

JAKI TYP INDEKSU OBRAĆ ZA BENCHMARK?

Indeks akcyjny jest hipotetycznym portfelem akcji spółek, który reprezentuje wybrany segment rynku (np. spółki o określonej kapitalizacji, spółki z wybranego sektora, spółki wypłacające dywidendę czy wszystkie spółki notowane na danej giełdzie). Celem wyliczenia poziomu indeksu jest określenie tendencji rynkowych (stóp zwrotu i zmienności, aktywności inwestorów itp.) zachodzących w danym segmencie rynku, zarówno w krótkim jak i dłuższym okresie.

Indeks cenowy a dochodowy

Metodyka tworzenia indeksu opiera się na kilku zagadnieniach, spośród których inwestorzy powinni zwrócić szczególną uwagę na sposób kalkulacji. Według tego kryterium indeksy można podzielić na indeksy cenowe i dochodowe – przy obliczaniu poziomu indeksu cenowego pod uwagę bierze się jedynie ceny akcji wchodzących w skład indeksu, natomiast w przypadku indeksu dochodowego dodatkowo uwzględnia się otrzymane dywidendy i prawa poboru, które są następnie ponownie reinwestowane we wszystkie składniki indeksu. Taki sposób kalkulacji sprawia, że stopy zwrotu obliczone dla indeksu dochodowego nigdy nie mogą być mniejsze niż stopy zwrotu obliczone dla tego samego indeksu typu cenowego. Na GPW do indeksów cenowych zalicza się m.in. WIG20 czy mWIG40, natomiast do indeksów dochodowych - WIG20TR, mWIG40TR, WIG, RESPECT czy indeksy sektorowe.

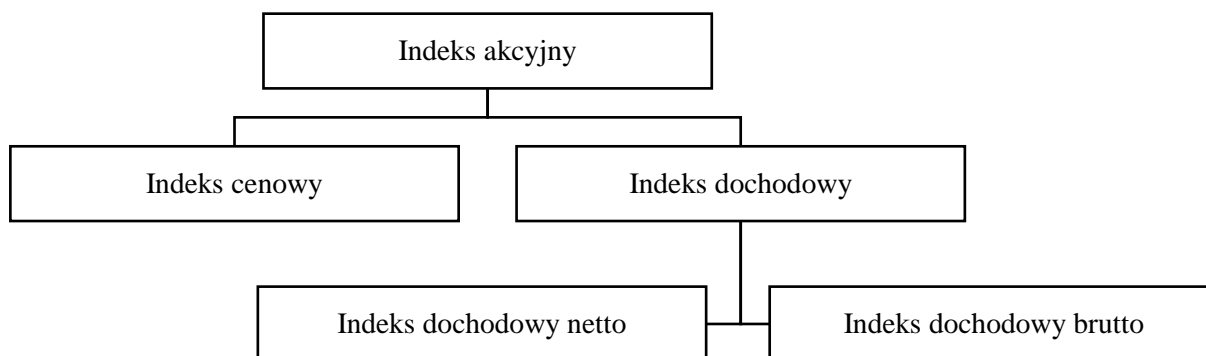
Indeks jest nie tylko barometrem określającym stan rynku. Służy on również jako punkt odniesienia dla wyników inwestycyjnych osiągniętych przez danego inwestora. Niezwykle istotne jest przy tym nie tylko znalezienie właściwego indeksu, ale także wybranie jego odpowiedniego typu. Mając na uwadze fakt, że korzyści z posiadania aktywów inwestycyjnych występują zarówno w postaci zysków kapitałowych jak i wypłat dochodów w formie np. dywidendy, inwestor nie powinien mieć wątpliwości, że właściwym indeksem dla niego jest ten typu dochodowego. Indeks cenowy powinien być stosowany przez takiego inwestora co najwyżej do analizowania rynku w krótkim okresie.

Czy jednak inwestor indywidualny (rozumiany jako osoba fizyczna lub przedsiębiorstwo, które nie zajmuje się profesjonalnie lokowaniem środków na rynku kapitałowym) i zarządzający funduszem powinien odnosić się do tego samego typu indeksu dochodowego? Nie w każdym przypadku, a związane jest to ze statusem podatkowym inwestora. Przykładowo, w przypadku pakietu akcji polskich wypłacających dywidendę, pomijając wszelkie koszty operacyjne i transakcyjne, inwestor indywidualny posiadający taki pakiet osiągnie stopę zwrotu z portfela niższą niż fundusz inwestycyjny, który w świetle polskiego prawa jest zwolniony od podatku od dywidendy. Taka sytuacja sprawia, że porównywanie wyników inwestycyjnych inwestora indywidualnego i funduszu inwestycyjnego do tego samego indeksu może być krzywdzące dla tego pierwszego.

Właśnie z uwagi na różnice w statusie podatkowym inwestora, dostawcy indeksów, tacy jak MSCI czy FTSE Russel, wprowadzili dwa typy indeksów dochodowych – indeks dochodowy netto, w którym dywidenda potrącana jest o ww. podatek oraz indeks dochodowy brutto, w którym dywidenda jest wliczana w całości do poziomu indeksu.

Ze względu na metodę kalkulacji można więc wyróżnić trzy typy indeksów – indeks cenowy, indeks dochodowy netto i indeks dochodowy brutto. Poniższy schemat ukazuje ten podział.

Schemat 1. Podział indeksów akcyjnych ze względu na metodę kalkulacji



Spośród wyżej wymienionych typów indeksów, obecnie GPW publikuje jedynie indeksy cenowe i dochodowe brutto. Ostatnie kroki poczynione przez GPW związane ze zwróceniem uwagi inwestorów na dywidendy (rozpoczęcie publikowania wartości indeksów mWIG40TR i sWIG80TR czy utworzenie trzech indeksów dywidend) mogą sugerować, że w najbliższym czasie doczekamy się również indeksów dochodowych netto, bazujących na m.in. WIG20, mWIG40, sWIG80 czy WIG.

Dlaczego ma to takie znaczenie? Ponieważ w dłuższym horyzoncie czasowym coraz bardziej uwidaczniają się różnice pomiędzy stopami zwrotu wynikającymi z poziomu indeksów danego typu. Jako przykład niech posłuży dziesięcioletni okres obliczony dla WIG20 (liczony od początku czerwca 2009 r. do końca maja 2019 r.), który to został przedstawiony na poniższym wykresie.

Wykres 1. Inwestycja w WIG20 w horyzoncie 10 lat



Średnia roczna stopa zwrotu dla WIG20, WIG20TR i implikowanego WIG20NTR (przy zastosowaniu stawki opodatkowania dywidend równej 19%) wyniosła w tym czasie odpowiednio 2,1%, 6,3% i 5,5%. Szacowana stopa dywidendy, obliczona jako różnica pomiędzy średniorocznymi stopami zwrotu WIG20TR i WIG20, była równa 4,2%. W skali 10-letniej, stopy zwrotu dla WIG20, WIG20TR i WIG20NTR wyniosły natomiast, odpowiednio, 23,3%, 83,8% oraz 70,3%. Jak można zauważyć, stosunkowo niewielka różnica rocznych stóp zwrotu z WIG20TR i WIG20NTR (0,8%) wpłynęłaby na osiągnięcie przez inwestora indywidualnego, lokującego swoje środki w portfel spółek z indeksu WIG20, stopy zwrotu

niższej o 13,5 p.p. niż w przypadku pasywnie zarządzanego funduszu inwestycyjnego replikującego ten indeks (pomijając wszelkie koszty operacyjne, transakcyjne i podatek od zysków kapitałowych).

Powyższy przykład dosyć dobrze obrazuje, dlaczego wybór odpowiedniego typu indeksu może mieć tak duże znaczenie. Wybranie niewłaściwego typu indeksu spowoduje, że wyniki inwestycyjne osiągnięte przez danego inwestora mogą zostać błędnie ocenione jako zbyt dobre lub zbyt złe w stosunku do rzeczywistej sytuacji.

Fundusze na zagraniczne rynki a podatek od dywidendy

Do tej pory odnosiliśmy się do tematu statusu podatkowego inwestora na przykładzie inwestycji w akcje polskie. Odniesienie do spółek mających siedzibę w Polsce nie było przypadkowe. Każdy kraj ma bowiem swój własny system podatkowy, który określa sposób opodatkowania dochodu (m.in. otrzymywanych dywidend) przez danego podatnika. W Polsce fakt braku opodatkowania zysków kapitałowych i dywidend osiąganych przez fundusze inwestycyjne wynika z wyłączeń określonych w Ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 6 ust. 1, art. 17 ust. 1).

Kwestia podatku od dywidendy staje się bardziej skomplikowana w sytuacji, gdy polski fundusz inwestycyjny, czy w ogóle polski inwestor, dokonuje inwestycji w spółkę mającą siedzibę za granicą, przy czym nie ma tu znaczenia to, czy jest to spółka notowana na giełdzie zagranicznej czy na GPW. W przypadku wypłaty dywidendy przez taką spółkę zastosowanie mają zarówno przepisy podatkowe państwa, w którym spółka ma siedzibę, jak również przepisy państwa polskiego, a także umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania pomiędzy tymi państwami, o ile takowa została podpisana.

Istota analizy regulacji podatkowych dwóch krajów sprowadza się do tego, że efektywna stopa podatku od dywidendy, rozumiana jako suma podatku od dywidendy zapłacona w Polsce i za granicą odniesiona do wartości dywidendy brutto, zasadniczo nie powinna być wyższa niż wyższa ze stawek opodatkowania obowiązujących w tych krajach. Z analizy tej wynika także, że efektywna stopa opodatkowania dla inwestora będącego podatnikiem podatku od dywidendy w Polsce wyniesie co najmniej tyle, ile obowiązująca w naszym kraju stawka podatku od dywidendy – 19%. Wyjątkami są tutaj jedynie inwestycje w spółki z Cypru i Luksemburga, dla których efektywna stopa opodatkowania dywidend może być niższa¹. W przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, z racji zwolnienia od podatku dochodowego w Polsce, obciążenie podatkowe z tytułu dywidend zagranicznych jest zazwyczaj niższe niż w analogicznej sytuacji dla inwestora-podatnika.

Kwota podatku od dywidendy należnego organowi skarbowemu kraju, w którym siedzibę ma spółka wypłacająca dywidendę, jest uiszczana przez tę spółkę i obniża wartość dywidendy dla inwestora. Taki podatek nazywany jest podatkiem u źródła (ang. withholding tax, WHT). Rozliczenia z polskim urzędem skarbowym inwestor musi natomiast dokonać już we własnym zakresie.

Z uwagi na podleganie pod przepisy podatkowe innego kraju, polski fundusz inwestycyjny staje się w większości przypadków podatnikiem podatku od dywidendy wypłacanej przez spółkę zagraniczną. Taka sytuacja sprawia, że w kwestii doboru odpowiedniego benchmarku do oceny

¹ <https://www.rp.pl/artukul/645365-Jak-rozliczyc-PIT-od-zagranicznej-dywidendy.html>

zarządzania funduszem powinno istnieć rozróżnienie pomiędzy pewnymi grupami funduszy. Mianowicie, fundusze inwestujące w większości w spółki polskie powinny stosować indeksy dochodowe brutto, natomiast fundusze dokonujące inwestycji głównie w spółki zagraniczne powinny odnosić swoje wyniki do indeksów dochodowych netto.

Wybranie odpowiedniego indeksu dochodowego netto wymaga jednak od zarządzającego funduszem zastosowania właściwej stopy opodatkowania dywidendy. Z uwagi na to, że dostawcy indeksów przeważnie stosują stawki podatkowe obowiązujące w kraju siedziby spółki, zarządzający funduszem może zdecydować się na stworzenie, we współpracy z takimi dostawcami, indeksu dochodowego netto, dla którego stawki opodatkowania dywidend odpowiadają tym rzeczywiście ponoszonym przez fundusz. Podjęcie decyzji o zastosowaniu spersonalizowanego indeksu wymaga jednak wyważenia pomiędzy korzyściami płynącymi z jego stosowania a kosztami jego utworzenia i publikowania.

Podsumowanie

Z punktu widzenia polskiego inwestora indywidualnego można wyróżnić dwie podstawowe (nieemerytalne) formy dokonania inwestycji w akcje notowane na giełdzie – na własny rachunek lub za pomocą funduszu inwestycyjnego. Pierwsza forma inwestowania pociąga za sobą konieczność zapłacenia podatku od dywidendy bez względu na to, czy jest to inwestycja w akcje polskie czy zagraniczne. W przypadku funduszu inwestycyjnego, dywidenda wypłacana przez spółkę polską nie będzie opodatkowana, natomiast od dywidendy zagranicznej zostanie potrącony podatek u źródła. W związku z powyższym, w zależności od formy inwestowania i ekspozycji geograficznej inwestycji, powinno się stosować typy indeksów według wzorca zawartego w poniższej tabeli.

Tabela 1. Typ indeksu dla porównywania wyniku inwestycyjnego

Forma inwestycji	Rachunek maklerski	Fundusz inwestycyjny
Ekspozycja		
Akcje krajowe	Indeks dochodowy netto (stopa opodatkowania dywidend = 19%)	Indeks dochodowy brutto
Akcje zagraniczne	Indeks dochodowy netto (stopa opodatkowania dywidend \geq 19%) w tej samej walucie co wycena rachunku maklerskiego	Indeks dochodowy netto (stopa opodatkowania dywidend = stopa podatku u źródła) w odpowiedniej walucie*

* W przypadku funduszu niezabezpieczonego walutowo właściwą walutą jest ta waluta, w której wyceniany jest fundusz, natomiast w przypadku funduszu zabezpieczonego walutowo [ang. currency-hedged] – pomiędzy walutą funduszu a walutą indeksu – właściwą walutą jest waluta indeksu.

Podsumowując, wybranie właściwego typu indeksu zapewni inwestorowi, że ani nie będzie on faworyzował zarządzających funduszami (np. w razie odnoszenia ich wyników do indeksów cenowych), ani jego własny portfel nie będzie dyskryminowany (gdyby swoje wyniki odnosił do indeksów dochodowych brutto) już na samym starcie oceny zarządzania oszczędnościami.

Dawid Bąbol, Doradca inwestycyjny w Beta Securities Poland SA