oczywiście przy założeniu, że taki instrument pochodny jest dostępny na rynku).

Zarządzanie funduszami typu leverage wymaga od zarządzającego zatem nie tylko stałego monitorowania sytuacji na rynku indeksu bazowego, ale także może być związane z wyższymi kosztami

zarządzania portfelem niż w przypadku funduszy typu long. W szczególności chodzi o koszty transakcji kupna i sprzedaży kontraktów futures. Nic zatem dziwnego, że opłaty za zarządzanie lub wskaźnik kosztów całkowitych (*total expense ratio* (TER)) w przypadku tego typu produktów inwestycyjnych są z reguły wyraźnie wyższe niż w ETF-ach typu long.

Koszty funduszu Beta ETF WIG20hort

Jak wygląda kwestia kosztów w przypadku funduszu Beta ETF WIG20short? Otóż opłata za zarządzanie (wynagrodzenie TFI) wynosi w jego przypadku maksymalnie 2,0%, czyli znacznie więcej niż w pozostałych ETF-ach notowanych na GPW w Warszawie. Czy jednak faktycznie jest ona tak wysoka, jak się wydaje na pierwszy rzut oka i czy ma ona aż takie znaczenie dla inwestorów zazwyczaj aktywnie posługujących się tego rodzaju instrumentem finansowym?

Po pierwsze – spójrzmy jak kształtują się stawki TER w ETF-ach typu short (inverse) (nie stosujących dźwigni) na świecie w porównaniu do produktów akcyjnych typu long. Według danych spółki ETFGI monitorującej światowy rynek funduszy ETF i instrumentów typu ETP (*exchange-traded product*) średnia wartość wskaźnika kosztów ETF-ów i ETP typu short wynosi 0,76%, natomiast dla akcyjnych ETF-ów i ETP typu long jest to 0,21%. Jeżeli proporcje te przełożymy na nasz rynek i porównamy opłatę za zarządzanie w funduszu Beta ETF WIG20short ze średnią opłatą w akcyjnych ETF-ach posiadających ekspozycję na polski rynek akcji (Lyxor WIG20 UCITS ETF, Beta ETF WIG20TR i Beta ETF mWIG40TR) (0,55%), to okaże się, że relacje te są w zasadzie identyczne.

Popatrzmy także na to, jak kształtuje się relacja stawek TER w europejskich funduszach ETF odwzorowujących główne indeksy akcyjne (krajowe) i w funduszach ETF typu short opartych na tych samych indeksach bazowych (tabela 1). Choć występuje tu znaczne zróżnicowanie (od 1,4 do 5,6), to jak się okazuje, nie jest niczym wyjątkowym sytuacja, w której TER funduszu ETF typu short jest aż pięciokrotnie wyższy od TER funduszu typu long.

Tabela 1. Wskaźniki kosztów całkowitych (TER) europejskich akcyjnych funduszy ETF typu long i short					
Indeks bazowy	Fundusz ETF (long)	TER	Fundusz ETF (short)	TER	TER ETF short/TER ETF long
FTSE 100	Xtrackers FTSE 100 UCITS ETF	0,09%	Xtrackers FTSE 100 Short Daily Swap UCITS ETF	0,50%	5,56
DAX	ComStage DAX UCITS ETF	0,08%	ComStage ShortDAX UCITS ETF	0,30%	3,75
DAX	Xtrackers DAX UCITS ETF	0,09%	Xtrackers ShortDAX Daily Swap UCITS ETF	0,40%	5
CAC 40	Amundi CAC 40 UCITS ETF DR	0,25%	Amundi ETF Short CAC 40 Daily UCITS ETF	0,35%	1,4
CAC 40	Lyxor CAC 40 (DR) UCITS ETF	0,25%	Lyxor CAC 40 Daily (-1x) Inverse UCITS ETF	0,40%	1,6
FTSE MIB	Lyxor FTSE MIB UCITS ETF	0,35%	Lyxor FTSE MIB Daily (-1x) Inverse (Bear) UCITS ETF	0,60%	1,71
S&P 500	Xtrackers S&P 500 UCITS ETF GBP Hedged	0,09%	Xtrackers S&P 500 Inverse Daily Swap UCITS ETF	0,50%	5,56

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów funduszy ETF.

Porównajmy także wysokość statutowej, maksymalnej opłaty za zarządzanie (wynagrodzenie dla TFI) w funduszu Beta ETF WIG20short z faktyczną opłatą za zarządzanie w tradycyjnych krajowych funduszach inwestycyjnych o podobnej polityce inwestycyjnej (tj. funduszach typu short) (tabela 2). Jak wynika z zaprezentowanych danych, w funduszu Beta ETF WIG20short stawka ww. opłaty jest o 46% niższa niż wynosiła w 2018 roku średnia stawka opłat w trzech funduszach prowadzących zbliżoną politykę inwestycyjną.

Tabela 2. Opłaty za zarządzanie w krajowych funduszach inwestycyjnych typu short	
Fundusz	Opłata za zarządzanie (wynagrodzenie dla TFI) w 2018 r.
Quercus short	3,81%
Ipopema short equity	3,78%
Altus short	3,61%

Źródło: sprawozdania finansowe funduszy za 2018 rok.

Na zakończenie warto podkreślić, iż dla inwestora, który korzysta z tego typu instrumentów mających przecież czysto spekulacyjny charakter, ten rodzaj kosztów ma zwykle marginalne znaczenie. Ponieważ na ogół okres między otwarciem a zamknięciem pozycji w przypadku ETF-ów typu leverage (w tym typu short) nie przekracza kilku lub kilkunastu dni (co potwierdzają badania naukowe), koszty jakie z tego tytułu ponosi inwestor są znikome, nawet przy relatywnie wysokich stawkach opłaty za zarządzanie. Znacznie istotniejsze dla ostatecznego wyniku inwestycyjnego przy tradingu są koszty spreadu oraz koszty prowizji brokerskich. To one w decydującym stopniu stanowią o wysokości całkowitego kosztu uczestnictwa w funduszu (*total cost of ownership (TCO)*).

Tomasz Miziołek

www.etf.com.pl

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte w niej treści stanowią wyraz osobistych poglądów autora, nie mają charakteru rekomendacji, porady inwestycyjnej i nie są związane ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa. Serwis etf.com.pl nie ponosi odpowiedzialności z tytułu ewentualnych szkód wynikających z wykorzystania informacji zamieszczonych w raporcie.

Publikowanie niniejszej analizy w Internecie, prasie i innych mediach, w całości lub w części, wymaga pisemnej zgody autora serwisu etf.com.pl.
