Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

DOI:10.17951/h.2015.49.4.401

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLIX, 4 SECTIO H 2015

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny

TOMASZ MIZIOŁEK

miziolek@uni.lodz.pl

Style aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym otwartych funduszy emerytalnych

Styles of Active Investment Portfolio Management of Open Pension Funds

Słowa kluczowe: otwarte fundusze emerytalne, zarządzanie portfelem, błąd odwzorowania, *active share*

Keywords: open pension funds, portfolio management, tracking error, active share

Kod JEL: G11, G14, G23

Wstęp

Reforma systemu emerytalnego, która weszła w życie w 2014 r., spowodowała m.in. istotne zmiany w polityce inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych (OFE) wymuszone nowymi ograniczeniami w tym zakresie. Wśród nich do najważniejszych zaliczyć należy wprowadzenie zakazu inwestowania przez OFE w skarbowe instrumenty dłużne oraz ustanowienie minimalnego limitu dotyczącego inwestycji w akcje. Powyższe działania, wraz z przekazaniem do ZUS aktywów o wartości 151,2 mld zł (z czego 85% stanowiły skarbowe papiery wartościowe), sprawiły, iż od lutego 2014 r. OFE stały się w praktyce funduszami akcyjnymi – udział akcji w ich portfelach wynosił w końcu 2014 r. ok. 80%. Nowa struktura aktywów OFE stała się impulsem do podjęcia przez autora badania w zakresie sposobu, w jaki te instytucje zarządzają akcyjnym portfelem inwestycyjnym.

Celem niniejszego artykułu jest przede wszystkim ocena stylu aktywnego zarządzania portfelami inwestycyjnymi przez otwarte fundusze emerytalne według meto-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

dologii zaproponowanej przez Cremersa i Petajisto. Weryfikowana hipoteza badawcza stanowi, iż OFE realizują politykę ukrytego naśladowania. W przypadku pozytywnego zweryfikowania tej hipotezy w artykule zostanie podjęta także próba wskazania najważniejszych potencjalnych konsekwencji wiążących się z tym zjawiskiem.

1. Podstawy teoretyczne

Jednym z podstawowych kryteriów ekonomicznych klasyfikacji instytucji wspólnego inwestowania, który istotnie wpływa na osiągane przez nie wyniki inwestycyjne, jest sposób zarządzania portfelem inwestycyjnym. Na podstawie tego kryterium można wyróżnić dwa podstawowe podejścia: aktywne i pasywne zarządzanie portfelem. Źródłem potencjalnej wartości dodanej w procesie aktywnego zarządzania jest inwestowanie środków finansowych w taki sposób, aby skład portfela różnił się od składu benchmarku [Cremers, Petajisto, 2009, s. 3329]. W przypadku np. portfela akcyjnego można to czynić dwiema metodami. Pierwszą z nich jest dobór odpowiednich akcji do portfela (*stock selection*). Zarządzający wybiera te walory, które jego zdaniem będą się zachowywać lepiej od innych akcji, a tym samym pozwolą na osiągnięcie stopy zwrotu wyższej od stopy zwrotu benchmarku (*outperformance*). Selekcja spółek do portfela inwestycyjnego polega więc na podejmowaniu aktywnych zakładów (*active bets*) odnośnie do poszczególnych akcji, co może np. polegać na wyborze (w oparciu o rozmaite kryteria) najbardziej perspektywicznych w opinii zarządzającego spółek z poszczególnych branż gospodarki [Petajisto, 2013, s. 74]. Druga metoda aktywnego zarządzania to *factor timing* (określany także jako taktyczna alokacja aktywów), który polega na dokonywaniu zmieniających się w czasie zakładów dotyczących jakiegokolwiek czynnika ryzyka systematycznego w stosunku do benchmarku. W praktyce polega to np. na przeważaniu akcji spółek z określonych branż bądź też walorów o określonych charakterystykach (np. akcji wzrostowych lub wartościowych)[1].

Ocena obu wymienionych powyżej aspektów aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym wymaga stosowania innych miar. Przydatnym narzędziem (choć nie pozbawionym wad) służącym do analizy selekcji spółek do portfela wydaje się być wskaźnik *active share* zaproponowany kilka lat temu przez Cremersa i Petajisto. Z kolei miarą, która może być zastosowana do oceny *factor timingu* jest wskaźnik zmienności błędu odwzorowania (*tracking error volatility*)[2]. Główna koncepcyjna różnica pomiędzy tymi miarami polega na tym, że wskaźnik błędu odwzorowania wykorzystuje macierz kowariancji stóp zwrotu i dzięki temu kładzie większy nacisk na stopień korelacji aktywnych zakładów, natomiast wskaźnik *active share* przypisuje jednakowe znaczenie wszystkim aktywnym zakładom, niezależnie od dywersyfikacji [Cremers, Petajisto, 2009, s. 3330].

[1] Jako jeden z pierwszych ideę tę zaprezentował E. Fama [1972, s. 551].
[2] Wskaźnik ten najczęściej określa się po prostu jako błąd odwzorowania (*tracking error*).

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

Wskaźnik *active share* mierzy udział, jaki stanowi portfel *long-short*, czyli portfel reprezentujący wszystkie aktywne zakłady podjęte przez dany podmiot, w całym portfelu inwestycyjnym. W ten sposób określa on udział procentowy tej części portfela, która różni się od benchmarkowego indeksu. Oblicza się go za pomocą wzoru:

$$AS = \frac{1}{2}\sum_{i=1}^{N}\left|w_{fund,i} - w_{index,i}\right|$$

gdzie:
AS – wskaźnik *active share*,
$w_{fund,i}$ – waga akcji spółki *i* w portfelu funduszu,
$w_{index,i}$ – waga akcji spółki *i* w portfelu indeksu.

Wskaźnik *active share* z jednej strony dostarcza informacji na temat potencjału danego podmiotu odnośnie do uzyskania wyższej stopy od benchmarku (przyjmując założenie, że stać się może tak tylko wówczas, gdy skład wybranych spółek do portfela będzie istotnie różnił się od struktury benchmarku), z drugiej zaś może być albo samodzielną miarą aktywnego zarządzania, albo – stosowany wraz ze wskaźnikiem błędu odwzorowania – może służyć do bardziej kompleksowej oceny stylu aktywnego zarządzania. To ostatnie zastosowanie zostanie wykorzystane w badaniu scharakteryzowanym w dalszej części artykułu.

Wskaźnik błędu odwzorowania jest z kolei tradycyjną miarą aktywnego zarządzania[3], która określa zmienność różnic w stopach zwrotu danego podmiotu oraz jego benchmarkowego indeksu. Oblicza się go jako odchylenie standardowe różnicy pomiędzy stopą zwrotu portfela inwestycyjnego podmiotu (np. funduszu) a stopą zwrotu indeksu:

$$TE_t = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{t=n}(DR_t - \overline{DR})^2}{n}}$$

przy czym:

$$DR_t = R_{fund(t)} - R_{index(t)}$$

$$\overline{DR} = \frac{\sum_{t=1}^{t=n}(R_{fund(t)} - R_{index(t)})}{n}$$

gdzie:
TE_t – błąd naśladowania w okresie t,
DR_t – różnicowa stopa zwrotu (*differential return*) w okresie t,
$\overline{DR}$ – średnia różnicowa stopa zwrotu,
$R_{fund(t)}$ – stopa zwrotu funduszu w okresie t,
$R_{index(t)}$ – stopa zwrotu indeksu w okresie t,
n – liczba badanych okresów.

[3] Miara ta jest również wykorzystywana przy ocenie efektywności pasywnego zarządzania portfelem.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

Menedżer portfela, stosując aktywne zarządzanie, dąży z jednej strony do uzyskania stopy zwrotu wyżej od benchmarku, z drugiej natomiast stara się, aby zmienność różnic pomiędzy tymi stopami zwrotu była jak najmniejsza w celu zminimalizowania ryzyka znaczącego ujemnego odchylenia stopy zwrotu funduszu względem stopy zwrotu benchmarku (*underperformance*) [Cremers, Petajisto, 2009, s. 3334].

Łącząc dwa opisane wyżej wymiary aktywnego zarządzania, Cremers i Petajisto stworzyli koncepcję, na podstawie której wyróżnili cztery zasadnicze style (typy) aktywnego zarządzania. Podmioty, które charakteryzują się relatywnie wysokim wskaźnikiem *active share*, ale stosunkowo niskim błędem odwzorowania są określane jako *diversified stock pickers*. Fundusze, które dywersyfikują swoje aktywne pozycje w oparciu o wyselekcjonowane akcje z różnych sektorów (a zatem również mają wysoki wskaźnik *active share*), ale równocześnie nie podejmują aktywnych zakładów w zakresie czynników ryzyka systematycznego (mają więc niski błąd odwzorowania), są definiowane jako *concentrated stock pickers*. Stosunkowo niskie wartości obu miar charakteryzują fundusze stosujące ukryte naśladowanie (*closet indexing* [*tracking*]). Z kolei w przypadku podmiotów, które stawiają na czynniki ryzyka systematycznego, przez co uzyskują relatywnie wysokie wartości wskaźnika błędu odwzorowania, ale ich portfel w stosunkowo niewielkim stopniu różni się od składu benchmarku (co skutkuje niskim poziomem wskaźnika *active share*), stosuje się pojęcie *factor bets*[4]. Piątym podejściem do zarządzania portfelem jest stricte pasywne zarządzanie (*pure indexing*) stosowane głównie przez fundusze indeksowe – w ich przypadku wartości wskaźników *active share* i błędu odwzorowania są zbliżone do zera (rys. 1).

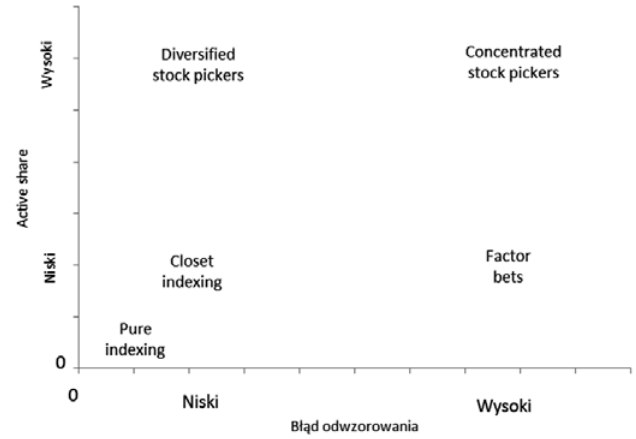
Określenie stylu aktywnego zarządzania bez określenia wartości granicznych oddzielających niskie i wysokie wartości stosowanych wskaźników[5] wymaga podejścia opartego nie na ich bezwzględnych, lecz na relatywnych wartościach (w stosunku do innych podmiotów). Stąd też w metodologii przyjętej przez Petajisto i większość innych autorów analizowane fundusze są dzielone na kwintyle pod względem wartości wskaźników aktywnego zarządzania (macierz 5x5), a następnie podmiotom zaklasyfikowanym do określonych kwintyli przypisuje się zdefiniowane style[6].

[4] W swoim kolejnym artykule Petajisto wyróżnił dodatkowy styl aktywnego zarządzania – *moderatly active*. Podmioty określane w ten sposób charakteryzują się średnimi wartościami wskaźników *active share* i błędu odwzorowania [Petajisto, 2013, s. 83].

[5] Cremers i Petajisto zaproponowali jedynie, że za niski poziom wskaźnika *active share*, charakteryzujący ukrytych naśladowców, należy uznać wartość z przedziału od 20 do 60%. Natomiast fundusze o wartościach tego wskaźnika niższych niż 20% są traktowane jako *stricte* fundusze indeksowe.

[6] Ze względu na ograniczoną objętość artykułu kwestia ta nie będzie szerzej opisywana. Nieco inne podejście zastosowali np. Rönngren i Xu, który podzielili badane fundusze na tercyle [Rönngren, Xu, 2013, s. 27–28].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26



Rys. 1. Style aktywnego i pasywnego zarządzania

Źródło: [Cremers, Petajisto, 2009, s. 3331].

2. Opis badania

Badanie stylów aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym stosowanych przez otwarte fundusze emerytalne zostało przeprowadzone na próbie 12 OFE, czyli wszystkich funduszy, które funkcjonowały w Polsce w końcu 2014 r.

W przypadku wskaźnika *active share* zostały zbadane portfele inwestycyjne OFE na dzień 31 grudnia 2014 r.[7] W analizie portfeli akcyjnych uwzględniono wszystkie instrumenty udziałowe, a zatem zarówno akcje, prawa do akcji i prawa poboru spółek notowanych na rynku regulowanym na terytorium Polski oraz na rynkach regulowanych w innych państwach, jak też akcje spółek nienotowanych na rynkach regulowanych. Punktem odniesienia dla obliczenia wskaźnika *active share* był portfel obliczanego przez GPW w Warszawie indeksu WIG według stanu na koniec 2014 r. Obejmował on w tym momencie 382 spółki, które spełniały bazowe kryteria uczestnictwa w indeksach, co stanowiło 81,1% wszystkich firm notowanych na Głównym Rynku warszawskiej GPW.

W badaniu wskaźnika błędu odwzorowania wykorzystano wartości jednostek rozrachunkowych OFE oraz wartości indeksu WIG z okresu od 4 lutego do 31 grudnia 2014 r. (obliczenia zostały przeprowadzone na podstawie tygodniowych stóp zwrotu). Wybór takiego okresu był podyktowany faktem, iż w ramach przeprowadzonej reformy systemu emerytalnego 3 lutego 2014 r. OFE przekazały do ZUS ponad 150

[7] Zgodnie z art. 193 ust. 3 i 4 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.) PTE są zobowiązane udostępnić do publicznej wiadomości na koniec każdego okresu rocznego pełną informację o strukturze aktywów zarządzanych OFE.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

mld zł (w tym niemal wszystkie obligacje skarbowe) i od tego momentu ich portfel zdominowały papiery udziałowe. Według danych UKNF w 2014 r. udział samych tylko krajowych instrumentów udziałowych (biorąc pod uwagę stan na koniec poszczególnych kwartałów) wahał się między 79,6% a 82,6% [UKNF, 2015, s. 8]. Analiza taka nie była zatem możliwa przed lutym 2014 r., kiedy zasadniczą część portfeli OFE stanowiły papiery dłużne (głównie obligacje skarbowe).

3. Wyniki

Analiza składów portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych w końcu 2014 r. wykazała, iż wszystkie bez wyjątku fundusze charakteryzowały się bardzo niskimi wartościami wskaźnika *active share* (tab. 1). Wahały się one od nieco ponad 20% (20,54% w przypadku Pekao OFE oraz 20,70% w przypadku Aviva OFE) do ok. 30% dla Generali OFE (29,41%), PZU OFE (29,91%) i PKO BP Bankowy OFE (30,81%). Średnia nieważona wartość wskaźnika *active share* wyniosła 25,93%, natomiast mediana równa była 26,50%. Średni wskaźnik *active share* ważony aktywami netto wyniósł natomiast 25,42%, co oznacza, że generalnie nieco niższe wartości osiągał w przypadku funduszy o największych aktywach, a zatem fundusze te charakteryzowały się nieco bardziej zbliżonym składem portfela do portfela indeksu WIG niż fundusze posiadające niższe aktywa. Stosunkowo niewielkie były także dysproporcje pomiędzy wartościami wskaźników *active share* poszczególnych funduszy (różnica w przypadku OFE o najniższej i najwyższej wartości *active share* wyniosła 10,27 p.p.).

Tab. 1. Wskaźniki *active share* i wskaźniki błędu odwzorowania otwartych funduszy emerytalnych

Lp.	OFE	*Active share* (%)	Błąd odwzorowania (%)
1	Aegon	28,64	0,54
2	Allianz Polska	26,87	0,54
3	Aviva BZ WBK	20,70	0,51
4	Axa	21,66	0.55
5	Generali	29,41	0,55
6	ING	25,28	0,51
7	MetLife	27,52	0,55
8	Nordea	26,12	0,52
9	Pekao	20,54	0,48
10	PKO BP Bankowy	30,81	0,56
11	Pocztylion	23,71	0,51
12	PZU „Złota Jesień”	29,91	0,52

Źródło: opracowanie własne.

Należy jednocześnie podkreślić, iż interpretując te wyniki, trzeba pamiętać o obowiązujących fundusze emerytalne ograniczeniach w polityce inwestycyjnej. Niektóre przepisy wpływają bowiem na ograniczenie wartości wskaźnika *active share*

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

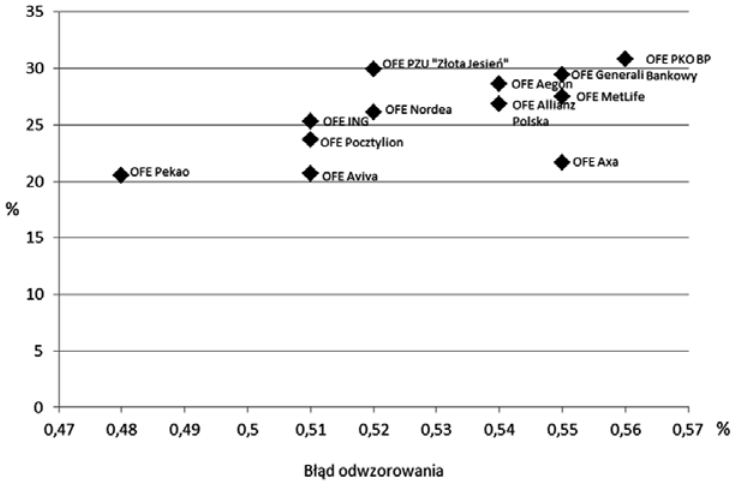
– przykładem może być maksymalny limit dotyczący inwestycji denominowanych w walucie innej niż krajowa (czyli głównie inwestycji w instrumenty zagraniczne), który w 2014 r. wynosił jedynie 10% (w 2015 r. został podwyższony do 20%, a od 2016 r. będzie sięgał 30%). Zwiększenie możliwości OFE w zakresie lokowania środków w aktywa zagraniczne może w rezultacie w przyszłości wpłynąć na wzrost ich zaangażowania w inwestycje poza granicami kraju, a co za tym idzie – na wzrost wartości wskaźnika *active share*, dla którego benchmarkiem jest portfel indeksu WIG obejmujący akcje denominowane w walucie krajowej.

Z drugiej strony w obowiązujących aktach prawnych regulujących politykę inwestycyjną OFE istnieją także przepisy, których konsekwencją jest podwyższanie wskaźnika *active share*. W szczególności należy wymienić art. 144 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, który stanowi między innymi, iż aktywa OFE nie mogą być lokowane w akcjach emitowanych przez akcjonariusza PTE zarządzającego tym funduszem bądź przez podmioty powiązane. W rezultacie w portfelach pięciu OFE (Aviva, ING, Pekao, PKO BP Bankowy i PZU) nieobecne są akcje spółek będących akcjonariuszami towarzystw zarządzających tymi podmiotami (BZ WBK, ING, Bank Pekao, PKO BP oraz PZU). Walory tych firm są jednocześnie jednymi z najważniejszym składników portfela indeksu WIG i mają istotne znaczenie w aktywach pozostałych funduszy[8], których takie ograniczenia nie dotyczą. W rezultacie wskaźniki *active share* tych funduszy są wyższe, niż byłyby w sytuacji, gdyby powyższe ograniczenie nie obowiązywało.

Podobnie jak w przypadku wskaźnika *active share*, także wskaźniki błędu odwzorowania OFE przyjęły bardzo niskie wartości (tab. 1). Najniższy błąd odwzorowania dotyczył OFE Pekao (0,48%), natomiast najwyższy – OFE PKO Bankowy (0,56%). Zarówno średni nieważony błąd odwzorowania, jak i jego mediana wyniosły 0,53%, natomiast średni błąd odwzorowania ważony aktywami netto osiągnął wartość 0,52%. Wartości te należy uznać za bardzo niskie, biorąc pod uwagę zwłaszcza fakt, iż podmioty te deklarują, że aktywnie zarządzają portfelem i są w ten sposób traktowane przez innych uczestników rynku finansowego. W praktyce są one jednak zbliżone do wartości, jakie są charakterystyczne np. dla funduszy indeksowych czy też pasywnie zarządzanych funduszy ETF. Na tle funduszy emerytalnych działających na świecie wskaźniki błędu odwzorowania OFE również plasują się na wyraźnie niższym poziomie. Przykładowo według badania przeprowadzonego w 2009 r. przez kanadyjską spółkę CEM Benchmarking (objęło ono 172 fundusze emerytalne) średni poziom tego wskaźnika w pięcioletnim okresie (lata 2004–2008) wyniósł 1,6%, natomiast mediana sięgnęła 1,3% [Halim, Miller, Dupont, 2010, s. 32]. Warto też zauważyć, iż – analogicznie jak w przypadku *active share* – rozbieżność pomiędzy wynikami jest niewielka (różnica pomiędzy funduszami o najwyższej i najniższej wartości tego wskaźnika wyniosła zaledwie 0,08 p.p.).

[8] Średni udział akcji BZ WBK w portfelach 11 OFE wyniósł w końcu 2014 r. 4,54%, ING – 2,66%, Banku Pekao – 4,99%, PKO BP – 8,21%, a PZU – 5,89%.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26



Rys. 2. Wskaźniki *active share* i błędu odwzorowania otwartych funduszy emerytalnych

Źródło: opracowanie własne.

Zestawienie wartości wskaźników *active share* i błędu odwzorowania 12 OFE zostało zaprezentowane na rys. 2. Jak podkreślono wcześniej, wyżej wymienione miary w przypadku wszystkich analizowanych funduszy osiągnęły bardzo niskie wartości. W związku z bardzo wysokim poziomem homogeniczności uzyskanych rezultatów, w odróżnieniu od Petajisto i innych autorów badających style zarządzania portfelami funduszy inwestycyjnych, nie zdecydowano się podzielić badanej zbiorowości na kwintyle (bądź inne miary położenia obserwacji) z uwagi na wartości obu wskaźników. Otrzymane wyniki jednoznacznie wskazują bowiem, iż wszystkie fundusze emerytalne realizowały w analizowanym okresie styl zarządzania portfelem inwestycyjnym określony jako ukryte naśladowanie. Tym samym pozytywnie została zweryfikowana hipoteza postawiona we wstępie pracy.

4. Potencjalne konsekwencje

Zidentyfikowanie otwartych funduszy emerytalnych jako ukrytych naśladowców może mieć wielorakie konsekwencje. Dotyczą one przede wszystkim potencjalnego wpływu takiego stylu zarządzania portfelem na wyniki inwestycyjne oraz na koszty zarządzania aktywami obciążające uczestników (a zatem pośrednio także na stopy zwrotu)[9].

[9] Prowadzone dotychczas badania w zakresie aktywnego zarzadzania portfelem, wykorzystujące zwłaszcza wskaźnik *active share*, wskazywały na jego związki także z innymi czynnikami, jednak z uwagi na ograniczoną objętość artykułu rozważania na ten temat nie będą dalej prowadzone.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

Odnosząc się do pierwszej z wymienionych kwestii, należy zauważyć, iż wyniki większości badań wskazują, że ukryci naśladowcy osiągają na ogół stopy zwrotu netto (po uwzględnieniu kosztów) niższe niż benchmarki. Petajisto stwierdza między innymi, że inwestując w fundusze, należy wybierać najbardziej aktywne podmioty z grona *stock pickers* (bądź łączyć je z niskokosztowymi funduszami indeksowymi) oraz że powinno się wybierać fundusze charakteryzujące się skrajnymi wartościami wskaźnika *active share*, nie zaś te, dla których przyjmuje on średnie wartości. Szczególnie niekorzystnym wyborem są fundusze należące do kategorii ukrytych naśladowców, gdyż prawie na pewno okażą się gorsze od benchmarku (po uwzględnieniu opłat), biorąc pod uwagę fakt, w jak niewielkim stopniu podejmują się aktywnych zakładów z rynkiem [Petajisto, 2013, s. 92].

Istnieją również badania, które kwestionują związek między poziomem wskaźnika *active share* a prognozowaną stopą zwrotu. Według Frazziniego, Friedmana i Pomorskiego ani teoria, ani dane empiryczne nie uzasadniają oczekiwania, że wskaźnik *active share* może pomóc inwestorom poprawić ich wyniki inwestycyjne. Stwierdzają oni, że wskaźnik ten pozwala przewidywać nie przyszłe wyniki funduszu, lecz wyniki benchmarku, gdyż zamiast korelować z wynikami funduszu, koreluje z wynikami jego benchmarku, zatem „dla danego benchmarku nie ma wystarczających dowodów, że fundusze posiadające wysoki *active share* mają wyższe stopy zwrotu niż fundusze z niskim *active share*" [Frazzini, Friedman, Pomorski, 2015, s. 1, 12].

Jeżeli nawet przyjmiemy to twierdzenie, a zatem uznamy, że ukryci naśladowcy nie powinni generować niższych stóp zwrotu od benchmarku, to z pewnością taki styl aktywnego zarządzania będzie się wiązał z relatywnie wysokimi kosztami zarządzania, nieadekwatnymi do realizowanej strategii inwestycyjnej, co w efekcie obniży stopę zwrotu. Niska wartość wskaźnika *active share* nie jest z natury zła – racjonalny inwestor szukający ponadprzeciętnych stóp zwrotu może połączyć inwestycje w bardzo aktywnym funduszu z inwestycją w fundusz indeksowy, otrzymując w rezultacie portfel charakteryzujący się niską lub średnią wartością wskaźnika *active share* [Petajisto, 2013, s. 79]. Głównym zarzutem, jaki stawia się podmiotom stosującym ukryte naśladownictwo jest to, że stawki ich opłat za zarządzanie są zazwyczaj zbliżone do stawek faktycznie aktywnie zarządzanych funduszy, a zatem są one znacznie droższe w stosunku do tego, co oferują, realizując w praktyce dość pasywną politykę inwestycyjną. Wydawać się może, iż w kontekście bardzo niskich opłat za zarządzanie pobieranych przez OFE[10] nie jest to kwestia o zasadniczym znaczeniu. Mimo to, jeśli uwzględnimy fakt, iż ok. 70–80% portfela OFE pokrywa się z portfelem indeksu WIG (a więc za tę część podmioty te powinny pobierać opłaty typowe dla pasywnych funduszy na rynkach międzynarodowych, np. kilkanaście punktów

[10] Zgodnie z prawem nie mogą one przekroczyć 0,045% aktywów w skali miesiąca, czyli 0,54% w skali roku.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

bazowych w skali roku), istnieje możliwość obniżenia tych opłat, co przyniosłoby wymierne korzyści uczestnikom OFE[11].

Zakończenie

Badanie stylów aktywnego zarządzania portfelem przez otwarte fundusze emerytalne w Polsce wykazało, iż wszystkie podmioty można określić mianem ukrytych naśladowców. Fundusze emerytalne w Polsce zatem, podobnie jak duża część tego typu instytucji finansowych na świecie, zarządzają swoim portfelem w sposób dość pasywny, inwestując posiadany kapitał w sposób nieodbiegający zbytnio od składu indeksu WIG i starając się ograniczyć zmienność stóp zwrotu względem tego benchmarku. Należy podkreślić, iż okres objęty badaniem ze względu na okoliczności niezależne od autora (zmiana reguł odnoszących się do polityki inwestycyjnej OFE nastąpiła w lutym 2014 r.) był stosunkowo krótki, stąd też wskazane byłoby powtórzenie tych badań w przyszłości.

Do najważniejszych negatywnych konsekwencji ukrytego naśladownictwa należy ograniczenie możliwości uzyskiwania stóp zwrotu wyższych od benchmarku oraz zawyżanie opłat za zarządzanie, które są nieadekwatne do stosowanego w praktyce stylu zarządzania portfelem. W tej sytuacji zasadne może być rozważenie przez ustawodawcę wprowadzenia takich zmian prawnych, które skłoniłyby OFE do konstruowania portfela na zasadzie *core-satellite*. Polegałoby to na inwestowaniu zasadniczej części środków w indeks (przez dostępne na rynku instrumenty finansowe, np. ETF-y, lub samodzielne odwzorowywanie składu wybranego indeksu) oraz lokowaniu pozostałej części kapitału w starannie wyselekcjonowane walory spoza indeksu, charakteryzujące się niskim stopniem korelacji z benchmarkiem. Tego typu podejście z jednej strony stwarzałoby szansę na obniżenie opłaty za zarządzanie (dzięki redukcji kosztów zarządzania częścią *core* portfela), z drugiej zaś przy trafnej selekcji akcji zwiększyłoby prawdopodobieństwo wypracowania wyższej od benchmarku stopy zwrotu.

Bibliografia

Aon Hewitt Says Closet Indexing is Causing UK Pension Schemes to Miss Out on £1.7 bn in Potential Returns per Year (Press Release), Aon Hewitt, 2014.

Cremers M., Petajisto A., *How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance*, "The Review of Financial Studies" 2009, Vol. 22, No. 9.

[11] Warto przy tej okazji powołać się na przykład z Wysp Brytyjskich. Według szacunków Aon Hewitt potencjalne korzyści pochodzące z obniżenia opłat przez brytyjskie fundusze emerytalne stosujące ukryte naśladownictwo (lub z wyższych stóp zwrotu w przypadku bardziej aktywnego zarządzania) mogłyby wynieść (przy podwyższeniu stopy zwrotu zaledwie o 0,5%) aż 1,7 mld GBP rocznie [*Aon Hewitt Says*..., 2014].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 25/11/2026 01:39:26

Fama E., *Components of Investment Performance*, "The Journal of Finance" 1972, Vol. 27, No. 3.
Frazzini A., Friedman J., Pomorski L., *Deactivating Active Share*, 2015, www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/05/SSRN-id2597122.pdf [data dostępu: 10.10.2015].
Halim S., Miller T., Dupont D., *How Pension Funds Manage Investment Risks: a Global Survey*, "Rotman International Journal of Pension Management" 2010, Vol. 3, Issue 2.
Petajisto A, *Active Share and Mutual Funds Performance*, "Financial Analysts Journal" 2013, Vol. 69, No. 4.
Rönngren A., Xu D., *Active Share in the Swedish Premium Pension System. A Study on Mutual Fund Activity and Performance*, Umeå School of Business and Economics, Umeå 2013.
Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2014 roku, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.
Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U., nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

Styles of Active Investment Portfolio Management of Open Pension Funds

Research of styles of active investment portfolio management of open pension funds in Poland showed that they are closet indexers (closet trackers). This is evidenced by very low values of active share (20,5–30,8%) and tracking error (0,48–0,56%). The consequence of such method of portfolio management may be net underperformance and relatively high management costs, inadequate to realized investment strategy.

Style aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym otwartych funduszy emerytalnych

Badanie stylów aktywnego zarządzania portfelami inwestycyjnymi przez otwarte fundusze emerytalne w Polsce wykazało, iż są one ukrytymi naśladowcami. Świadczą o tym bardzo niskie wartości wskaźnika *active share* (20,5–30,8%) oraz błędu odwzorowania (0,48–0,56%). Konsekwencją takiego sposobu zarządzania portfelem mogą być niższe od benchmarku stopy zwrotu (w ujęciu netto) oraz relatywnie wysokie koszty zarządzania, nieadekwatne do realizowanej strategii inwestycyjnej.