



Fundusze ETF – prosty sposób na inwestowanie w indeks

W latach 90-tych ubiegłego stulecia, w pierwszych latach funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, do domów maklerskich przychodzili czasami inwestorzy, którzy zamiast złożyć zlecenie kupna akcji spółki notowanej na warszawskim parkiecie, chcieli „kupić indeks” – WIG lub WIG20. Ponieważ giełdowy indeks akcji jest tak naprawdę wskaźnikiem statystycznym przede wszystkim odzwierciedlającym zmiany wartości określonej grupy (koszyka) akcji w stosunku do przyjętego okresu początkowego (bazowego), „kupno indeksu” w sposób bezpośredni nie było ani wówczas, ani teraz, możliwe. Jednak od tamtego czasu rynek instrumentów finansowych rozwinął się do tego stopnia, iż w chwili obecnej istnieje możliwość inwestycji w instrumenty finansowe, które pozwalają inwestorom uzyskać ekspozycję także na indeks, tzn. osiągnąć stopę zwrotu niemal identyczną do stopy zwrotu indeksu. W ten sposób ziszcilo się pragnienie inwestorów, którzy już dwie dekady temu chcieli „kupić indeks”, ale nie mogli wówczas tego uczynić.

Wśród instrumentów finansowych rynku kapitałowego znajdujących się w obrocie na giełdach papierów wartościowych, które oferują ekspozycję na indeksy, w ostatnich latach największą popularność wśród inwestorów na najbardziej rozwiniętych rynkach giełdowych świata zdobył niewątpliwie fundusz ETF (exchange-traded fund).

ETF to otwarty fundusz inwestycyjny emitujący tytuły uczestnictwa będące przedmiotem obrotu giełdowego, którego celem inwestycyjnym jest na ogół jak najdokładniejsze odwzorowanie wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) określonego indeksu rynku finansowego (akcji lub innego). Odróżnia go to zasadniczo od większości funduszy inwestycyjnych dostępnych w Polsce dążących albo do pobicia określonego benchmarku, albo osiągnięcia absolutnej stopy zwrotu. Fundusze ETF nie próbują „pobić” rynku, lecz osiągnąć wynik inwestycyjny zbliżony w jak największym stopniu do określonego indeksu. Taka strategia inwestycyjna, choć pozornie wydawać się może mało atrakcyjna (większość inwestorów giełdowych próbuje przecież uzyskać jak najlepszy rezultat inwestycyjny przy określonym poziomie ryzyka, co w praktyce oznacza dążenie do pobicia średniej rynkowej), w rzeczywistości bardzo często przynosi lepsze rezultaty od aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Przykładów na udowodnienie tej tezy zarówno współczesny rynek finansowy, jak też

dane historyczne dostarczają aż nadto¹, warto w tym miejscu wymienić chociażby jeden – prowadzone od 2000 r. przez Standard & Poor's badania porównujące wyniki funduszy inwestycyjnych ze stopami zwrotu indeksów (SPIVA Scorecard). Wyniki tych analiz wskazują, iż w ostatnich 14 latach tylko trzykrotnie odsetek amerykańskich funduszy akcyjnych dużych spółek, które zdołały pokonać benchmark (indeks S&P 500), był większy od 50 procent. W pozostałych latach zatem ponad połowa tego rodzaju funduszy osiągała średnio stopy zwrotu niższe od benchmarku. Natomiast w całym okresie 2009-2013 tylko niecałe 28 procent amerykańskich funduszy dużych spółek uzyskało lepszy wynik od benchmarku.

Możliwość osiągania lepszych wyników inwestycyjnych od aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych (przy założeniu, że funduszowi ETF uda się wypracować stopę zwrotu niemal identyczną jak indeks – a cel ten w praktyce osiąga zdecydowana większość tych podmiotów, mimo iż wyniki indeksów nie uwzględniają kosztów transakcyjnych) to prawdopodobnie najlepszy argument przemawiający za inwestowaniem w tytuły uczestnictwa funduszy ETF. Choć „inwestowanie w indeks” może na pierwszy rzut oka wydawać się dość mało atrakcyjne, zdecydowana większość badań prowadzonych na ten temat jednoznacznie pokazuje, iż „inwestowanie w indeks”, głównie dzięki niższym kosztom pasywnego zarządzania (znajdującym odzwierciedlenie w niższych opłatach za zarządzanie), często okazuje się bardziej skuteczne od powierzenia pieniędzy specjalistom aktywnie zarządzającym portfelem inwestycyjnym. Zauważył to Bank Szwecji przyznający nagrodę im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, której laureatem w ubiegłym roku został m.in. Eugene Fama. Odkrycia tego amerykańskiego uczonego, który już w latach 60-tych XX w. stwierdził, iż ceny akcji są bardzo trudne do prognozowania w krótkim okresie, a nowe informacje znajdują natychmiastowe odzwierciedlenie w cenach, przyczyniły się m.in. do powstania w latach 70-tych pierwszych funduszy indeksowych, które – podobnie jak większość funduszy ETF – również pozwalają inwestorom na „kupno indeksu”.

Atrakcyjne wyniki inwestycyjne nie są oczywiście jedyną zaletą funduszy ETF. Niewątpliwie bardzo ważną cechą tych podmiotów jest możliwość nabycia w wyniku jednej transakcji na ogół dobrze zdywersyfikowanego (a zatem pozwalającego na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego) portfela papierów wartościowych – w zależności od rodzaju funduszu oraz typu odwzorowywanego przezeń indeksu może to być od kilkudziesięciu do nawet kilku tysięcy walerów. Co więcej, kupując tytuły uczestnictwa funduszu ETF (np. akcyjnego) inwestor zazwyczaj dokładnie wie w co (w jaki koszyk instrumentów finansowych) inwestuje. Skoro bowiem fundusz ETF pasywnie zarządza portfelem powinien on posiadać w swoich aktywach dokładnie te same instrumenty finansowe (i w takich samych proporcjach), które znajdują się w portfelu indeksu². W przypadku zdecydowanej większości

¹ Więcej informacji na ten temat można znaleźć m.in. w: T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2013.

² Portfele pewnej części funduszy ETF nie odwzorowują dokładnie składu określonego indeksu (bliższe informacje na ten temat znajdują się w dalszej części artykułu), jednak nawet w takiej sytuacji znaczny odsetek firm zarządzających takimi podmiotami na ogół z dużą częstotliwością (nawet codziennie) ujawnia skład ich portfeli inwestycyjnych.

funduszy ETF ich uczestnicy mają zatem możliwość stałego wglądu w ich portfele inwestycyjne, które z założenia odpowiadają portfelom indeksów (na ogół ujawnianym bez żadnych ograniczeń).

Przy tej okazji warto krótko wspomnieć o „kuchni” zarządzania funduszami typu ETF. Strategia polegająca na odwzorowaniu wyniku indeksu finansowego jest w praktyce realizowana poprzez zastosowanie jednej z dwóch tzw. metod replikacji. Pierwsza – określana jako replikacja fizyczna lub replikacja bezpośrednia – polega na nabywaniu do portfela funduszu realnych aktywów finansowych (akcji, obligacji, kontraktów terminowych, tytułów uczestnictwa innych funduszy ETF, itp.). Jeżeli zarządzający nabywa dokładnie te same walory i w tej samej proporcji, w jakie tworzą one portfel indeksu, jest to tzw. pełna replikacja. Natomiast w sytuacji, gdy z punktu widzenia efektywności zarządzania zgromadzony kapitał jest inwestowany tylko w część instrumentów składających się na portfel indeksu, mamy do czynienia z tzw. niepełną replikacją. Druga metoda replikacji – tzw. replikacja syntetyczna lub replikacja pośrednia – polega na wykorzystywaniu instrumentu pochodnego – kontraktu swap zawartego między bankiem inwestycyjnym (kontrpartnerem swapu) a emitentem tytułów uczestnictwa funduszu ETF. W takim przypadku w portfelu funduszu ETF mogą występować dowolne instrumenty finansowe (na ogół jednak o zbliżonej charakterystyce do instrumentów należących do portfela indeksu), zaś kontrpartner swapu zobowiązuje się w wyniku zawartej umowy dostarczyć funduszowi stopę zwrotu z określonego indeksu.

Oprócz dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz bardzo wysokiego stopnia przejrzystości działań inwestycyjnych, dla osób inwestujących w tytuły uczestnictwa funduszy ETF niezwykle istotną zaletą tych podmiotów są wyjątkowo niskie koszty zarządzania (prezentowane w postaci wskaźnika kosztów całkowitych (total expense ratio – TER)) będące konsekwencją przyjętej konstrukcji i strategii inwestycyjnej, która ogranicza do minimum różnego rodzaju koszty, zwłaszcza transakcyjne. W przypadku największych funduszy ETF na świecie wskaźnik TER nie przekracza 0,1% wartości zarządzanych aktywów w skali roku, natomiast według danych spółki ETFGI średni ważony aktywami wskaźnik TER dla amerykańskich funduszy ETF wyniósł w 2013 r. zaledwie 0,27% (wahając się od 0,23% w dłużnych ETF-ach do 0,98% w alternatywnych ETF-ach). Korzyści wynikające ze zdecydowanie niższych niż w aktywnie zarządzanych funduszach inwestycyjnych kosztów zarządzania – jak zostało to już wskazane wcześniej – znajdują w końcowym rozrachunku odzwierciedlenie w lepszych wynikach inwestycyjnych.

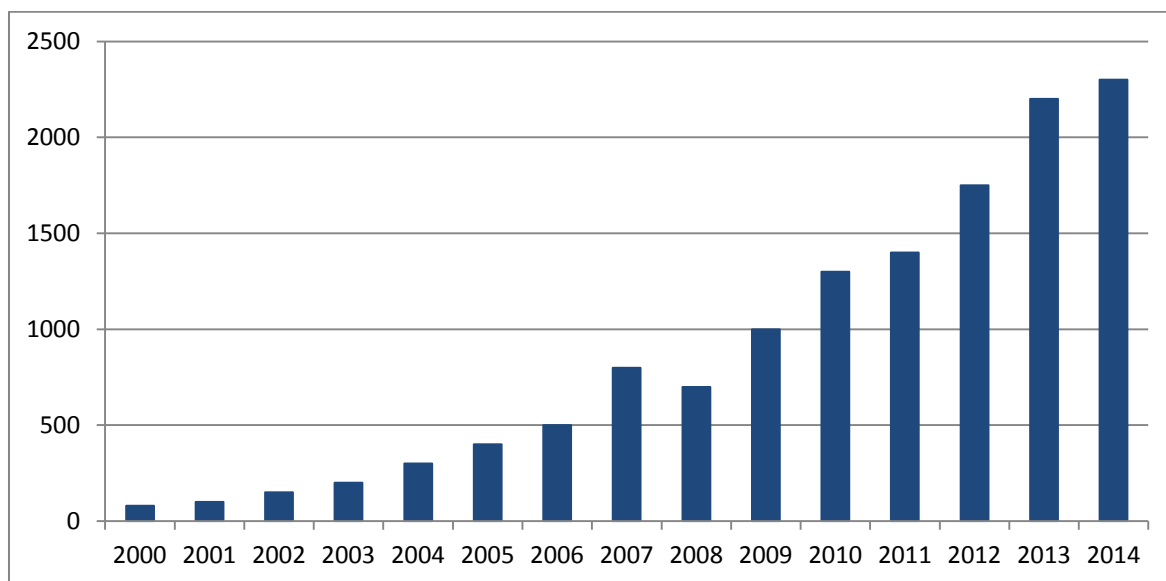
Konkurencja kosztowa, choć z pewnością bardzo ważna dla szerokiego grona inwestorów, nie jest jednak ostatnim argumentem przemawiającym za włączeniem do swojego portfela tytułów uczestnictwa funduszy ETF. Dla niektórych z nich (w szczególności aktywnych inwestorów instytucjonalnych) bardzo ważną cechą jest elastyczność tych instrumentów finansowych. Ponieważ znajdują się one w obrocie na giełdach papierów wartościowych (a od niedawna także na wielostronnych platformach obrotu – MTF-ach) istnieje możliwość handlu tymi instrumentami finansowymi na zasadach zbliżonych do handlu np. akcjami. Decydując się zatem na kupno/sprzedaż udziałów w ETF-ach możemy to zrobić w dowolnym momencie podczas sesji giełdowej i jest ono na

ogół (w szczególności w przypadku relatywnie niewielkich zleceń i płynnych rynków) natychmiast realizowane przy zwykle dość niewielkim spreadzie – to efekt działania animatora, który czuwa nad płynnością rynku tych instrumentów finansowych. Inwestowanie w wyceniane na bieżąco podczas sesji giełdowej ETF-y daje zatem znacznie większe możliwości w zakresie wyboru momentu zawarcia transakcji niż w przypadku tytułów uczestnictwa tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (nie notowanych na rynku wtórnym), które są wyceniane raz dziennie, na ogół na koniec dnia. Sprzyja temu również publikowanie w trakcie sesji teoretycznej, szacunkowej wartości tytułów uczestnictwa (tzw. iNAV) w oparciu o aktualne wyceny papierów wartościowych wchodzących w skład portfela funduszu ETF. Z kolei inwestorzy, którzy nie chcą (lub nie mogą) spędzać dużej ilości czasu w ciągu dnia na monitorowaniu stanu rynku i zarządzaniu zleceniami lub którzy mają złe doświadczenia w handlu sesyjnym, mogą w przypadku niektórych ETF-ów złożyć zlecenie kupna/sprzedaży tytułów uczestnictwa w oparciu o księgową wartość tytułu uczestnictwa. Oczywiście należy zaznaczyć, iż nabywanie/sprzedawanie tytułów uczestnictwa funduszy ETF, podobnie jak innych instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie giełdowym, wiąże się z koniecznością poniesienia kosztów transakcyjnych (prowizje maklerskie) oraz uwzględnienia spreadu między ceną kupna i sprzedaży – koszty te jednak są z reguły bardzo niskie i w minimalnym stopniu wpływają na ostateczny wynik inwestycyjny (w znacznie mniejszym niż opłata dystrybucyjna ponoszona przez uczestników tradycyjnych funduszy inwestycyjnych). Trzeba również pamiętać, iż w przypadku funduszy ETF inwestujących w walory denominowane w obcych walutach, tak jak w tradycyjnych funduszach inwestycyjnych, inwestor naraża się na ryzyko kursowe (chyba że jest ono zabezpieczone w samym instrumencie).

Fundusze ETF są wreszcie instrumentem łatwo dostępnym dla każdego inwestora. Wystarczy posiadać rachunek inwestycyjny i relatywnie niewielką kwotę środków finansowych i już można nabyć interesujący nas walor – z reguły bowiem minimalna wielkość zlecenia to 1 papier wartościowy. Ponadto ETF-y są dość często (zwłaszcza na rynku europejskim) notowane na kilku parkietach jednocześnie, co umożliwia inwestorowi wybór rynku, na którym chce dokonać transakcji. Część ETF-ów generować może także stały dochód dla uczestników bez konieczności umarzania tytułów uczestnictwa – fundusze te mogą bowiem działać w formule funduszy dywidendowych, które okresowo część osiągniętych dochodów wypłacają inwestorom.

Zaprezentowane powyżej wybrane, najważniejsze zalety inwestowania w fundusze ETF przez ponad 20 lat funkcjonowania tych instrumentów na rynku finansowym (pierwszy ETF na świecie zadebiutował na giełdzie w Toronto w 1990 r., w 1993 r. doszło do debiutu funduszu ETF na rynku amerykańskim, natomiast dopiero w 2000 r. na europejskich parkietach) sprawiły, iż obecnie aktywa tych podmiotów sięgają – według danych ETFGI z końca kwietnia br. – ponad 2,3 bln USD. Imponować może zwłaszcza tempo, w jakim zwłaszcza w ostatnich latach rośnie wartość środków finansowych zarządzanych przez ETF-y (wykres 1) oraz napływ nowego kapitału do tych podmiotów (według danych Deutsche Banku w 2013 r. było to blisko 260 mld USD).

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszy ETF na świecie w latach 2000-2013 (mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.etf.com.pl

Zdecydowanie największym rynkiem funduszy ETF na świecie jest rynek amerykański (według danych ETFGI 1,67 bln USD – 71,3% globalnego rynku). Mimo stosunkowo późnego startu oraz odpływu aktywów z funduszy ETF stosujących replikację syntetyczną po wybuchu kryzysu, stosunkowo dobrze radzi sobie także rynek europejski (425 mld USD – 18,1%). Pod względem rodzaju ekspozycji na globalnym rynku ETF-ów wyraźnie dominują fundusze akcyjne – według danych Deutsche Banku w końcu 2013 r. zgromadziły one 1,85 bln USD, co stanowiło 82,2% całkowitych aktywów funduszy ETF na świecie. Blisko 370 mld USD ulokowano w podmiotach inwestujących w instrumenty dłużne (16,3% rynku), zaś 24 mld USD w towarowych ETF-ach (1,1%). Ogromne wrażenie robi również bogata i zróżnicowana oferta tych produktów finansowych – tytuły uczestnictwa ponad 5,2 tys. ETF-ów zarządzanych przez ponad 220 podmiotów są obecnie dostępne na 59 giełdach na całym świecie.

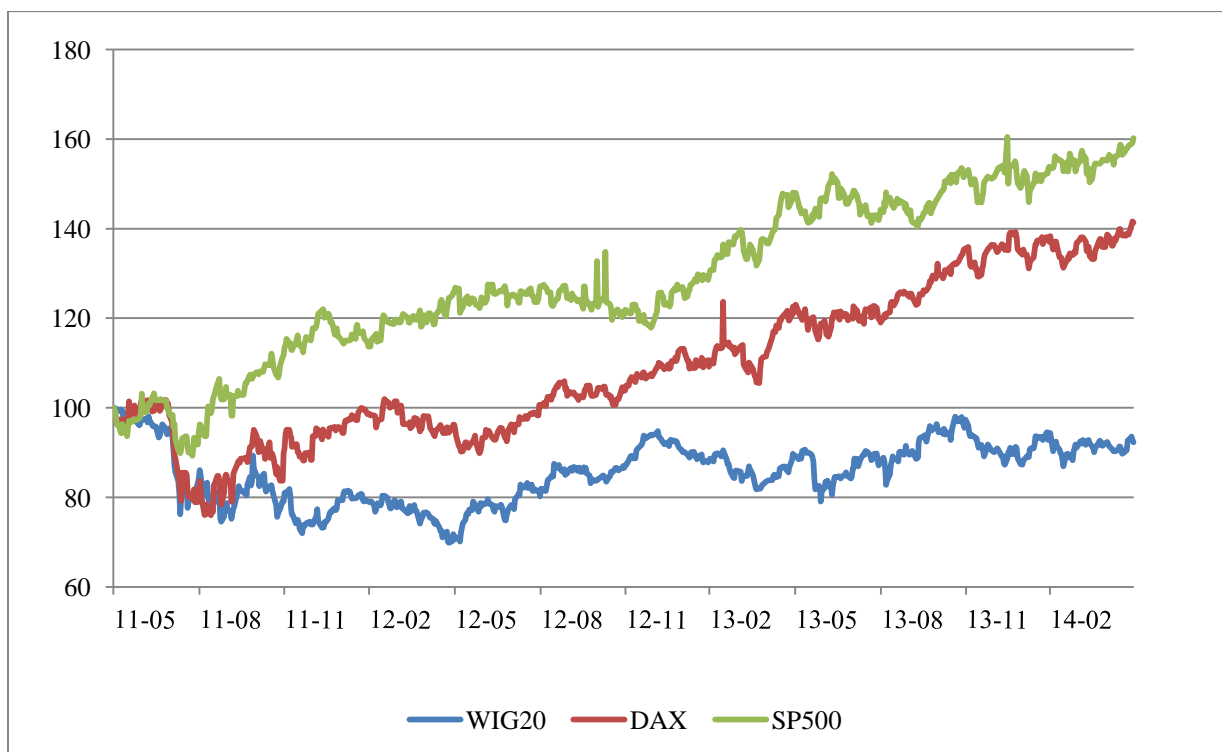
Fundusze ETF na GPW w Warszawie

Pierwszy ETF do obrotu na warszawską giełdę trafił we wrześniu 2010 roku, a więc po ponad 10 latach od wprowadzenia takiego instrumentu do obrotu na rynek publiczny w Europie. Proces ten trwał tak długo, ponieważ na swojej drodze napotkał wiele przeszkód. Wśród tych najważniejszych należy wymienić brak stosownych przepisów prawa, które pozwalałyby na obrót tego typu instrumentami w Warszawie, a które zostały określone dopiero w 2009 roku. Drugim istotnym czynnikiem, wpływającym na opóźnienie wprowadzenia ETF do obrotu giełdowego było pozyskanie podmiotu zainteresowanego wprowadzeniem takiego instrumentu na warszawski parkiet. W efekcie

prowadzonych negocjacji okazało się, że najlepszą ofertę współpracy przedstawiła firma Lyxor, wchodząca w skład grupy kapitałowej Societe Generale.

22 września 2010 roku miał miejsce debiut funduszu ETF na indeks warszawskich blue chipów – WIG20. Od 31 maja 2011 roku inwestorzy giełdowi mają możliwość handlu ETF-ami na indeks największych spółek niemieckich (DAX) oraz amerykańskich (S&P500). Dzięki temu po raz pierwszy w historii warszawskiego parkietu inwestorzy zyskali możliwość pośredniego kupna akcji takich spółek jak: BMW, Porsche, Deutsche Bank, JP Morgan, IBM czy Apple. Inwestycja w ETF wiąże się również z niewielkimi kosztami. W przypadku funduszu ETF odwzorowującego indeks WIG20 wystarczy obecnie ok. 270 zł, zaś w przypadku funduszu naśladowującego zachowanie indeksu S&P 500 zaledwie ok. 60 zł. W przypadku ETF na DAX trzeba wydać nieco więcej, bo około 400 zł.

Wykres 2. Kursy tytułów uczestnictwa poszczególnych funduszy ETF notowanych na GPW w Warszawie w latach 2011-2014 (maj 2011 = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW

W dotychczasowej historii największym zainteresowaniem wśród inwestorów giełdowych fundusze ETF cieszyły się w 2011 roku, wówczas obrót tymi instrumentami wyniósł blisko 300 mln zł, z czego na transakcje pakietowe przypadło blisko 25 mln zł (tabela 1). Jednak najwięcej transakcji ETF inwestorzy zawierali w minionym roku – w sumie zawarto ponad 10,6 tys. transakcji. Oznacza to, że przeciętna wartość transakcji w 2013 roku wyniosła 16,0 tys. zł, zaś w latach poprzednich poziom

tego wskaźnika kształtował się w przedziale 26-30 tys. zł. Warto podkreślić, że obecna średnia wartość transakcji tytułami uczestnictwa funduszy ETF jest zbliżona do poziomu średniej transakcji na rynku akcji.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki funduszy ETF na GPW w Warszawie w latach 2010-2013

	2013	2012	2011	2010
Liczba instrumentów	3	3	3	1
Wartość obrotów (mln zł)	169,3	223,1	284,3	85,1
Obroty sesyjne (mln zł)	169,3	217,1	259,7	70,5
Obroty pozaseryjne (mln zł)	0	6,0	24,6	14,6
Liczba transakcji	10 608	7 280	8 716	2 629
Średnia wartość transakcji	15 965	29 825	29 798	26 822

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW

Od samego początku największą popularnością wśród inwestorów cieszą się fundusze ETF na indeks WIG20. To typowa tendencja występująca także na innych rynkach, które posiadają w swojej ofercie tego typu instrumenty. Inwestorzy wybierają inwestycje w lokalne indeksy, ze względu na lepszą znajomość rynku oraz silniejsze przywiązanie do niego. Tak jest m.in. w Niemczech, gdzie największą popularnością cieszy się ETF na indeks DAX, czy we Włoszech gdzie ETF na indeks FTSE MIB zdecydowanie dystansuje pozostałe instrumenty. W przypadku GPW, wartość transakcji tytułami uczestnictwa funduszu ETF na WIG20 odpowiadała w 2013 r. za ¼ całkowitych obrotów tymi instrumentami (tabela 2). Na kolejnej pozycji znalazł się ETF na indeks spółek amerykańskich (14% udział w obrotach). Najmniejszą popularnością wśród inwestorów cieszył się ETF na główny indeks spółek niemieckich – niespełna 9% udziału w obrotach w 2013 r. Mimo tego, że poziom aktywów netto fundusz na indeks WIG20, wśród trzech notowanych na GPW funduszy był najniższy, to instrument ten charakteryzował się najniższą wartością wskaźnika spread³, którego wartość wynosiła 44 p.b. Dla porównania wartość tego wskaźnika dla spółek z indeksu WIG30 w 2013 roku kształtowała się w przedziale od 7 do 61 punktów bazowych.

Duża zasługa w kształtowaniu się wskaźnika spread na tak niskim poziomie na GPW w Warszawie tkwi w fakcie funkcjonowania instytucji animatora, którego nadrzędnym celem jest składanie własnych ofert kupna lub sprzedaży instrumentów giełdowych, tak aby było możliwe zawarcie

³ Wskaźnik spread obliczany jest na podstawie różnicy pomiędzy najlepszymi ofertami kupna i sprzedaży w momencie zawarcia transakcji na danym instrumencie i wyrażany jest w punktach bazowych. Im wartość wskaźnika niższa, tym zawarcie transakcji łatwiejsze, a koszty niższe.

transakcji. W przypadku warszawskiej giełdy funkcję taką pełni Societe Generale, a więcej instytucja powiązana z emitentem giełdowych ETF – Lyxor.

Tabela 2. Podstawowe wskaźniki funduszy ETF na GPW w Warszawie w 2013 r.

	NAV (mln zł)	Spread (p.b.)	Obroty (mln zł)	Udział (%)
ETFW20	75,3	44	129,94	76,70%
ETFDAX	3081,5	143	15,11	8,90%
ETFSP500	1424,7	100	24,3	14,30%

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW

Fundusze ETF w regionie Europy Centralnej, oprócz Warszawy, są notowane także na giełdach w Bukareszcie, Budapeszcie (po jednym instrumencie) oraz Wiedniu (20 instrumentów). Mimo tego, że na GPW obecnie w obrocie znajdują się ETF-y tylko na trzy instrumenty bazowe, a więc mniej niż w Wiedniu, to warszawski parkiet może pochwalić się najwyższą płynnością w tej części Europy (tabela 3). W 2013 roku obrót ETF-ami w Wiedniu wyniósł niespełna 4 mln euro, a więc dziesięciokrotnie mniej niż w Warszawie. Różni się średnia wartość transakcji pomiędzy Warszawą a Wiedniem. W przypadku Wiednia wskaźnik ten wynosi ponad 11 tys. euro, prawie trzykrotnie więcej niż dla Warszawy.

Tabela 3. Fundusze ETF na giełdach Europy Centralnej w 2013 roku

	Liczba ETF	Transakcje	Obroty (mln euro)	Średnia wartość transakcji (euro)
Bukareszt	1	746	0,3	402
Budapeszt	1	220	1,3	5 909
Wiedeń	20	352	3,9	11 080
Warszawa	3	10 608	40,2	3 790

Źródło: opracowanie własne na podstawie FESE

Należy oczekiwać, że fundusze ETF w najbliższych latach będą coraz bardziej popularnym instrumentem finansowym z punktu widzenia strategii długookresowych. Zmiany takie będą

determinowane przede wszystkim przez potrzebę indywidualnego zabezpieczenia emerytalnego. Z przeprowadzonych badań wynika, że w dłuższych okresach, 20-30 letnich, to właśnie pasywne portfele akcyjne zapewniają najwyższą stopę zwrotu, a taką funkcję spełniają obecnie fundusze ETF.

Zjawisko wzrostu zainteresowania funduszami ETF jest już wyraźnie widoczne w takich krajach jak Stany Zjednoczone, Niemcy, Włochy czy Izrael, gdzie instrumenty te stanowią istotną część oszczędności inwestorów indywidualnych czy to w formie bezpośrednich inwestycji, czy z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych.

Scenariusz taki ma szansę stać się w przyszłości udziałem także Polski, pod warunkiem jednak, że sprzyjać temu będą zarówno regulacje prawne (dotyczące zwłaszcza możliwości inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych), jak też wzrośnie świadomość i wiedzy inwestorów indywidualnych odnośnie zalet funduszy ETF, co w efekcie powinno skłonić coraz więcej osób do wyboru tych instrumentów finansowych także w kontekście zabezpieczenia emerytalnego. Po spełnieniu określonych warunków GPW w Warszawie ma zatem szansę, aby w najbliższych latach stać się zdecydowanym liderem rynku funduszy ETF w tej części Europy.

dr Tomasz Miziołek, Uniwersytet Łódzki

Tomasz Wiśniewski, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie