

Podsumowanie publicznych konsultacji zmiany metod opracowywania Indeksów Giełdowych WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30

W związku z zakończonymi konsultacjami publicznymi dotyczącymi zmiany metod opracowywania Indeksów Giełdowych WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30, GPW Benchmark S.A. („Administrator”) udostępnia podsumowanie odpowiedzi, przekazanych przez zainteresowane podmioty.

Dokument konsultacyjny¹ został przedstawiony publicznie w dniu 7 grudnia 2020 r. Termin odpowiedzi określono na 8 stycznia 2021 r. Był to drugi proces konsultacyjny zmiany metod Indeksów Giełdowych. Tym razem, konsultacje dotyczyły Indeksów Giełdowych WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30, czyli indeksów skupiających spółki o największej kapitalizacji i najwyższych obrotach na Głównym Rynku GPW. Administrator otrzymał dziewięć odpowiedzi.

1. WYNIKI KONSULTACJI

Pytanie 1: Czy popierasz zmianę metody polegającą na wprowadzeniu wskaźnika obrotu (MWO) jako dodatkowego kryterium kwalifikacji spółek do indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30?

Odpowiedzi:

	Ilość odpowiedzi
Tak	7
Nie	2
Nie mam zdania	0

Podsumowanie komentarzy

Odnosnie pytania 1, Administrator uzyskał siedem odpowiedzi popierających potrzebę wprowadzenia wskaźnika obrotu (MWO) jako dodatkowego kryterium kwalifikacji. Wśród uzyskanych komentarzy warto zwrócić uwagę na następujące:

- *Wprowadzenie MWO powinno wspierać zmiany portfeli indeksów „oczyszczonych” o spółki o niskiej płynności lub płynności „zaburzonej” pojedynczymi transakcjami o dużej wartości.*
- *Wprowadzenie wskaźnika MWO pozwoli uniknąć sytuacji, gdzie w indeksach znajdowały się spółki o znikomych obrotach – pomimo spełnienia minimalnej wielkości akcji w wolnym obrocie. Pozwoli to zachować funkcję „inwestowalności” indeksu.*

¹ Dokument dostępny pod:

https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/PDF/komunikaty_indeksowe/Dokument_konsultacyjny.pdf

- Można się zastanowić, czy nie wprowadzić weryfikacji wskaźników MWO co najmniej dwa razy do roku dla Indeksów
- Dodatkowo, mając na uwadze doświadczenia z 2020 roku w związku ze zmianami w składzie WIG20, rozważyłbym wprowadzenie dodatkowego kryterium w regulaminie umożliwiającego wpisanie spółki na listę rezerwową dla WIG20 (min. ze względów reputacyjnych), w przypadku spełnienia przez danego emitenta kryteriów awansu do indeksu przez co najmniej cztery ostatnie kwartały lub co najmniej w przypadku braku przeciwskażeń z 'ciał doradczych', np. KIG. Takie rozwiązanie miałoby na celu zwiększenie przejrzystości regulaminu dla uczestników obrotu przekładając się na większą efektywność rynku.

W komentarzach krytycznych wobec wprowadzenia wskaźnika obrotu (MWO) przedstawiane zostały następujące argumenty:

- Z przedstawionych w dokumencie konsultacyjnym symulacji wynika, że dodanie parametru MWO nie będzie istotnie skutkować w kwalifikacji spółek do portfela indeksu. Dodatkowy wskaźnik będzie prowadził do komplikacji proces transparentności indeksów.
- Wskaźnik obrotu podlega względnie łatwym manipulacjom, choćby przy okazji wymian dużych pakietów akcji. Powinien być odnoszony do całej kapitalizacji spółki, a nie Free Float, które jest łatwo manipulowane przy pomocy raportowania i w pewnym stopniu podlega subiektywnej ocenie.
- Do metodologii należy raczej wprowadzić spread średni ważony z sesji zgodnie z metodologią FESE/GPW i zagregowany przy pomocy mediany. Jest to miara bardziej stabilna niż obroty/wskaźnik obrotu, a ponadto oddaje koszt transakcyjny obrotu giełdowego.

Administrator odnosi się do komentarzy krytycznych oraz propozycji alternatywnej w punkcie 2 (poniżej).

Pytanie 2: Jak oceniasz zmianę metody polegającą na wprowadzeniu nowych wag ustalania punktów rankingowych, „wzmacniających” rolę kapitalizacji spółek w rankingu mając na uwadze propozycję implementacji wskaźnika obrotu jako kryterium kwalifikacji spółek do indeksów?

Odpowiedzi:

	Ilość odpowiedzi*
Wariant 1 (obecnie obowiązujący)	3
Wariant 2 (nowa propozycja)	5
Nie mam zdania/ brak odpowiedzi	0

*jeden z podmiotów nie udzielił odpowiedzi na powyższe pytanie

Podsumowanie komentarzy

Uwagę zwracają poniższe komentarze pozytywne – popierające wprowadzenie nowych wag ustalania punktów rankingowych:

- Zmiana powinna pomóc w kwalifikacji spółek do indeksów o odpowiedniej kapitalizacji, co będzie mieć też wpływ na lepszy układ wag komponentów w indeksie (mniej spółek o śladowym udziale), mniejsza polaryzacja spółek.
- Nowy wariant powinien umożliwić większym spółkom na szybszy awans do „większych” indeksów. Niejednokrotnie w skład indeksów sWIG80/mWIG40 wchodziły spółki, na których w krótkim okresie odbywał się podwyższony „sztuczny” obrót – kreowany głównie przez inwestorów indywidualnych.
- Implementacja wskaźnika obrotu zapewnia, w dużym stopniu, uwzględnianie w indeksach spółek o wystarczającej płynności. Z racji tego oraz faktu, że ostateczny udział spółki w indeksie zależy i tak wyłącznie od jego kapitalizacji free float, przesunięcie wag na korzyść kapitalizacji spółek jest logicznym rozwiązaniem.
- Przy zmianach kwalifikacji spółek do indeksów (dodatkowe kryterium obrotów) należy postawić większy nacisk w rankingu na kapitalizację, tak by osiągnąć większą jednorodność indeksów pod względem charakterystyk spółek (pod kątem wskaźników rynkowych) oraz ograniczyć premię przypisaną płynności, jaka by powstała przy wprowadzeniu kryterium DWO / MWO.

Poniżej otrzymane komentarze negatywne oraz proponowane rozwiązanie dodatkowe:

- „wzmocnienie” kapitalizacji skutkuje pogorszeniem warunków do arbitrażu a co za tym idzie spread na kontraktach będzie większy oraz będzie trudniej zarządzać produktami opartymi o te indeksy.
- Modyfikacja zasad w wariancie 2 może skutkować kwalifikacją do indeksów spółek charakteryzujących się wysoką wartością akcji w wolnym obrocie, a niską płynnością. Z punktu widzenia indeksów, stanowiących bazę dla instrumentów pochodnych istotne, aby spółki wchodzące w skład ich portfeli charakteryzowały się wysoką płynnością.
- Dodatkowo, mając na uwadze doświadczenia z 2020 roku w związku ze zmianami w składzie WIG20, rozważyłbym wprowadzenie dodatkowego kryterium w regulaminie umożliwiającego wpisanie spółki na listę rezerwową dla WIG20 (min. ze względów reputacyjnych), w przypadku spełnienia przez danego emitenta kryteriów awansu do indeksu przez co najmniej cztery ostatnie kwartały lub co najmniej w przypadku braku przeciwskażeń z 'ciał doradczych', np. KIG. Takie rozwiązanie miałoby na celu zwiększenie przejrzystości regulaminu dla uczestników obrotu, przekładając się na większą efektywność rynku.

Administrator odnosi się do komentarzy krytycznych oraz propozycji rozwiązania dodatkowego w punkcie 2 (poniżej).

Pytanie 3: Jak oceniasz zmianę metody polegającą na wprowadzeniu nowych zasad kwalifikacji do indeksów mWIG40 i sWIG80 spółek notowanych w tzw. dual listingu?

Odpowiedzi:

	Ilość odpowiedzi
Wariant 1 (obecnie obowiązujący)	0
Wariant 2 (nowa propozycja)	1
Wariant 3 (nowa propozycja)	7
Nie mam zdania	1

Podsumowanie komentarzy

Wszystkie otrzymane komentarze dotyczyły nowej propozycji w wariancie 3:

- *Wariant bardziej logiczny – jeśli spółka kapitalizacją jest w górnej połowie indeksu „nadrzędnego” to jej udział w indeksie „podrzednym” jest niezasadny.*
- *Spośród wymienionych wariantów Wariant 3 wydaje się najrozsądniejszy.*
- *Modyfikacja zasad pozwoli na kwalifikację do indeksów mWIG40 i sWIG80 spółek zagranicznych odpowiadających specyfice tych indeksów.*
- *Propozycja wprowadzenia nowej zasady kwalifikacji spółek notowanych w ramach dual listingu do indeksów mWIG40 oraz sWIG80 opartej na medianie wartości rynkowej spółek, pozwoli na przejrzysty i obiektywny sposób eliminacji dużych spółek z dual listingiem z indeksów dedykowanych mniejszym spółkom, a jednocześnie spółkom płynnym na Głównym Rynku GPW pozwoli na kwalifikację do indeksów mWIG40 lub sWIG80.*

Zgłoszona została jedna propozycja dodatkowa:

- *Z racji tego, że te progi odnoszą się właściwie do spółek zagranicznych, dodatkowo zastanowiłbym się jeszcze nad uwzględnieniem kapitalizacji największej spółki polskiej z danego indeksu (mWIG40 i sWIG80). Może warto wprowadzić ograniczenie na zasadzie wartości maksymalnej z mediany kapitalizacji spółek z „wyższego” indeksu i wartości kapitalizacji największej spółki polskiej, która kwalifikuje się do analizowanego indeksu.*

Administrator odnosi się do powyższej propozycji w punkcie 2 (poniżej).

Nie otrzymano negatywnych komentarzy odnośnie wprowadzenia nowych zasad kwalifikacji do indeksów mWIG40 i sWIG80 spółek notowanych w dual listingu.

2. KOMENTARZE KRYTYCZNE I PROPOZYCJE ROZWIĄZAŃ ALTERNATYWNYCH

Wraz z wieloma komentarzami krytycznymi, Administrator otrzymał poniższe sugestie dotyczące alternatywnych rozwiązań². Poniżej, dokonano krótkiej prezentacji powodów, dla których nie zdecydowano się na uznanie tych komentarzy i sugerowanych rozwiązań za właściwe.

Pytanie 1.

Z przedstawionych w dokumencie konsultacyjnym symulacji wynika, że dodanie parametru MWO nie będzie istotnie skutkować w kwalifikacji spółek do portfela indeksu. Dodatkowy wskaźnik będzie prowadził do komplikacji proces transparentności indeksów.

Kwestii, czy dodanie kryterium MWO zmieni istotnie skład portfeli Indeksów Giełdowych w krótkim horyzoncie czasowym, nie należy traktować jako kryterium oceny proponowanego rozwiązania. Wprowadzenie MWO ma za zadanie stanowić zabezpieczenie rzetelności tych wskaźników referencyjnych w długim horyzoncie czasowym. Celem jest zabezpieczenie

² Cytaty zaznaczono ramką

reprezentatywności i jakości flagowych Indeksów zgodnie z celem ich pomiaru, wyrażonym w Regulaminie Rodziny Indeksów Giełdowych.

Zalety tego rozwiązania ujawniają się w sytuacjach szczególnych, jednostkowych i mają na celu zmiętygowanie ryzyka kwalifikacji do flagowych Indeksów spółek, charakteryzujących się wysokimi obrotami wynikającymi z pojedynczych transakcji giełdowych o ponadprzeciętnej wartości w analizowanym na potrzeby danego rankingu okresie.

Argument dotyczący wprowadzenia rozwiązania zmniejszającego poziom transparentności metod wyznaczania Indeksów Giełdowych nie jest w ocenie Administratora trafny. Transparentność metody wynika z precyzyjnego, jasnego opisu sposobu wyznaczania wartości wskaźnika; walor ten nie ma związku z „prostotą” lub „komplikacją” metody. Inaczej mówiąc, w ocenie Administratora, poziom skomplikowania metody nie jest skorelowany z przejrzystością metody opracowywania wskaźnika; jeśli elementy składające się na metodę są jasno i rzetelnie opisane w dokumentacji publicznie dostępnej użytkownikom, wtedy transparentność nie jest narażona na szwank. Wartością, o którą Administrator dba wprowadzając niniejsze zmiany, jest rzetelność i miarodajność Indeksów jako wskaźników w rozumieniu Benchmarks Regulation („BMR”).

Administrator ma świadomość, iż dla inwestorów nieprofesjonalnych, metody poszczególnych Indeksów (za wyjątkiem Indeksu WIG, zawierającego wszystkie spółki z Rynku Głównego GPW), w szczególności zasady doboru spółek do ich portfeli, zapewne nie są oczywiste i łatwe w odbiorze. Niemniej jednak, Administrator dokłada wszelkich starań, aby zapewnić najwyższą transparentność metody, przede wszystkim poprzez:

- i. publiczną prezentację pełnej dokumentacji regulaminowej, Oświadczenia (ang. *benchmark statement*) stanowiącego skrócony opis zasad rządzących wyznaczaniem Indeksów, oraz Zestawienia kluczowych terminów dotyczących Indeksów Giełdowych, TBSP.Index oraz CEEplus³, oraz
- ii. unikanie stosowania jakiegokolwiek swobody uznania w doborze spółek do portfeli Indeksów, czego wyrazem jest m.in. wprowadzenie kryterium MWO

Wskaźnik obrotu podlega względnie łatwym manipulacjom, choćby przy okazji wymian dużych pakietów akcji. Powinien być odnoszony do całej kapitalizacji spółki, a nie *Free Float*, które jest łatwo manipulowane przy pomocy raportowania i w pewnym stopniu podlega subiektywnej ocenie.

Administrator dostrzega zasadność tego argumentu. Istotnie poziom *free float* można do pewnego stopnia ukształtować przez działania spółki lub osób w jej otoczeniu. Administrator zakłada jednak, iż analiza wskaźnika obrotu obejmująca każdorazowo okres 12 miesięcy, ograniczy wpływ ewentualnych manipulacji na ostateczny wynik. Ponadto metoda wyznaczania wskaźnika obrotu w oparciu o liczbę akcji w wolnym obrocie bazuje na rozwiązaniach wprowadzanych przez innych europejskich administratorów, np. FTSE Russell. Administrator rozważa rozpoczęcie procesu analitycznego, polegającego na wypracowaniu odpowiednio dobranych i skalibrowanych kryteriów jakościowych w zakresie dopuszczenia spółek do portfeli Indeksów Giełdowych. Kryteria jakościowe powinny koncentrować się na kwestii prawidłowej

³ wszystkie dokumenty dostępne na stronie internetowej GPW Benchmark: gpwbenchmark.pl w zakładce „Dokumentacja”

i rzetelnej realizacji obowiązków informacyjnych przez spółki. Byłoby to zgodne z ewolucją standardów europejskich administratorów w tym zakresie⁴.

Do metodologii należy raczej wprowadzić spread średni ważony z sesji zgodnie z metodologią FESE/GPW i zagregowany przy pomocy mediany. Jest to miara bardziej stabilna niż obroty/wskaźnik obrotu, a ponadto oddaje koszt transakcyjny obrotu giełdowego.

W celu przeanalizowania tej propozycji alternatywnej, Administrator wykonał symulacje spreadu średniego ważonego - średni spread ważony wartością obrotu obliczony na podstawie różnicy pomiędzy ofertą kupna i ofertą sprzedaży przed zawarciem każdej transakcji i ważony wartością tej transakcji. Następnie, otrzymane wyniki porównano z symulacją dokonaną przy zastosowaniu MWO jako danej parametryzującej. Stwierdzono, że wyniki otrzymane z użyciem spreadu ważonego charakteryzowały się zdecydowanie mniejszą stabilnością portfela indeksu, niż wyniki otrzymane z użyciem parametru MWO.

Ze względu na dużą zmienność i rozpiętość tego parametru, bardzo trudno jest w ocenie Administratora ustalić jakąś prawidłowość, na podstawie której można wyznaczyć uzasadnione, opisane odpowiednim algorytmem, kryterium klasyfikacji spółek do portfela Indeksu. Zatem, propozycja z tych obiektywnych powodów nie będzie brana pod uwagę.

Pytanie 2.

„wzmacnianie” kapitalizacji skutkuje pogorszeniem warunków do arbitrażu a co za tym idzie spread na kontraktach będzie większy oraz będzie trudniej zarządzać produktami opartymi o te indeksy.

Wartością nadrzędną, o którą Administrator dba wprowadzając niniejsze zmiany, jest rzetelność i miarodajność Indeksów jako wskaźników w rozumieniu BMR. Przedstawiony komentarz może być zasadny, niemniej nie jest to argument istotny z punktu widzenia odpowiedzialności Administratora.

modyfikacja zasad w wariantcie 2 może skutkować kwalifikacją do indeksów spółek charakteryzujących się wysoką wartością akcji w wolnym obrocie, a niską płynnością. Z punktu widzenia indeksów, stanowiących bazę dla instrumentów pochodnych istotne, aby spółki wchodzące w skład ich portfeli charakteryzowały się wysoką płynnością.

Należy podkreślić, iż Administrator nie rezygnuje z wysokiej płynności jako kryterium doboru spółek do Indeksów; kryterium płynnościowe pozostanie ważnym elementem metody doboru spółek do każdego flagowego Indeksu. Wprowadzenie nowego kryterium granicznego w postaci MWO i jednocześnie obniżenie wagi płynności do 40% nie idą ze sobą w sprzeczności, są to działania wzajemnie komplementarne. Zastosowanie MWO będzie stanowiło kryterium kwalifikacji spółek do Rankingu Indeksów, które powinno pozwalać na eliminację spółek

⁴ Np. administrator DAX wprowadza wymóg, aby wszystkie spółki w portfelach Indeksów DAX były notowane na giełdzie we Frankfurcie w Prime Standard, tj. segmencie premium z wyższymi obowiązkami przejrzystości niż segment ogólny. Wymóg Prime Standard dotyczący publikowania kwartalnych sprawozdań i zbędnych rocznych sprawozdań finansowych jest obecnie wprowadzany jako część własnej metodologii indeksów DAX.

o bardzo małych obrotach, generowanych przez pojedyncze, incydentalne transakcje. Natomiast punkty rankingowe będą obliczane z uwzględnieniem poziomu *free floatu*, aby odzwierciedlić potrzeby inwestorów w tym zakresie.

Projektując zaproponowane zmiany, Administrator wziął również pod uwagę działania w zakresie metod, stosowanymi przez innych europejskich administratorów wskaźników referencyjnych danych regulowanych, w szczególności – QONTIGO jako administratora indeksów z Rodziny DAX⁵ oraz opiniami swych Komitetów doradczych. Działania administratorów europejskich idą w kierunku wzmacniania kryterium kapitalizacji/ dochodowości jako głównego czynnika tworzenia rankingów i kwalifikacji spółek do indeksów. W przypadku Rodziny Indeksów Giełdowych, waga kapitalizacji wzrasta nieznacznie, przy braku rezygnacji z kryterium płynnościowego. Dodatkowo nieznaczne zmniejszenie wagi wielkości obrotów jest uzupełnione przez wprowadzenie wskaźnika MWO, który bada wielkość obrotów poszczególnych spółek. Należy zauważyć, że wspomniana modyfikacja metod indeksów z Rodziny DAX zakłada znaczące ograniczenie kryterium płynnościowego w procesie kwalifikacji do indeksów (ustalonego jako warunek bazowy na poziomie niezbędnego minimum), na rzecz kryterium wartości rynkowej spółki jak decydującego dla ww. procesu.

Pytanie 3.

Z racji tego, że te progi odnoszą się właściwie do spółek zagranicznych, dodatkowo zastanowiłbym się jeszcze nad uwzględnieniem kapitalizacji największej spółki polskiej z danego indeksu (mWIG40 i sWIG80). Może warto wprowadzić ograniczenie na zasadzie wartości maksymalnej z mediany kapitalizacji spółek z „wyższego” indeksu i wartości kapitalizacji największej spółki polskiej, która kwalifikuje się do analizowanego indeksu.

Autor propozycji wskazał dla przykładu, że: na koniec 2020 r. w indeksie mWIG40 największą spółką jest ING z kapitalizacją 22,2 mld PLN, przy medianie kapitalizacji spółek z WIG20 równej 17,5 mln PLN. W takim wypadku próg mógłby wynosić 22,2 mld PLN. Ewentualnie, zasadnym może być zastosowanie mnożnika dla kapitalizacji największej spółki polskiej typu 1,2-1,5, co w przykładzie stanowiłoby maksymalną wartość kapitalizacji spółki zagranicznej na poziomie 26,6-33,3 mld PLN.

Administrator przeanalizował powyższą propozycję i nie może jej przyjąć ze względu na wysoki poziom arbitralności doboru progu. Ponadto oparcie kryterium klasyfikacji spółek dual listingowych na podstawie sytuacji jednej spółki, może w szczególnych przypadkach prowadzić do odmiennego od zakładanego skutku, którą Administrator chce osiągnąć przez wprowadzenie zmiany.

3. DECYZJA W ZAKRESIE PRZEDSTAWIONYCH ZMIAN METOD

Większość uczestników konsultacji poparła przedstawione przez Administratora propozycje zmian do aktualnych metod, polegających na wprowadzeniu:

- wskaźnika obrotu (MWO) jako dodatkowego kryterium kwalifikacji spółek do indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30

⁵ Zob. <https://qontigo.com/new-dax-rules-to-strengthen-index/>

- nowych wag ustalania punktów rankingowych, „wzmacniających” rolę kapitalizacji spółek w rankingu, tj. wagi 0,4 dla obrotów i 0,6 dla kapitalizacji w wolnym obrocie
- nowych zasad kwalifikacji do indeksów mWIG40 i sWIG80 spółek notowanych w dual listingu.

Niniejsze podsumowanie wyników procedury konsultacyjnej i rekomendację dalszego działania w zakresie wdrożenia istotnych zmian, Zarząd przedstawił Komitetowi Nadzorczemu WRK. Komitet Nadzorczy na posiedzeniu w dniu 10 lutego 2021 roku zarekomendował wprowadzenie proponowanych zmian do metod wyznaczania wskazanych Indeksów. Uzyskane opinie i rekomendację Komitetu należy uznać za wystarczające, aby wprowadzić proponowane istotne zmiany metod opracowywania poszczególnych Indeksów Giełdowych WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30, zgodnie z obowiązującą Administratora procedurą⁶.

Skorygowany Regulamin Rodziny Indeksów Giełdowych, uwzględniający przyjęte zmiany metody opracowywania WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30 wchodzi w życie z dniem 12 marca 2021 roku, tj. przed dniem rewizji rocznej portfeli ww. Indeksów, która będzie miała miejsce po sesji w dniu 19 marca 2021 roku.

⁶ Zgodnie z pkt 3.8 Procedury cyklicznego przeglądu definicji i metody dla Indeksów Giełdowych, zmiany metody dla Indeksów Giełdowych, procesu konsultacji oraz zawieszenia i zaprzestania ustalania Indeksów Giełdowych. Procedura ta wypełnia wymogi nakładane na Administratora odnośnie "przejrzystości metody", o których mowa w art. 13 ust. 1 Rozporządzenia 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych („BMR”)