

Dawid Bąbol

Zarządzając funduszami BETA ETF w AgioFunds TFI

CZY POLSKIE ETF-Y RZECZYWIŚCIE NIE ZDAJĄ PRÓBY CZASU?

W ostatnich kilku tygodniach nastał nad giełdami całego świata czas rynku niedźwiedzia – wszędzie, gdzie nie spojrzymy, widzimy tylko czerwony kolor. S&P 500 spadł przez ostatnie cztery tygodnie o ponad 25%, nasz rodzimy WIG20 był, jak to zwykle w takich sytuacjach, jeszcze „lepszy” pod tym względem i skurczył się o ponad 35%, przy okazji bijąc w miniony czwartek rekord dziennego spadku z 1997 roku.

W ferworze tych zawirowań nie poradziły sobie polskie ETF-y z rodziny BETA ETF. Tak przynajmniej twierdzą niektórzy komentatorzy rynku i inwestorzy. W moim odczuciu, takie oceny bazują na powierzchownej analizie zachowania funduszy, a często wynikają również z niezrozumienia specyfiki działania funduszy typu ETF. Nie należy mieć jednak o to pretensji. ETF-y wciąż są w naszym kraju nadal mało znanym rozwiązaniem inwestycyjnym i przez to brakuje nam należytego zrozumienia mechanizmów stojących za tego typu produktami. W tym artykule postaram się pokazać, dlaczego polskie ETF-y wcale nie są takie złe, również na tle tych tworzonych przez dostawców zagranicznych.

Zacznijmy od kilku zagadnień niezbędnych do zrozumienia i wyjaśnienia rozbieżności cenowych ETF-ów z rodziny BETA ETF zauważonych przez inwestorów..

Wycena księgową a wycena rynkowa

Pierwszym z nich jest fakt, że tytuły uczestnictwa funduszy notowanych na giełdzie posiadają dwie wyceny – wycenę księgową i wycenę rynkową.

Wycena księgową tytułu uczestnictwa ETF-a jest oficjalną wyceną tytułu uczestnictwa funduszu, odpowiadającą faktycznej zawartości portfela tego funduszu na dany moment. Wycena księgową tytułu ETF-a obliczana jest jako suma wartości inwestycji, środków pieniężnych i należności funduszu pomniejszonych o jego zobowiązania (powstałe głównie ze względu na ponoszone przez fundusz koszty), podzielona przez liczbę istniejących tytułów uczestnictwa tego funduszu. Jej wartość jest publikowana kolejnego dnia roboczego. To właśnie ta wycena odzwierciedla wynik pracy zarządzających i trafność podejmowanych przez nich decyzji.

Wycena rynkowa tytułu uczestnictwa ETF-a jest ceną, po której zawarto ostatnią transakcję na rynku giełdowym. Zmienia się więc w czasie sesji za każdym razem, gdy następuje nowa transakcja tytułami uczestnictwa funduszu. Znamy ją zatem na bieżąco. Wycena rynkowa jest o tyle istotna dla inwestora, że to właśnie ona, z uwagi na to, że jest znana wcześniej niż publikowana dopiero następnego dnia wycena księgową, determinuje orientacyjną wartość inwestycji znajdujących się na jego rachunku maklerskim.

Faktyczną wartość inwestycji determinują jednak kwotowania tytułów ETF-a na rynku giełdowym w kolejnym dniu. A te zależne są z kolei od jego bieżącej (na dany moment trwania sesji) wyceny księgową (tzw. iNAV). Wokół tej wartości powinny zatem oscylować transakcje (a więc tym samym wycena rynkowa) zachodzące na rynku giełdowym ETF-a. Nie powinniśmy mieć więc wątpliwości, że to wycena księgową jest kluczową miarą naśladowania indeksu przez fundusz typu ETF.

Obecność animatora funduszu

Drugą ważną kwestią związaną z ETF-ami jest to, że nad zawieraniem transakcji po cenach zbliżonych do bieżącej wartości księgowej tytułu ETF-a, czuwa animator funduszu, a w razie jego braku również arbitrażysta (z tym, że oni zaczynają działać przy znacznie większym odchyleniu od bieżącej wartości tytułu ETF-a). Zadaniem animatora funduszu jest ciągle kwotowanie tytułów uczestnictwa ETF-a po obu stronach rynku. Wielkość składanych przez niego zleceń i spread pomiędzy nimi jest silnie zależny od płynności na rynkach skorelowanych z rynkiem giełdowym ETF-a. Na przykład w przypadku ETF-a akcyjnego, rynkami skorelowanymi są rynek akcji wchodzących w skład naśladowanego indeksu oraz rynek kontraktów futures na ten indeks.

Najistotniejszym aspektem działalności animatora ETF-a jest ciągłość składania zleceń. Przejawia się ona w tym, że w momencie gdy zlecenie przeciwstawne innego inwestora zrealizuje się ze zleceniem animatora, animator w krótkim czasie (liczonym nawet w sekundach) uzupełnia w arkuszu swoje zlecenie o podobną co zrealizowana ilość i, o ile nie nastąpi w tym czasie jakiś ruch na rynku, po takiej samej cenie jak przed zawarciem transakcji.

Każde takie „dostawianie” przez animatora zleceń, czy to sprzedaży czy kupna, niesie za sobą potencjalne ryzyko inwestycyjne, które urzeczywistnia się w momencie faktycznego zawarcia transakcji. Czemu zatem animator funduszu jest skłonny do ciągłego wstawiania i ewentualnego uzupełniania zleceń?

Po pierwsze, najczęściej animator ma podpisaną z firmą zarządzającą funduszem umowę animowania, która przewiduje wynagrodzenie za wykonywaną usługę po spełnieniu określonych w tej umowie warunków. Takie wynagrodzenie w mniejszym lub większym stopniu łagodzi ewentualne straty finansowe osiągnięte z tytułu animowania (choć najczęściej taka działalność jest dla animatora tak naprawdę źródłem zysków).

Po drugie, animator ETF-a ma możliwość zabezpieczania swojego ryzyka inwestycyjnego poprzez zawieranie odpowiednich transakcji zabezpieczających na rynkach aktywów skorelowanych.

Po trzecie i najważniejsze, konstrukcja ETF-ów umożliwia animatorowi kwotowanie tytułów ETF-a w ilości ograniczonej dopiero sytuacją braku możliwości zabezpieczania się na innych rynkach i związanym z tym możliwym powstaniem nadmiernego w ocenie animatora ryzyka inwestycyjnego. Animator może bowiem sprzedawać na rynku tytuły uczestnictwa ETF-a nawet w sytuacji, gdy takich tytułów fizycznie nie posiada na swojej książce – wystarczy, że pod koniec dnia sesyjnego złoży do funduszu dyspozycję kreacji nowych, brakujących mu tytułów uczestnictwa, a te zostaną wykreowane (i dzięki temu rozliczone) w tym samym dniu, w którym nastąpi rozliczenie transakcji z rynku giełdowego ETF-a.

Brak animatora na rynku giełdowym ETF-a

Pomimo iż zadaniem animatora funduszu jest ciągle dostarczanie kwotowań na rynku giełdowym ETF-a, to jednak nie możemy wymagać od niego utrzymywania jego zleceń w arkuszu przez cały czas trwania sesji.

Może się bowiem zdarzyć, że w pewnych momentach sesji, czy to przez chwilę czy przez kilka/kilkanaście/kilkadziesiąt minut, w arkuszu zleceń nie znajdziemy kwotowań animatora funduszu. Przyczyn tego może być kilka – program kwotujący animatora się zawiesił lub zaczyna popełniać błędy i należy go zrestartować, dopiero co zawarta została transakcja z

animatorem i zlecenie musi zostać odnowione, następuje niespodziewanie duża zmienność na rynku inwestycji pierwotnych ETF-a i animator musi przemyśleć lub przeformułować strategię działania, nastąpiło zawieszenie notowań na rynku inwestycji pierwotnych ETF-a i animator nie może zabezpieczyć swojej pozycji itp. Trzeba zatem zwracać uwagę, czy trafiamy ze swoimi zleceniami na moment, gdy w arkuszu znajdują się kwotowania animatora czy też nie.

Na rynku giełdowym ETF-a składaj tylko zlecenia z limitem ceny

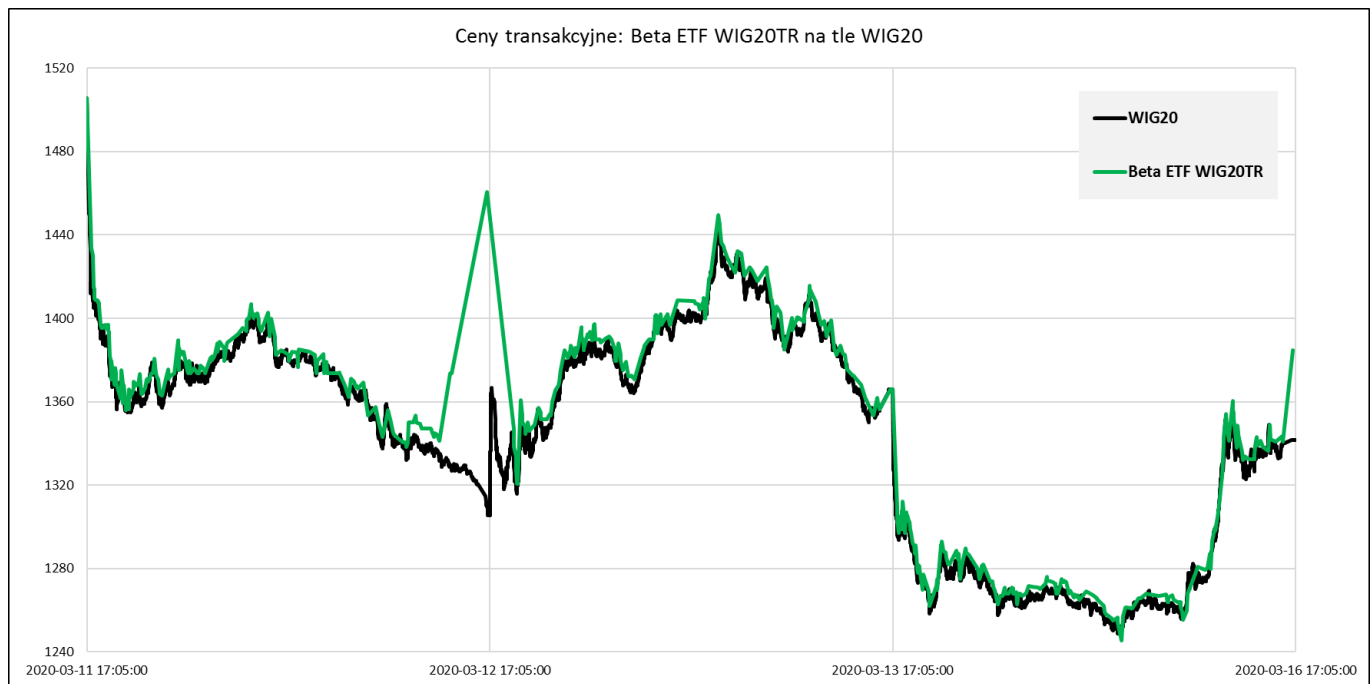
Trzecią i chyba najważniejszą kwestią jest to, że nikt nie zadba o nasze pieniądze lepiej niż my sami. Chcąc dokonywać transakcji na rynku giełdowym ETF-a musimy pamiętać, że w większości sytuacji jego płynność jest determinowana przez zlecenia animatora funduszu. W szczególności dotyczy to rynku giełdowego ETF-a z mniejszą liczbą uczestników lub dopiero rozpoczynającego swoją historię notowań. Działając na rynku giełdowym ETF-a musimy mieć więc na uwadze, że nie jesteśmy w stanie przewidzieć, kiedy nastąpi nagle zniknięcie kwotowań animatora. Czasami może się ono wydarzyć akurat pomiędzy czasem analizy arkusza zleceń a złożeniem przez nas zlecenia. Gdyby tak się stało, to realizacja złożonego przez nas zlecenia PKC czy PCR odbyłaby się po cenach pozostających w arkuszu zleceń, często więc po cenach odległych od bieżącej księgowej wyceny tytułu ETF-a (iNAV).

Na rynkach giełdowych ETF-a rekomenduje się zatem (również namawiają do tego najwięksi dostawcy ETF-ów z BlackRock i Vanguard na czele) składanie zleceń z limitem. Dzięki temu jesteśmy w stanie uniknąć zawarcia transakcji po bardzo niekorzystnej cenie, a w sytuacji powrotu kwotowań animatora funduszu, również do natychmiastowego zawarcia takiej transakcji (o ile oczywiście rynek inwestycji skorelowanych nie odnotuje ruchu w przeciwnym dla nas kierunku i nasz limit nie znajdzie się przez to na niewystarczającym poziomie).

Składanie zleceń z limitem jest jedynie rekomendacją od dostawcy, czyli zarządzającego ETF-em. Dostawca ETF-a nie może zabronić inwestorom dokonywania transakcji po znacznie niekorzystnych cenach. Jeżeli inwestor tego chce lub po prostu nie ma świadomości swojego działania, to nawet mechanizmy zabezpieczające (m.in. obecność animatora funduszu w arkuszu zleceń czy widełki statyczne i dynamiczne określone przez spółkę prowadzącą giełdę) mogą w takim wypadku nie pomóc (a czasami wręcz zawieść).

Kwotowania BETA ETF na tle indeksu

Mając za sobą wstęp edukacyjny, możemy teraz przejść do odpowiedzi na pytanie, czy polskie ETF-y nie zdają egzaminu w tak wymagającym okresie. Spójrzmy na początek na wykres za ostatnie trzy dni sesyjne, przedstawiający ceny dokonanych transakcji na rynku giełdowym funduszu Beta ETF WIG20TR na tle indeksu WIG20 (naśladowanym indeksem przez fundusz jest WIG20TR, jednak w okresach braku wypłat dywidend przez spółki z indeksu zmiany WIG20 są identyczne jak zmiany WIG20TR – zaletą WIG20 jest jednak to, że jest on kalkulowany co 15 sekund, natomiast WIG20TR tylko co 5 minut). Choć wykres ten odnosi się do konkretnego funduszu, to warto nadmienić, że pozostałe fundusze Beta zachowywały się w tym okresie w podobny sposób.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Jak możemy wnioskować z powyższego wykresu, przez znakomitą większość analizowanego okresu kwotowania certyfikatów Beta ETF WIG20TR były zbliżone do swojej teoretycznej bieżącej wartości, którą determinowały zmiany naśladowanego indeksu. Wyjątek stanowiły jedynie końcowa faza sesji z czwartku (2020-03-12) oraz zamknięcie sesji poniedziałkowej (2020-03-16). Za oboma tymi sytuacjami stały mechanizmy ograniczające działalność animatora funduszu.

Jeżeli chodzi o sesję czwartkową, to mieliśmy do czynienia z sesją rekordową pod względem wielkości spadków. Doprowadziła ona do tego, że w końcowej fazie sesji dwa razy zostały zawieszona notowania kontraktów futures na WIG20. Pierwsze zawieszenie trwało kilka minut i miało miejsce chwilę przed godziną 15.00. Drugie zawieszenie rozpoczęło się chwilę po godzinie 16.00 i trwało aż do zakończenia sesji włącznie.

Ta informacja jest o tyle istotna w kontekście tego ETF-a, że, z racji jeszcze mało rozwiniętego rynku giełdowego, animator funduszu zapewne zabezpiecza swoje ryzyko inwestycyjne właśnie kontraktami futures na WIG20. W związku z zawieszeniem notowań tych kontraktów, animator funduszu musiał znacznie ograniczyć swoją działalność w tamtym czasie. W przeciwnym razie mógłby się narazić na powstanie nadmiernego ryzyka inwestycyjnego.

Powód rozbieżności pomiędzy wyceną księgową a wyceną rynkową na zamknięciu sesji poniedziałkowej był zgoła inny od tego stojącego za rozbieżnością w końcowej fazie sesji z czwartku. Wynikał on z ciągle istniejącego problemu niewłaściwie dopasowanych godzin trwania sesji na rynku kontraktów futures.

Obecnie, sesja dla kontraktów futures kończy się o godzinie 17.00, natomiast sesja dla ETF-ów o godzinie 17.02. Biorąc pod uwagę, że sesja dla rynku akcji kończy się o tej samej godzinie co dla kontraktów (17.00), animator funduszu ma możliwość wstawienia zleceń na rynku giełdowym ETF-a na poziomach zbliżonych do jego szacowanej wartości księgowej, wyliczonej w ciągu tych dwóch minut. I to najczęściej robi. Z tym, że wielkość składanych przez niego zleceń jest ograniczona z uwagi na to, że nie ma on już możliwości zabezpieczania swojego ryzyka inwestycyjnego. W związku z tym, w sytuacji wystąpienia nadmiernego popytu

lub podaży, animator funduszu nie jest w stanie ustalić ceny zamknięcia na odpowiednim poziomie (bez poniesienia ryzyka inwestycyjnego, które zwłaszcza w czasach obecnej zwiększonej zmienności jest wyjątkowo duże). Z tego względu powinniśmy dążyć do składania zleceń jeszcze w czasie sesji, kiedy to animator ma duże możliwości zabezpieczania swojej pozycji. Dzięki temu nie będziemy musieli przepłacać tak dużo, jak zrobili to inwestorzy kupujący certyfikaty Beta ETF WIG20TR na zamknięciu sesji w czwartek lub w poniedziałek.

Dla podkreślenia prawidłowości funkcjonowania funduszu Beta ETF WIG20TR spójrzmy jeszcze na poniższą tabelę porównującą stopy zwrotu z benchmarku, wartości księgowej i wartości rynkowej funduszu.

Tabela 1. Beta ETF WIG20TR a poziom WIG20TR

Data	2020-03-11	2020-03-12	2020-03-13	2020-03-16
WIG20TR (pkt.)	2 741,16	2 377,22	2 486,89	2 442,41
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	<i>x</i>	-13,277%	4,613%	-1,789%
WANCI BETAW20T (PLN)	25,650	22,244	23,269	22,849
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	<i>x</i>	-13,279%	4,608%	-1,805%
Cena rynkowa BETAW20T (PLN)	25,640	24,880	23,270	23,590
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	<i>x</i>	-2,964%	-6,471%	1,375%
Cena rynkowa / WANCI	0,9996	1,1185	1,0000	1,0324

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze gpw.pl i agiofunds.pl

Jak możemy dostrzec, wartość księgowa funduszu podążała za indeksem niemal w punkt. Tak zresztą zarządzany jest ten fundusz od początku swojej działalności (potwierdzają to niskie wartości błędu odwzorowania, które nie zostały tutaj zaprezentowane).

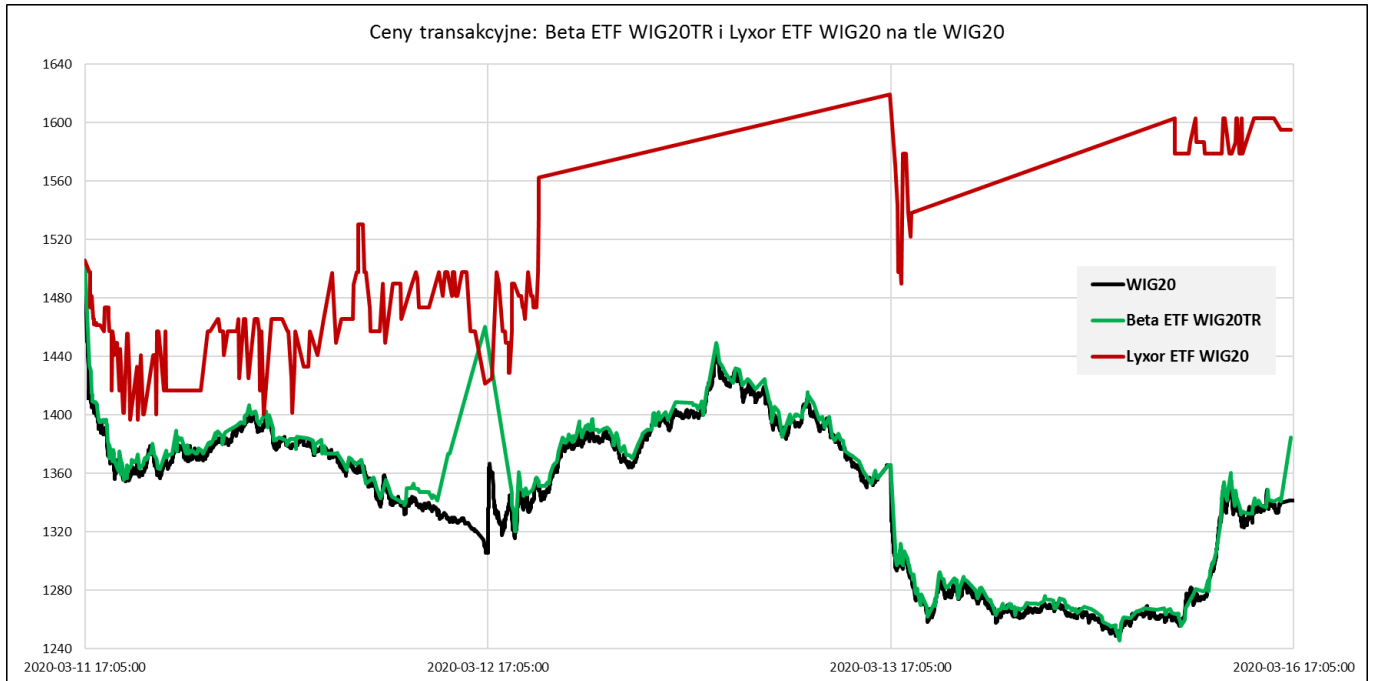
Zupełnie inna sytuacja miała miejsce w przypadku wyceny rynkowej. Z racji znacznej rozbieżności na zamknięciu, inwestorzy błędnie posługujący się rynkową ceną zamknięcia jako wskaźnikiem odpowiednim do porównywania stóp zwrotu tego ETF-a, mogli popaść w niemałą konsternację. Ci, którzy poprawnie posługiwali się wyceną księgową, nie zobaczyli w kwotowaniach tytułów ETF-a w kolejnym dniu niczego nadzwyczajnego.

Podsumowując część poświęconą ETF-om Beta – nie powinniśmy twierdzić, że nie zdają one próby czasu. Ich wyceny, a także kwotowania (przynajmniej w zdecydowanej większości) są takie, jakich inwestorzy powinni oczekiwać. Co więcej, podczas tych ostatnich tygodni wzmożonej zmienności i dużych spadków, inwestorzy jeszcze bardziej docenili instrumenty, jakimi są ETF-y. I zamiast sprzedawać ich tytuły uczestnictwa tak, jak zapewne zrobiła to duża część uczestników tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, oni zaczęli dodatkowo je dokupywać (jak to zostało trafnie zauważone przez prof. Miziołka w artykule ["Inwestujący w ETF-y na GPW w Warszawie zachowują zimną krew"](#) na stronie etf.com.pl), wykorzystując (miejmy nadzieję) chwilowe załamanie cen. Postąpili zatem dokładnie tak, jak na świadomych inwestorów przystało.

Kwotowania Lyxor WIG20 UCITS ETF

Zupełnie inaczej wyglądała sytuacja dla notowań luksemburskiego funduszu Lyxor WIG20 UCITS ETF w ostatnich trzech dniach. Z niewiadomych przyczyn na rynku giełdowym tego ETF-a brakuje animatora funduszu. Z tego powodu, na rynku występuje zauważalny brak płynności, a transakcje zachodzą jedynie pomiędzy inwestorami, którzy z każdą taką transakcją

coraz bardziej oddalają się od bieżącej wartości księgowej tytułów ETF-a, spadającej wraz z poziomem indeksu. Porównanie cen transakcyjnych Lyxor WIG20 UCITS ETF z indeksem wygląda wręcz nierealnie (deklarowanym benchmarkiem funduszu jest WIG20TR, jednak tutaj znowu odnosimy się do indeksu WIG20 z uwagi większą częstotliwość publikacji jego poziomu)!



Dla jasności, ETF Lyxora na poziomie portfela funduszu był zarządzany w ostatnich dniach w dalszym ciągu w bardzo dobry sposób – ETF niemal idealnie odzwierciedlał zmiany naśladowanego indeksu (co jest akurat dla tego dostawcy normą).

Tabela 2. Lyxor WIG20 UCITS ETF a poziom WIG20TR

Data	2020-03-11	2020-03-12	2020-03-13	2020-03-16
WIG20TR (pkt.)	2 741,16	2 377,22	2 486,89	2 442,41
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	X	-13,277%	4,613%	-1,789%
WANJU ETFW20L (PLN)	185,961	161,256	168,700	165,670
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	X	-13,285%	4,616%	-1,796%
Cena rynkowa ETFW20L (PLN)	192,000	175,600	200,000	197,000
<i>Dzienna stopa zwrotu</i>	X	-8,542%	13,895%	-1,500%
Cena rynkowa / WANJU	1,0325	1,0890	1,1855	1,1891

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze gpw.pl i lyxoretf.com.pl

Jak możemy wywnioskować na podstawie powyższego wykresu i tabeli, różnice pomiędzy wyceną księgową a kwotowaniami były w ostatnich dniach wręcz absurdalne (na zamknięciu dochodziły do 18%, a w czasie trwania sesji do nawet 25%!!). Pomimo takiej sytuacji, nawet arbitrażyści nie byli jednak w stanie zmniejszyć tej rozbieżności. Dlaczego? Ponieważ w przypadku arbitrażu istnieją pewne ograniczenia, które nie mają zastosowania do animatora funduszu.

Po pierwsze, wielkość zleceń (w tej sytuacji zleceń kupna), na podstawie których można przeprowadzić transakcję arbitrażową może być nieduża i wykluczać opłacalność jej podjęcia. W tym przypadku jednak zlecenia kupna opiewają lub opiewały na kwotę niskich kilkuset tysięcy złotych. Bez uwzględniania kosztów transakcyjnych, arbitraż w tym wypadku mógłby przynieść nawet kilkadziesiąt tysięcy złotych. Jest to więc kwota, obok której arbitrażysta z pewnością nie przeszedłby obojętnie. Istnieje jednak kolejne, zasadnicze ograniczenie arbitrażu.

Po drugie, zysk arbitrażowy można uzyskać tylko wtedy, kiedy zawarte jednocześnie transakcje przeciwstawne będzie można w przyszłości odwrócić na atrakcyjnych poziomach. W tym wypadku transakcje przeciwstawne składałyby się ze sprzedaży tytułów uczestnictwa Lyxor WIG20 UCITS ETF i jednoczesnego zajęcia długiej pozycji np. w kontraktach futures na WIG20. W przyszłości, kiedy animator funduszu powróciłby ze swoimi kwotowaniami, można by było te transakcje odwrócić.

Brzmi to wykonalnie, jednak warto zwrócić uwagę, że w tej transakcji arbitrażowej konieczne byłoby dokonanie krótkiej sprzedaży tytułów ETF-a. Jest to na pewno ograniczenie dla inwestorów indywidualnych, ale dla inwestorów instytucjonalnych już nie. Taka transakcja w dalszym ciągu wymagałaby jednak od inwestora instytucjonalnego znalezienia podmiotu chcącego udzielić pożyczki tytułów ETF-a, a to z kolei nie musiałyby być już takie łatwe. W przypadku niezalezienia podmiotu gotowego pożyczyć tytuły ETF-a, za każdy dzień zwłoki w dostarczeniu tytułów ETF-a inwestor instytucjonalny musiałby zapłacić karę dla podmiotu rozliczającego, co z każdym dniem zmniejszałoby tylko jego potencjalny zysk arbitrażowy.

W przypadku funduszy typu ETF istnieje jednak inna możliwość odwrócenia transakcji arbitrażowej. Mianowicie, nie trzeba czekać aż znowu na rynku giełdowym ETF-a pojawi się animator funduszu lub swoją ofertę przeciwstawną wystawi inny inwestor. Można równie dobrze tego samego dnia, w którym rozpoczęto transakcję arbitrażową (lub później), złożyć żądanie wykupu bezpośrednio do funduszu. Dzięki temu nie trzeba pożyczać tytułów ETF-a od innych inwestorów funduszu. Jest to rozwiązanie możliwe, aczkolwiek obwarowane pewnymi warunkami. W przypadku funduszu Lyxor WIG20 UCITS ETF można jednorazowo wykreować tytuły uczestnictwa za kwotę będącą ekwiwalentem co najmniej 100 tys. euro. Ten warunek jest w tym wypadku możliwy do spełnienia. Istnieje jednak jeszcze drugi – opłaty manipulacyjne. Wynoszą one maksymalnie wyższą z dwóch wartości – 5% wartości zapisu lub ekwiwalentu 50 tys. euro. O ile podmiot chcący dokonać arbitrażu nie ma jakichś relacji z funduszem (np. umowy dystrybucyjnej), o tyle zapewne ta maksymalna kwota opłaty manipulacyjnej jest wiążąca i wyklucza przeprowadzenie zyskowej transakcji arbitrażowej.

Co więc można w tej sytuacji zrobić? Jeżeli nie jesteśmy posiadaczami tytułów uczestnictwa Lyxor WIG20 UCITS ETF, to właściwie nic. Jeżeli jednak posiadamy takie tytuły, to w przypadku gdyby na rynku giełdowym tego ETF-a panowała jeszcze w przyszłości taka sytuacja, to warto poważnie rozważyć, czy nie należałoby w takim momencie sprzedać te tytuły i zająć pozycję w innym instrumencie, np. kontrakcie futures na WIG20 lub innym funduszu typu ETF z ekspozycją na spółki z tego indeksu. Dzięki temu, nawet w tak trudnych czasach jak te, będziemy mogli trochę zarobić na samej konwersji instrumentów (co do samego późniejszego zysku z pozycji w kupowanym instrumencie trudno jednak cokolwiek wyrokować). W ocenie sytuacji na rynku giełdowym tego i innych ETF-ów może nam pomóc przykładowy kalkulator wartości iNAV, który można pobrać ze strony: <http://betasecurities.pl/kalkulator-beta-etf/>.