
25 lat temu rozpoczął działalność pierwszy fundusz pasywny w Polsce

Pasywnie zarządzane fundusze inwestycyjne w Polsce – zarówno fundusze indeksowe jak i fundusze ETF – bardzo powoli, ale systematycznie powiększają wartość zarządzanych aktywów i są rozpoznawalne przez coraz większe grono Polaków. Większość osób zetknęła się z tego rodzaju instrumentami finansowymi dopiero w kilku ostatnich latach (w szczególności po wprowadzeniu na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie pierwszych funduszy Beta ETF), niewiele zaś zapewne pamięta, iż pierwsze fundusze indeksowe, których zadaniem było naśladowanie wyników inwestycyjnych głównych indeksów akcyjnych warszawskiej giełdy pojawiły się na rynku finansowym w Polsce już w końcu lat 90. XX w. Mimo iż funkcjonowały one dość krótko i nie zdołały zgromadzić znaczących środków finansowych, stały się pionierami w tym obecnie coraz popularniejszym segmencie rynku funduszy inwestycyjnych w naszym kraju. Ponieważ minęło właśnie dokładnie ćwierć wieku od uruchomienia pierwszego polskiego funduszu indeksowego, przyjrzyjmy się jego interesującej historii.

Forma prawna i polityka inwestycyjna

W sierpniu 1997 roku rynek funduszy inwestycyjnych (wówczas jeszcze funduszy powierniczych) w Polsce znajdował się na początkowym etapie rozwoju. Choć dziś trudno w to zapewne uwierzyć, oferta funduszy w naszym kraju liczyła wówczas zaledwie 15 funduszy zarządzanych przez 6 towarzystw funduszy powierniczych (poprzedników TFI) – w tym gronie obecne były tylko fundusze zrównoważone, akcyjne, obligacyjne i rynku pieniężnego. W tych okolicznościach na wprowadzenie na rynek funduszu mającego odwzorowywać wyniki indeksu WIG zdecydowało się Towarzystwo Funduszy Powierniczych (TFP) Przymierze – spółka której udziałowcami byli Bank Pekao S.A. (51% udziałów) którego większościowym akcjonariuszem było wówczas UniCredito Italiano i Alliance Capital Management Corporation of Delaware z Nowego Jorku (49%) będący własnością Alliance Capital Management¹. TFP Przymierze zadebiutowało na rynku funduszy w Polsce zaledwie rok wcześniej wprowadzając we wrześniu 1996 r. do swojej oferty Fundusz Powierniczy Aktywnego Zarządzania Eurofundusz 1, a w kwietniu 1997 r. rozpoczął funkcjonowanie jego kolejny fundusz – Fundusz Powierniczy Agresywnego Inwestowania Eurofundusz 2.

25 sierpnia 1997 roku zbywanie jednostek uczestnictwa rozpoczęły dwa kolejne fundusze zarządzane przez TFP Przymierze – Fundusz Powierniczy Ochrony Kapitału Eurofundusz 3 oraz **Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy Eurofundusz 4**. Towarzystwo uzyskało zgodę organu nadzoru – wówczas Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) – na zarządzanie ww. funduszami półtora miesiąca wcześniej, 10 lipca 1997 roku.

¹ W lipcu 1998 r. TFP Przymierze zostało przekształcone w Przymierze TFI, następnie nastąpiła zmiana jego nazwy na Pekao/Alliance TFI, zaś w czerwcu 2001 r. na Pekao TFI. W lipcu 2001 r. Pioneer Pierwsze Polskie TFI zostało przejęte przez Pekao TFI, a towarzystwo zmieniło nazwę na Pioneer Pekao TFI. Od lutego 2018 roku towarzystwo – w wyniku przejęcia w grudniu 2017 roku pełnej kontroli nad Pioneer Pekao Investment Management przez Bank Pekao S.A. – funkcjonuje pod nazwą Pekao TFI.

Celem polityki inwestycyjnej Eurofunduszu 4, jak można było przeczytać w regulaminie funduszu (art. 12), było „*długoterminowe powiększanie jego wartości poprzez maksymalizację korelacji pomiędzy stopą zwrotu inwestycji w Jednostki Uczestnictwa Funduszu a stopą zmian wartości Warszawskiego Indeksu Giełdowego (WIG)*”. To dość lakoniczne stwierdzenie, w połączeniu z użyciem w nazwie funduszu określenia „indeksowy” (po raz pierwszy na rynku instytucji zbiorowego inwestowania w Polsce) oznaczało w praktyce, iż portfel funduszu będzie skonstruowany w taki sposób, aby jak najdokładniej odzwierciedlać wyniki inwestycyjne (stopę zwrotu) **indeksu WIG**. Indeks ten wówczas uwzględniał zmiany cen akcji wszystkich spółek notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie². Lokowanie aktywów przez fundusz miało zatem charakter pasywny, co oznaczało podejmowanie decyzji dotyczących alokacji środków przy założeniu, że rynkowe ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie informacje dostępne publicznie. Fundusz dążył do tego, aby jego portfel akcyjny odzwierciedlał portfel rynkowy. Maksymalna stawka opłaty manipulacyjnej za nabycie jednostek typu A wynosiła 5,5%, zaś wynagrodzenie za zarządzanie funduszem zostało ustalone na poziomie 1% rocznie.

Warto również dodać, iż Eurofundusz 4 był również jednym z pierwszych na polskim rynku funduszy powierniczych (obok uruchomionego we wrześniu 1996 roku Eurofunduszu 1 i Eurofunduszu 3), który zaoferował klientom dwa typy jednostek uczestnictwa – A i B – zróżnicowane pod względem sposobu ponoszenia kosztów uczestnictwa.

9 sierpnia 1999 roku Eurofundusz 4 – Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy uzyskał zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na przekształcenie w Eurofundusz 4 – Indeksowy Otwarty Fundusz Inwestycyjny, które ostatecznie nastąpiło 21 lutego 2000 roku. Fundusz zmienił wówczas nazwę na **Eurofundusz 4 Indeksowy Otwarty Fundusz Inwestycyjny**, a następnie działał jako Eurofundusz Indeksowy OFI. 14 maja 2001 roku zarządzanie aktywami funduszu przejęło formalnie Pioneer Pekao Investment Management.

6 kwietnia 2002 roku, ze względu na zmiany w spółce zarządzającej (por. przypis 1), nastąpiła kolejna zmiana nazwy funduszu – na **Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty**.

17 grudnia 2002 r. fundusz zmienił swój benchmark na **indeks WIG20**, a tym samym swoją politykę inwestycyjną. Od tego momentu dążył do tego, aby zmiany wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa odzwierciedlały zmiany wartości **indeksu WIG20** publikowanego przez GPW w Warszawie. W tym celu fundusz mógł, oprócz inwestowania w akcje tworzące portfel tego indeksu, lokować część aktywów także w kontrakty indeksowe na WIG20 (pozycja długa).

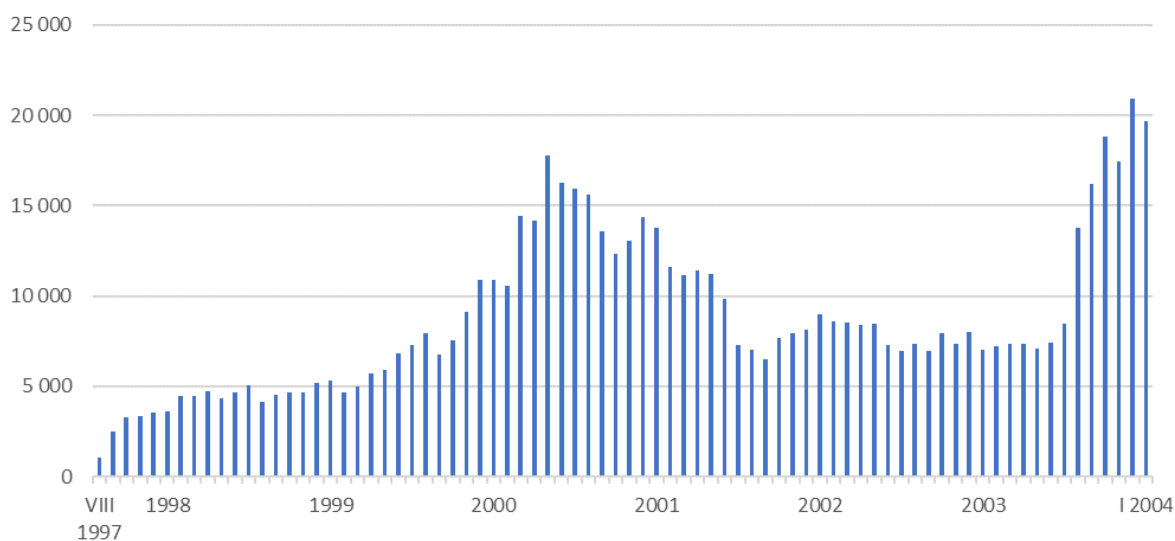
W 2003 roku towarzystwo zarządzające funduszem, niezadowolone ze sprzedaży tego produktu po ponad 6 latach funkcjonowania, podjęło decyzję o jego likwidacji. 31 stycznia 2004 r. fundusz Pioneer Indeksowy FIO został połączony z funduszem Pioneer Akcji FIO (fundusz przejmujący). W dniu 18 lutego 2004 roku fundusz został wykreślony z rejestru funduszy inwestycyjnych prowadzonego przez Sąd Okręgowy w Warszawie, VII Wydział Cywilny i Rejestrowy i w ten sposób pierwszy polski fundusz indeksowy zakończył działalność.

² W końcu 1997 roku struktura portfela indeksu obejmowała 96 spółek – największy udział miały w nim akcje Elektrimu, KGHM, Banku Handlowego, BPH i BSK.

Aktywa i napływ netto kapitału

Pierwszy na polskim rynku fundusz indeksowy rozwijał się bardzo powoli i nigdy nie zdołał zyskać szerszego zainteresowania polskich inwestorów (wykres 1). Dopiero po blisko roku od uruchomienia, tj. w lipcu 1998 r., jego aktywa przekroczyły 5 mln zł. Przez kolejne kilkanaście miesięcy aktywa funduszu oscylowały wokół tego poziomu i zaczęły wyraźnie rosnąć dopiero w drugiej połowie 1999 roku, pokonując barierę 10 mln zł w grudniu tego roku. Wzrost aktywów był kontynuowany także w pierwszej połowie 2000 roku (najwyższy poziom – 17,8 mln zł – osiągnęły w maju), jednak po pęknięciu bańki internetowej przez kolejnych kilkanaście miesięcy bessy stopniowo zmniejszały się. Trend ten zakończył się z końcem III kwartału 2001 roku, kiedy to aktywa funduszu wynosiły jedynie 6,5 mln zł. Kolejne niemal dwa lata (do lipca 2003 roku) to okres, w którym aktywa funduszu wahały się w przedziale 7-9 mln zł. Wraz z początkiem kolejnej hossy na warszawskim parkiecie aktywa funduszu ponownie zaczęły się wyraźnie zwiększać osiągając rekordowy w historii poziom 20,9 mln zł w końcu 2003 roku.

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszu Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy Eurofundusz 4/Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty (tys. zł)

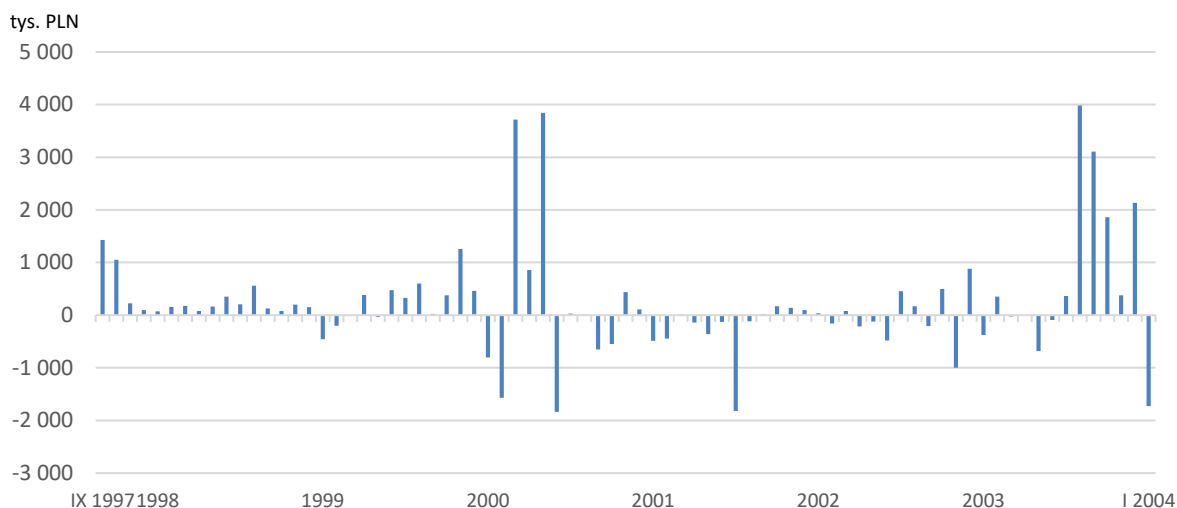


Źródło: www.etf.com.pl.

Zainteresowanie ofertą Eurofunduszu 4/Pioneera Indeksowego – biorąc pod uwagę szacunkowe wartości napływu kapitału do tego funduszu na przestrzeni całego okresu jego funkcjonowania – było generalnie niewielkie (wykres 2). Łączne saldo nabyć i umorzeń jednostek uczestnictwa w okresie od września 1997 roku do stycznia 2004 roku wyniosło zaledwie około +18 mln zł. Najwięcej nowych środków finansowych netto fundusz pozyskał w ostatniej fazie funkcjonowania (czyli na początku hossy rozpoczętej w 2003 r.), tj. od sierpnia do grudnia 2003 roku (ok. 11,5 mln zł). Relatywnie duży kapitał napłynął do funduszu także wiosną 2000 roku, kiedy rozpoczęła się bessy po pęknięciu bańki internetowej, tj. od marca do maja 2000 r. (ok. 8,4 mln zł) oraz na początku działalności (w okresie od września do października 1997 roku do funduszu trafiło netto ok. 2,5 mln zł). Jedynie czterokrotnie

fundusz doświadczył relatywnie dużych (w stosunku do posiadanych aktywów) umorzeń jednostek uczestnictwa przekraczających 1 mln zł – było to w lutym i czerwcu 2000 roku, w lipcu 2001 roku i w styczniu 2004 roku.

Wykres 2. Szacunkowy napływ netto kapitału do funduszu Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy Eurofundusz 4/Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty



Źródło: www.etf.com.pl.

Wyniki inwestycyjne i odwzorowywanie indeksów

Stosunkowo niewielkie zainteresowanie pierwszym funduszem indeksowym, nawet jeśli weźmie się poprawkę na ówczesny stan rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce³, było przede wszystkim konsekwencją generalnie rozczarowujących wyników inwestycyjnych (wykres 3). W ciągu niemal 6,5 roku jego obecności na rynku jedynie w dwóch okresach rocznych inwestycja w jednostki uczestnictwa przyniosła wysokie zyski (w 1999 r. – 44,3% i w 2003 r. – 27,5%)⁴. W obu przypadkach był to okres bardzo dobrej koniunktury na warszawskim parkiecie, dzięki czemu także wyniki funduszu indeksowego mającego za zadanie odwzorowywać stopę zwrotu indeksu WIG, a następnie WIG20, okazały się satysfakcjonujące. W 2003 roku znalazło to także odzwierciedlenie w relatywnie dużym napływie netto kapitału do funduszu, czego z kolei nie obserwowaliśmy w roku 1999.

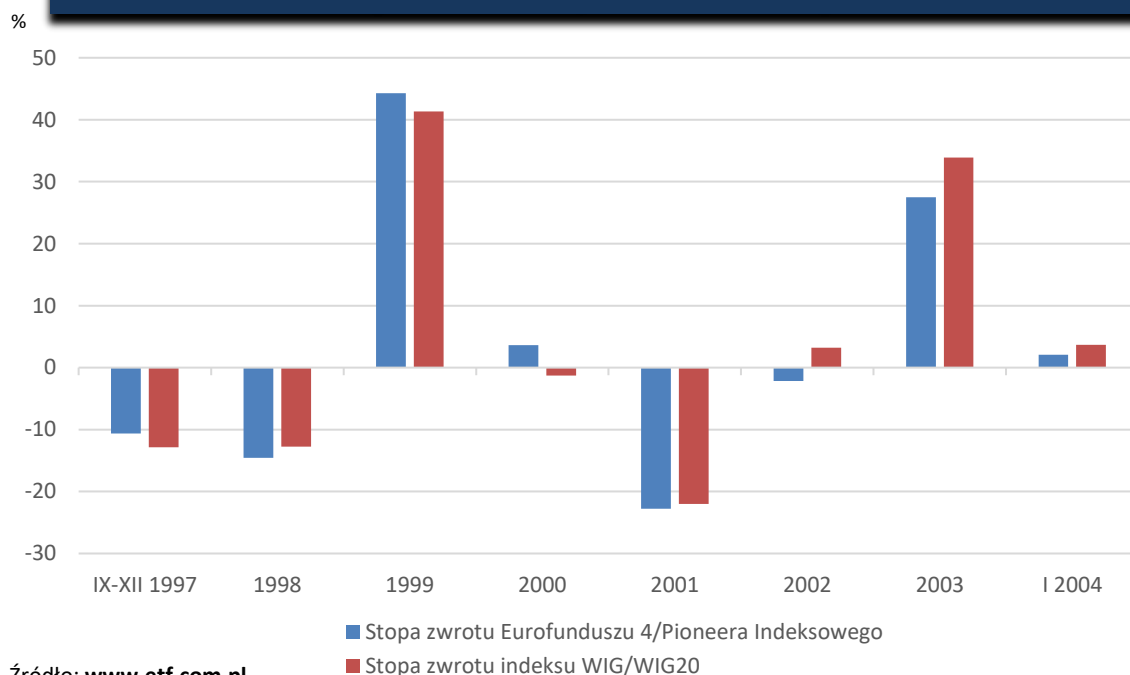
Przez większość okresu funkcjonowania Eurofunduszu 4/Pioneera Indeksowego jego wyniki inwestycyjne były jednak dalekie od oczekiwań. Aż trzykrotnie (w roku 1997, 1998 i 2001) inwestycja w jednostki funduszu kończyła się dwucyfrową stratą (odpowiednio -10,6%, -14,6% i -22,8%). W dwóch kolejnych latach, tj. w roku 2000 i 2002, stopy zwrotu były zbliżone do zera (odpowiednio +3,6% i -2,1%), co z pewnością również było wynikiem mocno rozczarowującym. Żadnym pocieszeniem w tej sytuacji nie mógł być fakt, iż w okresie naśladowania wyników indeksu WIG (tj. niemal do końca 2002 r.) fundusz

³ Wartość aktywów netto wszystkich funduszy w Polsce w momencie uruchomienia Eurofunduszu 4 wynosiła zaledwie 2,08 mld zł.

⁴ Dane o wynikach funduszu Eurofundusz 4 na podstawie wycen jednostek typu A.

zachowywał z reguły lepiej niż benchmark – trzykrotnie osiągał wyraźnie wyższe zyski, dwukrotnie był minimalnie gorszy od WIG-u i tylko raz osiągnął znacząco gorszy rezultat (wykres 3). Po zmianie odzwierciedlanego indeksu sytuacja istotnie się pogorszyła – w 2003 r. fundusz wypracował stopę zwrotu aż o 6,4 pkt. proc. gorszą od indeksu WIG20.

Wykres 3. Stopy zwrotu funduszu Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy Eurofundusz 4/Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty oraz odwzorowywanych indeksów (do 2002 r. - WIG, od 2003 r. - WIG20)



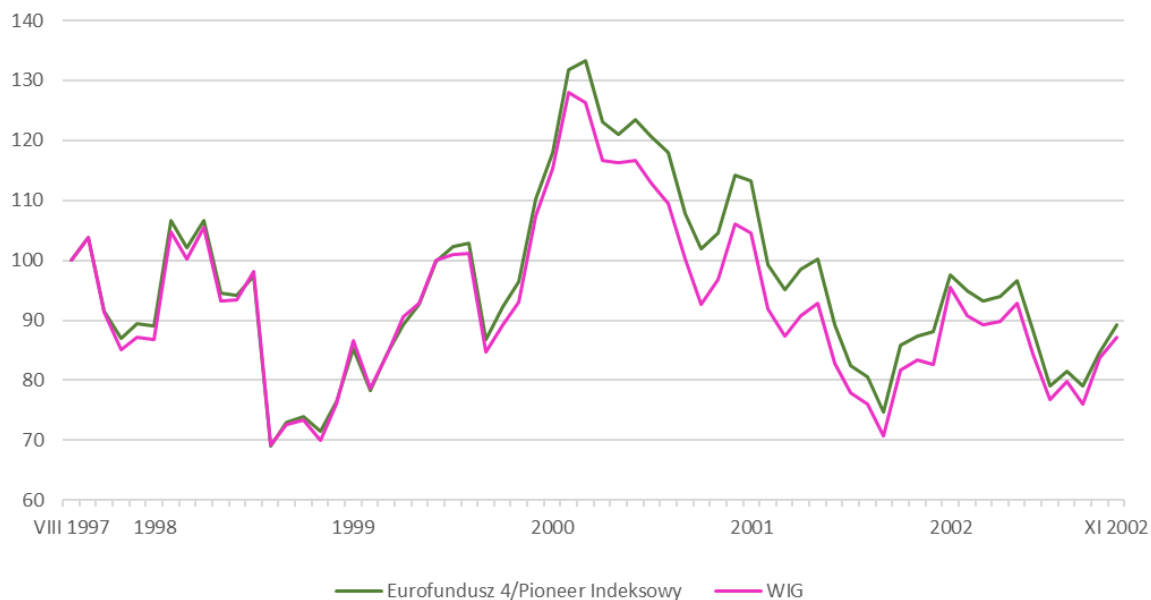
Źródło: www.etf.com.pl.

W sumie fundusz zakończył swoją przygodę rynkową z wynikiem +11,62% (bez uwzględnienia opłat manipulacyjnych), co biorąc pod uwagę ponad sześcioletni okres inwestycyjny, trudno uznać za sukces, w szczególności w sytuacji gdy indeks WIG zwykował w tym okresie o ponad 30%.

Pierwszy polski fundusz indeksowy radził sobie natomiast całkiem nieźle z naśladowaniem stopy zwrotu indeksów i – co ciekawe – stosunkowo długo osiągał przy tym lepsze od nich rezultaty (mimo stosunkowo wysokich – jak na ten rodzaj funduszu – opłat za zarządzanie). Dotyczy to w szczególności okresu, w którym jego celem inwestycyjnym było odwzorowywanie wyniku indeksu WIG (wykres 4). Do początku 2000 roku zmiany wyceny jednostek funduszu były niemal identyczne jak zmiany tego indeksu, po czym fundusz zaczął się zachowywać nieco lepiej. Współczynnik korelacji pomiędzy wycenami funduszu a notowaniami indeksu WIG wyniósł w okresie od sierpnia 1997 roku do listopada 2002 r. 98,2%⁵. Ogółem w tym okresie stopa zwrotu funduszu wyniosła -10,68%, podczas gdy indeks WIG stracił na wartości 12,89%.

⁵ Obliczenia na podstawie danych miesięcznych.

Wykres 4. Wyceny jednostek uczestnictwa funduszu Akcyjny Indeksowy Fundusz Powierniczy Eurofundusz 4/Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty oraz notowania indeksu WIG (29.08.1997 = 100)



Źródło: www.etf.com.pl.

Po zmianie replikowanego indeksu na WIG20, tj. od końca grudnia 2002 roku do końca stycznia 2004 r., dokładność odwzorowywania indeksu pozostała na wysokim poziomie (współczynnik korelacji wyniósł 99,5%), jednak tym razem fundusz osiągał gorsze wyniki inwestycyjne niż indeks (wykres 5).

Wykres 5. Wyceny jednostek uczestnictwa funduszu Pioneer Indeksowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty oraz notowania indeksu WIG20 (31.12.2002 = 100)



Źródło: www.etf.com.pl.

W ciągu 13 miesięcy stopa zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszu Pioneer Indeksowy wyniosła 30,15%, tymczasem indeks WIG20 zyskał w tym samym okresie na wartości 38,82%. Ponad 8,6 pkt. proc. różnicy w ww. stopach zwrotu świadczy o tym, że zarządzającym funduszem nie udało się w pełni zrealizować postawionego celu inwestycyjnego. Na dodatek, wynik funduszu w roku 2013 (27,51%) – pierwszym roku ówczesnej hossy – uplasował go dopiero na 15. miejscu spośród 17 funduszy akcyjnych inwestujących głównie na rynku polskim⁶. To zapewne również, przynajmniej po części, tłumaczy stosunkowo niewielkie zainteresowanie funduszem (mimo pewnego ożywienia w drugiej połowie 2003 roku) i decyzję towarzystwa o jego likwidacji.

Tomasz Miziołek

www.etf.com.pl

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte 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.

⁶ Bez uwzględnienia funduszy o specyficznej polityce inwestycyjnej – DWS Polska Top 25 Małych Spółek oraz Pioneer Sektora Usług.