

# Efektywność ETF w porównaniu do aktywnie zarządzanych akcyjnych funduszy inwestycyjnych na podstawie rynku kapitałowego w Polsce

*ETF efficiency compared to actively managed equity investment funds based on the capital market in Poland*

Adam Chlebisz, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych,  
Katedra Strategii Zarządzania i Rozwoju Organizacji, Studencki Instytut Analiz Gospodarczych

**Typ artykułu:** teoretyczno-badawczy.

**Źródło finansowania badań i artykułu:** środki własne Autora.

**Cytowanie:** Chlebisz A., (2018) *Efektywność ETF w porównaniu do aktywnie zarządzanych akcyjnych funduszy inwestycyjnych na podstawie rynku kapitałowego w Polsce*, „Rynek-Społeczeństwo-Kultura” nr 1(27), s. 46-50, <https://kwartalnikrsk.pl/Artykuły/RSK1-2018/RSK1-2018-Chlebisz-Efektywność-EFT.pdf>

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest przedstawienie i porównanie efektywności inwestowania w wybrane polskie fundusze akcji i ETF. Badanie zawarte w pracy ma za zadanie wykazać różnice w efektywności dochodowej między zbiorowymi sposobami na inwestowanie w krótkim i średnim okresie (od lipca 2011 do kwietnia 2018 roku) za pomocą metody porównawczej oraz wybranych wskaźników ekonomicznych. W ramach artykułu przedstawione zostaną główne charakterystyki wybranych funduszy inwestycyjnych (zalety i wady), które są najistotniejsze w perspektywie omawianego tematu. Ideą pracy jest wskazanie, że istnieją istotne różnice efektywności finansowych wybranych metod inwestycyjnych, które mogą mieć znaczący wpływ w kształtowaniu portfela finansowego (dokonywania wyboru między funduszem a inwestowaniem bezpośrednim).

**Słowa kluczowe:** fundusze ETF, fundusze inwestycyjne, rynek kapitałowy w Polsce, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, inwestowanie.

The aim of the article is to present and compare the effectiveness of investing in selected Polish equity and ETF funds. The research included in this thesis is to show differences in income efficiency between collective methods for investing in the short and medium term (from July 2011 to April 2018) by means of a comparative method and selected economic indicators. This article presents the main characteristics of selected investment funds (advantages and disadvantages), which are the most important in the perspective of the discussed topic. The idea of this study is to indicate that there are significant differences in the financial effectiveness of selected investment methods that can have a relevant impact on the shaping of the financial portfolio (making a choice between the fund and direct investment).

**Keywords:** Exchange-Traded Funds, investment funds, capital market in Poland, Warsaw Stock Exchange, investing.

ABSTRACT

## Wstęp

Wraz z rozwojem i większym zapotrzebowaniem na instrumenty finansowe powstają coraz nowsze sposoby na alokację nadwyżek finansowych. Ze względu na niewielką powszechną wiedzę na temat inwestycji, Polacy niechętnie inwestowali za pośrednictwem instytucji finansowych. W 2014 roku aż 10% badanych nie wiedziało czym są fundusze inwestycyjne (Patynowska 2014). Od tego czasu wiele się zmieniło, m.in. przez powszechny dostęp do informacji świadomość potrzeby oszczędzania i pomnażania kapitału jest znacznie silniejsza, niż miało to miejsce 4 lata temu (Rostkowska 2018). Z pewnością dobra koniunktura na rynku sprzyja skłonności do lokowania środków w funduszach zarówno w ramach aktywnego, jak i pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym, za którego pośrednictwem może inwestować prawie każdy, kto choć trochę rozumie mechanizmy rynku kapitałowego i nie boi się podjąć ryzyka (<https://finanse.wp.pl/> 2018). Z badania „Finansowy Barometr ING” z kwietnia 2017 roku wynika, że 22% respondentów (Polaków) nie inwestuje za pomocą funduszy inwestycyjnych z powodu strachu przed stratą pieniędzy, tym samym, w tej kategorii spośród 8 możliwych do wyboru instrumentów finansowych fundusze ustępują tylko inwestycjom alternatywnym (23%) oraz akcjom (29%). Naj-

częściej wybieranymi sposobami na pomnażanie środków okazały się konta oszczędnościowe w bankach (77% wskazań), a także lokaty terminowe (42%). Główną przyczyną tych statystyk jest ponadprzeciętna awersja do ryzyka, prawdopodobnie związana z kryzysem na rynku akcji w 2007 roku (<https://www.ingbank.pl/> 2018).

Artykuł skupia się na dwóch możliwościach inwestycyjnych skierowanych do podmiotów, które chciałyby pomnożyć swój kapitał za pomocą wspólnego inwestowania, a które charakteryzują się znaczną dywersyfikacją ryzyka i mniejszą podatnością na nagłe zmiany koniunkturalne (Gemra 2018). Towarzystwa funduszy inwestycyjnych (dalej TFI) mają pod zarządzaniem fundusze często o bardzo zróżnicowanej polityce inwestycyjnej, tak aby każdy inwestor mógł wybrać odpowiadający jego preferencjom fundusz o określonej strategii zarządzania (np. akcyjny, dłużny czy stabilnego wzrostu) (<http://www.izfa.pl/> 2018). ETF także posiadają jednostkę zarządzającą, jednak nie ma ona bezpośredniego wpływu na rentowność produktu.

## Metody i cel

Celem artykułu jest przedstawienie i porównanie efektywności inwestowania w wybrane polskie fundusze akcyjne i ETF w krótkim

i średnim okresie czasowym. Badanie ma za zadanie wykazać różnice w efektywności dochodowej na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce między Skarbcem Spółek Wzrostowych i Arką BZ WBK Akcji Polskich, a dostępnymi w Polsce pasywnie zarządzanymi funduszami. Aby wzbogacić interpretację, wyniki analizy zostały skonfrontowane z przedstawionymi informacjami teoretycznymi odnoszącymi się do poszczególnych funduszy.

Do badania posłużono się danymi rocznymi za okres lipiec 2011 roku – kwiecień 2018 roku. Wyniki odnoszą się do wybranych zmiennych, w tym do: kosztu tytułu uczestnictwa, stopy zwrotu z inwestycji, stopy zwrotu po uwzględnieniu kosztów manipulacyjnych i operacyjnych (w formie wskaźnika WCK – Współczynnika Kosztów Całkowitych), a także zannualizowanej stopy zwrotu. Dobór zmiennych podyktowany był terminem wejścia na polski rynek ETFSP500 i ETFDAX (ETFW20L pojawił się rok wcześniej). Fundusze inwestycyjne aktywnie zarządzane zostały dobrane ze względu na najwyższą stopę zwrotu w badanym okresie (Skarbiec Spółek Wzrostowych) (<https://www.analazy.pl/> 2018) oraz kierując się najwyższym osiągniętym zyskiem w latach 2000-2010 (Arka BZ WBK Akcji Polskich) (Jóźwik 2011). W badaniu posłużono się metodą porównawczą oraz wybranymi wskaźnikami ekonomicznymi.

## Fundusze inwestycyjne

Koncepcją funduszy inwestycyjnych jest zebranie kapitału uczestników w celu wspólnego inwestowania. Zbiorowe inwestowanie ma na celu ograniczenie ryzyka i zwiększenie zysku z inwestycji, które później (podobnie jak straty) są dzielone przez posiadaczy tytułów uczestnictwa w zależności od ich wkładu finansowego w dany fundusz (Mazurek 2012). Nabywcy, którymi mogą być inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni nie decydują o konkretnych instrumentach finansowych doboranych do poszczególnych funduszy, tym zajmują się zarządzający. Uczestnicy mogą jedynie wybrać fundusz o odpowiadającej im strategii inwestycyjnej (np. akcji, ochrony kapitału) (Nawrot 2007). Należy zaznaczyć, że żaden fundusz inwestycyjny nie może zagwarantować osiągnięcia celu inwestycyjnego, które mogą być następujące: ochrona kapitału inwestorów, wzrost ulokowanych środków, czy także równoczesny wzrost aktywów spowodowany wzrostem wartości lokat (Dz.U. z 2004 r. nr 146, poz. 1546, artykuł 19).

Fundusze inwestycyjne można podzielić pod względem ekonomicznym i prawnym. Zgodnie z Ustawą o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku można wyodrębnić ich trzy rodzaje (Dz.U. z 2004 r. nr 146 poz. 1546, art. 19):

1. Fundusze Inwestycyjne Otwarte (FIO) – najdłużej działające w Polsce oraz najbardziej popularne wśród inwestorów indywidualnych. Zainteresowani nabywają jednostki uczestnictwa, które fundusz jest zobligowany odkupić w każdej chwili po żądaniu ze strony posiadacza. Ze względu na wysoką płynność stopa zwrotu jest zazwyczaj średnio niższa niż w przypadku FIZ. Ich ilość jest zmienna, zależna od popytu na tytuły uczestnictwa danego funduszu (<https://www.gpw.pl> 2018);
2. Specjalistyczne Fundusze Inwestycyjne Otwarte (SFIO) – oferta tego rodzaju funduszy jest skierowana do konkretnej grupy odbiorców (np. klienta zamożnego). W tego rodzaju funduszu inwestorzy, podobnie jak w przypadku FIO, nabywają jednostki uczestnictwa, jednak ich statut może za-

wierać dodatkowe warunki ich odkupienia oraz ograniczyć liczbę inwestorów (<https://www.gpw.pl> 2018);

3. Fundusze Inwestycyjne Zamknięte (FIZ) – posiadają ograniczoną ilość inwestorów, którzy po zakupie podczas publicznej subskrypcji lub nabyciu certyfikatów inwestycyjnych (uczestnictwa) stają się częścią funduszu, który ma rozszerzoną działalność w porównaniu do wyżej wymienionych o waluty czy transakcje terminowe (<http://www.izfa.pl/> 2018).

Ze względu na krótki i średnio terminowy okres badań inwestycji (niecałe 7 lat) do porównania efektywności w artykule wykorzystano dwa fundusze akcyjne FIO. Płynność środków w przypadku otwartych funduszy inwestycyjnych jest w tym okresie bardziej pożądana niż potencjalnie wyższa stopa zwrotu z FIZ.

## Fundusze ETF

Pierwszy fundusz ETF na świecie powstał w Toronto w 1990 roku i był odzwierciedleniem Toronto 35 Index Participation units (TIPs). Następnie, po połączeniu w 2000 roku z Hundred Index Participation Fund, który naśladował Toronto 100 Index w 2006 roku zmienił nazwę na iShares CDN S&P/TSX 60 Index ETF Fund i tak funkcjonuje do dzisiaj. Kolejnym po Kanadzie krajem, który zdecydował się na wprowadzenie ETF były Stany Zjednoczone, gdzie w styczniu 1993 roku powstał obecnie największy tego typu fundusz na świecie – SPDR S&P 500. W Europie debiut Exchange-Traded Funds miał miejsce dopiero w 2000 roku na giełdzie we Frankfurcie i Londynie (<http://www.etf.com.pl/> 2018). 16 września 2010 roku na GPW w Warszawie dopuszczono pierwszy w Polsce fundusz typu ETF zarządzany przez Lyxor Asset Management – ETFW20L, który odzwierciedla 1/10 wartości indeksu WIG20 w PLN (<https://www.gpw.pl/> 2018). Następnie, 31 maja 2011 roku do obrotu na GPW weszły certyfikaty uczestnictwa kolejnych, tym razem zagranicznych, indeksów giełdowych – amerykańskiego S&P 500 oraz niemieckiego DAX (<http://www.etf.com.pl/> 2018), których wartości kolejno odpowiadają 1/100 indeksu S&P 500 w USD i 1/100 indeksu DAX w EUR (<https://www.gpw.pl/> 2018).

Kupno i sprzedaż tytułów uczestnictwa ETF odbywa się w taki sam sposób, jak obrót na rynku akcji. Podmiot chcący zainwestować w fundusz naśladowujący dany indeks giełdowy, surowiec, czy inne aktywo (np. akcje lub obligacje) jest zobligowany założyć rachunek maklerski (Skopowska 2015). Dzięki emitowanym przez ETF papierami wartościowymi (ang. creation units), nabywcy certyfikatów uczestnictwa całego indeksu mają takie same prawa majątkowe, jak w przypadku zakupu akcji pojedynczej firmy wchodzącej w jego skład, tj. m.in. prawo do dywidendy czy udziału i głosu na zgromadzeniach akcjonariuszy. ETF są rodzajem otwartego funduszu inwestycyjnego (Perez 2012), dlatego w artykule występuje ich porównanie z FIO. Zakup spółek wchodzących w skład indeksu jest ważony względem kapitalizacji spółek (iloczynu wszystkich wyemitowanych akcji do ich aktualnej ceny rynkowej) (<http://finansopedia.forsal.pl/> 2018), które do niego należą. Jego istota jest oparta na teorii efektywności rynków kapitałowych, która głosi, że z wykorzystaniem wszelkich informacji na temat rynku, niemożliwe jest osiągnięcie przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi wyższej stopy zwrotu, niż w przypadku inwestycji w papier wartościowy wiernie naśladowujący indeks giełdowy (w tym wypadku tytuł uczestnictwa ETF). Jej skutkiem było rozwinięcie

się pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym (Dębski 2010). Sugerując się tą teorią można przypuszczać, że fundusze ETF zawsze osiągają wyższy zysk w porównaniu do tych aktywów zarządzanych, co zostanie zbadane w dalszej części artykułu. Inwestycja w tego rodzaju fundusz jest znacznie mniej złożonym sposobem do pozyskania akcji wszystkich spółek wchodzących w skład indeksu. O ile nie byłoby to dużym problemem podczas inwestycji w spółki WIG20, o tyle zakup akcji S&P 500 po ciągle zmieniającej się wadze spółek stanowiących indeks jest niemal praktycznie niemożliwy.

### Konfrontacja funduszy względem informacji teoretycznych (wady i zalety)

Podobnie jak wszystkie dostępne na rynku sposoby do pomnożenia kapitału, fundusze inwestycyjne i ETF także mają zarówno wady, jak i zalety. Ryzyko na giełdzie jest nieuniknione i wynika bezpośrednio z wymienianych wcześniej, trudnych do zagwarantowania celów inwestycyjnych. Jedną z podstawowych i największych zalet ETF jest dywersyfikacja „portfela”, na który składają się akcje całego indeksu giełdowego. Dzięki temu ograniczone zostaje ryzyko inwestycyjne zachowując szanse na zysk przy dobrej koniunkturze (Nawrot 2007). Fundusze inwestycyjne także „zapewniają” posiadaczom tytułów uczestnictwa częściową dywersyfikację, jednak głównie nie jest ona zależna od czynników rynkowych, a od doboru spółek przez zarządzających, którzy są odpowiedzialni za rentowność wpłaconych środków. Wadą ETF może być brak zarządzającego, który stara się o większą stopę zwrotu w porównaniu z indeksem giełdowym. Często osoby na tych stanowiskach mają wieloletnie doświadczenie na rynku finansowym, co powinno świadczyć (wbrew teorii efektywności rynków kapitałowych) o przewadze funduszy inwestycyjnych nad ETF. Kupujący tytuły uczestnictwa nie mogą wybierać osoby zarządzającej funduszem, więc nie mają oni bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną. Oba rodzaje funduszy cechuje wysoka płynność. W ETF można sprzedać tytuły uczestnictwa, a w funduszach inwestycyjnych umorzyć praktycznie w każdej chwili. Czasowy horyzont inwestycyjny jest zbliżony zarówno dla omawianych w artykule FIO, jak i ETF (krótko i średnio terminowy – do 7 lat) (Nawrot 2007).

Koszty uczestnictwa w funduszach ETF są znacznie niższe, niż w przypadku aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych, gdzie te dzielą się na manipulacyjne i operacyjne. Pierwsze wymienione związane są z kupnem i sprzedażą tytułów uczestnictwa, a kolejne z zarządzaniem środkami wpłaconymi do funduszu (<https://bosafund.pl/> 2018). Niewątpliwą, ale także niemożliwą do ominięcia, wadą obu sposobów na inwestycje jest opodatkowanie. W przypadku tego rodzaju funduszy po zrealizowaniu zysku należy zapłacić podatek dochodowy (Szachogłuchowicz 2017).

### Efektywność inwestycji w wybrane fundusze ETF w Polsce

Badanie porównawcze jest oparte na analizie trzech dostępnych w Polsce funduszy ETF – ETFWL20, ETFDAX, ETFSP500, odwzorowujących kolejno polski WIG20, niemiecki DAX oraz amerykański S&P 500. Przeprowadzone jest na podstawie zakupu jednego tytułu uczestnictwa po cenie (kursie) zamknięcia na dany dzień, a wynikiem

świadczącym o rentowności danej inwestycji w czasie jest zaanalizowana stopa zwrotu. Współczynnik Kosztów Całkowitych (WKC) informuje o udziale wszystkich kosztów operacyjnych w aktywach i w przypadku funduszy omawianych w artykule jest bardzo dobrym odzwierciedleniem tego rodzaju opłat, podsumowując je w ciągu jednego roku kalendarzowego (Dz.U. z 2009 r. nr 17, poz. 88, §15). W badaniach wskaźnik został użyty jako roczne (nie kalendarzowe) koszty operacyjne. W funduszach na polskim rynku ETF nie występują opłaty manipulacyjne.

Tabela 1. ETFW20L – badanie efektywności

Parametr	01.07.2011	02.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	03.07.2017	03.04.2018
Wartość tytułu uczestnictwa na początek okresu [zł]	271,36	228,45	239,08	266,83	263,00	202,80	273,50	267,35
Stopa zwrotu [%]	0,00	-15,81	4,65	11,61	-1,44	-22,89	34,86	-2,25
Opłaty operacyjne – 0,45% [zł]	-	1,03	1,08	1,20	1,18	0,91	1,23	1,20
Wartość tytułu uczestnictwa na koniec okresu [zł]	271,36	227,42	238,00	265,63	261,82	201,89	272,27	266,15
Zannualizowana stopa zwrotu po opłatach [%]	0,00	-16,19	-12,29	-2,11	-3,52	-25,60	0,34	-1,92
Zannualizowana stopa zwrotu bez opłat [%]	0,00	-15,81	-11,90	-1,67	-3,08	-25,27	0,79	-1,48

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.analizy.pl/>, <https://stooq.pl/> [03.05.2018].

Jak przedstawiono w tabeli 1 okres 01.07.2011 – 03.04.2018 roku charakteryzował się trendem bocznym (horyzontalnym), w którym ceny utrzymują się wewnątrz określonego przedziału, pomiędzy liniami wsparcia i oporu. Tego rodzaju zjawisko często jest nazywane okresem konsolidacji, ponieważ po pewnym czasie następuje wybicie, czyli kontynuacją lub odwróceniem trendu (<http://investorsi.pl/> 2018). W tym wypadku ta sytuacja miała miejsce od połowy 2016 roku, aby przebić linię oporu w połowie 2017 roku. Była to najlepsza możliwa sytuacja, aby osiągnąć stopę zwrotu równą 34,86% (bez uwzględnienia opłat).

Tabela 2. ETFDAX – badanie efektywności

Parametr	01.07.2011	02.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	03.07.2017	03.04.2018
Wartość tytułu uczestnictwa na początek okresu [zł]	287,00	264,20	337,97	397,48	453,97	407,45	504,99	480,60
Stopa zwrotu [%]	0,00	-7,94	27,92	17,61	14,21	-10,25	23,94	-4,83
Opłaty operacyjne – 0,15% [zł]	-	0,40	0,51	0,60	0,68	0,61	0,76	0,72
Wartość tytułu uczestnictwa na koniec okresu [zł]	287,00	263,80	337,46	396,88	453,29	406,84	504,23	479,88
Zannualizowana stopa zwrotu po opłatach [%]	0,00	-8,08	17,58	38,29	57,94	41,76	75,69	67,21
Zannualizowana stopa zwrotu bez opłat [%]	0,00	-7,94	17,76	38,49	58,18	41,97	75,95	67,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.analizy.pl/>, <https://stooq.pl/> [03.05.2018].

Koszty operacyjne stanowią zaledwie 0,45% wpłaconych środków do funduszu co nie ma dużego wpływu na zwrot z zainwestowanego kapitału. Inwestując 01.07.2011 roku, można było zarobić jedynie 0,34% (po uwzględnieniu opłat), sprzedając tytuły uczest-

nictwa na początku III kwartału 2017 roku, pozostałe okresy przynosiły straty. ETF WIG20 jest przykładem pasywnie zarządzanego funduszu, w którym inwestor sam musi podjąć decyzję o kupnie i sprzedaży jednostek w odpowiednim momencie, aby osiągnąć zysk. Wpłacone środki na początku badanego okresu przyniosłyby stratę równą 1,92% z początkiem II kwartału 2018 roku.

Dane w tabeli 2 wskazują, że ETF pasywnie naśladowujący 30 największych niemieckich spółek akcyjnych w badanym okresie wykazywał tendencję wzrostową z niewielkimi (co do zysku) stratami w połowie 2012, 2016 i 2018 roku. Inwestycja w ten fundusz byłaby bardzo opłacalna dla inwestora, ponieważ zaledwie 9 aktywnie zarządzanych otwartych funduszy inwestycyjnych osiągnęło wyższą stopę zwrotu w badanym okresie (<https://www.analizy.pl/> 2018). Zysk z inwestycji jest stabilny i wysoki (średnio 8,67% rok do roku). Po zakupie na początku III kwartału 2011 roku fundusz daje możliwość wyjścia z bez straty w każdym kwartale po 2012 roku.

Tabela 3. ETFSP500 – badanie efektywności

Parametr	01.07.2011	02.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	03.07.2017	03.04.2018
Wartość tytułu uczestnictwa na początek okresu [zł]	33,34	42,36	50,47	57,35	76,23	82,71	92,00	90,95
Stopa zwrotu [%]	0,00	27,05	19,13	13,64	32,92	8,51	11,22	-1,14
Oplaty operacyjne – 0,15% [zł]	-	0,06	0,08	0,09	0,11	0,12	0,14	0,14
Wartość tytułu uczestnictwa na koniec okresu [zł]	33,34	42,30	50,39	57,26	76,11	82,59	91,86	90,81
Zannualizowana stopa zwrotu po opłatach [%]	0,00	26,86	51,14	71,74	128,27	147,69	175,49	172,36
Zannualizowana stopa zwrotu bez opłat [%]	0,00	27,05	51,35	72,00	128,61	148,06	175,90	172,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.analizy.pl/>, <https://stooq.pl/> [03.05.2018].

Według danych z tabeli 3 inwestycja w ETF S&P500 była najzyskowniejszą opcją do pomnożenia kapitału w badanym okresie. Średnia stopa zwrotu wyniosła 15,9% rok do roku. Możliwość rentownego wejścia i wyjścia w prawie każdym roku (z wyjątkiem inwestycji w połowie 2017 roku i sprzedaży tytułów uczestnictwa na początku II kwartału 2018 roku) w połączeniu z bardzo niskimi opłatami operacyjnymi (0,15%) jest dużym atutem przemawiającym za inwestycją w tego rodzaju fundusz, jednak nie zawsze historyczne dane mogą kształtować przyszłość, czego przykładem może być opisany w kolejnym rozdziale Arka BZ WBK Akcji Polskich

### Efektywność inwestycji w wybrane akcyjne fundusze inwestycyjne w Polsce

Arka BZ WBK Akcji Polskich, którego dane są przedstawione w tabeli 4, osiągnął w latach 2000-2010 195,1% stopy zwrotu (Jóźwik 2011). Odczytując zawarte w tabeli 4 zestawione dane, można zdecydowanie stwierdzić (jak już zostało wspomniane w poprzednim rozdziale), że nie należy się sugerować danymi historycznymi w wyborze funduszu inwestycyjnego. Po 2010 fundusz nie przyniósł zysku z inwestycji, a koszty operacyjne (3,73%) były dużo wyższe od analogicznych w ETF. Mimo to, kupując jednostki uczestnictwa w połowie 2016 roku i sprzedając w na początku III kwartału 2017 roku, fundusz zyskał aż 30,72%. Sytuacja jest bardzo zbliżona do tej w ETFW20L,

gdzie inwestując i wypłacając środki w odpowiednim czasie, możemy liczyć na ponadprzeciętne stopy zwrotu. Skarbiec Spółek Wzrostowych (tabela 5) osiągnął najwyższą stopę zwrotu wśród aktywnie zarządzanych otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce. Wzrost można zaobserwować w każdym, z wyjątkiem 2016 roku. Koszty operacyjne znacznie obciążają wypracowany przez fundusz zysk średnio o 8,3 p.p. rok do roku. Nabycie jednostek uczestnictwa w połowie 2015 roku i ich umorzenie na początku III kwartału 2016 roku przyniosłoby stratę dla inwestora, pozostałe badane okresy są bardzo rentowne – średnia stopa zwrotu wynosi 16,86%.

Tabela 4. Arka BZ WBK Akcji Polskich – badanie efektywności

Parametr	01.07.2011	02.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	03.07.2017	03.04.2018
Wartość tytułu uczestnictwa na początek okresu [zł]	37,48	29,72	31,38	32,75	34,02	28,58	37,36	35,55
Stopa zwrotu [%]	0,00	-20,70	5,59	4,37	3,88	-15,99	30,72	-4,84
Oplaty manipulacyjne – 3,00% [zł]	1,12	-	-	-	-	-	-	-
Oplaty operacyjne – 3,73% [zł]	-	1,11	1,17	1,22	1,27	1,07	1,39	0,66
Wartość tytułu uczestnictwa na koniec okresu [zł]	36,36	28,61	30,21	31,53	32,75	27,51	35,97	34,89
Zannualizowana stopa zwrotu po opłatach [%]	-3,00	-23,66	-19,40	-15,88	-12,62	-26,59	-4,04	-6,92
Zannualizowana stopa zwrotu bez opłat [%]	0,00	-20,70	-16,28	-12,62	-9,23	-23,75	-0,32	-5,15

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.analizy.pl/>, <https://stooq.pl/> [03.05.2018].

Tabela 5. Skarbiec Spółek Wzrostowych – badanie efektywności

Parametr	01.07.2011	02.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	03.07.2017	03.04.2018
Wartość tytułu uczestnictwa na początek okresu [zł]	48,60	48,76	59,92	66,73	76,32	67,99	90,11	107,86
Stopa zwrotu [%]	0,00	0,33	22,89	11,37	14,37	-10,91	32,53	19,70
Oplaty manipulacyjne – 5,50% [zł]	2,67	-	-	-	-	-	-	-
Oplaty operacyjne – 6,38% [zł]	-	3,11	3,82	4,26	4,87	4,34	5,75	3,44
Wartość tytułu uczestnictwa na koniec okresu [zł]	45,93	45,65	56,10	62,47	71,45	63,65	84,36	104,42
Zannualizowana stopa zwrotu po opłatach [%]	-5,50	-6,07	15,43	28,54	47,02	30,97	73,58	114,85
Zannualizowana stopa zwrotu bez opłat [%]	0,00	0,33	23,29	37,30	57,04	39,90	85,41	121,93

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.analizy.pl/>, <https://stooq.pl/> [03.05.2018].

### Podsumowanie

ETF, jak i otwarte fundusze inwestycyjne akcji, są bardzo dobrymi sposobami na inwestowanie. W przypadku obu rodzajów funduszy podmiot, który chce pomnożyć kapitał, nie musi mieć tak obszernej wiedzy z zakresu rynku kapitałowego, jak w przypadku bezpośredniego inwestowania w akcje. Znaczącą wadą funduszy inwestycyjnych są koszty, które w przypadku badanych funduszy Arka BZ WBK Akcji Polskich oraz Skarbiec Spółek Wzrostowych wynoszą kolejno 24 i 42-krotność opłat operacyjnych ETF DAX i ETF S&P500. Najwyższą stopę zwrotu (172,77%) w badanym okresie osiągnął fundusz pasywnie naśladowujący



indeks 500 największych amerykańskich spółek (Jóźwik 2011). Skarbiec Spółek Wzrostowych uplasował się na drugim miejscu w tej kategorii, jednakże stopa zwrotu od początku powstania funduszu do badanego okresu wyniosła -3,72% (<https://www.analizy.pl/> 2018) i wtedy nic nie wskazywało na to, że może w ciągu kilku następnych lat stać się najzyskowniejszym otwartym funduszem inwestycyjnym akcji w Polsce.

Natomiast oczekiwania względem Arki BZ WBK Akcji Polskich mogły być znacznie wyższe, ponieważ fundusz wypracował 195,1% zysku w ciągu 10 lat przed badanym okresem (Jóźwik 2011).

„Ludzie nie wyciągają wniosków z historii” (Ilian, Buffett 2016), ale przeszłość nigdy nie daje gwarancji, że dany proces musi się powtórzyć. Najlepszym rozwiązaniem na częściowe bezpieczeństwo jest ustalenie sobie limitu, po jakim należy wyjść z inwestycji. Dzięki temu można uniknąć potencjalnej straty przy nadmiernym oczekiwaniu osiągnięcia większego zysku. Prawdopodobieństwo wybrania najzyskowniejszej inwestycji spośród ETF w badanym okresie wyniosło około 33,33%, natomiast wśród otwartych funduszy inwestycyjnych około 0,34%. Tylko około 3,08% aktywnie zarządzanych funduszy okazało się rentowniejszych niż ETF DAX oraz aż 71,58% osiągnęło wyższą stopę zwrotu od ETF WIG20 (<https://www.analizy.pl/> 2018).

Najważniejsze wnioski, które można sformułować na podstawie przeprowadzonego badania przedstawiają się następująco:

1. W obu sposobach na pomnażanie kapitału nie jesteśmy podmiotem decyzyjnym w sprawie spółek, które są składowymi danego indeksu lub w które dany fundusz inwestuje (możemy tylko wybrać indeks według własnych preferencji lub zdać się na wiedzę i doświadczenie specjalistów, którzy zarządzają naszym portfelem inwestycyjnym);
2. Żaden fundusz nie może nam zagwarantować ochrony zainwestowanego kapitału, wzrostu tych środków, a także pozostałych celów inwestycyjnych;
3. Należy być świadomym, że każdy zakup tytułów uczestnictwa wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym;
4. Co najmniej minimalna wiedza o mechanizmie działania rynku kapitałowego jest kluczowa przy tego rodzaju inwestycjach;
5. Koszty operacyjne są dużo wyższe w przypadku aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych i często stanowią niemałą część wypracowanego zysku;
6. Podmioty inwestujące muszą same decydować o czasie wyjścia z inwestycji, dlatego ważne jest, aby nie być zachłannym i stawiać sobie jako cel realne stopy zwrotu;
7. Historyczne wyniki nie są wyznacznikiem zyskowności funduszu w przyszłości;
8. Nie można jednoznacznie stwierdzić, który z funduszy osiągnie lepszą stopę zwrotu w przyszłości.

Podsumowując, przy wyborze odpowiedniego funduszu należy przede wszystkim wziąć pod uwagę preferencje nabywcy co do doboru portfela inwestycyjnego, kosztów i ryzyka z nim związanych. Oba sposoby dały możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu w badanym okresie pod warunkiem rozsądnego inwestowania (dywersyfikacja i zaplanowanie z góry momentu wyjścia z inwestycji).

## Bibliografia

1. BOŚ SA Fund, (2018) Sprawdź jakie opłaty pobiera fundusz, <https://bos-safund.pl/> [26.04.2018].
2. Dębski W., (2010) Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 509.
3. ETF w Polsce – Historia, (2018) <http://www.etf.com.pl/> [20.04.2018].
4. Finansopedia Forsal, (2018) Kapitalizacja spółki, <http://finansopedia.forsal.pl/> [10.05.2018].
5. Gemra K., (2018) Fundusze inwestycyjne – zasady działania, <http://kamil-gemra.blox.pl/> [10.05.2018].
6. Giełda Papierów Wartościowych, (2018) ETF-y, <https://www.gpw.pl/> [21.04.2018].
7. Giełda Papierów Wartościowych, (2018) Fundusze inwestycyjne, <https://www.gpw.pl/> [19.04.2018].
8. Historia rynku funduszy ETF na świecie, (2018) <http://www.etf.com.pl/> [20.04.2018].
9. <https://www.analizy.pl/> [04.05.2018].
10. Ilian G., (2016) Warren Buffett: The Life and Business Lessons of Warren Buffett, CreateSpace Independent Publishing Platform.
11. ING Bank, Finansowy Barometr ING, (2017), <https://www.ingbank.pl/> [10.05.2018].
12. Investorsi, (2018) Rodzaje Trendów, <http://investorsi.pl/> [09.05.2018].
13. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, (2015) Podział funduszy inwestycyjnych, <http://www.izfa.pl/> [10.05.2018].
14. Jóźwik T., (2011) Liderzy rynku TFI, <https://www.forbes.pl/> [26.04.2018].
15. Mazurek J., (2012) Zbiorowe inwestowanie, <https://www.bankier.pl/> [26.04.2018].
16. Nawrot W., (2007) Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych, Warszawa: CeDeWu, s. 46; s. 91; s. 76.
17. Patynowska M., (2014) Tylko co dziesiąty Polak inwestuje w fundusze, <https://www.analizy.pl/> [19.04.2018].
18. Perez K., (2012) Fundusze inwestycyjne: Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Warszawa: Wolters Kluwer, s. 238.
19. Rostkowska K., (2018) Plan na 2018 rok – oszczędzanie. Nie tylko lokaty na celowniku Polaków, <https://www.bankier.pl/> [26.04.2018].
20. Rozporządzenie: Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, a także skrótu tego projektu (Dz.U. z 2009 r. nr 17 poz. 88, §15).
21. Skopowska A., (2015) Fundusze ETF w pigułce, <http://www.sii.org.pl/> [09.05.2018].
22. Stooq, (2018) <https://stooq.pl/> [04.05.2018].
23. Szachogłuchowicz K., (2017) Aktualne opodatkowanie funduszy inwestycyjnych, <http://portfelefunduszy.pl/> [26.04.2018].
24. Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2004 r. nr 146 poz. 1546, art. 19; art. 14).
25. WP Finanse, (2017) Budowanie kultury oszczędzania i inwestowania, <https://finanse.wp.pl/> [26.04.2018].