

---

## Co każdy uczestnik funduszu indeksowego powinien wiedzieć o indeksach?

---

Inwestowanie w fundusze indeksowe wymaga od inwestora zgromadzenia i przeanalizowania wielu różnorodnych informacji dotyczących zarówno samego produktu, jak też firmy go oferującej. Pierwszym krokiem w tym procesie jest identyfikacja funduszu inwestycyjnego jako instrumentu indeksowego na podstawie jego nazwy i materiałów zamieszczonych na stronie internetowej i w karcie funduszu, co – jak pokazały rezultaty przeprowadzonej analizy<sup>1</sup>, pierwszej z cyklu opracowań dotyczących przejrzystości tego rodzaju funduszy – może przysporzyć, zwłaszcza słabiej zorientowanemu inwestorowi, wielu kłopotów. Znacznie lepiej na tym tle wypada transparentność odnośnie do odzwierciedlanego przez fundusz indeksu – materiały informacyjne i marketingowe niemal zawsze wskazują ten indeks (lub benchmark złożony z kilku indeksów). Pozostaje jednak pytanie – czy i w jakim zakresie towarzystwa funduszy inwestycyjnych przekazują uczestnikom funduszy informacje o samym indeksie? Czy zasób danych dotyczących replikowanego indeksu, zamieszczonych w kartach funduszy i na ich stronach internetowych<sup>2</sup>, jest wystarczający do tego, aby klient mógł poznać charakterystykę danego produktu i na tej podstawie podjąć świadomą decyzję inwestycyjną.

### **Wymogi prawne dotyczące indeksów w dokumentach funduszy inwestycyjnych**

Choć obowiązujące w Polsce regulacje nie nakładają na podmioty zarządzające funduszami indeksowymi obowiązku umieszczania w nazwie funduszu nazwy odwzorowywanego indeksu, przepisy w sposób jednoznaczny wskazują, iż fundusze tego rodzaju muszą informować inwestorów zarówno o fakcie odzwierciedlenia indeksu, jak też o samym indeksie. Art. 229, ust. 4 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (z późn. zm.) (dalej: u.f.i.) stanowi, że „jeżeli fundusz inwestycyjny otwarty (...) odzwierciedla skład indeksu papierów wartościowych zgodnie z art. 99 ust. 1<sup>3</sup>, w informacjach dotyczących funduszu (...) oraz informacjach reklamowych publikowanych przez towarzystwo należy wyeksponować stwierdzenie wskazujące na tę cechę”. Z kolei zgodnie z § 12, ust. 1, pkt. 3 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 22 maja 2013 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy (z późn. zm.), jeżeli fundusz odzwierciedla skład uznanego indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych, wskazanie tego indeksu, rynku którego indeks dotyczy oraz stopnia odzwierciedlenia indeksu przez fundusz

---

<sup>1</sup> Analiza z 28 lutego 2024 r. „Jak rozpoznać fundusz indeksowy”: <https://etf.com.pl/analizy-i-komentarze/jak-rozpoznać-fundusz-indeksowy/>

<sup>2</sup> Niniejsza analiza nie obejmuje dokumentów prawnych funduszy – w szczególności prospektów informacyjnych i statutów – gdyż większość inwestorów lokujących swój kapitał w fundusze inwestycyjne nie korzysta (lub korzysta w ograniczonym zakresie) z tych dokumentów. Należy jednak zaznaczyć, iż są to kluczowe dokumenty, z którymi każdy inwestor powinien się zapoznać przed podjęciem decyzji o zakupie jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego.

<sup>3</sup> Artykuł ten stanowi, że „fundusz inwestycyjny otwarty może lokować do 20% wartości aktywów w akcje lub dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez ten sam podmiot, jeżeli, zgodnie z polityką inwestycyjną określoną w statucie, fundusz będzie odzwierciedlał skład uznanego indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych, w tym przy zastosowaniu instrumentów pochodnych”.

powinno znaleźć się w prospekcie informacyjnym FIO lub SFIO. Zapis ten powinien być zamieszczony w rozdziale „Dane o funduszu”, w części zawierającej zwięzły opis jego polityki inwestycyjnej.

W kontekście powyższych przepisów warto skomentować kilka kwestii. Po pierwsze, w przytoczonych regulacjach w odniesieniu do funduszu indeksowego stosuje się sformułowanie „odzwierciedla skład indeksu” (akcji lub dłużnych papierów wartościowych). Jest ono, mówiąc ogólnie, dalece nieprecyzyjne, gdyż – jak zostało to już wyraźnie podkreślone w analizie z 28 lutego 2024 r. „celem funduszu indeksowego lub pasywnego funduszu ETF jest dążenie do jak najdokładniejszego odwzorowania **wyniku** indeksu (czyli głównie jego stopy zwrotu) w danym okresie, a nie **składu portfela** indeksu”. Utożsamianie odwzorowywania składu indeksu z odzwierciedlaniem wyniku indeksu jest zasadne jedynie (a i to nie w 100%, ze względu na płynne środki finansowe którymi dysponuje fundusz) w przypadku podmiotów stosujących pełną, fizyczną replikację indeksu, tj. nabywających do portfela inwestycyjnego koszyk papierów wartościowych identyczny (jeśli chodzi o skład i proporcje) jak portfel indeksu.

Po drugie, fundusze indeksowe określa się jako fundusze, które odwzorowują skład „**uznanego** indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych”. Pojęcie „uznanego indeksu” pojawia się kilkakrotnie w ww. aktach prawnych, natomiast jest zdefiniowane w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 30 kwietnia 2013 r. w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny otwarty umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne (z późn. zm.)<sup>4</sup>. Zgodnie z § 10 ww. rozporządzenia (§ 13 rozporządzenia, o którym mowa w przypisie 4) za uznane indeksy uważa się indeksy łącznie spełniające następujące warunki:

- skład indeksu uwzględnia odpowiednio wymogi rozproszenia ryzyka inwestycyjnego, o których mowa w art. 96–100 oraz art. 104 u.f.i.;
- indeks stanowi miarodajny wskaźnik charakteryzujący rynek, do którego się odnosi, przy czym metodologia zastosowana przez podmiot ustalający skład indeksu nie powoduje wykluczenia ze składu tego indeksu największego emitenta na rynku, do którego indeks się odnosi;
- wartość i skład indeksu są podawane do publicznej wiadomości;
- indeks został ustalony przez wyspecjalizowany w ustalaniu indeksów podmiot organizujący, prowadzący lub analizujący obrót papierami wartościowymi, niezależny od towarzystwa zarządzającego funduszem lub spółki zarządzającej, która zarządza funduszem i prowadzi jego sprawy; jeżeli podmiot ten należy do grupy kapitałowej, w skład której wchodzi towarzystwo lub spółka zarządzająca, towarzystwo lub spółka zarządzająca są obowiązane wdrożyć odpowiednie procesy zarządzania konfliktem interesów<sup>5</sup>.

W żadnym z wymienionych aktów prawnych nie pojawia się obowiązek scharakteryzowania – w statucie, czy też w prospekcie informacyjnym – odzwierciedlanego przez fundusz indeksu. Tym samym można przyjąć, iż ustawodawca założył, że uczestnikom tego rodzaju funduszy wiedza na ten temat nie

---

<sup>4</sup> Analogiczne rozporządzenie, Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. (z późn. zm.), dotyczy specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych.

<sup>5</sup> Nieco szerszy zestaw warunków, jakie musi spełniać indeks, jest wyszczególniony w ww. rozporządzeniach w odniesieniu do indeksów stanowiących bazę instrumentów pochodnych, w tym niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych.



jest potrzebna, bądź że mogą ją samodzielnie pozyskać z innych źródeł, np. ze stron internetowych administratorów indeksów.

### **Co należy wiedzieć o indeksie?**

Dobra znajomość indeksu, którego wyniki inwestycyjne stara się jak najdokładniej naśladować instrument indeksowy (bez uwzględniania opłat), jest jednym z podstawowych warunków, które są niezbędne w procesie wyboru tego rodzaju produktu finansowego – niezależnie czy jest to fundusz indeksowy, indeksowy fundusz ETF, czy też instrument typu ETN lub ETC. Posiadanie takiej wiedzy jest konieczne, gdyż dostawcy instrumentów indeksowych oferują bardzo wiele produktów finansowych umożliwiających inwestowanie na rynkach akcji i obligacji (choć coraz częściej także innych klas aktywów). Każdy z tych dwóch rynków jest opisany przez ogromną liczbę zróżnicowanych indeksów. W celu wybrania odpowiedniego produktu, spełniającego w jak największym stopniu oczekiwania odnośnie do pożądanej ekspozycji inwestycyjnej (tj. rynku obejmującego aktywa o cechach, które są przedmiotem zainteresowania inwestora) należy w pierwszej kolejności być jak najlepiej zorientowanym w funkcjonowaniu i podstawowych cechach indeksów – przede wszystkim właśnie indeksów akcji i obligacji<sup>6</sup>. Inwestor wyposażony w taką wiedzę jest w stanie ocenić, czy indeks odwzorowywany przez np. fundusz indeksowy, którego jednostki uczestnictwa zamierza nabyć, posiada pożądane przez niego właściwości.

Najbardziej kompleksowymi źródłami informacji o indeksach, z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, są strony internetowe (i materiały na nich zamieszczone – np. karty indeksów, metodologia konstruowania indeksów, algorytmy obliczania indeksów, itp.) administratorów indeksów (dostawców indeksów). Dotyczy to zarówno podmiotów opracowujących i utrzymujących indeksy tworzone na potrzeby giełd papierów wartościowych (jak np. GPW Benchmark w przypadku indeksów warszawskiej giełdy<sup>7</sup>), jak też podmiotów niepowiązanych z giełdami papierów wartościowych, które są wyspecjalizowane w tego rodzaju działalności (np. MSCI<sup>8</sup>). Z reguły większość informacji na temat indeksów, zwłaszcza o podstawowym charakterze, jest dostępna bezpłatnie.

Inwestorzy rozważający nabycie funduszy indeksowych korzystają jednak na ogół z informacji i dokumentów zamieszczanych na stronach internetowych dostawców tych produktów, tj. na stronach firm

<sup>6</sup> Obszerną charakterystyką indeksów – zarówno tych najczęściej wykorzystywanych przez dostawców instrumentów indeksowych (tj. indeksów akcji i papierów dłużnych), jak też mniej popularnych (tj. indeksów towarowych, walutowych, kryptowalutowych i zmienności) – zawiera rozdział 5 książki „Inwestowanie indeksowe. Instrumenty finansowe typu ETN i ETC” (więcej informacji na jej temat na stronie: <https://maklerska.pl/ksiegarnia/inwestowanie-indeksowe-instrumenty-finansowe-typu-etn-i-etc/>).

<sup>7</sup> GPW Benchmark (wcześniej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie) publikuje systematycznie opracowania zawierające podstawowe informacje dotyczące indeksów akcji i obligacji. Najnowszy dokument tego rodzaju – opisujący stan na wrzesień 2023 r. – jest dostępny na stronie: [https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-pobierz?gpwl\\_id=26&gpwlf\\_id=23](https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-pobierz?gpwl_id=26&gpwlf_id=23). Ponadto na stronie GPW Benchmark są dostępne bardziej szczegółowe i aktualne informacje na temat tych indeksów, a także m.in. Regulamin Rodziny Indeksów Giełdowych i Regulamin Rodziny Indeksów Obligacji Skarbowych (<https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych>).

<sup>8</sup> Spółka MSCI oblicza ponad 280,1 tys. indeksów (w tym ponad 16,3 tys. w czasie rzeczywistym) (dane na koniec marca 2023 r.) wartość aktywów benchmarkowanych do jej indeksów akcyjnych wynosi 14,9 bln USD (dane na koniec czerwca 2023 r.), a liczba indeksów MSCI odwzorowanych przez akcyjne ETF-y wynosi ponad 1370 (dane koniec marca 2023 r.).

zarządzających funduszami. Choć ich zakres i szczegółowość mogą być mniejsze niż w przypadku stron internetowych administratorów indeksów, powinny one być na tyle kompleksowe, aby wystarczyły do oceny indeksu przez każdego użytkownika. Należy także pamiętać, iż rodzaj i zakres informacji o indeksach dostępnych na tych stronach jest w istotnym stopniu zdeterminowany ich rodzajem – inne cechy należy bowiem przeanalizować przykładowo w indeksach akcji, inne natomiast w przypadku indeksów papierów dłużnych.

Do najczęściej publikowanych przez czołowe światowe firmy asset management informacji i danych dotyczących indeksów – w przypadku **akcyjnych funduszy indeksowych** (na ich stronach internetowych i w kartach funduszy) – należą<sup>9</sup>:

- nazwa dostawcy indeksu (*index provider*),
- opis indeksu. Zawiera syntetyczną charakterystykę indeksu, prezentując głównie jego ekspozycję inwestycyjną (w zależności od rodzaju indeksu akcji – geograficzną, sektorową, ze względu na kapitalizację spółek (*large cap, mid cap, small cap*), styl inwestycyjny (*growth, value*), tematykę inwestycyjną, itp.), czasami także stopień pokrycia danego rynku (tj. ile procent całkowitej kapitalizacji danego rynku stanowią spółki znajdujące się w portfelu indeksu) – w przypadku indeksów szerokiego rynku;
- typ indeksu biorąc pod uwagę metodę ważenia akcji w portfelu indeksu (*weighting*): indeksy wazone kapitalizacją rynkową spółek z uwzględnieniem free floatu, indeksy wazone cenami akcji spółek, indeksy o równych udziałach spółek oraz indeksy typu smart beta i czynnikowe;
- rodzaj indeksu ze względu na sposób uwzględniania dochodów wynikających z posiadania akcji: indeksy cenowe (*price return – PR*) i indeksy dochodowe (*total return – TR*) – w wersji brutto i netto (*total return net – TRN*);
- harmonogram rebalansowania portfela indeksu (*rebalancing schedule*);
- 10 największych pozycji w portfelu indeksu<sup>10</sup>. Lista spółek (ewentualnie innych instrumentów finansowych – jak np. akcyjne ETF-y) jest uszeregowana pod względem malejących wag wraz z podaniem ich procentowych udziałów w portfelu indeksu, niekiedy również branży jaką reprezentują. Czasami prezentowany jest także łączny udział tych firm w indeksie. W przypadku indeksów z ograniczonymi wagami (*capped indices*) (określenie takie czasami pojawia się w nazwie indeksu) maksymalne udziały poszczególnych walorów są ograniczone do określonej procentowej wartości (np. 10%). Dane te pozwalają się zorientować w stopniu dywersyfikacji portfela indeksu, a zatem mogą stanowić wskazówkę na temat ryzyka inwestycyjnego funduszu odwzorowującego taki indeks;
- struktura sektorowa indeksu (*sector breakdown (exposure)*) – udziały procentowe branż, z których pochodzą spółki znajdujące się w portfelu indeksu (struktura pełna lub ograniczona do najważniejszych sektorów). Czasami prezentowane są również informacje na temat uwzględnianej klasyfikacji sektorowej – np. ICB (Industry Classification Benchmark) lub GICS (Global Industry

<sup>9</sup> Należy podkreślić, iż poniższa lista obejmuje wybrane, najczęściej spotykane informacje, natomiast w przypadku konkretnego funduszu zakres prezentowanych informacji może być inny.

<sup>10</sup> Na stronie internetowej czasami jest dostępna pełna lista uczestników indeksu.

Classification Standard)). W przypadku indeksów tematycznych publikowana jest struktura portfela uwzględniająca bardziej szczegółowe rodzaje działalności firm<sup>11</sup>;

- struktura geograficzna indeksu (*geographical breakdown (exposure)*) – udziały procentowe państw, z których pochodzą firmy znajdujące się w portfelu indeksu (struktura pełna lub ograniczona do najważniejszych państw) – na ogół w przypadku indeksów obejmujących akcje spółek z wielu krajów.

Poza wymienionymi informacjami w dokumentach marketingowych funduszu (karta funduszu) i/lub bezpośrednio na jego stronie internetowej czasami znaleźć można statystyki opisujące charakterystykę portfela indeksu (*index portfolio characteristics*). Obejmują one między innymi:

- liczbę uczestników indeksu (spółek) (*number of constituents (holdings, stocks)*),
- średnią ważoną kapitalizację uczestników indeksu (*weighted average market cap*),
- medianę kapitalizacji uczestników indeksu (*median market cap*)<sup>12</sup>,
- maksymalną, minimalną kapitalizację wśród uczestników indeksu (*maximum, minimum market cap*),
- stopę dywidendy (*dividend yield*),
- wskaźnik cena do zysku (P/E) (*price/earnings ratio*),
- wskaźnik cena do wartości księgowej (P/B) (*price/book ratio*),
- wskaźnik ROE (*return on equity*),
- wskaźnik *earnings growth rate*<sup>13</sup>.

W przypadku niektórych funduszy prezentowane jest porównanie wybranych charakterystyk portfela indeksu i portfela funduszu indeksowego. Na tej podstawie można porównać, w jakim stopniu są one zbieżne – dotyczy to np. struktury sektorowej, geograficznej, listy największych spółek wraz z ich wagami, czy też wybranych statystyk portfela.

Ponadto, coraz częściej w dokumentach funduszy indeksowych publikowane są informacje związane ze zrównoważonym rozwojem (*sustainability characteristics, ESG characteristics*), dotyczą one jednak na ogół samego funduszu, a nie replikowanego indeksu (są to m.in. ratingi ESG, czy ESG Quality Score).

Sporadycznie na stronach funduszy indeksowych i/lub w ich kartach znaleźć można kluczowe zasady uwzględniane w metodologii indeksu – np. odnośnie do wstępnych kryteriów uczestnictwa w portfelu indeksu (np. minimalna wartość kapitalizacji spółki, minimalna wartość obrotu akcjami firmy w określonym okresie).

Niezależnie od rodzaju indeksu, w materiałach informacyjnych i marketingowych prezentowane są również informacje o sposobie replikacji wyniku indeksu, jednak tak kwestia zostanie szerzej omówiona i przeanalizowana dla krajowych funduszy indeksowych w kolejnym opracowaniu.

Warto również dodać, iż w dokumencie ESMA „Wytyczne dla właściwych organów i spółek zarządzających UCITS. Wytyczne dotyczące funduszy typu ETF i innych kwestii związanych z UCITS”<sup>14</sup>, o

<sup>11</sup> Przykładowo, w tematycznym funduszu indeksowym inwestującym w akcje firm zajmujących się cyberbezpieczeństwem, może to być podział na podmioty: tworzące oprogramowanie, świadczące usługi informatyczne, zajmujące się komunikacją, oferujące usługi/oprogramowanie internetowe, itp.

<sup>12</sup> Czasami zamiast powyższych statystyk prezentowana jest struktura portfela indeksu i/lub funduszu indeksowego ze względu na kapitalizację spółek (firmy o dużej, średniej i małej kapitalizacji).

<sup>13</sup> Niekiedy pojęcia te są wyjaśnione w słowniku znajdującym się np. w karcie funduszu.

którym była już mowa w poprzednim materiale z tego cyklu, znajduje się informacja że prospekt UCITS indeksowego<sup>15</sup> powinien obejmować m.in. „jasny opis indeksów, w tym informacje na temat ich elementów bazowych. W celu uniknięcia konieczności częstego aktualizowania tego dokumentu prospekt może zawierać odesłanie do strony internetowej, na której publikowany jest dokładny skład indeksów” (pkt. 9a). Ponadto prospekt powinien zawierać informacje na temat sposobu odwzorowywania indeksu i o konsekwencjach wybranej metody dla inwestorów (pkt. 9b). Dla bardziej dociekliwych inwestorów ważnym źródłem informacji na temat indeksów finansowych wykorzystywanych przez indeksowe fundusze UCITS jest rozdział XIII ww. dokumentu, jednak z uwagi na szczegółowe zagadnienia w nim zawarte, nie będzie on charakteryzowany.

Do najczęściej prezentowanych informacji i danych dotyczących indeksów – w przypadku **dłużnych (obligacyjnych) funduszy indeksowych** (na ich stronach internetowych i w kartach funduszy) – należą<sup>16</sup>:

- nazwa dostawcy indeksu;
- opis indeksu. Zawiera syntetyczną charakterystykę indeksu, prezentując głównie jego ekspozycję inwestycyjną. W zależności od rodzaju indeksu papierów dłużnych obejmuje informacje na ich temat ze względu na: typ emitentów (instrumenty skarbowe (w tym emitowane przez rząd (*treasury, government*) i jego agencje (*agency*)) i nieskarbowe – w tym korporacyjne i municypalne), kraj lub region geograficzny pochodzenia emitentów (w tym instrumenty emitowane przez organizacje ponadnarodowe (*supranational*)), zapadalność (*maturity*) papierów dłużnych (instrumenty krótko-, średnio- i długoterminowe). Czasami informacje te dotyczą także ratingu (oceny wiarygodności kredytowej) emitenta (*credit quality*) (instrumenty o ratingu inwestycyjnym (*investment grade*) lub nieinwestycyjnym (spekulacyjnym) (*below investment grade, high yield, junk*) wraz ze wskazaniem agencji ratingowej), stopnia rozwoju państw z których pochodzą emitenci (państwa rozwinięte (*developed*) i wschodzące (*emerging*)) oraz stopnia pokrycia rynku;
- waluta, w jakiej denominowane są papiery dłużne znajdujące się w portfelu indeksu;
- sposób oprocentowania papierów dłużnych;
- największe pozycje w portfelu indeksu (zwykle 5 lub 10) (*top constituents*)<sup>17</sup>. Lista serii obligacji (nie – emitentów) jest uszeregowana pod względem malejących wag wraz z podaniem ich procentowych udziałów w portfelu. Niekiedy publikowane są również informacje o wielkości kuponu i dacie zapadalności poszczególnych instrumentów.

---

<sup>14</sup> Tekst dokumentu jest dostępny na stronie: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_pl\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_pl_0.pdf)

<sup>15</sup> Niniejsze opracowanie nie odnosi się do prospektów funduszy inwestycyjnych, warto jednak raz jeszcze przypomnieć, iż powinno być to główne źródło informacji o funduszu indeksowym dla inwestorów, w tym także podstawowych informacji o replikowanym indeksie.

<sup>16</sup> Poniższa lista obejmuje wybrane, najczęściej spotykane informacje, natomiast w przypadku konkretnego funduszu zakres prezentowanych informacji może być inny.

<sup>17</sup> Na stronie internetowej czasami dostępna jest pełna lista uczestników indeksu.

Poza wymienionymi informacjami w dokumentach marketingowych funduszu (karta funduszu) i/lub bezpośrednio na jego stronie internetowej czasami znaleźć można statystyki dotyczące charakterystyki jego portfela (część) lub portfela indeksu (rzadziej). Obejmują one między innymi:

- liczbę serii obligacji (*number of bonds, number of holdings*),
- liczbę emitentów papierów dłużnych (*number of issuers*),
- stopę dochodu w okresie do wykupu (stopę dochodu) (*YTM – yield to maturity*) (w procentach),
- trzydziestodniową stopę zwrotu (*30-day yield, SEC 30-day yield, standardized yield*) (w procentach),
- średnią wielkość kuponu (*average coupon*) (w procentach),
- średnią efektywną zapadalność (*average effective maturity*) (w latach),
- ważoną przeciętną zapadalność (*weighted average maturity*) (w latach),
- średnią durację (*average duration*) (w latach),
- efektywną durację (*effective duration*) (w latach),
- zasady opodatkowania papierów dłużnych (*taxable, non-taxable*),
- strukturę portfela biorąc pod uwagę rodzaj papierów dłużnych i ich emitentów (np. *government/treasury, agency, corporate, municipal, MBS, ABS, CMBS, CMOs, itp.*),
- strukturę geograficzną emitentów (głównie w przypadku indeksów obligacji międzynarodowych),
- strukturę sektorową emitentów (w przypadku indeksów obligacji korporacyjnych),
- strukturę jakości kredytowej (procentowe udziały papierów dłużnych o określonych ratingach – AAA, AA, itd.)<sup>18</sup>.

### **Akcyjne fundusze indeksowe**

W Polsce funkcjonują obecnie 24 akcyjne fundusze indeksowe (w tym dwa lewarowane i jeden odwrotny (short)) zarządzane przez cztery towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Większość z nich – 19 – posiada ekspozycję na rynki zagraniczne. Jedynie pięć dąży do odwzorowywania indeksów krajowego rynku akcji lub benchmarków złożonych z tego rodzaju indeksów.

W tabeli 1 zaprezentowano, czy i w jakim zakresie fundusze te prezentują w swoich materiałach informacyjnych (określanych czasami przez same TFI także jako materiały marketingowe lub reklamowe), tj. na stronach internetowych i w kartach funduszy, informacje na temat najważniejszych (moim zdaniem) atrybutów indeksów akcyjnych, których wyniki inwestycyjne starają się naśladować. Obejmują one: nazwę dostawcy indeksu, ogólny opis indeksu, metodę ważenia spółek w indeksie, rodzaj indeksu (cenowy/dochodowy), główne pozycje w indeksie, strukturę sektorową indeksu oraz strukturę geograficzną indeksu. Celowo pominąłem w tym przypadku (a także w przypadku dłużnych funduszy indeksowych) informacje na temat sposobu replikacji indeksu oraz historycznych wyników inwestycyjnych indeksu – zostaną one poddane analizie w kolejnym opracowaniu.

---

<sup>18</sup> Niekiedy pojęcia te są wyjaśnione w słowniku znajdującym się np. w karcie funduszu lub na stronie internetowej.

Tabela 1. Akcyjne fundusze indeksowe\*

Fundusz	Nazwa dostawcy indeksu	Opis indeksu	Typ indeksu – metoda ważenia spółek	Rodzaj indeksu (cenowy/doc hodowy)	Top 10 pozycji w indeksie (wraz z udziałami)	Struktura sektorowa indeksu	Struktura geograficzna na indeksu
<b>TFI PZU</b>							
inPZU Akcje Polskie**	-	+	-	-	+/-	-	+/-
inPZU Akcje CEEplus	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Amerykańskie	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Europejskie	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Rynków Rozwiniętych	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Rynków Wschodzących***	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Rynku Surowców	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Rynku Złota	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Informatycznego	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Nieruchomości	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Zielonej Energii	-	+	-	+	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Zrównoważonej Gospodarki Wodnej	-	+	-	-	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Biotechnologii	-	+	-	-	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Technologii Kosmicznych	-	+	-	-	+/-	-	+/-
inPZU Akcje Sektora Cyberbezpieczeństwa	-	+	-	-	+/-	-	+/-
<b>Quercus TFI</b>							
Quercus lev****	-	+	-	-	-	-	-
Quercus short****	-	+	-	-	-	-	-
Quercus Tech lev****	-	-	-	-	-	-	-
<b>PKO TFI</b>							
PKO Akcji Rynku Polskiego**	-	+	-	-	+/-	-	+/-
PKO Akcji Rynków Wschodzących*** *****	-	+	-	-	+/-	-	+/-
PKO Akcji Rynku Amerykańskiego***	-	+	-	-	+/-	-	+/-
PKO Akcji Strefy Euro*** *****	-	+	-	-	+/-	-	+/-
PKO Akcji Rynku Japońskiego***	-	+	-	-	+/-	-	+/-
<b>Goldman Sachs TFI</b>							
Goldman Sachs Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania	-	-	-	-	+/-	+/-	+/-



\* - w tym lewarowane i odwrotne (short).

\*\* - fundusz dąży do odwzorowania wyniku benchmarku składającego się z dwóch indeksów.

\*\*\* - fundusz inwestuje w tytuły uczestnictwa akcyjnych funduszy ETF (w przypadku części funduszy PKO – także funduszy indeksowych), stąd też skład portfela funduszu i jego struktura geograficzna odnoszą się – odpowiednio – do poszczególnych ETF-ów/funduszy indeksowych oraz państwa, w którym są zarejestrowane (dla funduszu PZU).

\*\*\*\* - w przypadku funduszy lewarowanych i odwrotnych informacje z kolumn 4-8 dotyczą indeksu bazowego (fundusz Quercus Tech lev deklaruje brak benchmarku, przy czym realizuje swoją politykę inwestycyjną poprzez lokowanie środków w kontrakty terminowe na indeks Nasdaq-100).

\*\*\*\*\* - struktura geograficzna funduszu ogranicza się do podziału na rynki wschodzące i świat (PKO Akcji Rynków Wschodzących) lub Europy Zachodniej i Unii Europejskiej (PKO Akcji Strefy Euro), brak wskazania poszczególnych państw.

„+” - występuje

„-” - nie występuje

„+/-” - występuje w przypadku funduszu, nie ma natomiast w przypadku indeksu (benchmarku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych towarzystw funduszy inwestycyjnych zarządzających funduszami indeksowymi (adresy stron zostały zamieszczone w artykule „Jak rozpoznać fundusz indeksowy?”) oraz z zamieszczonych na nich kart funduszy (według stanu na koniec stycznia 2024 r.).

Jak pokazało przeprowadzone badanie, w materiałach informacyjnych żadnego z analizowanych funduszy indeksowych nie znalazła się nazwa dostawcy (administratora) replikowanego indeksu<sup>19</sup>. Widocznie uznano, że jest to informacja zbyteczna dla potencjalnego inwestora. Wydaje się jednak, że pomijając nawet kwestię niewielkiej rozpoznawalności tego typu podmiotów dla zdecydowanej większości inwestorów, należałoby zamieścić takie wskazanie. Ułatwiłoby to bardziej zainteresowanym osobom dotarcie do informacji na temat tego podmiotu (w tym jego doświadczenia rynkowego, co jest istotne z punktu widzenia inwestora) i/lub samego indeksu.

Wszystkie fundusze za wyjątkiem jednego (czyli 96% ogółu) zamieściły w swoich materiałach opis odzwierciedlanego indeksu (lub indeksów tworzących benchmark). Na ogół były to dość lakoniczne opisy zawierające główne informacje o jego ekspozycji inwestycyjnej. Czasami były to jedynie kilkunastuwyrazowe opisy, rzadko natomiast spotkać można było kilkudzaniową charakterystykę. Przy założeniu, że spora część inwestorów może poprzestać na tego rodzaju opisie, należałoby według mnie poszerzyć opis w taki sposób, aby potencjalny uczestnik funduszu indeksowego otrzymał syntetyczną, ale jednocześnie w miarę pełną informację, w jakiego rodzaju akcje inwestuje (bezpośrednio, lub pośrednio – poprzez np. ETF-y). Warto również dodać, iż informacje o indeksie czasami są zamieszczane w opisie funduszu (w jego karcie). Moim zdaniem te dwa opisy powinny być rozdzielone, jak zwykle to się dzieje w zagranicznych funduszach indeksowych i ETF-ach.

Żaden z analizowanych funduszy nie wskazał informacji na temat tego, w jaki sposób ważone są spółki w replikowanym indeksie. Przyjęto zapewne założenie, że skoro zdecydowana większość indeksów stosowanych w produktach indeksowych oparta jest na kapitalizacji rynkowej z uwzględnieniem free floatu, to zamieszczanie informacji na ten temat jest zbyteczne. Jednak część indeksów (w tym także bardzo znanych – jak np. Dow Jones Industrial Average, czy Nikkei 225) wykorzystuje ważenie cenami akcji, inne natomiast stosują równe wagi dla wszystkich uczestników lub jeszcze inne parametry (indeksy smart beta). Tymczasem, sposób ważenia może mieć istotne konsekwencje dla wyniku inwestycyjnego

<sup>19</sup> Jedynie kilka podmiotów zamieściło w kartach funduszy informację, że dane nt. indeksu pochodzą od spółki MSCI.

opartego na indeksie funduszu. Dla przykładu indeksy uwzględniające kapitalizację rynkową przypisują relatywnie duże wagi akcjom dużych firm, a indeksy równoważone małym i średnim podmiotom. W rezultacie znajomość tego aspektu indeksu może pomóc w wyborze odpowiedniego produktu w danych okolicznościach rynkowych, zatem krótka informacja na ten temat winna znaleźć się na stronie funduszu lub w jego karcie.

Mniej niż połowa funduszy (42% - jedynie część funduszy PZU) prezentuje informację, czy odzwierciedlany indeks jest indeksem cenowym czy dochodowym. Tymczasem, jest to absolutnie kluczowa informacja, z którą powinien zapoznać się każdy świadomy inwestor lokujący kapitał w produktach indeksowych. Rodzaj stosowanego indeksu wpływa bowiem na jego wyniki inwestycyjne (indeksy dochodowe, zwłaszcza w długim horyzoncie, osiągają wyższe stopy zwrotu niż indeksy cenowe), a tym samym na wyniki funduszu indeksowego. Znajomość rodzaju indeksu pozwala także ocenić, czy dany podmiot porównując swoje wyniki z wynikami indeksu nie stosuje manipulacji (np. porównuje się z indeksem cenowym zamiast dochodowego), aby wykazać lepszą jakość odwzorowania wyniku indeksu.

Zdecydowana większość funduszy (87,5%) ujawnia najważniejsze przedmioty inwestycji, przy czym dotyczy to samego funduszu, nie zaś replikowanego indeksu. Na ogół wyszczególnione jest 10 największych pozycji w portfelu (mniej, gdy jest on bardziej skoncentrowany – jak ma to miejsce w przypadku funduszy inwestujących za pośrednictwem ETF-ów) oraz ich udziały procentowe. Brakuje natomiast zwykle informacji, jaki jest łączny udział tych walorów w portfelu – w ten prosty sposób można się zorientować, jaki jest stopień jego koncentracji, a w konsekwencji jakie towarzyszy mu ryzyko inwestycyjne. Fundusze nie zamieszczają także porównania top 10 swojego portfela z top 10 portfela indeksu – taka praktyka, stosowana przez niektóre fundusze zagraniczne, ułatwiłaby ocenę (dość ogólnikową, ale klarowną), w jakim stopniu fundusz odzwierciedla skład wybranego indeksu.

Zaskakujący jest fakt, iż tylko jeden fundusz – Goldman Sachs Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania – zamieścił w swoich materiałach dokładną strukturę sektorową swojego portfela (choć nie odzwierciedlanego indeksu) wskazując reprezentowane branże i ich wagi. Pozostałe tego nie uczyniły, choć niektóre przy opisie funduszu wymieniły kilka kluczowych sektorów. Co ciekawe, dwa fundusze (inPZU Akcje Sektora Informatycznego i inPZU Akcje Sektora Nieruchomości) wskazały, jaką klasyfikację sektorową (w obu przypadkach GICS) wykorzystują do identyfikacji spółek z określonej branży. Brak prezentacji struktury sektorowej jest zadziwiający, ponieważ tego rodzaju informacje są absolutnym standardem na rynkach zagranicznych. Uzupełnienie tego braku wydaje się konieczne.

W przypadku struktury geograficznej, analogicznie jak w przypadku top 10 portfela, większość podmiotów (87,5%) przedstawia tego rodzaju dane (dla funduszu, nie dla indeksu). Fundusze na ogół wskazują państwa, z których pochodzą emitenci (spółki), natomiast dwa fundusze (PKO Akcji Rynków Wschodzących i PKO Akcji Strefy Euro) prezentują strukturę regionalną, a jeden (inPZU Akcje Rynków Wschodzących) państwa rejestracji funduszy ETF, które znajdują się w ich portfelach (czyli Luksemburg i Irlandię), co jest zupełnym nieporozumieniem (z inwestycyjnego punktu widzenia jest to informacja niemal całkowicie zbędna). Podobnie jak w przypadku dwóch poprzednio omawianych aspektów, wskazane byłoby również porównanie struktury geograficznej portfela funduszu ze strukturą indeksu.

### Dłużne fundusze indeksowe

W Polsce funkcjonuje obecnie 8 dłużnych funduszy indeksowych zarządzanych przez dwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Większość z nich – 5 – posiada ekspozycję na rynki zagraniczne. Dwa dążą do odwzorowywania wyników indeksu TBSP (Treasury BondSpot Poland), w skład którego wchodzi polskie obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu oraz zerokuponowe. Jeden fundusz dąży do zapewnienia rentowności porównywalnej z oprocentowaniem lokat bankowych opartych o stawkę WIBID 1M.

W tabeli 2 zaprezentowano, czy i w jakim zakresie fundusze te prezentują w swoich materiałach informacyjnych, tj. na stronach internetowych i w kartach funduszy, informacje na temat najważniejszych (moim zdaniem) aspektów indeksów papierów dłużnych, których wyniki inwestycyjne starają się naśladować. Obejmują one: nazwę dostawcy indeksu, ogólny opis indeksu, strukturę walutową indeksu, główne pozycje w indeksie, strukturę geograficzną indeksu oraz strukturę indeksu pod względem ratingu kredytowego. W opisie znajdującym się pod tabelą zostały ponadto zamieszczone informacje na temat stopy dochodu w okresie do wykupu (YTM) oraz duracji.

Tabela 2. Dłużne fundusze indeksowe

Fundusz	Nazwa dostawcy indeksu/benchmarku	Opis indeksu/benchmarku	Struktura walutowa indeksu/benchmarku	Najważniejsze pozycje w indeksie (wraz z udziałami)	Struktura geograficzna indeksu	Struktura indeksu pod względem ratingu kredytowego
<b>TFI PZU</b>						
inPZU Inwestycji Ostrożnych*	+	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Obligacje Polskie	-	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Obligacje Korporacyjne High Yield**	-	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Obligacje Inflacyjne***	-	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Obligacje Rynków Rozwiniętych***	-	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Obligacje Rynków Wschodzących****	-	+	+/-	+/-	+/-	-
inPZU Zielone Obligacje*****	-	+	+/-	+/-	+/-	-
<b>Goldman Sachs TFI</b>						
Goldman Sachs Indeks Obligacji	-	+	+/-	+/-	+/-	-

\* - fundusz dąży do zapewnienia rentowności porównywalnej z oprocentowaniem lokat bankowych opartych o stawkę WIBID 1M (a nie standardowego indeksu papierów dłużnych), stąd też informacje z kolumn 4-7 dotyczą portfela funduszu.

\*\* - w opisie funduszu jest zamieszczona informacja, że w odwzorowywanym indeksie (MSCI EUR HY Corporate Bond Index) przeważają papiery emitentów posiadających ratingi z grupy BB, jednak nie ma podanej dokładnej struktury portfela indeksu lub funduszu ze względu na poziom ratingu.

\*\*\* - w karcie funduszu jest zamieszczona informacja, że średni rating portfela obligacji to AA, jednak nie ma podanej dokładnej struktury portfela ze względu na poziom ratingu.

\*\*\*\* - w karcie funduszu jest zamieszczona informacja, że średni rating portfela obligacji to BB, jednak nie ma podanej dokładnej struktury portfela ze względu na poziom ratingu.

\*\*\*\*\* - w karcie funduszu jest zamieszczona informacja, że średni rating portfela obligacji to A, jednak nie ma podanej dokładnej struktury portfela ze względu na poziom ratingu.

„+” - występuje

„-” - nie występuje

„+/-” - dotyczy funduszu, a nie indeksu (benchmarku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych towarzystw funduszy inwestycyjnych zarządzających funduszami indeksowymi oraz z zamieszczonych na nich kart funduszy (karty – koniec stycznia 2024 r.).

W większości analizowanych dłużnych funduszy indeksowych nie znalazła się nazwa dostawcy (administratora) replikowanego indeksu. Wyjątek stanowił fundusz inPZU Inwestycji Ostrożnych, który w karcie produktu wskazał, że stawka WIBID jest publikowana przez organizatora fixingu, spółkę GPW Benchmark.

W przypadku wszystkich analizowanych funduszy w ich materiałach marketingowych/reklamowych obecny był opis indeksu, przy czym szczegółowość tego opisu była zróżnicowana. Najdokładniej opisane zostały indeksy obejmujące zagraniczne papiery dłużne, co zapewne było rezultatem ich gorszej rozpoznawalności wśród nawet lepiej zorientowanych inwestorów w porównaniu z indeksem TBSP. W opisach tych wskazywano m.in. na rodzaj obligacji w portfelu indeksu (np. high yield, zielone obligacje), główne regiony, z których pochodzą emitenci papierów dłużnych, poziom ratingu (w przypadku większości papierów), czasami też liczbę obligacji. Zabrakło w nich natomiast charakterystyki instrumentów dłużnych ze względu na sposób oprocentowania (za wyjątkiem funduszy odwzorowujących wynik indeksu TBSP i funduszu inPZU Obligacje Inflacyjne, gdzie taka informacja się znalazła).

Informacje na temat struktury walutowej i geograficznej funduszu znalazły się w kartach wszystkich analizowanych funduszy. Dzięki temu inwestorzy są w stanie w prosty sposób ocenić ryzyko walutowe portfela funduszu oraz jego ekspozycję geograficzną. Również wszystkie fundusze zamieściły w swoich kartach produktu listę 10 największych pozycji w portfelu inwestycyjnym, wraz z ich udziałami procentowymi (co ciekawe, w przypadku funduszu inPZU Obligacje Rynków Rozwiniętych największy udział posiadały nie obligacje, a tytuły uczestnictwa funduszu ETF – Xtrackers II Japan Government). Żaden z funduszy nie pokusił się natomiast o opublikowanie informacji o łącznym udziale tych pozycji w portfelu, co utrudnia szybką ocenę stopnia koncentracji portfela inwestycyjnego.

Żaden z funduszy nie zamieścił w swoich materiałach szczegółowej struktury portfela pod względem poziomu ratingu kredytowego obligacji. Pięć funduszy indeksowych inPZU z ekspozycją na rynki zagraniczne podało co prawda w kartach produktu informację o średnim ratingu portfela obligacji, jednak wydaje się że dla oceny ryzyka kredytowego może być ona niewystarczająca (zwłaszcza dla bardziej dociekliwych inwestorów).

Wszystkie fundusze indeksowe inPZU opublikowały również w swoich kartach produktu dokładne dane na temat duracji (miara określająca wrażliwość na zmiany stóp procentowych) i stopy dochodu w okresie do wykupu (YTM).

## **Podsumowanie**

Analiza informacji (znajdujących się na ich stronach internetowych funduszy i w ich kartach) na temat indeksów odwzorowywanych przez krajowe akcyjne i dłużne fundusze indeksowe pokazała, że niemal wszystkie podmioty zamieszczają krótki opis indeksu, choć na ogół nie wskazują jego administratora. W przypadku funduszy akcyjnych na plus należy zaliczyć publikowanie informacji na temat struktury geograficznej i największych pozycji w portfelu, przy czym odnosi się to do samego funduszu, nie zaś indeksu (uzupełnienie tego dałoby możliwość bezpośredniego porównania obu portfeli). Nieco mniej niż połowa funduszy akcyjnych zamieściła informację, czy odwzorowany indeks jest indeksem cenowym czy dochodowym. Żaden z analizowanych podmiotów z tej kategorii nie wskazał natomiast informacji na temat tego, w jaki sposób ważone są spółki w replikowanym indeksie, a tylko jeden przedstawił strukturę sektorową portfela. Z kolei wszystkie fundusze dłużne prezentowały strukturę walutową i geograficzną portfela inwestycyjnego oraz najistotniejsze pozycje (serie instrumentów dłużnych) wraz z udziałami procentowymi. Żaden natomiast nie zamieścił szczegółowej struktury portfela przyjmując za kryterium rating papierów dłużnych.

Jak z powyższego wynika, dostawcy funduszy indeksowych w Polsce (TFI) nie przywiązują należytej wagi do publikowania w materiałach informacyjnych i marketingowych danych na temat replikowanego indeksu lub benchmarku, być może wychodząc z założenia że informacje tego rodzaju zainteresują jedynie niewielkie grono najlepiej zorientowanych inwestorów. Jednak w przypadku funduszy mających za zadanie jak najdokładniejsze naśladowanie wyniku inwestycyjnego określonego indeksu, to właśnie udostępnienie jak największej ilości informacji na jego temat, zwłaszcza zaś tych, które mogą pozwolić ocenić (dokładniej niż tylko za pomocą np. wskaźnika SRI<sup>20</sup>) różne rodzaje ryzyka (głównie rynkowe, kredytowe, stopy procentowej), powinno być obowiązkiem podmiotów oferujących tego rodzaju produkty finansowe. Będzie to nie tylko prowadzić do zwiększenia transparentności funduszy indeksowych oraz świadomości ich obecnych i potencjalnych uczestników, ale także będzie miało niewątpliwy walor edukacyjny (o ile materiały te zawierać będą również krótkie wyjaśnienia bardziej skomplikowanych miar wraz z ich interpretacją). Uzupełnienie brakujących informacji nie powinno zbytnio skomplikować ani kart funduszy, ani zmniejszyć przejrzystości ich stron internetowych. Nie wymagać będzie również dużego nakładu czasu i pracy ze strony TFI lub podmiotów przygotowujących takie dokumenty. Dzięki tym prostym zabiegom inwestorzy będą mogli natomiast w znacznie bardziej świadomy niż obecnie sposób podejmować decyzje odnośnie do lokowania swoich pieniędzy w instrumenty indeksowe, w szczególności te które odwzorowują mało znane indeksy akcyjne bądź indeksy papierów dłużnych.

**Tomasz Miziołek**

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

---

<sup>20</sup> Wskaźnik ten, publikowany w dokumencie zawierającym kluczowe informacje (KID) (czasami także w karcie funduszu), mierzy łącznie poziom ryzyka rynkowego (MRM – Market Risk Measure) oraz ryzyka kredytowego (CRM – Credit Risk Measure) funduszu inwestycyjnego w skali od 1 do 7.



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.

---