

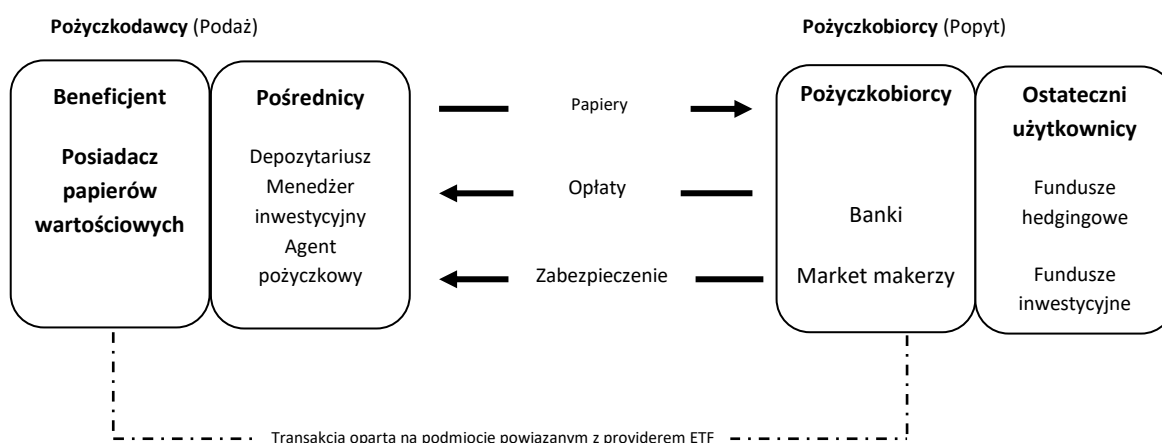
Pożyczanie papierów wartościowych przez fundusze ETF

Na początku lipca spółka Beta Securities Poland poinformowała, że rozpoczęła pożyczki papierów wartościowych. Ponieważ działanie tego rodzaju jest istotnym elementem funkcjonowania coraz większej liczby funduszy ETF, zwłaszcza tych stosujących fizyczną replikację¹, warto scharakteryzować sam proces pożyczania papierów wartościowych, a także wskazać na jego zalety i wady z punktu widzenia funduszu i jego uczestników.

Pożyczanie papierów wartościowych – podstawowe informacje

Pożyczanie papierów wartościowych (*securities lending*) polega na czasowym wypożyczeniu przez pożyczkodawcę papierów wartościowych innemu podmiotowi (pożyczkobiorcy) w zamian za określoną opłatę oraz zabezpieczenie (schemat 1). Instrumenty te są zazwyczaj pożyczane bez ustalonej daty wymagalności, co zapewnia pożyczkodawcom elastyczność w postaci możliwości zażądania zwrotu pożyczonych walorów w dowolnym momencie. W przepisach prawnych dotyczących funduszy UCITS w Unii Europejskiej (zdecydowana większość funduszy ETF notowanych na europejskich giełdach to fundusze działające zgodnie z dyrektywą UCITS regulującą funkcjonowanie funduszy otwartych w UE) praktykę tę zalicza się do technik sprawnego (efektywnego) zarządzania portfelem inwestycyjnym (*efficient portfolio management (EPM) techniques*). Na rynku amerykańskim pożyczanie papierów wartościowych jest możliwe jedynie przez fundusze strukturyzowane jako fundusze inwestycyjne otwarte (*mutual funds*), natomiast takiej możliwości nie posiadają unit investment trusts (UITs).

Schemat 1. Transakcja pożyczki papierów wartościowych z udziałem funduszu ETF



Źródło: *Securities Lending in Physical Replication ETFs: A Review of Providers' Practices*, Morningstar, August 2012, s. 6.

¹ Pożyczanie papierów wartościowych, choć występuje z reguły w przypadku tych właśnie funduszy ETF, nie jest wyłącznie ich domeną. Transakcje takie zawierają również, choć w znacznie mniejszym zakresie, ETF-y stosujące replikację syntetyczną. W celu wygenerowania dodatkowych dochodów pożyczają one walory znajdujące się w koszyku substytucyjnym lub portfelu zabezpieczającym.

W proces pożyczania papierów wartościowych zazwyczaj obok funduszu ETF oraz pożyczkobiorcy (jest nim z reguły duża instytucja finansowa – bank inwestycyjny, market maker, broker, dealer) zaangażowany jest zazwyczaj trzeci podmiot – pośrednik. Jako agentów pożyczkowych (*lending agents*) firmy zarządzające funduszami zatrudniają na ogół depozytariuszy oraz innych specjalistów, którzy pożyczają dla nich papiery wartościowe. Jest to tzw. *agency-based lending programme*. Pośrednicy ci zyskują na korzyściach skali, wiedzy, technologii oraz na dostępie do pożyczkobiorców, co pozwala im zapewnić najbardziej konkurencyjne ceny. W innych przypadkach agent pożyczkowy może być podmiotem powiązany z dostawcą (providerem) funduszy. Jest to tzw. *principal-based lending programme*. To jaki model jest wykorzystywany w praktyce zależy od regulacji prawnych w kraju rejestracji funduszu. Papiery wartościowe pożyczone od funduszu ETF przez pożyczkobiorców są natomiast wykorzystywane w bardzo różnych celach – m.in. jako zapewnienie rozliczenia transakcji, jako ułatwienie pełnienia funkcji market makera, realizacji transakcji zabezpieczających lub transakcji krótkiej sprzedaży.

Możliwość pożyczania konkretnych papierów wartościowych przez fundusz ETF jest uzależniona od wyników analiz przeprowadzonych przez fundusz. Analizy te dotyczą tego, czy i w jakim zakresie posiadane przez fundusz aktywa spełniają określone warunki (prawne, podatkowe, w zakresie płynności, etc.), aby mogły być uznane za możliwe do pożyczania (*lendable*). Stopień, w jakim fundusze danego dostawcy wypełniają te warunki, określa zatem potencjalną skalę możliwego wykorzystywania posiadanych walorów jako przedmiotu pożyczki. Co ciekawe, ograniczenia w tym zakresie są często nakładane przez samych emitentów funduszy ETF, ponieważ regulacje prawne obowiązujące w Europie nie przewidują stosowania jakichkolwiek limitów (choć występują one w poszczególnych państwach – np. we Francji), podczas gdy limity takie występują np. w Stanach Zjednoczonych. Skala dokonywanych pożyczek papierów wartościowych może być zmienna w trakcie roku, praktyki te bowiem ulegają nasileniu wiosną i latem, kiedy spółki wypłacają dywidendy, co umożliwia funduszom ETF czerpanie dodatkowych korzyści z optymalizacji podatkowej w wyniku zastosowania arbitrażu dotyczącego miejsca opodatkowania dywidend (*dividend tax arbitrage*)².

Ostatnim, ale być może najważniejszym czynnikiem determinującym stopień zaangażowania się funduszu ETF w pożyczanie papierów wartościowych, jest wielkość potencjalnych dochodów, jakie można uzyskać z tego typu działalności (niektórzy dostawcy ETF-ów aprobują pożyczanie papierów wartościowych tylko wówczas, kiedy dochody z tego tytułu są znaczące w ujęciu nominalnym lub względnym). Te z kolei są przede wszystkim funkcją relacji popytu i podaży – opłaty za pożyczanie aktywów trudnych do pożyczania (cechujących się niewielką podażą), o niewielkiej wartości i niepłynnych (np. akcji firm zajmujących się energią alternatywną lub spółek nieruchomościowych) są znacznie wyższe niż w przypadku walorów powszechnie dostępnych, o dużej wartości i charakteryzujących się wysokimi obrotami (np. niemieckich obligacji rządowych). Stawki opłat za pożyczanie instrumentów finansowych mogą także zależeć od okoliczności specyficznych dla danej

² Arbitraż ten polega na tym, że w okresie wypłacania dywidend przez spółki fundusze ETF pożyczają akcje firm, które podlegają podatkowi u źródła dywidendy (*dividend withholding tax*) podmiotom posiadającym siedzibę w krajach, gdzie prawo podatkowe jest w tym względzie korzystniejsze, co pozwala uniknąć zapłaty np. części tego podatku.

transakcji, np. od jej charakteru, wielkości, czasu trwania transakcji, rodzaju oferowanego zabezpieczenia oraz wiarygodności kredytowej kontrpartnera takiej transakcji.

Korzyści

Zgodnie z wytycznymi Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA)³ wszystkie dochody netto (po uwzględnieniu bezpośrednich i pośrednich kosztów operacyjnych⁴) będące efektem wykorzystywania technik sprawnego zarządzania portfelem – a zatem także dochody z pożyczania papierów wartościowych – powinny być zwrócone funduszowi UCITS. W praktyce w korzyściach z tytułu pożyczania papierów wartościowych tylko częściowo partycypują fundusze ETF, a zatem także ich uczestnicy. Według analizy firmy Morningstar dotyczącej rynku amerykańskiego⁵ do funduszy trafia od 69% (w przypadku funduszy zarządzanych przez BlackRock inwestujących na amerykańskim rynku akcji) do 100% dochodów brutto (w przypadku opodatkowanych funduszy obligacji zarządzanych przez Fidelity)⁶. W przypadku europejskich funduszy ETF iShares (BlackRock) ich uczestnicy otrzymują 62,5% dochodów brutto z pożyczania papierów wartościowych⁷. Z kolei według danych BetterFinance – instytucji reprezentującej interesy europejskich inwestorów i użytkowników usług finansowych – do funduszy ETF trafia od 51% (w przypadku firmy Deka) do 95% (w przypadku firmy Vanguard)⁸.

Pozostała część dochodów z transakcji pożyczki jest wykorzystywana do pokrycia kosztów operacyjnych. Środki te otrzymują agent pożyczkowy i/lub emitent funduszu (firma zarządzająca funduszem). Agent pożyczkowy otrzymuje wynagrodzenie przede wszystkim za organizowanie transakcji pożyczkowych, monitorowanie jakości kredytobiorców, zarządzanie zabezpieczeniem oraz – w niektórych przypadkach – zapewnienie odszkodowania. Wysokość opłat trafiających na jego konto zależy przede wszystkim od zakresu wykonywanych czynności, a także od wielkości pożyczki i od rodzaju pożyczanych papierów wartościowych (od potencjału generowania przez nie przychodów). Natomiast spółka zarządzająca funduszem otrzymuje wynagrodzenie za wykonywanie funkcji nadzoru, w tym za wybór i monitorowanie funkcjonowania kontrpartnerów transakcji pożyczkowej i ustalanie parametrów zabezpieczenia.

Środki finansowe uzyskiwane przez fundusz ETF z tytułu transakcji pożyczek papierów wartościowych stanowią jego dodatkowy dochód, co może przyczynić się do zmniejszenia całkowitego kosztu posiadania (*total cost of ownership*, TCO) dla jego uczestników. Wielkość uzyskiwanych korzyści

³ *Guidelines for competent authorities and UCITS management companies. Guidelines on ETFs and other UCITS issues* (pkt. 29) - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-265_smsg_security_lending_report.pdf

⁴ Zgodnie z zaleceniami ESMA w prospekcie funduszu powinny znaleźć się zarówno informacje dotyczące tych kosztów, jak też informacje na temat podmiotów, na rzecz których fundusz UCITS je ponosi, wraz ze wskazaniem, czy są to podmioty powiązane ze spółką zarządzającą funduszem UCITS lub z depozytariuszem.

⁵ Analizą objęto 250 funduszy indeksowych i funduszy ETF oferowanych przez 10 największych dostawców tych funduszy w USA: BlackRock, Fidelity, FirstTrust, Invesco, Schwab, SSGA, TIAA, VanEck, Vanguard i WisdomTree. Dane dotyczyły lat 2017-2018.

⁶ A. McCullough, *Securities Lending. An Examination of the Risks and Rewards*, Morningstar, December 2018, s. 7.

⁷ *Securities Lending Unlocks the Potential of Portfolios. BlackRock Securities Lending*, BlackRock, 2021, s. 6.

⁸ Better Finance, *Efficient Portfolio Management Techniques: Attribution of profits derived from Securities Lending by UCITS Exchange-Traded Funds*, 11.05.2019.

różni się w zależności od klasy aktywów w jakie fundusz inwestuje oraz popytu na pożyczane papiery wartościowe. Według spółki BlackRock (dane z rynku amerykańskiego) na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy (od początku lipca 2020 r. do końca czerwca 2021 r.) w przypadku funduszy ETF iShares które stosowały pożyczki papierów wartościowych 53% zyskało mniej niż 0,01% aktywów netto, 35% zyskało od 0,01% do 0,05% aktywów netto, 5% zyskało od 0,05% do 0,10% aktywów netto, a 7% zyskało ponad 0,10% swoich aktywów netto⁹. Z kolei według analizy firmy Morningstar¹⁰ stopa zwrotu netto z pożyczania papierów wartościowych (*net securities-lending yield*), obliczana jako relacja dochodu z pożyczania papierów wartościowych przekazanego uczestnikom funduszu w ostatnim roku do wartości jego aktywów wahała się w latach 2007-2018 od 0,7 p.b. do nawet 19,5 p.b. (por. poniższą tabelę). Największe korzyści były udziałem uczestników funduszy inwestujących w akcje małych amerykańskich spółek (U.S. Small-Cap) (często przekraczały one 10 p.b.), zaś najmniejsze (czasami poniżej 1 p.b.) funduszy inwestujących w walory dużych amerykańskich firm.

Category Group Subset	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H 2018	bps
U.S. Small-Cap	5.9	19.5	15.0	7.1	6.1	10.6	9.5	9.7	11.6	15.1	11.1	15.8	19.5
U.S. Mid-Cap	1.9	7.6	9.2	2.9	2.1	3.0	3.2	2.5	3.3	3.3	2.4	2.8	6.3
International Equity	1.3	4.8	3.2	1.7	2.6	4.7	3.0	3.1	4.5	4.5	2.5	3.0	3.3
Taxable Bond	1.4	5.3	4.9	1.3	0.9	0.7	0.8	1.8	2.3	2.6	2.4	4.0	2.5
U.S. Large-Cap	0.7	3.0	3.6	1.6	1.0	1.5	1.2	0.9	1.5	1.4	0.9	0.7	1.4

Źródło: A. McCullough, *Securities Lending. An Examination of the Risks and Rewards*, Morningstar, December 2018, s. 8.

Dochody z pożyczania papierów wartościowych, w szczególności w funduszach ETF które czerpią relatywnie największe korzyści z tego tytułu, mogą w znaczący sposób zredukować koszty, jakimi są obarczeni inwestorzy. Jak informuje BlackRock w przypadku 6 funduszy ETF iShares o aktywach przekraczających 3 mld USD i dochodach z pożyczania papierów wartościowych w wysokości co najmniej 0,05% aktywów, wpływy z pożyczek zrekompensowały koszty zarządzania tymi funduszami w wysokości od 24% (iShares Biotechnology ETF) do nawet 100% (iShares Core S&P Small-Cap ETF) (dane za lata fiskalne 2018, 2019 i 2020)¹¹.

Dochody z pożyczania posiadanych papierów wartościowych mogą częściowo, a czasami nawet całkowicie, zrównoważyć negatywny wpływ innych czynników (nie tylko kosztów zarządzania) na wynik inwestycyjny i na różnicę odwzorowania (*tracking difference*), a tym samym poprawić stopę zwrotu. W niektórych przypadkach dochód ten może być tak duży, iż różnica odwzorowania może nawet przyjąć wartość dodatnią, tzn. stopa zwrotu funduszu ETF okaże się wyższa od stopy zwrotu replikowanego indeksu.

⁹ *Unlock the Potential of Your Portfolios. iShares Securities Lending. June 2021*, BlackRock, 2021, s. 2.

¹⁰ Analizą objęto 440 funduszy indeksowych i funduszy ETF oferowanych przez 10 największych dostawców tych funduszy w USA: BlackRock, Fidelity, FirstT rust, Invesco, Schwab, SSGA, TIAA, VanEck, Vanguard i WisdomTree. Okres analizy to lata 2007-2018 (I połowa).

¹¹ *Unlock the Potential of Your Portfolios. iShares Securities Lending. June 2021*, BlackRock, 2021, s. 3.

Poza przedstawionymi powyżej wymiernymi korzyściami wynikającymi z transakcji pożyczek papierów wartościowych zarówno dla samych funduszy ETF, jak i dla ich uczestników, praktyka ta niesie za sobą również inne bardzo istotne zalety, trudniejsze jednak do zmierzenia. Pożyczki papierów wartościowych mogą zwiększyć płynność danego rynku, ułatwić dokonywanie transakcji papierami wartościowymi, zmniejszyć zmienność cen na rynku finansowym oraz obniżyć koszty transakcji instrumentami finansowymi dla inwestorów.

Zagrożenia

Pożyczanie papierów wartościowych przez fundusze ETF oprócz ww. zalet niesie jednak także za sobą nieodłączne ryzyko niewypłacalności drugiej strony transakcji. Fundusze narażone są zatem – w analogiczny sposób jak ETF-y wykorzystujące replikację syntetyczną – na **ryzyko kontrpartnera** (*counterparty risk*)¹². Polega ono na niewywiązaniu się kontrpartnera transakcji, tj. pożyczkobiorcy, z przyjętego w umowie zobowiązania zwrotu pożyczonych papierów wartościowych. Ryzyko to jest w istotnym stopniu zdeterminowane typem stosowanego przez fundusz modelu pożyczania papierów wartościowych. W modelu opartym o zewnętrznego agenta (*agency lending*) fundusz ma zwykle wielu kontrpartnerów-pożyczkobiorców, w związku z czym ryzyko obejmuje wiele podmiotów. Z kolei w modelu wykorzystującym jednego agenta (*principal lending*), czasami powiązanego z dostawcą funduszu ETF, ryzyko jest ograniczone tylko do jednego podmiotu.

Sposobem na ograniczenie ryzyka kontrpartnera w ETF-ach dokonujących pożyczek papierów wartościowych jest wymóg, aby pożyczkobiorcy wnieśli zabezpieczenie (*collateral*) na czas trwania pożyczki w celu zabezpieczenia zobowiązania do zwrotu pożyczonych walorów. Zabezpieczenie to może mieć formę papierów wartościowych¹³, gotówki lub certyfikatów depozytowych (te dwa ostatnie sposoby dotyczą zwłaszcza Stanów Zjednoczonych). Wysokość zabezpieczenia powinna być co najmniej równa wartości pożyczonych papierów wartościowych – wynika to z faktu, iż zabezpieczenie powinno uwzględniać ryzyko kolejnych wahań wartości aktywów po obu stronach transakcji. Zabezpieczenie powinno być zapisane na odrębnym rachunku i nie może być ponownie wykorzystywane.

Jakość stosowanego zabezpieczenia oraz stosowane redukcje jego wartości (*haircuts*) są najważniejszymi czynnikami przy ocenie poziomu ryzyka w transakcjach pożyczek papierów wartościowych. W przypadku dobrych jakościowo i bardzo płynnych aktywów nawet w sytuacji ewentualnej niewypłacalności kontrpartnera zastosowane zabezpieczenie (np. w postaci środków pieniężnych) powinno okazać się wystarczające do odkupienia przez fundusz ETF pożyczonych walorów. Jeśli jednak jakość przyjętego zabezpieczenia i zastosowane redukcje okażą się nieodpowiednie (np. redukcje będą zbyt małe) fundusz zostanie narażony na **ryzyko zabezpieczenia** (*collateral risk*) –

¹² Między ryzykiem kontrpartnera wynikającym z pożyczania papierów wartościowych charakterystycznym zarówno dla funduszy ETF stosujących replikację fizyczną, jak i dla funduszy wykorzystujących replikację syntetyczną istnieje ważna różnica. Polega ona na tym, iż w pierwszym przypadku praktyka ta jest dokonywana na poziomie funduszu, natomiast w drugim przypadku na poziomie banku inwestycyjnego (zazwyczaj z tej samej grupy kapitałowej), co oznacza, że to bank bezpośrednio przyjmuje na siebie to ryzyko.

¹³ Najczęściej stosowanym zabezpieczeniem na europejskim rynku ETF-ów są akcje emitentów z państw OECD i obligacje rządowe krajów należących do grupy G7-G10; stosowane w ich przypadku redukcje wartości wynoszą od 0% do 15%.

poniesie on wówczas stratę równą różnicy między wartością zabezpieczenia a kosztem odtworzenia pożyczonych walorów.

Poza odpowiednią selekcją kontrpartnerów oraz stałym monitorowaniem ich wiarygodności kredytowej (zwłaszcza w sytuacji turbulencji występujących na rynku) innym sposobem na ograniczenie ryzyka związanego z pożyczaniem papierów wartościowych jest ustalenie odszkodowania na wypadek niewypłacalności pożyczkobiorcy (*borrower default indemnification*). Stanowi ono niejako polisę ubezpieczeniową, która ma na celu ochronę uczestników funduszu ETF przed niewywiązaniem się przez pożyczkobiorcę z przyjętych zobowiązań. Jego skuteczność zależy jednak od stabilności finansowej podmiotu, który oferuje tego rodzaju ochronę – podmiotem tym może być agencja pożyczkowa, firma zarządzająca aktywami lub bank. Stopień ochrony, np. w postaci pokrycia szkody środkami z odszkodowania, może się różnić w zależności od konkretnego podmiotu.

Analogicznie jak w przypadku korzyści, także zagrożenia będące efektem stosowania pożyczek papierów wartościowych nie ograniczają się wyłącznie do stosujących je podmiotów, ale mogą mieć także znacznie szerszy wymiar. Wskazuje się na przykład, że ponieważ transakcje te mogą być wykorzystywane do ułatwienia krótkiej sprzedaży – gdy inwestorzy sprzedają pożyczone papiery wartościowe w oczekiwaniu na spadki cen – pożyczanie papierów wartościowych może stanowić zagrożenie dla stabilności rynku finansowego. Kolejną obawą jest to, że gdy papiery wartościowe są pożyczane, ich tytuł własności przechodzi na pożyczkobiorcę wraz z wszelkimi prawami głosu. Oznacza to, że jeśli ostateczny właściciel chce wywrzeć wpływ na firmę, uczestnicząc w jej walnym zgromadzeniu i głosując na przykład w sprawie wynagrodzeń kadry kierowniczej, lub stara się zaangażować w kwestie związane ze zmianami klimatu, musi poczekać, aż jego papiery wartościowe zostaną zwrócone¹⁴.

Podsumowanie

Choć pożyczanie papierów wartościowych w celu zwiększenia rentowności dokonywanych inwestycji wykorzystują w znacznie większym stopniu inne instytucje zarządzające aktywami (np. tradycyjne fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe), to jednak właśnie pasywnie zarządzane wehikuly inwestycyjne – ETF-y (większość z nich jest pasywnie zarządzana) i fundusze indeksowe są preferowane przez pożyczkobiorców. Wynika to z dwóch głównych względów. Po pierwsze, fundusze takie naśladują zwykle wyniki szeroko zdywersyfikowanych indeksów, w związku z czym mogą zaoferować szeroką gamą różnorodnych papierów wartościowych. Dotyczy to w szczególności akcyjnych ETF-ów, które inwestują w akcje spółek o bardzo zróżnicowanych charakterystykach (pod względem np. kapitalizacji rynkowej, stylu inwestycyjnego, przynależności sektorowej, tematu inwestycyjnego, etc.). Ogromny napływ kapitału do ETF-ów w ostatnich latach w jeszcze większym stopniu uatrakcyjnił te podmioty jako pożyczkodawców. Ponadto dynamiczny wzrost wykorzystywania ETF-ów przez inwestorów instytucjonalnych – zwłaszcza w USA – znalazł odzwierciedlenie w ogromnym wzroście wartości aktywów, które mogą one pożyczyć (*lendable assets*). W końcu 2020 r. osiągnęły one

¹⁴ E. Boyde, *What is securities lending, why do ETFs do it and is it risky?*, Financial Times, 19.11.2020.



rekordowy poziom 377 mld USD¹⁵. Choć w rzeczywistości wartość faktycznie pożyczonych papierów wartościowych przez ETF-y jest znacznie mniejsza – wynosiła w okresie od początku 2021 r. do połowy maja 66 mld USD – to i tak oznaczało to niemal dwukrotny wzrost w ciągu minionych czterech lat¹⁶.

Drugim powodem to fakt, iż fundusze ETF cechuje je niższy poziom wskaźnika obrotów w stosunku do funduszy aktywnie zarządzanych, a w konsekwencji narażone są w takim przypadku na niższe ryzyko tego, że pożyczkodawca zażąda zwrotu pożyczonych instrumentów finansowych. Relatywnie stabilny portfel inwestycyjny pasywnie zarządzanych funduszy jest bardziej atrakcyjny dla pożyczkobiorców, gdyż minimalizuje ryzyko wycofania pożyczonych papierów wartościowych.

W rezultacie rosnącego popytu na pożyczanie papierów wartościowych od funduszy ETF, według danych spółki IHS Markit ich dochody z tego tytułu osiągnęły w 2020 roku rekordowy poziom blisko 400 mln USD (399 mln USD) – to wzrost w ciągu roku aż o 34%. Coraz większa liczba firm zarządzających funduszami decyduje się na tego rodzaju praktyki – w USA robi to już 19 spośród 20 największych sponsorów ETF-ów reprezentujących 99% tego rynku. Wiele firm zarządzających ETF-ami czyni to od wielu lat, są jednak też takie podmioty które stosunkowo niedawno zaczęły pożyczać papiery wartościowe mając nadzieję na zwiększenie przychodów, redukcję kosztów i przeciwdziałanie presji dotyczącej spadających opłat¹⁷.

Trend ten, z punktu widzenia uczestników funduszy ETF jest niewątpliwie korzystny, ponieważ zawarcie umowy o pożyczkę papierów wartościowych może być dla nich źródłem wymiernych korzyści – w postaci obniżenia różnicy odwzorowania i/lub obniżenia opłaty za zarządzanie przez dostawcę funduszy. Dotyczy to w szczególności tych funduszy, które w swoich portfelach inwestycyjnych posiadają najbardziej atrakcyjne z punktu widzenia pożyczkobiorców papiery wartościowe, które cieszą się dużym popytem z ich strony. Nie należy jednak zapominać, iż transakcje te mogą jednocześnie wystawić fundusze ETF i ich uczestników na nowe typy ryzyka, które nie występują w ETF-ach nie wykorzystujących takich transakcji – w szczególności na ryzyko kontrpartera.

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](http://www.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](http://www.etf.com.pl).

¹⁵ IHS Markit, *Securities Finance 2020 Review. H2 2020*, s. 10.

¹⁶ E. Boyde, *ETF securities lending almost doubles in four years*, Financial Times, 9.06.2021.

¹⁷ V. Tung, D. Brown, R. Ankner, *ETFs and Securities Lending: The New It Couple*, Brown Brothers Harriman, 4.05.2021.