

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •

• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

OCRONA INTERESÓW UCZESTNIKÓW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W KONTEKŚCIE ZJAWISKA UKRYTEGO INDEKSOWANIA

Tomasz Miziołek*

Streszczenie:

Ukryte indeksowanie jest praktyką stosowaną przez firmy *asset management* polegającą na dość pasywnym zarządzaniu portfelem przez fundusze deklarujące aktywne podejście do zarządzania, przy równoczesnym pobieraniu relatywnie wysokiej opłaty za zarządzanie, nieadekwatnej do wykazywanego zaangażowania. Jak pokazują wyniki badań prowadzonych przez krajowe organy nadzoru, niezależne firmy analityczne, a także Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, ukryte indeksowanie występuje – z różną intensywnością – w wielu europejskich krajach i naraża inwestorów na poważne straty.

Słowa kluczowe: ochrona konsumenta, ukryte indeksowanie, *active share*, błąd odwzorowania.

JEL Class: D18, G15, G23.

Przyjęto/Accepted: 20.07.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

Korzystanie z usług firm zarządzających aktywami związane jest z koniecznością ponoszenia generalnie dwóch rodzajów opłat. Pierwsza z nich to opłata dystrybucyjna (manipulacyjna), która stanowi wynagrodzenie dla podmiotów zajmujących się dystrybucją i służy pokryciu kosztów organizacji i nadzoru nad siecią sprzedaży. Drugi rodzaj kosztów to opłata za zarządzanie funduszem,

* Dr hab., Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

która jest co do zasady pobierana przez spółkę zarządzającą funduszem¹ za świadczenie wszelkiego rodzaju czynności związanych z procesem zarządzania funduszem (m.in. zarządzanie portfelem inwestycyjnym, prowadzenie księgowości, prowadzenie rejestrów uczestników, itp.). Wśród czynności tych kluczową rolę odgrywa niewątpliwie podejmowanie decyzji inwestycyjnych w zakresie alokacji środków i wyboru odpowiednich instrumentów do portfela, tak aby lokaty funduszu umożliwiały osiągnięcie założonego celu inwestycyjnego. Proces ten może odbywać się w sposób aktywny (zarządzający według własnego uznania dokonuje selekcji walorów do portfela) lub pasywny (portfel funduszu odwzorowuje w określonej formie – w zależności od przyjętej metody replikacji – skład określonego indeksu rynku finansowego). Metoda zarządzania rzutuje z kolei na wielkość kosztów ponoszonych z tego tytułu przez uczestników funduszy – w przypadku podmiotów aktywnie zarządzających portfelem koszty te są z reguły wyraźnie wyższe niż w funduszach indeksowych², co uzasadnia się na ogół wyższymi kosztami transakcyjnymi oraz kosztami związanymi z procesem analitycznym (m.in. wynagrodzenie kadry zarządzającej, analityków, koszty pozyskania odpowiednich danych, informacji, czy analiz, koszty oprogramowania, itp.). Jak jednak pokazuje praktyka, koszty ponoszone przez uczestników tych funduszy inwestycyjnych, które deklarują aktywne podejście do zarządzania aktywami, są często nieadekwatne do faktycznego sposobu, w jaki odbywa się to zarządzanie (zbliżonego w rzeczywistości do podejścia pasywnego). W rezultacie uczestnicy niektórych aktywnie zarządzanych funduszy ponoszą bezpodstawnie wysokie koszty tego rodzaju usługi, co z kolei obniża wynik inwestycyjny i jest sprzeczne z ich interesami.

Celem artykułu jest przede wszystkim zaprezentowanie istoty zjawiska ukrytego indeksowania stosowanego przez fundusze inwestycyjne oraz jego analiza porównawcza na wybranych rynkach finansowych w Europie w świetle przeprowadzonych dotąd badań empirycznych. Ponadto w artykule zaprezentowane zostaną również informacje dotyczące szacunkowych kosztów występowania ukrytego indeksowania oraz działania, jakie podjęte zostały dotychczas w celu przeciwdziałania temu zjawisku – zarówno przez instytucje międzynarodowe, jak i organy krajowe.

¹ Na polskim rynku finansowym w większości przypadków co najmniej połowa opłaty za zarządzanie funduszem trafia – na mocy umowy między stronami – nie do spółki zarządzającej (TFI) lecz do podmiotu zajmującego się dystrybucją jego tytułów uczestnictwa.

² Potwierdzają to wyniki licznych opracowań dotyczących kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych. Przykładowo na amerykańskim rynku funduszy otwartych (*mutual funds*) wskaźnik kosztów (*expense ratio*), stanowiący generalnie odpowiednik opłaty za zarządzanie w Polsce, wyniósł w 2015 r. – według obliczeń Investment Company Institute i spółki Lipper – średnio 84 punkty bazowe w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych oraz 11 punktów bazowych w funduszach indeksowych (zarządzanych pasywnie); w funduszach obligacji wskaźnik ten wyniósł, odpowiednio, 60 i 10 punktów bazowych (wskaźniki mierzone jako średnie ważone aktywami funduszy) [ICI 2016, dostęp: 22.03.2016].

1. ISTOTA UKRYTEGO INDEKSOWANIA

Zjawisko ukrytego indeksowania³ nie zostało dotychczas zdefiniowane w aktach prawnych regulujących funkcjonowanie instytucji wspólnego inwestowania w Europie, natomiast próby takie podjęły zarówno niektóre narodowe organy nadzorujące rynki finansowe w Europie, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority* – ESMA), jak też naukowcy analizujący to zjawisko w perspektywie krajowej, bądź międzynarodowej. Wydaje się, że najpełniej istotę ukrytego indeksowania oddaje podejście zastosowane przez ESMA, zgodnie z którym jest to praktyka stosowana przez zarządzających funduszami (głównie inwestycyjnymi) polegająca na tym, iż twierdzą oni, iż zarządzają aktywami w sposób aktywny (co znajduje potwierdzenie w oficjalnych dokumentach informacyjnych funduszu), podczas gdy w rzeczywistości skład portfela inwestycyjnego jest zbliżony do składu *benchmarku* funduszu. W ten sposób zarządzający realizują w praktyce strategię inwestycyjną, która wymaga od nich relatywnie mniejszego zaangażowania niż w przypadku prawdziwie aktywnego zarządzania portfelem, a jednocześnie wysokość stawki opłaty za zarządzanie (*management fee*) znajduje się na zbliżonym poziomie jak w funduszach, które są uważane za aktywnie zarządzane. Tego rodzaju postępowanie szkodzi interesom uczestników funduszy inwestycyjnych, gdyż nie otrzymują oni w ten sposób usługi, jakiej powinni oczekiwać na podstawie informacji prezentowanych przez sam fundusz i firmę nim zarządzającą (np. w prospekcie informacyjnym lub kluczowych informacjach dla inwestorów⁴), w efekcie czego:

- są obciążani wyższymi opłatami za zarządzanie w stosunku do opłat, jakie zazwyczaj są pobierane w funduszach zarządzanych pasywnie lub w funduszach, które w znikomym stopniu wykorzystują aktywne zarządzanie aktywami,
- mogą być narażeni na inny profil ryzyka i zysku niż oczekują⁵,

³ W polskiej literaturze ekonomicznej pojęcie „ukrytego indeksowania” nie było dotychczas stosowane – zostało ono zaproponowane przez autora artykułu, gdyż wydaje się, iż najwierniej odzwierciedla ono najczęściej stosowane w terminologii anglojęzycznej pojęcie *closet indexing* (wymienne wykorzystuje się również określenie *closet index tracking*, które można przetłumaczyć jako „ukryte naśladowanie indeksu”). Rzadziej spotyka się w odniesieniu do tego zjawiska pojęcie *index hugging* oznaczające „trzymanie się indeksu”.

⁴ Zgodnie z obowiązującym w Unii Europejskiej prawem prospekt informacyjny i kluczowe informacje dla inwestorów (*key investor information document* – KIID) są podstawowymi rodzajami dokumentów informacyjnych, jakie są obowiązane udostępniać klientom fundusze typu UCITS.

⁵ Informacja na temat profilu ryzyka i zysku (*risk/return profile*) funduszu jest jednym z najważniejszych elementów KIID. Profil ten określa się na podstawie wartości syntetycznego wskaźnika zysku i ryzyka (*Synthetic Risk and Reward Indicator* – SRRI), prezentowanej w skali od 1 do 7, a obliczonej w oparciu o odchylenie standardowe tygodniowych stóp zwrotu w okresie

– mogą być wprowadzani w błąd w dokumentach informacyjnych w zakresie sposobu, w jakim fundusz jest zarządzany [ESMA 2016: 1–2, dostęp: 5.04.2016].

Szczególnie dotkliwą i wymierną negatywną konsekwencją ukrytego indeksowania dla uczestników funduszy inwestycyjnych są straty ponoszone przy pobieraniu przez fundusze stałych opłat za zarządzanie. Są one bowiem nieadekwatnie wysokie w stosunku do relatywnie niewielkiego zaangażowania, jakie zarządzający wykazują w procesie inwestycyjnym, który w dużej mierze polega na naśladowaniu składu określonego indeksu zamiast aktywnego poszukiwania najlepszych okazji inwestycyjnych. Wyższe opłaty przekładają się bezpośrednio na niższe stopy zwrotu, ponieważ opłaty te są pokrywane ze środków funduszu, a zatem obciążają jego aktywa i zmniejszają wartość tytułów uczestnictwa. Dotyczy to w szczególności mniej zamożnych inwestorów, gdyż w ich przypadku stawki tej opłaty są wyższe niż w przypadku klientów inwestujących kapitał o znacznej wartości. Konsekwencje opisywanego zjawiska w znacznie większym stopniu dotyczą także uczestników powierzających swoje środki finansowe w zarządzanie funduszom akcyjnym oraz mieszanym deklarującym aktywne podejście do inwestycji niż funduszom dłużnym lub rynku pieniężnego. Wynika to z faktu, iż różnice pomiędzy stawkami opłaty za zarządzanie występującymi w funduszach aktywnie i pasywnie zarządzanych są w przypadku pierwszych dwóch ww. kategorii podmiotów wyraźnie wyższe niż w funduszach inwestujących głównie w dłużne instrumenty finansowe (por. przypis 2). W rezultacie ukryte indeksowanie okazuje się z reguły znacznie bardziej kosztowne dla klientów funduszy operujących na rynkach akcji. Wreszcie w przypadku funduszy, które oprócz opłaty stałej mogą w określonych okolicznościach pobierać także zmienną opłatę za zarządzanie uzależnioną od wyniku inwestycyjnego (*performance fee*, *success fee*), koszt uczestnictwa w funduszu może stać się jeszcze wyższy, gdyż w sytuacji, gdy fundusz wypracuje np. dodatnią stopę zwrotu lub stopę zwrotu wyższą niż określona stopa bezwzględna (np. 5% lub 10%) realizując równocześnie ukryte indeksowanie, uczestnicy są obciążani dwoma rodzajami opłat.

Kluczowe znaczenie w ramach badania skali występowania analizowanego zjawiska ma wybór metody, na podstawie której określa się, czy dany podmiot stosuje, czy też nie opisywaną praktykę. Generalnie uznaje się, że powinny zostać spełnione równocześnie dwa podstawowe warunki, aby można było przyjąć, że mamy do czynienia z ukrytym indeksowaniem. Fundusz, który z formalnego punktu widzenia jest zarządzany w sposób aktywny⁶, w rzeczywistości powinien

ostatnich 5 lat. Dzięki temu wskaźnikowi można zakwalifikować fundusz do określonej kategorii ryzyka, niezależnie od realizowanej polityki inwestycyjnej.

⁶ Fakt ten określa się na podstawie zapisów w dokumentach informacyjnych funduszu lub – w przypadku badań określonego rynku – ustala się poziom opłat (relatywnie niski), który wyklucza z grona analizowanych podmiotów fundusze indeksowe.

realizować stosunkowo pasywne podejście do zarządzania, a jednocześnie powinien pobierać opłaty za zarządzanie typowe dla podmiotów oferujących aktywną alokację i selekcję składników portfela.

Pierwszy, podstawowy warunek odnosi się sposobu zarządzania portfelem inwestycyjnym. Ponieważ ukryte indeksowanie w swej istocie oznacza, iż dany podmiot – mimo deklarowania aktywnej polityki inwestycyjnej – lokuje w praktyce (świadomie lub nie) środki finansowe w sposób pasywny, tj. zbliżony do składu określonego indeksu rynku finansowego, podstawową kwestią jest dokonanie oceny stopnia aktywnego/pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. W tym celu wykorzystuje się na ogół trzy kryteria ilościowe – wskaźnik *active share*, błąd odwzorowania i współczynnik determinacji.

Najpowszechniej stosowaną miarą jest wskaźnik *active share* zaproponowany przez Cremersa i Petajisto. Oblicza się go sumując wartości bezwzględne różnic pomiędzy wagami poszczególnych składników w portfelu funduszu, a wagami jakie składniki te posiadają w portfelu indeksu, a następnie dzieląc otrzymany wynik przez 2. Ten łatwy w obliczeniu i interpretacji oraz intuicyjnie zrozumiały wskaźnik służy do oceny stopnia aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Mierzy on bowiem udział, jaki stanowi portfel long-short (*long-short portfolio*)⁷ (tj. portfel reprezentujący wszystkie aktywne zakłady (*bets*) podjęte przez fundusz) w całym portfelu inwestycyjnym funduszu. Innymi słowy ilustruje on tę część portfela, która jest różna od portfela indeksu *benchmarkowego*. W podmiotach niezaciągających kredytów na zakup aktywów oraz niezajmujących krótkich pozycji może on przyjmować wartości od 0 do 100% [Cremers i Petajisto 2009: 3330, 3335]. W im większym stopniu skład portfela badanego podmiotu pokrywa się ze składem portfela indeksu, tym wartość wskaźnika *active share* jest mniejsza, to zaś z kolei wskazuje na bardziej pasywne podejście do jego tworzenia i zarządzania aktywami.

Z punktu widzenia badania zjawiska ukrytego indeksowania decydujące znaczenie odgrywa określenie wartości granicznych ww. wskaźnika, które uzasadniałyby potraktowanie danego funduszu jako podmiotu potencjalnie stosującego ukryte indeksowanie⁸. Zdaniem twórców *active share* fundusze nieindeksowe, w przypadku których wartość wskaźnika jest relatywnie niska i waha się w granicach od 20 do 60% (i które charakteryzują się relatywnie niską wartością

⁷ Fundusz zajmuje aktywną długą pozycję w indeksie (*active long position*) w sytuacji, kiedy przeważa określony składnik (np. akcje) w swoim portfelu względem portfela indeksu (tzn. waga tego składnika w portfelu funduszu jest wyższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w indeksie). Z kolei aktywna krótka pozycja w indeksie (*active short position*) ma miejsce wówczas, gdy fundusz niedoważa określony składnik swojego portfela w stosunku do składu indeksu (tj. waga tego składnika w portfelu funduszu jest niższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w portfelu funduszu).

⁸ Istotne znaczenie ma również m.in. wybór odpowiedniego indeksu do obliczania wskaźnika *active share*, jednak temat ten nie będzie dalej rozwijany z uwagi na ograniczoną objętość artykułu.

błędu odwzorowania⁹), należy uznać za ukrytych naśladowców (*closet trackers*) – wymiennie stosuje się także pojęcie ukrytych indeksatorów (*closet indexers*) lub funduszy trzymających się *benchmarku* (indeksu) (*benchmark (index)-hugging funds*)¹⁰. Podejście to zostało upowszechnione przez kolejnych badaczy zajmujących się ukrytym indeksowaniem i obecnie przyjmowane jest zwykle jako standardowe przy analizowaniu skali występowania tego zjawiska¹¹.

Wartość wskaźnika *active share* nie jest jednak jedynym wyznacznikiem stopnia aktywnego zarządzania portfelem. Zdaniem Cremersa i Petajisto, choć wskaźnik ten może być stosowany samodzielnie, dopiero połączenie go z drugim, równie istotnym „wymiarom” aktywnego zarządzania – błędem odwzorowania (*tracking error*) – daje bardziej wszechstronny obraz aktywnego zarządzania pozwalając odróżnić znaczenie czynnika doboru akcji do portfela (*stock selection*) (który znajduje odzwierciedlenie we wskaźniku *active share*) od czynnika związanego z tzw. *factor timingiem* (określanym również jako taktyczna alokacja aktywów) polegającego na dokonywaniu zmieniających się w czasie zakładów dotyczących określonego czynnika ryzyka systematycznego w stosunku do *benchmarku* (który znajduje odzwierciedlenie w błędzie odwzorowania) [Cremers i Petajisto 2009: 3330].

Wskaźnik błędu odwzorowania (naśladowania) wskazuje na zmienność różnic w stopach zwrotu funduszu i jego *benchmarkowego* indeksu. Oblicza się go jako odchylenie standardowe różnicy pomiędzy stopą zwrotu portfela inwestycyjnego funduszu, a stopą zwrotu indeksu. Interpretacja wskaźnika jest następująca – im niższa jego wartość, tym mniejsza zmienność różnic między stopami zwrotu funduszu i indeksu, co z kolei minimalizuje ryzyko znaczącego ujemnego odchylenia stopy zwrotu funduszu w stosunku do *benchmarku* (*underperformance*). Przyjmuje się zatem, że im niższe wartości osiąga w danym podmiocie błąd odwzorowania, w tym większym stopniu jego portfel inwestycyjny jest zbliżony składem do indeksu, a tym samym jest pasywnie zarządzany.

W dotychczas przeprowadzanych badaniach zjawiska ukrytego indeksowania powyższy wskaźnik był rzadziej wykorzystywany niż wskaźnik *active share*. Jednym z wyjątków, jednak o doniosłym znaczeniu (gdyż analiza ta dotyczyła całego europejskiego rynku), było badanie ESMA, w którym zastosowano błąd odwzorowania jako jedno z kryteriów wyróżnienia funduszy potencjalnie stosujących ukryte indeksowanie (jako wartości graniczne przyjęto poziom 4% lub 3%).

⁹ Miara ta zostanie opisana w dalszej części artykułu.

¹⁰ Fundusze charakteryzujące się wskaźnikiem *active share* niższym niż 20% traktowane są jako fundusze indeksowe (*pure index funds*), natomiast fundusze posiadające wskaźnik na poziomie wyższym niż 60% uznawane są jako fundusze aktywnie zarządzane.

¹¹ Zaznaczyć jednak należy, iż w niektórych badaniach przyjmowane są inne wartości graniczne dla wskaźnika *active share*. Przykładowo, w badaniu przeprowadzonym przez ESMA tylko w jednym z przyjętych scenariuszy jako wartość referencyjną przyjęto 60%, zaś w dwóch pozostałych było to 50%.

Trzecim kryterium ilościowym wykorzystywanym w badaniach mających na celu identyfikację potencjalnych ukrytych naśladowców jest współczynnik determinacji, określany w skrócie jako R^2 . Jest to opisowa miara oceny dopasowania funkcji regresji do danych empirycznych, która informuje o tym, jaka część zmienności zmiennej objaśnianej jest wyjaśniana przez zmienność zmiennej objaśniającej. Przyjmuje on wartości od 0 do 1. Oblicza się go jako kwadrat współczynnika korelacji. W kontekście ukrytego indeksowania przedstawia on, w jakim stopniu wynik inwestycyjny funduszu może być objaśniony poprzez zmianę wyniku inwestycyjnego *benchmarku*. Im zatem wyższa (bliższa jedności) wartość współczynnika determinacji, w tym większym stopniu zachowanie portfela funduszu jest objaśniane przez zachowanie indeksu (nie zaś przez inne zmienne), co można interpretować jako pasywne podejście do zarządzania portfelem. Mimo dużych wartości poznawczych wskaźnik ten jest wykorzystywany sporadycznie. W przywoływanym wcześniej badaniu ESMA tylko jeden z uwzględnianych scenariuszy zakładał, iż jednym z kryteriów jest posiadanie przez fundusz współczynnika determinacji na poziomie powyżej 0,95.

Zidentyfikowanie – na podstawie jednej bądź kilku przedstawionych powyżej miar – funduszu jako zarządzanego w sposób dość pasywny, jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym do przedstawienia danemu podmiotowi zarzutu stosowania praktyki ukrytego indeksowania. Fundusz może bowiem zarządzać aktywami w dowolny sposób (zgodny z przepisami prawa) – także pasywnie, o ile jednak w sposób jasny deklaruje w prezentowanych publicznie dokumentach informacyjnych taką właśnie praktykę oraz jeśli pobiera z tego tytułu stosowne opłaty za zarządzanie. Dopiero fundusz zarządzany relatywnie pasywnie, a jednocześnie obciążający uczestników wygórowanymi w stosunku do realizowanego sposobu zarządzania opłatami (charakterystycznymi dla funduszy aktywnie zarządzanych) i dezinformujący w tym zakresie klientów (deklarujący wbrew faktom aktywne zarządzanie) może zostać uznany za stosujący ukryte indeksowanie.

2. ROZMIARY ZJAWISKA NA EUROPEJSKIM RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH I JEGO KONSEKWENCJE

Badania dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania na rynku funduszy inwestycyjnych w Europie¹² są prowadzone od niedawna, jednak intensywność ich prowadzenia systematycznie rośnie (zob. tab. 1).

¹² Badania dotyczące zarówno innych części świata, jak i innych instytucji wspólnego inwestowania (np. funduszy emerytalnych) wykraczają poza ramy niniejszego artykułu.

Tabela 1. Podstawowe informacje na temat wybranych badań dotyczących zjawiska ukrytego indeksowania w Europie w latach 2013–2016

Podmiot/autorzy przeprowadzający badanie	Data publikacja wyników badania	Okres objęty badaniem	Państwo(a) objęte badaniem	Rodzaje (liczba, aktywa) funduszy objętych badaniem	Miary wykorzystane w badaniu
SCM Private	IX 2013	30.06.2008 – 30.06.2013	Wielka Brytania	127 detalicznych, aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych o aktywach w wysokości 120 mld GBP	Active share
Finanstilsynet (Dania)	IX 2014	2013	Dania	188 funduszy akcyjnych	Active share, błąd odwzorowania
SCM Private	II 2015	2014	Wielka Brytania	154 detaliczne, aktywnie zarządzane fundusze akcyjne o aktywach w wysokości 137 mld GBP	Active share
Finanstilsynet (Norwegia)	III 2015	2010–2014	Norwegia	Fundusz akcyjny DNB Norge zarządzający aktywami o wartości 7,9 mld NOK	Active share, różnicowa stopa zwrotu, błąd odwzorowania, R ²
Cremers, Ferreira, Matos, Starks	I 2015	2002–2010	18 państw europejskich	11,8 tys. funduszy o łącznych aktywach w wysokości 7,9 bln USD (XII 2010)*	Active share
ESMA	II 2016	2012–2014	Brak informacji	1 251 nieindeksowanych funduszy akcyjnych o aktywach powyżej 50 mln €, które rozpoczęły działalność przed 2005 r. i których roczna opłata za zarządzanie jest wyższa od 0,65%	Active share, błąd odwzorowania, R ²
Morningstar	III 2016	1.01.2005 – 30.06.2015	13 państw europejskich	456 nieindeksowanych funduszy inwestujących w europejskie spółki o dużej kapitalizacji należące do trzech subkategorii: europejskich funduszy akcji dużych spółek wartościowych (Europe Large-Cap Value Equity) (88), europejskich funduszy akcji dużych spółek o mieszannej polityce inwestycyjnej (Europe Large-Cap Blend Equity) (323) oraz europejskich funduszy akcji dużych spółek wzrostowych (Europe Large-Cap Growth Equity) (45)	Active share

* – łączna liczba funduszy i łączne aktywa funduszy jawnie indeksowanych (tradycyjnych i funduszy ETF) oraz funduszy aktywnie zarządzanych (faktycznie i stosujących ukryte indeksowanie).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: SCM Private [2013], Finanstilsynet [2014], SCM Private [2015], Finanstilsynet [2015], Cremers i in. [2015], ESMA [2016], Caqueneau i in. [2016].

Na ogół celem badań jest zidentyfikowanie skali tego zjawiska w danym kraju, czasami także analizowane są inne aspekty jego występowania, w tym zwłaszcza szacowane są koszty ponoszone przez uczestników. Analizy w tym zakresie są dokonywane przez bardzo różnorodne podmioty: poczynając od podmiotów zaangażowanych w ochronę interesów klientów instytucji finansowych, poprzez naukowców zajmujących się tematyką zarządzania aktywami, banki centralne, organy nadzoru nad rynkiem finansowym, spółki monitorujące i analizujące sytuację na rynkach instytucji wspólnego inwestowania, aż po Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Początkowo badania te dotyczyły wyłącznie jednego, wybranego kraju, miały dość ograniczony (podmiotowo) zakres i były prowadzone przez lokalne instytucje, jednak z czasem obszar badań się zaczął się zwiększać, w efekcie czego, zwłaszcza w ostatnim okresie, opublikowane zostały raporty o charakterze przekrojowym obejmujące swym zasięgiem kilkanaście państw europejskich.

Do grona europejskich krajów, gdzie zjawisko ukrytego indeksowania stało się już przedmiotem bardziej szczegółowych analiz, należą Wielka Brytania oraz dwa kraje skandynawskie: Dania i Norwegia.

Opublikowane we wrześniu 2013 r. wyniki badania przeprowadzonego przez brytyjską spółkę zarządzającą aktywami SCM Private wykazały, iż średnio 40% portfela każdego przeanalizowanego funduszu akcyjnego jest identyczne ze składem indeksu, który ten fundusz zamierza pobić. Blisko połowa (46%) zbadanych funduszy akcji adresowanych do klientów detalicznych zostało uznanych za ukrytych indeksatorów. Skład portfela jedynie co czwartego z przeanalizowanych funduszy (24%) okazał się być zasadniczo inny od składu portfela indeksu (wartość wskaźnika *active share* była wyższa od 70%). Koszty ukrytego indeksowania w latach 2008–2013 oszacowano na 1,86 mld GBP w przypadku brytyjskich funduszy akcyjnych (*UK equity funds*) oraz na 1,17 mld GBP w przypadku funduszy akcyjnych inwestujących poza Wielką Brytanią (*overseas equity funds*) [SCM Private 2013: 3, dostęp: 14.04.2016]. Ta sama spółka przeanalizowała w 2015 r. 154 detaliczne brytyjskie fundusze akcji zarządzające środkami finansowymi o łącznej wartości 137 mld GBP. Wyniki badania wskazały, iż 36% tych funduszy jest w rzeczywistości kosztownymi kopiami funduszy indeksowych, tj. mniej niż 60% składu ich portfeli różni się od składu indeksu. W samym tylko 2014 r. 10 najgorszych pod tym względem funduszy kosztowało inwestorów 346 mln GBP biorąc pod uwagę słabsze wyniki w stosunku do podobnych funduszy indeksowych. Koszty w pozostałych funduszach akcyjnych (detalicznych) wyniosły 457 mln GBP. W sumie, według szacunków SCM Private, brytyjska opinia publiczna mogła zostać oszukana wskutek ukrytego indeksowania w 2014 r. na około 803 mln GBP [SCM Private 2015: 3, dostęp: 14.04.2016].

We wrześniu 2014 r. duński organ nadzoru nad rynkiem finansowym – Finanstilsynet – ujawnił raport nt. rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, funduszy specjalnych i funduszy hedgingowych w Danii w 2013 r. Stwierdzono w nim, iż 56 spośród 188 zbadanych funduszy akcyjnych (czyli 30%), tj. funduszy posiadających ekspozycję na rynek akcji w wysokości co najmniej 85%, nie realizuje aktywnej polityki inwestycyjnej jak deklaruje w prospektach informacyjnych, czyli charakteryzuje się wskaźnikiem *active share* niższym niż 60% i jednocześnie ich błąd odwzorowania wynosi mniej niż 4%¹³. Średnia wartość wskaźnika *active share* wyniosła w badanej próbie 63,9% (mediana była nieco wyższa i wyniosła 68,5%), natomiast w przypadku błędu odwzorowania wynosiła 3,6% [Finanstilsynet 2014: 11–14, dostęp: 22.04.2016]. W kwietniu 2016 r. wyniki powyższego badania zostały zweryfikowane przez duński Finanstilsynet. Jak poinformował organ nadzoru, po przeprowadzonych w końcu 2014 r. konsultacjach z duńskim stowarzyszeniem zrzeszającym firmy zarządzające funduszami inwestycyjnymi (Investerings Finds Branchen – IFB) zdecydowano zmienić ww. kryteria dotyczące pasywnego inwestowania – graniczną wartość wskaźnika *active share* zmniejszono do 50%, błędu odwzorowania do 3%, a dopuszczalną różnicę między stopą zwrotu brutto funduszu a stopą zwrotu *benchmarku* ustalono na ± 3 pkt. proc. W rezultacie liczba funduszy podejrzewanych o stosowanie ukrytego indeksowania zmniejszyła się z 56 do 22 (12% całej próby) [Finanstilsynet 2016: 1–2, dostęp: 26.04.2016].

Innym skandynawskim państwem, w którym zbadano, czy krajowe fundusze akcyjne są w rzeczywistości zarządzane w sposób aktywny, czy tylko anonują taki sposób zarządzania, natomiast w praktyce skład ich portfeli w istotnym stopniu pokrywa się ze składem *benchmarku*, była Norwegia. Tamtejszy organ nadzoru – Finanstilsynet – przeanalizował, w jaki sposób był zarządzany w latach 2010–2014 jeden z największych norweskich funduszy akcyjnych – Verdivipirfondet DNB Norge (DNB Norge) zarządzany przez DNB Asset Management¹⁴. Opublikowane w marcu 2015 r. rezultaty badania pokazały, że wyniki inwestycyjne funduszu były niemal identyczne jak wyniki jego *benchmarku* (różnicowa stopa zwrotu¹⁵ dla różnych okresów – od rocznego do pięcioletniego – wahała się od 1,86 pkt. proc. do 4,50 pkt. proc.), zaś wartości miar opisane w poprzednim punkcie jednoznacznie wskazywały na występowanie zjawiska ukrytego indeksowania (wskaźnik *active share* wahał się od 9,2% do 16,9%,

¹³ W przypadku samego tylko wskaźnika *active share* poziom niższy niż 60% posiadało łącznie 71 funduszy (38%), z czego 5 charakteryzowało się wskaźnikiem niższym niż 20%.

¹⁴ DNB Asset Management jest jedną z pięciu największych firm zarządzających funduszami w Skandynawii posiadającą ponad 550 tys. klientów funduszy otwartych w Norwegii i 300 klientów instytucjonalnych w Norwegii, Szwecji i kontynentalnej Europie.

¹⁵ Różnicowa stopa zwrotu (*differential return*) określa różnicę między stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu *benchmarku* w danym okresie.

błąd odwzorowania od 1,72% do 3,18%, a R^2 wyniósł 98,21%). W ocenie Finanstilsynet rzeczywiste zarządzanie funduszem od dłuższego czasu różniło się od deklaracji określonych w jego dokumentach i od tego, czego oczekiwali inwestorzy. W opinii organu nadzoru spółka nie zabezpieczyła w odpowiedni sposób interesów posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszu w kontekście kosztów, jakie zmuszeni byli ponosić (aż 1,8% w skali roku, podczas gdy np. oferowany przez tę samą firmę pasywny fundusz DBN Norge Index pobierał opłatę za zarządzanie w wysokości jedynie 0,3%) i w praktyce uniemożliwiała osiągnięcie przez uczestników funduszu nadwyżkowej stopy zwrotu (*excess return*) uzasadniającej pobieranie tak wysokiej opłaty. Krytyka ta spotęgowana była jeszcze przez znaczącą skalę działalności funduszu (aktywa o wartości około 8 mld NOK (1 mld USD), około 125 tys. uczestników), fakt oferowania go nieprofesjonalnym klientom i utrzymywanie stałej, rocznej opłaty za zarządzanie nieuzasadnionym sposobem, w jaki fundusz faktycznie zarządzał portfelem [Finanstilsynet 2015: 1–5, 8; dostęp: 22.04.2016]¹⁶. Dalej idące wnioski dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania w Norwegii płyną z opublikowanej w tym samym roku pracy magisterskiej, w której autorzy zbadali m.in. wartości wskaźników *active share* i błędu odwzorowania dla 27 aktywnie zarządzanych norweskich funduszy akcyjnych w latach 2005–2014. Z przeprowadzonych obliczeń (dokonanych na podstawie metodologii Cremersa i Petajisto) wynikało, iż aż 41% podmiotów (11 funduszy, w tym m.in. DNB Norge) można było określić mianem ukrytych indeksatorów [Norstein i Varran 2015: 88, dostęp: 20.04.2016].

Poza opisanymi powyżej państwami, także w kilku innych europejskich krajach podjęte zostały już działania mające na celu zidentyfikowanie skali tego zjawiska – ich inicjatorami były organy nadzorcze lub rządy. Pierwszym europejskim rządem, który w marcu 2015 r. formalnie rozpoczął badanie funduszy podejrzewanych o stosowanie ukrytego indeksowania, był rząd Szwecji [Marriage 2015, dostęp: 19.04.2016]. Badane to stanowi część zainicjowanego we wrześniu 2014 r. przeglądu regulacji dotyczących sektora *asset management*, a prezentacja jego rezultatów jest spodziewana w czerwcu 2016 r. Badania w zakresie zjawiska ukrytego indeksowania rozpoczęły również organy nadzoru w Luksemburgu – Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) [Mooney 2015, dostęp: 19.04.2016], Niemczech – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) [Marriage 2016a, dostęp: 19.04.2016], Wielkiej Brytanii – Financial Conduct Authority (FCA) [Marriage i Mooney 2016, dostęp: 19.04.2016], Irlandii – Central Bank of Ireland i we Włoszech – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) [Marriage 2016b, dostęp: 19.04.2016].

¹⁶ W maju 2015 r. norweski organ nadzoru podobne zarzuty skierował wobec jednego z subfunduszy Nordea Funds zarządzanego przez bank Nordea.

Oprócz badań prowadzonych w ramach poszczególnych państw, zjawisko ukrytego indeksowania zaczęło być również analizowane w perspektywie międzynarodowej. Dotychczas opublikowano wyniki trzech badań, które potwierdzają, iż – w zależności od przyjętych kryteriów – może ono dotyczyć co najmniej kilkunastu procent funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Europie. Autorami pierwszego z nich było czterech naukowców, którzy zbadali występowanie jawnego i ukrytego indeksowania w latach 2002–2010 wśród aktywnie i pasywnie zarządzanych funduszy akcyjnych (w tym także funduszy ETF) w 32 państwach świata w czterech kategoriach. Dowiedli oni, że spośród 18 przeanalizowanych państw europejskich w końcu 2010 r. w trzech (Belgii, Finlandii i Hiszpanii) ponad 40%, a w dwóch kolejnych (Polsce i Szwecji) aż ponad 50% aktywów (biorąc pod uwagę kraj rejestracji) ulokowanych było w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych, których wskaźnik *active share* jest niższy od 60%. W najmniejszym stopniu zjawisko ukrytego indeksowania rozpowszechnione było natomiast w Lichtensteinie (18%), Holandii (21%) i Szwajcarii (24%). Okazało się również, iż wskaźnik *active share* utrzymuje się na przestrzeni lat na zbliżonym poziomie – średnia seryjna korelacja wyniosła aż 0,95. Wśród analizowanych kategorii funduszy największy odsetek ukrytych indeksatorów (nierzadko sięgający nawet ponad 80% aktywów) występował w podmiotach inwestujących w kraju ich pochodzenia [Cremers i in. 2015: 8–11, 35–36, Internet Appendix: 11–12, dostęp: 25.04.2016].

W lutym 2016 r. ESMA ujawniła wyniki badania, do którego zakwalifikowano wstępnie ponad 2 600 europejskich akcyjnych, nieindeksowych funduszy typu UCITS. W skład próby weszły podmioty działające odpowiednio długo (uruchomione przed 1 stycznia 2005 r.), o istotnych rozmiarach (ich aktywa wynosiły powyżej 50 mln euro) i których roczna stawka opłaty za zarządzanie wynosiła powyżej 0,65% (na podstawie tego ostatniego kryterium wyeliminowano z badania fundusze indeksowe). Ze względu na brak danych dla znaczącej liczby tych funduszy, do właściwej analizy zaklasyfikowano 1 251 podmiotów. Na podstawie trzech przyjętych scenariuszy badania (różniły się one stosowanymi miarami ilościowymi i ich wartościami granicznymi¹⁷) okazało się, iż – w zależności od przyjętych założeń – od 5% (przy trzecim, najbardziej rygorystycznym scenariuszu) do 15% (przy pierwszym, najbardziej liberalnym scenariuszu) akcyjnych funduszy UCITS może potencjalnie być ukrytymi naśladowcami; w przypadku zastosowania scenariusza drugiego odsetek ten wyniósł 7%. Prezentując te wyniki ESMA zaznaczyła, iż zdaje sobie sprawę z ograniczeń

¹⁷ W pierwszym scenariuszu (zgodnym z założeniami przyjmowanymi na ogół w badaniach naukowych i przez organizacje konsumenckie, takie jak np. Finance Watch) uwzględniony został wskaźnik *active share* (<60%) i błąd odwzorowania (<4%), w drugim również wzięto pod uwagę *active share* (<50%) i błąd odwzorowania (<3%), natomiast w trzecim *active share* (<50%), błąd odwzorowania (<3%) oraz R^2 (>0,95).

analizy wyłącznie o charakterze ilościowym i jest świadoma, iż ta część analizy reprezentuje model statystyczny i uzyskane rezultaty powinny być uznane jedynie za pierwszy, wstępny krok w badaniu zjawiska ukrytego indeksowania. Dlatego też w kolejnym etapie ESMA – w ramach analizy jakościowej – dokonała przeglądu dokumentów informacyjnych tych funduszy, które zostały zidentyfikowane jako potencjalni ukryci naśladowcy, aby zobaczyć jak opisują one swoją strategię zarządzania portfelem. Okazało się, iż zdecydowana większość tych funduszy w swoich prospektach i KIID deklaruje aktywne zarządzanie portfelem – można im zatem postawić zarzut umyślnego wprowadzania w błąd inwestorów. Jak jednak dodała ESMA ostateczne dowody na występowanie ukrytego indeksowania, które mogłyby prowadzić do działań nadzorczych, będą wymagać bardziej szczegółowych działań podejmowanych przez właściwe, krajowe organy nadzorcze dotyczących m.in. rzeczywistych informacji dostarczanych inwestorom przez fundusze [ESMA 2016: 1–4, dostęp: 5.04.2016].

Kompleksowe badanie dotyczące stopnia aktywnego podejścia do zarządzania portfelem przez europejskie fundusze przeprowadziła również amerykańska firma analityczna Morningstar. Według opublikowanego w marcu 2016 r. raportu średnia (nieważona) wartość *active share* dla ponad 450 europejskich funduszy dużych spółek¹⁸ zarejestrowanych w 13 państwach w trzyletnim okresie czerwiec 2012 – marzec 2015 r. wyniosła 69,6%, natomiast mediana sięgnęła 72,4%. Najwyższą wartość wskaźnik ten osiągnął w przypadku funduszy inwestujących w spółki wzrostowe (75,1%), natomiast w odniesieniu do pozostałych dwóch grup funduszy oscylował wokół 69% [Caqueneau i in. 2016: 8–9].

Choć autorzy badania skupili swoją uwagę przede wszystkim na wskaźniku *active share* analizując m.in. związek między wartością ww. wskaźnika a wynikami inwestycyjnymi funduszy oraz ich ryzykiem inwestycyjnym oraz pokazując znaczenie tej miary przy wyborze funduszy, to uzyskane przez nich rezultaty pozwoliły także na oszacowanie skali zjawiska ukrytego indeksowania w badanej próbie funduszy i wskazanie rynków, gdzie potencjalnie może ono być najbardziej rozpowszechnione. Wykorzystując ww. wskaźnik i przyjmując jego standardową (biorąc pod uwagę założenia przyjmowane w większości dotychczasowych analiz) wartość graniczną na poziomie 60% okazało się, iż 20,2% europejskich, nieindeksowych funduszy akcyjnych inwestujących głównie w duże spółki (*European large-cap funds*) można uznać za ukrytych indeksatorów¹⁹. Wśród nich najwięcej charakteryzowało się wskaźnikami wahających się

¹⁸ Fundusze te zostały podzielone, zgodnie z klasyfikacją stosowaną przez firmę Morningstar, na trzy subkategorie: europejskich funduszy akcji dużych spółek wartościowych, europejskich funduszy akcji dużych spółek o mieszanej polityce inwestycyjnej oraz europejskich funduszy akcji dużych spółek wzrostowych.

¹⁹ Należy zaznaczyć, iż autorzy badania formułując taki wniosek nie wykorzystywali innych miar, ani też nie analizowali opłat pobieranych przez badane fundusze.

między 50 a 60% lub 40 a 50% (odpowiednio 8,9% i 6,4%), były jednak i takie, w przypadku których procent portfela ulokowany w instrumenty różniące się od składu indeksu był niższy niż 40% (5,0%). W końcu marca 2015 r. odsetek aktywów zgromadzonych w funduszach stosujących ukryte indeksowanie wyniósł 17,5%. Intrygującą obserwacją wynikającą z przeprowadzonego badania jest także ogromna rozbieżność pomiędzy udziałem w rynku aktywów funduszy posiadających wskaźnik *active share* niższy niż 60%. W niektórych krajach przekraczał on bowiem aż 50% (Włochy – 66,3%, Irlandia – 54,9%), natomiast w innych znajdował się poniżej 10% (Dania i Finlandia – 0%, Hiszpania – 3,4%)²⁰. Według analityków Morningstara powołujących się na badania Cremersa różnice te mogą wynikać z odmiennej legislacji i struktury rynku w poszczególnych krajach [Caqueneau i in. 2016: 10–12].

Jeżeli chodzi o trendy długoterminowe, to w badanym okresie (lata 2005–2015) udział ukrytych indeksatorów (mierzony wartością zarządzanych aktywów) zwiększał się do 2009 r. osiągając blisko 40% (szczyt ten wyraźnie zbiegł się z następstwami światowego kryzysu finansowego), po czym stopniowo zmniejszał się do 2013 r. (około 15%) i ponownie wzrósł w latach 2014–2015 do około 20%. Te oraz inne wyniki badań wskazujące na dość silną korelację między ukrytym indeksowaniem a ryzykiem rynkowym tłumaczyć należy tym, iż kiedy niepewność zwiększa się, zarządzający funduszami mogą skłaniać się do zmniejszania wielkości swoich aktywnych zakładów z rynkiem [Caqueneau i in. 2016: 20–21].

3. PODEJMOWANE DZIAŁANIA

Choć jak dotychczas tylko nieliczne podmioty zakończyły swoje badania dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania, to jednak uzyskane dotąd rezultaty jednoznacznie wskazują, iż występuje ono (w różnej skali) na europejskim rynku finansowym i stanowi poważne wyzwanie zarówno dla regulatorów, jak i dla firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi. Dlatego też w ostatnich kilkunastu miesiącach niektórzy interesariusze (organizacje konsumenckie, organy nadzoru, stowarzyszenia zrzeszające spółki *asset management*) podjęli już pierwsze, konkretne działania mające na celu ochronę interesów uczestników funduszy podejrzewanych o stosowanie tych praktyk.

W listopadzie 2014 r. Sveriges Aktiesparares Riksförbund (Aktiesparana) – niezależna organizacja reprezentująca interesy osób prywatnych inwestujących

²⁰ Wyniki te potwierdzają pośrednio także średnie (ważone aktywami) wartości wskaźnika *active share* w badanych krajach – najwyższy (sugerujący relatywnie niski odsetek ukrytych indeksatorów) zanotowano w Finlandii (80,5%), zaś najniższy (wskazujący na prawdopodobnie stosunkowo duży udział ukrytych indeksatorów) w Irlandii (55,9%).

w akcje, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz inne instrumenty finansowe powiązane z akcjami zrzeszającą blisko 70 tys. członków (prawdopodobnie jest to największe stowarzyszenie inwestorów indywidualnych na świecie) – uruchomiła platformę internetową mającą za zadanie pomóc jej członkom w identyfikowaniu ukrytych indeksatorów poprzez publikowanie danych nt. wartości wskaźnika *active share* i błędu odwzorowania funduszy inwestycyjnych. Narzędzie to umożliwia podział funduszy na pięć kategorii: niedrogie fundusze indeksowe, drogie fundusze indeksowe, prawdziwie aktywne fundusze, semiaktywne fundusze i fałszywie aktywne fundusze (*false active funds*) – ta ostatnia kategoria obejmuje właśnie ukrytych naśladowców. Przyporządkowanie funduszy do poszczególnych kategorii odbywa się na podstawie następujących danych: roczna, trzy-, pięcio- i dziesięcioletnia stopa zwrotu, wskaźnik *active share*, błąd odwzorowania i roczny, raportowany wskaźnik kosztów netto (*annual report net expense ratio*) [Pearce 2014, dostęp: 19.04.2016]²¹.

Norweski Finanstillsynet w liście skierowanym w marcu 2015 r. do spółki DNB Asset Management zawierającym polecenie naprawcze (*corrective order*) nakazał jej albo dostosowanie polityki inwestycyjnej funduszu DNB Norge do zasad charakterystycznych dla aktywnego zarządzania (co jest odzwierciedlone w jego prospekcie i w stawce opłaty za zarządzanie), albo skorygowanie pobieranej opłaty do faktycznie prowadzonej, pasywnej strategii inwestycyjnej i równoczesne wprowadzenie adekwatnych zmian do dokumentów informacyjnych w celu zapewnienia przejrzystości informacji dotyczącej strategii zarządzania funduszem, co jednak wymagałoby zgody uczestników [Finanstillsynet 2015: 8, dostęp: 22.04.2016].

Duński organ nadzoru w 2015 r. zwrócił się z prośbą o złożenie wyjaśnień wobec podmiotów zarządzających 22 subfunduszami podejrzanymi o stosowanie ukrytego indeksowania. Na podstawie uzyskanych odpowiedzi uznał, iż nie ma wystarczających podstaw, aby prowadzić wobec nich dalsze działania nadzorcze, zastosować nakazy lub reprimendy; warto jednak zwrócić uwagę, iż 6 spośród tych subfunduszy zostało w tym czasie zlikwidowanych lub połączono je z innymi subfunduszami, co może sugerować, iż w ten sposób chciały uniknąć ciężającej na nie odpowiedzialności. W listopadzie 2015 r. IFB przyjęło zalecenie dla swoich członków dotyczące publikowania w raportach rocznych wartości

²¹ Warto również dodać, iż w grudniu 2014 r. Aktiesparana złożyła pozew (podpisało się pod nim ponad 3 tys. inwestorów) przeciwko drugiemu największemu szwedzkiemu podmiotowi oferującemu fundusze inwestycyjne – Swedbank Robur. Organizacja ta zarzuciła mu, iż stosował *misselling* w postaci sprzedawania klientom detalicznym dwóch funduszy stosujących ukryte indeksowanie w minionych 10 latach i zażądała odszkodowania w wysokości 7 mld SEK. Pozew ten jednak został, z powodów formalnych, odrzucony przez krajową szwedzką radę do spraw sporów konsumenckich, choć zdaniem Aktiesparana było to efektem lobbowania ze strony szwedzkich banków. Rozważane było złożenie podobnego pozwu także przeciw trzem innym dużym szwedzkim bankom – Nordea, Handelsbanken i SEB.

wskaźników *active share* i błędu odwzorowania przez fundusze działające zgodnie z dyrektywą UCITS. Stowarzyszenie rekomendowało podmiotom, w przypadku których wskaźniki te wynoszą (odpowiednio) mniej niż 50% i 3%, aby w sprawozdaniach rocznych opisywały, jak zakres stosowania aktywnego zarządzania koresponduje z celami odnośnie stóp zwrotu, z ich uniwersum inwestycyjnym oraz poziomem ryzyka [Finanstilsynet 2016: 3, dostęp: 26.04.2016].

Z kolei szwedzkie stowarzyszenie firm zarządzających funduszami – Fondbolagens förenin – w 2015 r. wprowadziło wymóg dla funduszy akcyjnych w Szwecji publikowania wartości wskaźnika *active share* w ich raportach rocznych [Moisson 2016, dostęp: 19.04.2016].

Konkludując wyniki przeprowadzonej analizy ESMA stwierdziła, iż będzie kontynuowała współpracę z krajowymi organami regulacyjnymi w celu ustalenia dalszego scenariusza działań. Prace te obejmować będą aktywną rolę w koordynacji dalszych analiz prowadzonych na poziomie krajowym. Pełniejsze badania dotyczące poszczególnych funduszy znajdują się – zdaniem ESMA – w gestii właściwych narodowych organów w ramach ich regularnej pracy nadzorczej. Wraz z właściwymi organami krajowymi ESMA będzie również oceniać potrzebę podejmowania dalszych kroków w celu zapewnienia, aby wszyscy uczestnicy rynku postępowali całkowicie zgodnie z obowiązками informacyjnymi. W przypadku stwierdzenia jakichkolwiek niedociągnięć w zakresie regulacji prawnych, które mogłyby stworzyć korzystne warunki dla rozwoju ukrytego indeksowania (np. odnośnie obowiązków informacyjnych funduszy), ESMA przeanalizuje konieczność podjęcia kolejnych działań w celu uściślenia i doprecyzowania tychże przepisów [ESMA 2016: 5, dostęp: 5.04.2016].

PODSUMOWANIE

Jak wynika z opisanych w niniejszym artykule wyników badań dotyczących zjawiska ukrytego indeksowania w Europie występuje ono – choć z różną intensywnością – na wielu rynkach funduszy inwestycyjnych na Starym Kontynencie. Mimo iż jest ono zgodne z literą prawa (nie zostało bowiem jak dotychczas uwzględnione w żadnym kraju w jakimkolwiek akcie prawnym określającym funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych), nie jest zgodne z jego duchem – uczestnicy funduszy inwestycyjnych w takich przypadkach są bowiem wprowadzani w błąd co do rzeczywistych działań w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym, jak też obciążani są wyższymi kosztami za usługę zarządzania aktywami, nieadekwatnymi do wysiłku i zaangażowania (abstrahując w tym momencie już od efektu tego zarządzania) ze strony zarządzających funduszem. Praktyka ta jest zatem jedną z form *missellingu* na rynku usług finansowych, gdyż z jednej strony stanowi wątpliwą pod względem etycznym praktykę ofero-

wania produktu finansowego po zawyżonej cenie, a z drugiej polega na wprowadzaniu w błąd klienta poprzez brak przekazywania odpowiednich informacji na temat oferowanego funduszu (w szczególności w odniesieniu do sposobu zarządzania aktywami, a w konsekwencji także potencjalnej stopy zwrotu)²².

BIBLIOGRAFIA

- Caqueneau M., Möttölä M., Schumacher J., 2016, *Active Share in European Equity Funds. The Activeness of Large-Cap European Fund Managers Through the Lens of Active Share*, Morningstar, Chicago.
- Cremers M., Ferreira M.A., Matos P., Starks L., 2015, *Indexing and Active Fund Management: International Evidence, Working Paper* (version: January 2015), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1830207.
- Cremers M., Petajisto A., 2009, *How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance*, „The Review of Financial Studies”, vol. 22, no. 9.
- ESMA, 2016, *Supervisory Work on Potential Closet Index Tracking*, ESMA/2016/165, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-165_public_statement_-_supervisory_work_on_potential_closet_index_tracking.pdf.
- Finanstilsynet, 2014, *Markedsudviklingen i 2013 for Investeringsforeninger, Specialforeninger og Hedgeforeninger*, https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Marked-sudvikling/Markedsudviklingsartikel_Investeringsforeninger_2013.ashx.
- Finanstilsynet, 2015, *Management of Equity Fund – Corrective Order*, <http://www.finanstilsynet.no/en/Document-repository/News/2015/Q1/Management-of-equity-fund--rectification-order/>.
- Finanstilsynet, 2016, *Active/Passive Management in Danish UCITS*, <https://www.finanstilsynet.dk/en/Nyheder%20og%20presse/Pressemeddelelser/2016/PM-BSH-tale-IFB-200416>.
- ICI, 2016, *Average Expense Ratios for Equity, Hybrid, and Bond Mutual Funds Hit 20-Year Lows*, https://www.ici.org/pressroom/news/16_news_trends_expenses.
- Marriage M., 2015, *Sweden Begins Crackdown on Closet Trackers*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d39d9a08-cf22-11e4-b761-00144feab7de.html>.
- Marriage M., 2016a, *German Regulator Launches Closet-tracker Investigation*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f4c8fc8e-d1a8-11e5-831d-09f7778e7377.html#axzz417QtxTka>.
- Marriage M., 2016b, *Italian Closet Trackers Sanctioned by Regulator*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85387d82-e20f-11e5-9217-6ae3733a2cd1.html#axzz42D1jKEj>.
- Marriage M., Mooney A., 2016, *Financial Conduct Authority Closes in on 'Closet Tracker' Funds*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cbe59c82-fcbe-11e5-b3f6-11d5706b613b.html#axzz47fgpbMmm>.
- Moisson E., 2016, *Closet Tracking Row Boosts Passive Flows in Sweden*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d8cc99a-f733-11e5-96db-fc683b5e52db.html#axzz44Z8LDyUp>.

²² Stosowanie ukrytego indeksowania ma nie tylko dość oczywiste konsekwencje związane z obciążaniem uczestników nieadekwatnie wysokimi opłatami, ale także – jak wynika z większości prowadzonych na ten temat badań – skutkuje tym, iż fundusz taki osiąga zwykle stopę zwrotu netto (tj. po uwzględnieniu wszelkich kosztów) niższą niż stopa zwrotu *benchmarku*, co wynika z faktu, iż w relatywnie niewielkim stopniu podejmuje się aktywnych zakładów z rynkiem. Dla inwestorów lokujących środki finansowe w tytuły uczestnictwa teoretycznie zarządzanych aktywnie funduszy i w związku z tym oczekujących wysokich ponadprzeciętnych stóp zwrotu jest to zatem – jak twierdzi Petajisto – szczególnie niekorzystny wybór [Petajisto 2013: 92].

- Mooney A., 2015, *Luxembourg Probing Closet Trackers*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/679ed476-d3ae-11e4-99bd-00144feab7de.html#axzz3ZS09zuuT>.
- Norstein V., Varran H., 2015, *A Comprehensive Study of Actively Managed Equity Funds in Norway*, *Master Thesis*, Copenhagen Business School, http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/5524/vegard_norstein_og-haakon_varran.pdf?sequence=1
- Pearce A., 2014, *European Tool to Out 'Closet Index Trackers'*, <http://www.efinancialnews.com/story/2014-10-13/swedish-shareholders-association-closet-index-trackers>.
- Petajisto A, 2013, *Active Share and Mutual Funds Performance*, „Financial Analysts Journal”, vol. 69, no. 4.
- SCM Private, 2013, *Closet Indexation. A UK Epidemic*, <http://www.scmprivate.com/content/file/knowledge/research/closet-indexation-report-full-sept-13.pdf>.
- SCM Private, 2015, *Closet Indexation. The UK Epidemic Continues*, <http://www.scmprivate.com/content/file/knowledge/research/SCM-direct-closet-indexation-epidemic-continues-report-february-2015.pdf>.

PROTECTION OF INTEREST OF INVESTMENT FUNDS PARTICIPANTS IN THE CONTEXT OF CLOSET INDEXING

Closet indexing is a practice used by asset management companies consisting in relatively passive portfolio management by funds declaring an active approach to management, while charging relatively high management fees, inadequate to demonstrated commitment. As the results of research carried out by national supervisory authorities, independent analytic firms as well as European Securities and Markets Authority (ESMA) show, closet indexing is experienced – with varying intensity – by many European countries and exposes investors on significant losses.

Key words: consumer protection, closet indexing, active share, tracking error.