Marcin Opoka

Regulacyjne uwarunkowania rozwoju giełdowych instrumentów indeksowych

Rozprawa doktorska
przygotowana pod kierunkiem naukowym
prof. dr. hab. Dariusza Adamskiego
oraz dr. hab. Tomasza Miziołka, prof. UŁ

2026

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów 11

Wykaz tabel, wykresów i rysunków....13

Wstęp....15

1 Określenie problemu badawczego 16

2 Znaczenie badań....20

3 Pytania i tezy badawcze....24

4 Zakres i struktura badań....26

5 Metodyka badań....29

Rozdział 1. Rozwój koncepcji inwestowania indeksowego....31

Wprowadzenie 32

1 Inwestowanie na rynku finansowym 34

1.1 Pojęcie inwestycji i inwestowania 34

1.2 Pojęcie rynków finansowych i ich klasyfikacje....37

1.3 Rynek kapitałowy jako otoczenie instytucjonalne giełdowych instrumentów indeksowych 43

2 Inwestowanie pasywne i indeksy giełdowe – podstawy teoretyczne i założenia 45

2.1 Istota inwestowania pasywnego....45

2.2 Teoretyczne podstawy inwestowania pasywnego – hipoteza rynku efektywnego....50

2.3 Weryfikacja hipotezy rynku efektywnego z perspektywy inwestowania pasywnego 54

2.4 Pojęcie portfela rynkowego 55

2.5 Indeksy giełdowe w nauce ekonomii: analiza funkcji i zastosowań....57

2.6 Zastosowanie indeksów giełdowych w inwestowaniu 59

3 Inwestowanie pasywne a inwestowanie indeksowe 62

3.1 Naśladowanie wyniku indeksu a naśladowanie wyniku portfela rynkowego 62

3.2 Kierunki rozwoju funduszy indeksowych 68

4 Ewolucja funduszy inwestycyjnych: od koncepcji wspólnego inwestowania do instrumentów indeksowych 76

4.1 Geneza i rozwój instytucji wspólnego inwestowania 76

4.2 Inwestowanie indeksowe: powstanie i rozwój funduszy indeksowych ... 78

4.3 Ekspansja inwestowania indeksowego 82

4.4 Fundusze inwestycyjne ETF – geneza i ewolucja jako instrumentu inwestowania indeksowego 85

Wnioski 84

Rozdział 2. Giełdowe instrumenty indeksowe jako wyodrębniona kategoria produktowa 86

Wprowadzenie 87

1 Ramy klasyfikacji giełdowych instrumentów indeksowych 91

1.1 Różnorodność podejść klasyfikacyjnych w literaturze i praktyce rynkowej 91

1.2 Struktura i skład kategorii Exchange-Traded Products (ETP) 96

1.3 Exchange-Traded Products (ETP) na rynku europejskim – ramy dalszej analizy 99

2 Zakres i granice kategorii giełdowych instrumentów indeksowych 102

2.1 Instrumenty typu ETP a instrumenty rynku terminowego 103

2.2 Instrumenty typu ETP a inne instrumenty strukturyzowane 106

3 Badanie praktyk klasyfikacyjnych i strukturalnych na rynku europejskim ... 114

3.1 Cel badania 114

3.2 Dobór próby badawczej i respondentów 115

3.3 Metodyka badania i analiza materiału empirycznego.....117
3.4 Odrębność grupy produktowej – analiza empiryczna.....119
3.5 Wspólne cechy konstrukcyjne i funkcjonalne – analiza empiryczna 122
4 Giełdowe instrumenty indeksowe – kryteria identyfikacji 127
Wnioski.....125

Rozdział 3. Giełdowe instrumenty indeksowe w praktyce rynku europejskiego 127
Wprowadzenie 128
1 Fundusze ETF (Exchange-Traded Funds) – charakterystyka i zasady funkcjonowania.....134
1.1 Definiowanie i charakterystyka instrumentu 134
1.2 Fundusze ETF a fundusze indeksowe.....139
1.3 Od indeksu do rynku: kreacja, obrót i wycena tytułów uczestnictwa funduszy ETF.....142
1.4 Mechanizm kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa a wartość aktywów funduszu ETF.....152
1.5 Metody replikacji wyników indeksów.....155
2 Instrumenty typu ETC i ETN – charakterystyka i zasady funkcjonowania....161
2.1 Instrumenty typu ETN (Exchange-Traded Notes) – konstrukcja, funkcje i obszary zastosowań.....161
2.2 Instrumenty typu ETC (Exchange-Traded Commodities) – konstrukcja, funkcje i obszary zastosowań 168
3 Instrumenty typu ETC i ETN na europejskich giełdach – klasyfikacja w praktyce.....173
3.1 Zakres analizy praktyki rynkowej.....173
3.2 Towarowy charakter instrumentów typu ETC w praktyce rynkowej 176

3.3 Instrumenty inwestowania indeksowego oparte na kryptoaktywach na giełdach europejskich 179

3.4 Ryzyko emitenta w funduszach ETF oraz instrumentach typu ETC i ETN 188

Wnioski 187

Rozdział 4. Model regulacji giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej 189

Wprowadzenie 198

1 Cele regulacji i podstawy prawne unijnego rynku finansowego 199

1.1 Cele regulacji rynków finansowych a giełdowe instrumenty indeksowe 200

1.2 Prawne podstawy rozwoju regulacji i harmonizacji unijnych rynków finansowych 202

1.3 Unijny rynek finansowy jako część rynku wewnętrznego 204

2 Giełdowe instrumenty indeksowe w unijnej strukturze regulacyjnej 206

2.1 Harmonizacja jako pierwotne narzędzie budowy unijnego rynku finansowego 206

2.2 Ujednolicanie przepisów w zakresie rynku wewnętrznego – od dyrektyw do rozporządzeń 210

2.3 Ewolucja unijnej architektury regulacyjnej a regulacja giełdowych instrumentów indeksowych 215

2.4 Wielopoziomowa struktura regulacji rynku finansowego Unii Europejskiej: rola aktów wykonawczych i technicznych 220

2.5 Jednolity zbiór przepisów (*single rulebook*) – struktura i znaczenie 224

3 *Soft law* a ramy regulacyjne giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej 227

3.1 Definicja, geneza i znaczenie *soft law* w prawie międzynarodowym i unijnym 227

3.2 Wytyczne i Q&A ESMA jako kluczowe instrumenty *soft law* dla giełdowych instrumentów indeksowych....230
4 Struktura regulacyjna – kluczowe akty i instrumenty prawne....233
4.1 Zakres i struktura analizy otoczenia regulacyjnego....233
4.2 Regulacje produktowe....234
4.3 Regulacje w zakresie usług inwestycyjnych i organizacji rynku....238
4.4 Regulacje horyzontalne....242
4.5 Reżim prospektowy....243
Wnioski....245

Rozdział 5. Regulacyjne uwarunkowania funkcjonowania unijnych funduszy ETF....238
Wprowadzenie....249
1 Fundusze ETF w unijnym porządku prawnym – skutki sposobu regulacji....250
1.1 Definicja funduszy ETF w prawie unijnym....250
1.2 Definicja funduszu inwestycyjnego ETF z perspektywy celów regulacji 255
2 Elementy definicyjne funduszy ETF i ich realizacja w praktyce rynkowej ...257
2.1 ETF jako fundusz inwestycyjny....257
2.2 Wymóg obecności tytułów uczestnictwa funduszu ETF w obrocie 265
2.3 Wymóg zapewnienia płynności – obecność animatora rynku i zasady jego funkcjonowania....268
2.4 Praktyka ujawniania wartości aktywów netto funduszu....275
3 Reżim UCITS jako źródło asymetrii regulacyjnej w grupie giełdowych instrumentów indeksowych....278
3.1 Specyfika europejskiego rynku ETF a reżim UCITS....278
3.2 Wymogi reżimu UCITS w zakresie polityki inwestycyjnej....280
3.3 Wymogi w odniesieniu do indeksów bazowych....284

3.4 Wymogi i ograniczenia reżimu UCITS jako przyczynek powstania instrumentów typu ETC i ETN 286
4 Wymogi informacyjne dotyczące unijnych funduszy ETF 288
4.1 Odrębny reżim prospektowy jako element modelu UCITS 288
4.2 Rozporządzenie PRIIPs – skutki dla dostępności funduszy ETF 290
5 Struktury mieszane i kierunki rozwoju funduszy ETF – uwarunkowania regulacyjne 291
Wnioski 296

Rozdział 6. Instrumenty typu ETC i ETN na tle unijnego modelu regulacyjnego funduszy ETF 288
Wprowadzenie 301
1 Instrumenty typu ETC i ETN w prawie unijnym 302
1.1 Definicja instrumentów typu ETC i ETN i jej znaczenie normatywne 303
1.2 Instrumenty ETC a produkty strukturyzowane i derywaty towarowe 306
1.3 Konsekwencje sposobu zdefiniowania instrumentów typu ETC i ETN w prawie unijnym 308
2 Wymogi w zakresie konstrukcji produktu 309
2.1 Punkt odniesienia i próba badawcza 309
2.2 Regulacje kluczowych europejskich platform obrotu 311
Deutsche Börse 311
Börse Stuttgart 312
SIX Swiss Exchange 313
Giełdy grupy Euronext 315
2.3 Rozwiązania stosowane przez emitentów produktów 318
Instrumenty z fizyczną replikacją ceny złota 318
Instrumenty z replikacją syntetyczną 322
Instrumenty oparte na kryptoaktywach 324

2.4 Wymogi w zakresie polityki inwestycyjnej 327
Ryzyko koncentracji ekspozycji 327
Zastosowanie i specyfika dźwigni finansowej.....329
Rozszerzony katalog aktywów bazowych – specyfika kryptoaktywów.....330
3 Wymogi w zakresie obrotu zorganizowanego 334
3.1 Wymóg obecności animatora rynku.....334
3.2 Zasady zapewnienia płynności 337
3.3 Obowiązek ujawnienia wartości ekonomicznej instrumentu.....341
4 Praktyczne konsekwencje asymetrii regulacyjnej dla inwestorów.....344
4.1 Przejrzystość kategorii produktowych jako problem praktyczny.....344
4.2 Stanowiska europejskich organów nadzoru.....347
5 Zróżnicowanie wymogów prospektowych i innych wymogów informacyjnych 350
5.1 Asymetria reżimów prospektowych 351
5.2 Rozporządzenie PRIIPs – jednolity standard informacyjny 352
5.3 Zróżnicowanie treści dokumentów KID a ochrona inwestorów.....353
Wnioski.....359

Rozdział 7. Giełdowe instrumenty indeksowe na rynku polskim – stan obecny i ograniczenia strukturalne.....347

Wprowadzenie 363
1 Polski rynek giełdowych instrumentów indeksowych.....364
1.1 Geneza i początkowy etap rozwoju rynku.....364
1.2 Rozwój lokalnych funduszy ETF i dywersyfikacja oferty produktowej GPW (2019–2025).....367
1.3 Pozostałe instrumenty indeksowe na GPW w Warszawie – instrumenty typu ETC i ETN.....370
1.4 Dynamika rynku, stan obecny oraz perspektywy dalszego rozwoju 371

2 Indeksowy fundusz ETF w strukturze polskiego rynku 377

2.1 Wymogi definicji funduszu ETF a dostępne formy prawne funduszy inwestycyjnych 377

2.2 Fundusz portfelowy jako jedyna forma prawna umożliwiająca działalność funduszy ETF 383

2.3 Funkcjonowanie polskich funduszy ETF w obrocie giełdowym 387

3 Ograniczenia krajowych funduszy ETF w formule funduszu portfelowego .. 389

3.1 Ograniczona atrakcyjność funduszu portfelowego dla inwestorów instytucjonalnych 389

Ograniczenia transgraniczne wynikające ze statusu UCITS 389

Dostępność funduszy portfelowych dla inwestorów instytucjonalnych 392

3.2 Realizacja uprawnień korporacyjnych inwestorów funduszu portfelowego 394

3.3 Obowiązek rejestracji zmiany liczby certyfikatów inwestycyjnych w sądzie rejestrowym 398

3.4 Nazwa funduszu portfelowego a standardy międzynarodowe 399

3.5 Ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej funduszu portfelowego 401

3.6 Tworzenie subfunduszy w strukturze parasolowej – regulacje unijne i krajowe 404

3.7 Ewolucja wymogów prospektowych wobec funduszy portfelowych 406

4 Instrumenty ETC i ETN na rynku polskim 409

4.1 Miejsce instrumentów typu ETC i ETN w polskim porządku prawnym 409

4.2 Rozwiązania przyjęte przez GPW w Warszawie 411

4.3 Zasady obrotu na GPW w Warszawie 413

5 Fundusz portfelowy jako alternatywa dla instrumentów typu ETC i ETN 414

5.1 Fundusz portfelowy wobec strategii niedostępnych w UCITS – praktyka polska 414

5.2 Katalog dopuszczalnych lokat funduszu portfelowego 415

5.3 Możliwość realizowania zaawansowanych strategii inwestycyjnych 418

5.4 Fundusz portfelowy jako substytut instrumentów typu ETC i ETN – wnioski z analizy 419

6 Ewolucja i perspektywy otoczenia regulacyjnego funduszy ETF w Polsce ...420

6.1 Dotychczasowe próby reform 420

6.2 Planowane zmiany legislacyjne 422

Wnioski 423

Zakończenie 408

1 Zakres badań i porządek ustaleń końcowych 427

2 Giełdowe instrumenty indeksowe jako wyodrębniona grupa produktowa 428

3 Asymetryczny model regulacji giełdowych instrumentów indeksowych i jego konsekwencje 432

4 Polski model regulacyjny giełdowych instrumentów indeksowych – odrębność strukturalna i jej konsekwencje 437

5 Kierunki rozwoju regulacji giełdowych instrumentów indeksowych – postulaty *de lege ferenda* 440

Załącznik nr 1. Metodologia badania 429

Bibliografia 437

Źródła prawa 438

Literatura 447

Inne źródła 500

WYKAZ SKRÓTÓW

AFI	alternatywny fundusz inwestycyjny
AMF	Autorité des Marchés Financiers (francuski organ nadzoru rynku finansowego)
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
ASO	Alternatywny System Obrotu
CBI	Central Bank of Ireland (Centralny Bank Irlandii)
CCP	centralny kontrahent (central counterparty)
CESR	Committee of European Securities Regulators (Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych)
CFD	kontrakt na różnicę (contract for difference)
CINV	Closing Indicative Note Value
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier (luksemburski organ nadzoru sektora finansowego)
EBA	European Banking Authority (Europejski Urząd Nadzoru Bankowego)
EFAMA	European Fund and Asset Management Association (Europejskie Stowarzyszenie Zarządzających Funduszami i Aktywami)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych)
ESFS	European System of Financial Supervision (Europejski System Nadzoru Finansowego)
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych)
ETC	Exchange-Traded Commodity
ETF	Exchange-Traded Fund
ETN	Exchange-Traded Note
ETP	Exchange-Traded Product
FCA	Financial Conduct Authority (brytyjski organ nadzoru finansowego)
FESE	Federation of European Securities Exchanges (Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych)
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority

FIO	fundusz inwestycyjny otwarty
FIZ	fundusz inwestycyjny zamknięty
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
IINV	referencyjna wartość instrumentu netto (Intraday Indicative Note Value)
iNAV	referencyjna wartość aktywów netto (indicative Net Asset Value)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych)
ITS	wykonawcze standardy techniczne (Implementing Technical Standards)
KID	Key Information Document (dokument zawierający kluczowe informacje)
KIID	Key Investor Information Document (dokument zawierający kluczowe informacje dla inwestorów)
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
LBMA	London Bullion Market Association
LSEG	London Stock Exchange Group
MTF	wielostronna platforma obrotu (multilateral trading facility)
NAV	wartość aktywów netto (Net Asset Value)
OTF	zorganizowana platforma obrotu (organised trading facility)
RTS	regulacyjny standard techniczny
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission (amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd)
SFIO	specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty
SPV	spółka celowa (special purpose vehicle)
SRRK	Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego
TFI	towarzystwo funduszy inwestycyjnych

WYKAZ TABEL, WYKRESÓW I RYSUNKÓW

Tabela 1. Wybrane kryteria podziału rynków finansowych 38

Tabela 2. Zestawienie wybranych czynników stosowanych w zarządzaniu portfelem, opartych na koncepcji inteligentnej bety 70

Tabela 3. Najistotniejsze różnice pomiędzy instrumentami z grupy ETP a giełdowymi certyfikatami indeksowymi 108

Tabela 4. Proces harmonizacji ustawodawstwa w zakresie funduszy inwestycyjnych na przykładzie UCITS z perspektywy wpływu na rynek ETF 225

Tabela 5. Fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC notowane na GPW w Warszawie w latach 2010–2025 – chronologiczny wykaz instrumentów 356

Wykres 1. Napływy netto do otwartych funduszy akcyjnych w Stanach Zjednoczonych w podziale na fundusze aktywne i indeksowe w latach 2016–2024 (w mld USD) 80

Wykres 2. Wartość aktywów funduszy stosujących indeksowanie (w tym ETF) i aktywnych w Stanach Zjednoczonych w latach 2015–2024 (w bln USD) 81

Wykres 3. Zmiana wartości aktywów funduszy stosujących indeksowanie (w tym ETF) i aktywnych na świecie w latach 2015–2024 (w bln USD) 82

Wykres 4. Liczba instrumentów i wartość aktywów instrumentów typu ETF i ETP na globalnym rynku w latach 2005–2025 95

Wykres 5. Rozwój rynku giełdowych instrumentów indeksowych na GPW w Warszawie w latach 2010–2025: liczba instrumentów i wartość obrotu (ujęcie roczne, uwzględniające zarówno rynek główny, jak i GlobalConnect) 358

Rysunek 1. Proces kreacji tytułów uczestnictwa indeksowego funduszu inwestycyjnego 139

Rysunek 2. Schemat procesu emisji tytułów uczestnictwa funduszu ETF na rynku pierwotnym 142

Rysunek 3. Uproszczony proces kreacji tytułów uczestnictwa funduszu ETF.....144

Rysunek 4. Uproszczony proces umorzenia tytułów uczestnictwa funduszu ETF.145

Rysunek 5. Proces kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa funduszu ETF z uwzględnieniem animatorów rynku.....146

Rysunek 6. Fundusz portfelowy w strukturze form prowadzenia działalności inwestycyjnej na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych 364

WSTĘP

1 Określenie problemu badawczego

Na współczesnym rynku finansowym inwestowanie indeksowe – rozumiane jako strategia inwestycyjna polegająca na odwzorowywaniu zachowania określonego indeksu rynku finansowego – stanowi jedno z najistotniejszych zjawisk ostatnich dekad. Rosnąca popularność tego podejścia, określana niekiedy jako „pasywna rewolucja”[1], odzwierciedla głęboką zmianę paradygmatu zarządzania aktywami: przesunięcie znacznej części kapitału w kierunku rozwiązań zakładających systematyczne odwzorowywanie wyników inwestycyjnych szeroko rozumianych indeksów rynku finansowego. Zmiana ta dotyczy zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych, a jej skala – mierzona wartością aktywów zgromadzonych w funduszach indeksowych i funduszach ETF o takim charakterze oraz relacją przepływów pomiędzy funduszami aktywnymi i pasywnymi – nadaje jej wymiar systemowy.

Realizacji strategii inwestowania indeksowego służyć może szereg instrumentów finansowych. Na rynkach giełdowych rolę tę pierwotnie pełniły fundusze ETF (Exchange-Traded Funds), które w Unii Europejskiej funkcjonują najczęściej na podstawie zharmonizowanego prawodawstwa dotyczącego funduszy inwestycyjnych. Wraz z rozwojem tego segmentu rynku, obejmującym wzrost wartości zgromadzonych aktywów, liczby produktów, jak i poszerzanie spektrum dostępnych ekspozycji inwestycyjnych, do funduszy ETF dołączyły instrumenty typu ETC (Exchange-Traded Commodities) i ETN (Exchange-Traded Notes), określane niekiedy zbiorczo, choć niekonsekwentnie, mianem instrumentów typu ETP (Exchange-Traded Products)[2]. Instrumenty te łączą niektóre cechy właściwe dla instytucji wspólnego inwestowania z płynnością i trybem obrotu charakterystycznymi dla akcji notowanych na rynkach regulowanych. Ich znaczenie jako istotnej innowacji rynku zostało już podkreślone w literaturze naukowej[3].

---

[1] R. Wigglesworth, *Passive attack: the story of a Wall Street revolution*, Financial Times, 19.12.2018, https://www.ft.com/content/807909e2-0322-11e9-9d01-cd4d49afbbe3, dostęp: 9.02.2025.

[2] Zagadnienia klasyfikacyjne analizowanych instrumentów omówione zostaną szczegółowo w rozdziale 2.

[3] Zob. A. Marszk, *Wpływ innowacyjnych produktów finansowych na systemy finansowe: przykład Exchange Traded Funds (perspektywa globalna i polska)*, „Ekonomia Międzynarodowa”, 14/2016, s. 114–132, DOI: 10.18778/2082-4440.14.02 oraz S. Ramaswamy, *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds*, „BIS Working Papers”, 343/2011, Bank for International Settlements; jak również M.S. Piwowar, *SEC-NYU Dialogue on Exchange-Traded Products*, SEC, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/speech-piwowar-2017-09-08, dostęp: 9.02.2026.

Fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są notowane na tych samych platformach obrotu, a ich funkcjonowanie w obrocie giełdowym opiera się na zbliżonych mechanizmach. Z perspektywy inwestora służą one realizacji porównywalnych celów inwestycyjnych[4]. Relacja między tymi kategoriami instrumentów ma przy tym charakter komplementarny: instrumenty typu ETC i ETN umożliwiają uzyskanie ekspozycji na klasy aktywów, których objęcie portfelem funduszu inwestycyjnego napotyka ograniczenia regulacyjne – dotyczy to w szczególności ekspozycji na pojedyncze surowce, metale szlachetne czy kryptoaktywa. Tempo ewolucji rynkowej tych instrumentów istotnie wyprzedziło jednak rozwój ram prawnych mających do nich zastosowanie, stawiając tym samym prawodawcę unijnego przed wyzwaniem o charakterze regulacyjnym.

Prawo Unii Europejskiej nie wyodrębnia bowiem giełdowych instrumentów indeksowych jako jednolitej kategorii normatywnej. Fundusze ETF, będące szczególnym rodzajem funduszy inwestycyjnych, podlegają zharmonizowanym w Unii Europejskiej przepisom dyrektywy 2009/65/WE (zwanej dalej dyrektywą UCITS)[5], a także uzupełniającym je aktom wykonawczym oraz praktyce nadzorczej. Status funduszu inwestycyjnego determinuje szereg wymogów dotyczących m.in. konstrukcji produktu, ochrony aktywów i polityki inwestycyjnej, które mają zastosowanie z mocy samego prawa. Instrumenty typu ETC i ETN funkcjonują natomiast jako instrumenty dłużne, dla których nie istnieje odrębny zharmonizowany reżim produktowy. Jedyna definicja legalna tych instrumentów w prawie unijnym została sformułowana w akcie wykonawczym o ograniczonym zakresie zastosowania, służącym celom klasyfikacyjnym na potrzeby przejrzystości obrotu, nie zaś wyznaczaniu wymogów konstrukcyjnych produktu[6]. Zasady ich funkcjonowania wynikają z rozproszonych źródeł: przepisów prawa wtórnego o zróżnicowanym charakterze, regulaminów

[4] *Demystifying ETPs: an EFAMA guide for the European investor*, EFAMA, https://www.efama.org/newsroom/news/demystifying-etps-efama-guide-european-investor, dostęp: 30.10.2023.

[5] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, str. 32). Dyrektywa ta, określana też jako UCITS IV, stanowi kolejną wersję regulacji zapoczątkowanej dyrektywą 85/611/EWG (tzw. UCITS I). Była następnie nowelizowana m.in. dyrektywą 2014/91/UE (UCITS V). W niniejszej pracy, zgodnie z przyjętą konwencją rynkową i akademicką, określenie „dyrektywa UCITS" odnosi się do dyrektywy 2009/65/WE w jej aktualnym brzmieniu, chyba że wyraźnie wskazano inaczej.

[6] Zob. RTS 2 – charakter tej definicji omówiono szczegółowo w podrozdziale 1 rozdziału 6.

platform obrotu, standardów wykształconych w praktyce emitentów oraz postanowień dokumentacji emisyjnej.

Dualizm ten, polegający na współistnieniu w ramach jednej grupy produktowej instrumentu objętego zharmonizowanym reżimem produktowym oraz instrumentów pozbawionych takiego reżimu, w połączeniu z rosnącym znaczeniem rynkowym tych instrumentów, jest zagadnieniem wymagającym pogłębionej analizy prawnej. Nabiera on szczególnego znaczenia w zestawieniu z celami, którym regulacja rynków finansowych ma służyć. Zarówno w ujęciu międzynarodowych standardów wypracowanych przez IOSCO, jak i w perspektywie prawa Unii Europejskiej do podstawowych celów regulacji zalicza się ochronę uczestników tego rynku, zapewnienie przejrzystości i uczciwości rynku oraz ograniczanie ryzyka systemowego[7]. W przypadku funduszy ETF wymienione cele są realizowane w sposób systemowy. W szczególności standard ochrony inwestorów wynika z samego faktu zakwalifikowania instrumentu do kategorii funduszu inwestycyjnego i ma charakter normatywny. W odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN – wobec braku zharmonizowanego reżimu produktowego – realizacja tych samych celów zależy od splotu rozwiązań o zróżnicowanym pochodzeniu i mocy wiążącej. Rodzi to pytanie badawcze, czy asymetria na poziomie modelu regulacji tych produktów inwestycyjnych przekłada się na asymetrię w poziomie ochrony inwestorów, czy też praktyka rynkowa wypracowała mechanizmy, które – choć odmienne w swej naturze prawnej – zapewniają funkcjonalnie zbliżony standard bezpieczeństwa.

Pytanie to ma istotny wymiar praktyczny. Inwestorzy nabywający na tej samej giełdzie tytuły uczestnictwa funduszu ETF odwzorowującego wyniki inwestycyjne indeksu akcji oraz instrument typu ETC zapewniający ekspozycję na złoto mogą postrzegać oba produkty jako porównywalne narzędzia alokacji kapitału. Różnice w ich konstrukcji prawnej, profilu ryzyka oraz mechanizmach ochrony aktywów mogą nie być dla nich wystarczająco widoczne – w niektórych przypadkach nie są czytelne nawet dla podmiotów profesjonalnych[8]. Te różnice między funkcjonalnym

[7] *Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration*, IOSCO, 4.2022, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf, dostęp: 19.06.2025, F. Annunziata, *The regulation of EU capital markets*, Cacucci Editore, Bari 2025, s. 21, T. Nieborak, *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2016, s. 165.

[8] *3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor"*, EFAMA, 7.12.2020, https://www.efama.org/newsroom/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor, dostęp: 30.10.2023.

podobieństwem a regulacyjną odmiennością stanowią główny problem badawczy pierwszej części niniejszej rozprawy.

Odrębny wymiar analizowanej problematyki dotyczy rynku polskiego, na którym funkcjonowanie giełdowych instrumentów indeksowych napotyka dodatkowe ograniczenia strukturalne. Polski model regulacyjny przewiduje funkcjonowanie funduszy ETF wyłącznie w formie prawnej funduszy inwestycyjnych zamkniętych, co stanowi istotne odstępstwo od standardu dominującego w innych państwach Unii Europejskiej, w której fundusze te działają jako fundusze inwestycyjne otwarte. Brak zgodności z ramami dyrektywy UCITS wyklucza w praktyce zarejestrowane w Polsce fundusze ETF z transgranicznej dystrybucji i obniża ich konkurencyjność wobec produktów zagranicznych. Rozwiązania krajowe skutkują też licznymi dodatkowymi ograniczeniami, w szczególności w zakresie polityki inwestycyjnej, czy obowiązków prospektowych. Ponadto na polskim rynku nie funkcjonują lokalnie emitowane instrumenty typu ETC lub ETN, co przekłada się na strukturalne zawężenie oferty produktowej dostępnej na rynku krajowym i uniemożliwia zbudowanie komplementarnego wachlarza giełdowych instrumentów indeksowych obejmujących różne klasy aktywów. Jednocześnie forma prawna funduszu zamkniętego, jakkolwiek ograniczająca z perspektywy transgranicznej, otwiera możliwość realizacji strategii inwestycyjnych i ekspozycji niedostępnych w reżimie dyrektywy UCITS dla funduszy otwartych, co może w pewnym zakresie kompensować wskazane braki. Ten paradoks, polegający na tym, że rozwiązanie postrzegane jako ograniczenie może jednocześnie pełnić funkcję kompensacyjną, wymaga szczegółowej oceny na tle standardów europejskich.

W świetle przedstawionych uwarunkowań zidentyfikowano trzy główne, powiązane ze sobą problemy badawcze. Pierwszy dotyczy rekonstrukcji modelu regulacyjnego giełdowych instrumentów indeksowych w prawie Unii Europejskiej oraz wyjaśnienia przyczyn i charakteru wewnętrznej asymetrii tego modelu. Drugi odnosi się do oceny, czy i w jakim stopniu zidentyfikowana asymetria regulacyjna przekłada się na zróżnicowanie standardu ochrony inwestorów, a w szczególności do ustalenia, czy odmienność modelu regulacyjnego instrumentów typu ETC i ETN względem funduszy ETF oznacza niższy poziom ochrony, czy też jedynie inny sposób jej realizacji. Trzeci obejmuje krytyczną analizę polskiego modelu regulacyjnego

funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych i ocenę jego ograniczeń w konfrontacji ze standardem europejskim.

2 Znaczenie badań

Problematyka inwestowania indeksowego jest obecna w literaturze naukowej od blisko pięciu dekad, jednak dorobek ten ma charakter wyraźnie asymetryczny: zdecydowana większość badań koncentruje się na funduszach ETF, podczas gdy instrumenty typu ETC i ETN pozostają relatywnie słabiej rozpoznane, w szczególności w ujęciu prawnym. Należy jednocześnie podkreślić, że dorobek naukowy dotyczący giełdowych instrumentów indeksowych powstaje w przeważającej mierze w ramach dyscypliny ekonomia i finanse, natomiast ujęcia prawne oraz prawno-ekonomiczne mają charakter sporadyczny, w związku z czym istnieje istotna luka badawcza w tym zakresie w dyscyplinie nauki prawne. Skala zainteresowania problematyką funduszy ETF znajduje potwierdzenie w przeglądach systematycznych i bibliometrycznych. W szczególności G. Joshi i R.K. Dash, na podstawie analizy publikacji indeksowanych w bazie Scopus, zidentyfikowali 2058 opracowań z lat 1973–2023 poświęconych inwestowaniu indeksowemu oraz funduszom ETF[9]. Badania te obejmują szerokie spektrum zagadnień właściwych dyscyplinie naukowej ekonomia i finanse, w tym m.in. efektywność odwzorowania indeksów, wpływ na płynność instrumentów bazowych, koszty oraz uwarunkowania behawioralne decyzji inwestorów.

W polskiej literaturze przedmiotu dorobek dotyczący funduszy ETF pozostaje skoncentrowany wokół ujęć o charakterze przede wszystkim ekonomicznym. Istotny wkład stanowią w szczególności prace T. Miziołka poświęcone pasywnemu zarządzaniu portfelem oraz inwestowaniu indeksowemu, obejmujące zarówno opracowania monograficzne, jak i liczne artykuły naukowe dotyczące funkcjonowania funduszy ETF i uwarunkowań inwestowania indeksowego[10]. Na tle krajowego

[9] Zob. G. Joshi, R.K. Dash, *Exchange-traded funds and the future of passive investments: a bibliometric review and future research agenda*, „Future Business Journal", 10(17)/2024, DOI: 10.1186/s43093-024-00306-8; a także inne prace przeglądowe syntetyzujące dorobek badań nad funduszami ETF: I. Ben-David, F. Franzoni, R. Moussawi, *Exchange-Traded Funds*, „Annual Review of Financial Economics", 9/2017, s. 169–189, DOI: 10.1146/annurev-financial-110716-032538; A. Madhavan, *Exchange-Traded Funds: An Overview of Institutions, Trading, and Impacts*, „Annual Review of Financial Economics", 6/2014, s. 311–341, DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034316.

[10] Główne pozycje monograficzne to w szczególności: T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania*

piśmiennictwa na szczególne odnotowanie zasługuje także monografia A. Marszka i E. Lechman, stanowiąca kompleksowe opracowanie rynku funduszy ETF w Europie[11]. Wymienione kluczowe monografie uzupełniane są szeregiem publikacji branżowych.

Instrumentom typu ETC i ETN poświęcono w literaturze naukowej wyraźnie mniej uwagi niż funduszom ETF. Wśród istotnych opracowań należy wskazać przede wszystkim prace G. Orlando, obejmujące syntetyczne ujęcie kategorii ETP oraz analizę taksonomii i ryzyk tych instrumentów, w tym mechanizmów ich ograniczania[12]. Wśród nowszych monografii na szczególne odnotowanie zasługują pozycje A. Marszka, koncentrujące się odpowiednio na instrumentach typu ETN w kontekście zrównoważonego inwestowania oraz na instrumentach typu ETC i innych instrumentach powiązanych z rynkiem towarowym[13]. W polskim piśmiennictwie ważnym punktem odniesienia jest również monografia T. Miziołka poświęcona instrumentom typu ETN i ETC[14]. Jednocześnie wskazane opracowania mają zasadniczo perspektywę ekonomiczną, rynkową bądź klasyfikacyjną, natomiast do problematyki prawnej odnoszą się wybiórczo i w ograniczonym zakresie.

Próby analizy regulacyjno-prawnej zasad funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych są w literaturze międzynarodowej nieliczne i rozproszone, zwłaszcza w zakresie instrumentów typu ETC i ETN. W piśmiennictwie anglojęzycznym wymienić można m.in. wczesny (tj. z 2011 r.) artykuł E. Wymeerscha dotyczący reżimu regulacyjnego funduszy ETF w Unii Europejskiej, który ma obecnie przede

---

na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013; T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave Macmillan, Cham 2020.

[11] Główne pozycje monograficzne to w szczególności: A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019; A. Marszk, E. Lechman, Y. Kato, *The Emergence of ETFs in Asia-Pacific*, Springer, Cham 2019.

[12] G. Orlando, *A Brief Guide on Exchanged Traded Products (ETPs)*, „SSRN Electronic Journal" 1.11.2013, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2374033, dostęp: 28.10.2025; G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, „International Review of Financial Analysis", 101/2025, art. 103969, DOI: 10.1016/j.irfa.2025.103969.

[13] A. Marszk, *Sustainable Investing Through Exchange-Traded Products: Exchange-Traded Funds and Ex-change-Traded Notes*, Routledge, Abingdon 2025; A. Marszk, *Commodities for Sustainable Development: Exchange-Traded Commodities and Other Commodity-Linked Financial Instruments*, Elsevier Academic Press, 29.01.2026. W rozdziale trzecim 2 i 3 przywołano też dodatkowe monografie i artkuły naukowe w analizowanej tematyce tego autora.

[14] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe – instrumenty finansowe typu ETN i ETC*, Poznań 2023.

wszystkim znaczenie poglądowe[15]. Kolejną próbą ujęcia prawnego instrumentów typu ETP stanowi artykuł F.O. Cugii, który jednak ze względu na ograniczony zakres oraz osadzenie w realiach regulacyjnych sprzed istotnych zmian, które zaszły od czasu jego publikacji (obejmujących w szczególności intensywny rozwój instrumentów ETC i ETN opartych na nowych klasach aktywów i strategiach inwestycyjnych), nie odzwierciedla w pełni ani aktualnej praktyki rynkowej, ani współczesnych uwarunkowań regulacyjnych[16].

Warto też zauważyć, że niezależnie od wyżej wymienionych pozycji dotychczasowy dorobek naukowy w zakresie ekonomicznej analizy giełdowych instrumentów indeksowych powstał w znacznej mierze na gruncie rynku amerykańskiego i nie uwzględnia w wystarczającym stopniu specyfiki europejskiej. Tymczasem rynek giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej funkcjonuje w kontekście instytucjonalnym zasadniczo odmiennym od rynku Stanów Zjednoczonych. W szczególności fundusze ETF w Europie funkcjonują niemal wyłącznie w reżimie dyrektywy UCITS, co determinuje m.in. ich konstrukcję, zasady dystrybucji transgranicznej oraz standard ochrony inwestorów. Z kolei emitenci instrumentów typu ETC i ETN na rynku europejskim – choć formalnie będących instrumentami dłużnymi – wykształcili praktykę konstrukcyjną odmienną od modelu amerykańskiego i funkcjonalnie bliższą funduszom ETF. Istnieją przesłanki, by sądzić, że odmienność europejskiego modelu instrumentów typu ETC i ETN jest w znacznej mierze związana ze specyfiką unijnych ram regulacyjnych, a w szczególności z ograniczeniami reżimu dyrektywy UCITS, które stworzyły zapotrzebowanie na instrumenty zdolne do pełnienia funkcji komplementarnej wobec funduszy ETF. Udowodnienie tej tezy stanowi jeden z celów niniejszej rozprawy. Powyższe uwarunkowania czynią analizę regulacyjną tego segmentu rynku zagadnieniem o wyraźnie europejskiej specyfice, którego nie można zastąpić odwołaniem do ustaleń wypracowanych na gruncie prawa amerykańskiego.

Pomimo wskazanego dorobku w literaturze przedmiotu można zidentyfikować istotne luki badawcze. Po pierwsze, nie istnieje jak dotąd opracowanie – ani w literaturze polskojęzycznej, ani anglojęzycznej – które analizowałoby giełdowe

[15] E. Wymeersch, *The Regulatory Regime for Exchange-Traded Funds in the European Union*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986852, dostęp: 20.01.2026.
[16] F.O. Cugia, *A Legal Analysis of Exchange-traded Products*, „Journal of Business and Economics", 6(12)/2015, s. 2118–2127.

instrumenty indeksowe łącznie jako jedną grupę funkcjonalną z perspektywy regulacyjno-prawnej prawa Unii Europejskiej. Istniejące prace traktują poszczególne kategorie instrumentów odrębnie lub ograniczają się do wybranych aspektów ich funkcjonowania, pomijając systemową analizę wzajemnych relacji regulacyjnych. Po drugie, dostępne opracowania nie koncentrują się na specyfice unijnej architektury regulacyjnej – w żadnej z dotychczasowych publikacji nie przeprowadzono pogłębionej analizy funkcjonowania giełd Unii Europejskiej w kontekście regulacyjnym tej grupy instrumentów. Po trzecie, w literaturze brak jest systematycznego zbadania konsekwencji wynikających z różnic w modelu regulacyjnym między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN dla realizacji celów regulacji – w szczególności ochrony inwestorów. W wymiarze polskim stan badań jest jeszcze bardziej fragmentaryczny: istniejące opracowania, w tym artykuły autora niniejszej rozprawy[17], nie stanowią kompleksowej analizy polskiego modelu regulacyjnego na tle standardu europejskiego.

Niniejsza rozprawa zmierza do wypełnienia wskazanych luk badawczych. Na tle dotychczasowego stanu badań jej wkład polega przede wszystkim na ujęciu giełdowych instrumentów indeksowych jako jednej grupy funkcjonalnej w perspektywie prawa Unii Europejskiej przy jednoczesnej analizie wewnętrznej asymetrii regulacyjnej pomiędzy funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN. Po drugie, praca koncentruje się na specyfice unijnej architektury regulacyjnej oraz na roli regulacji platform obrotu i dokumentacji emisyjnej jako współkształtujących standard ochrony inwestorów w instrumentach typu ETC i ETN. Po trzecie, rozprawa obejmuje krytyczną analizę polskiego modelu regulacyjnego na tle standardu unijnego, co umożliwia sformułowanie wniosków i postulatów *de lege ferenda* – zarówno na poziomie prawa Unii Europejskiej, jak i prawa krajowego. Rozprawa została przygotowana w formule doktoratu wdrożeniowego, co sprzyja powiązaniu analizy dogmatyczno-prawnej z oceną funkcjonowania regulacji w praktyce rynku kapitałowego.

[17] M. Opoka, *Fundusz ETF jako fundusz portfelowy: ocena polskich wymogów regulacyjnych z perspektywy przepisów europejskich i uwarunkowań rynkowych*, „Przegląd Prawa Handlowego", 2021, s. 26–34; M. Opoka, I*nstrumenty typu ETC jako nowe instrumenty finansowe na GPW w Warszawie – wyzwania regulacyjne w aspekcie porównawczym*, „Journal of Finance and Financial Law", 2(42)/2024, s. 127–152.

3 Pytania i tezy badawcze

Realizacja celów niniejszej rozprawy wymaga udzielenia odpowiedzi na kilka powiązanych ze sobą pytań badawczych, którym towarzyszą tezy poddawane weryfikacji w poszczególnych częściach pracy. Punktem wyjścia jest ustalenie, jakie miejsce zajmuje inwestowanie indeksowe wśród współczesnych strategii inwestycyjnych na rynku finansowym i jakie są jego główne założenia funkcjonalne. Odpowiedź na to pytanie tworzy niezbędne ramy pojęciowe dalszej analizy – pozwala unaocznić, dlaczego instrumenty służące realizacji tej strategii zyskały tak istotne znaczenie rynkowe i dlaczego ich regulacja zasługuje na pogłębioną analizę, a na dalszym etapie zapewni podstawy merytoryczne do odróżnienia analizowanych instrumentów od innych do nich podobnych.

Z tak zarysowanego kontekstu wyłania się pytanie o to, jakie instrumenty giełdowe służą realizacji strategii inwestowania indeksowego oraz czy istnieją podstawy funkcjonalne do wyodrębnienia tej grupy spośród innych instrumentów finansowych. Pytanie to ma charakter delimitacyjny – od odpowiedzi na nie zależy zasadność łącznego badania funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. W rozprawie postawiono w tym zakresie dwie tezy. Zgodnie z pierwszą fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są klasyfikowane przez giełdy papierów wartościowych jako odrębna kategoria produktowa, najczęściej (choć nie zawsze i niekonsekwentnie) określana mianem „Exchange-Traded Products" (ETP), odmienna od pozostałych klas instrumentów finansowych, w tym od produktów strukturyzowanych o zbliżonych cechach ekonomicznych. Zgodnie z drugą instrumenty te, pomimo odmienności prawno-strukturalnych, posiadają spójny zestaw cech konstrukcyjnych i funkcjonalnych, który uzasadnia traktowanie ich jako jednej grupy produktowej. Weryfikacja tych tez została przeprowadzona w toku analizy przedstawionej w rozprawie. Ponadto analiza prowadzi do wniosku, że różnice między instrumentami typu ETC i ETN na europejskim rynku giełdowym uległy daleko idącemu zatarciu, a zasadniczo jedynym istotnym kryterium ich rozróżnienia pozostaje charakter ich aktywa bazowego.

Potwierdzenie, że analizowane instrumenty tworzą spójną grupę produktową, otwiera drogę do pytania o modele regulacyjne zastosowane wobec nich na poziomie Unii Europejskiej w ramach ogólnej struktury regulacji rynku finansowego.

Odpowiedź na to pytanie wymaga rekonstrukcji miejsca giełdowych instrumentów indeksowych w wielopoziomowej architekturze prawa unijnego – od aktów ustawodawczych, przez akty delegowane i wykonawcze, po *soft law* i praktyki nadzorcze. Teza zakłada w tym zakresie, że definicja funduszy ETF w prawie unijnym stanowi normatywny rdzeń konstrukcji tego produktu, determinujący minimalny standard ochrony inwestorów, podczas gdy instrumenty typu ETC i ETN nie zostały wyodrębnione jako odrębna kategoria produktowa na poziomie aktów ustawodawczych, a ich status prawny wymaga rekonstrukcji na podstawie rozproszonych przepisów prawa wtórnego, regulaminów platform obrotu, prawa krajowego oraz dokumentacji emisyjnej poszczególnych emitentów.

Rekonstrukcja ta prowadzi do centralnego pytania rozprawy: jakie są skutki zróżnicowania unijnych regulacji odnoszących się do poszczególnych rodzajów giełdowych instrumentów indeksowych i jakie konsekwencje rodzi to dla funkcjonowania tego segmentu rynku, a w szczególności – dla ochrony inwestorów? Na pytanie to przyjęto odpowiedź stanowiącą kolejną tezę rozprawy: asymetria regulacyjna między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN w prawie Unii Europejskiej nie oznacza braku standardu ochrony inwestorów w odniesieniu do tej drugiej kategorii instrumentów, lecz prowadzi do odmiennego modelu jego realizacji. O ile ochrona inwestora w funduszach ETF ma charakter „wbudowany" – wynika *ex lege* z samego faktu zakwalifikowania instrumentu jako funduszu inwestycyjnego podlegającego reżimowi dyrektywy UCITS – o tyle ochrona w instrumentach typu ETC i ETN ma charakter „rekonstruowany", tj. wymaga odtworzenia na podstawie rozproszonych źródeł normatywnych, praktyk rynkowych i postanowień dokumentacji emisyjnej. Odmienność modelu regulacyjnego nie przesądza o niższym poziomie ochrony, lecz przekłada się na zróżnicowanie w zakresie przewidywalności i egzekwowalności standardów ochrony.

Weryfikacji podlegają ponadto dwie tezy pomocnicze: po pierwsze, że praktyka rynkowa wykształciła mechanizmy funkcjonalne instrumentów typu ETC i ETN zbliżone do funduszy ETF – w tym m.in. obecność animatora rynku, mechanizm kreacji i umorzeń oraz zabezpieczenie aktywów – przy czym ich stosowanie wynika z decyzji emitentów i operatorów platform obrotu, a nie z obowiązku prawnego o charakterze zharmonizowanym; po drugie, że różnica w modelu regulacji ujawnia się przede wszystkim w sytuacjach kryzysowych, przekładając się na odmienną pozycję

prawną inwestora w przypadku niewypłacalności emitenta, co stanowi przedmiot weryfikacji w rozprawie.

Obok wymiaru unijnego dysertacja podejmuje analizę w wymiarze krajowym, stawiając pytanie o sposób uregulowania giełdowych instrumentów indeksowych w prawie polskim oraz o ograniczenia wynikające ze specyfiki krajowych rozwiązań regulacyjnych. Teza pracy zakłada, że przyjęta w polskim prawie formuła funduszu portfelowego – oparta na konstrukcji funduszu inwestycyjnego zamkniętego, funkcjonującego poza reżimem dyrektywy UCITS – stanowi jedyną dostępną w polskim porządku prawnym formę prawną umożliwiającą działalność funduszy ETF, lecz generuje istotne ograniczenia dotyczące konkurencyjności transgranicznej, atrakcyjności dla inwestorów instytucjonalnych oraz zakresu dostępnych ekspozycji inwestycyjnych. Jednocześnie formuła ta, ze względu na szerszy katalog dopuszczalnych aktywów i strategii inwestycyjnych właściwy dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI), może w pewnym zakresie pełnić funkcję kompensacyjną, umożliwiając realizację ekspozycji niedostępnych w reżimie dyrektywy UCITS.

Wreszcie rozprawa zmierza do odpowiedzi na pytanie o charakterze syntetyzującym: jakie wnioski i postulaty regulacyjne – na poziomie unijnym i krajowym – wynikają z zestawienia regulacyjnego ujęcia giełdowych instrumentów indeksowych z ich zastosowaniem rynkowym? Odpowiedź na to pytanie stanowi zwieńczenie przeprowadzonej analizy i prowadzi do sformułowania rekomendacji *de lege ferenda*, uwzględniających zarówno postulaty dotyczące prawa Unii Europejskiej, jak i kierunki zmian w prawie polskim, w tym odniesienie do publicznych zapowiedzi zmian legislacyjnych.

4 Zakres i struktura badań

Zakresem badań w niniejszej rozprawie objęte są giełdowe instrumenty indeksowe analizowane pod kątem ich konstrukcji prawnej, funkcjonowania rynkowego oraz otoczenia regulacyjnego. Przedmiotem badań są w szczególności regulacje prawne dotyczące tych instrumentów w prawie Unii Europejskiej i w prawie polskim. Analiza obejmuje zarówno rekonstrukcję obowiązującego modelu regulacyjnego, jak i ocenę jego adekwatności wobec współczesnej praktyki rynkowej oraz jego konsekwencji dla ochrony inwestorów.

Poza zakresem badań pozostają fundusze indeksowe, które – choć służą realizacji tej samej strategii inwestycyjnej – jako instrumenty nie notowane na giełdach podlegają odmiennym mechanizmom dystrybucji i wyceny. Wyłączeniu podlegają również giełdowe produkty strukturyzowane (w tym certyfikaty typu tracker), które mimo nieraz zbliżonego profilu ekonomicznego posiadają inne cechy. Praca koncentruje się ponadto wyłącznie na instrumentach o charakterze indeksowym; instrumenty typu ETF o strategii aktywnej, stanowiące odrębny i dynamicznie rozwijający się segment rynku, zostały uwzględnione jedynie w zakresie niezbędnym do pełnej charakterystyki analizowanej grupy produktowej.

W wymiarze normatywnym analiza obejmuje wielopoziomową strukturę źródeł regulujących giełdowe instrumenty indeksowe. Na poziomie prawa Unii Europejskiej przedmiotem badań są w szczególności regulacje dotyczące harmonizacji produktowej – zwłaszcza w zakresie funduszy inwestycyjnych – regulacje odnoszące się do obrotu oraz regulacje dotyczące wymogów informacyjnych dla emitentów instrumentów finansowych. Istotne znaczenie mają w ramach analizowanych regulacji nie tylko akty normatywne, ale także instrumenty *soft law*, które wobec braku regulacji wyższego rzędu pełnią w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN funkcję zarówno interpretacyjną, jak i klasyfikacyjną.

Obok wyżej wymienionych źródeł prawa przedmiotem analizy są regulacje wewnętrzne platform obrotu, które w odniesieniu do analizowanych instrumentów pełnią istotną funkcję normatywną, określając wymogi dopuszczenia do obrotu, zasady klasyfikacji produktowej oraz obowiązki emitentów i animatorów rynku. Przedmiotem analizy prawnej jest ponadto dokumentacja emisyjna instrumentów typu ETC i ETN, obejmująca prospekty bazowe, warunki ostateczne emisji oraz dokumenty KID. Zakres terytorialny badań obejmuje prawo krajów członkowskich Unii Europejskiej jako główny przedmiot analizy oraz prawo polskie jako wymiar krajowy, analizowany na tle standardu unijnego. Na poziomie prawa polskiego analiza koncentruje się przede wszystkim na ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dalej: ustawie o funduszach inwestycyjnych)[18] i ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: ustawie o obrocie

[18] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

instrumentami finansowymi)[19] oraz Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (dalej: Regulaminie Giełdy)[20].

Regulacje obowiązujące w innych państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w jurysdykcjach pozaeuropejskich – w szczególności Stanów Zjednoczonych – są przywoływane w celach komparatystycznych, nie stanowią jednak odrębnego przedmiotu badań. Uzasadnione jest to wysoką koncentracją rynku analizowanych instrumentów w dwóch jurysdykcjach, tj. w Luksemburgu i Irlandii[21], oraz specyfiką rynku europejskiego.

Rozprawa jest pracą w dyscyplinie naukowej nauki prawne, łączącą analizę dogmatyczną przepisów prawa unijnego i krajowego z perspektywą empiryczną i funkcjonalną, właściwą dla doktoratu wdrożeniowego realizowanego na styku praktyki rynkowej i nauki prawa.

Tak określony zakres badań wyznacza strukturę rozprawy, obejmującą siedem rozdziałów, ułożonych w logice progresji: od fundamentów pojęciowych, przez delimitację przedmiotu badań i analizę konstrukcyjną, do rekonstrukcji modelu regulacyjnego, oceny jego konsekwencji (na gruncie europejskim i krajowym) i sformułowania wniosków. Dwa pierwsze rozdziały tworzą fundament pojęciowy i delimitacyjny: rozdział 1 sytuuje inwestowanie indeksowe wśród współczesnych strategii inwestycyjnych oraz pełni funkcję osadzenia kontekstowego, niezbędnego dla zrozumienia fenomenu regulacyjnego w dalszych rozdziałach, rozdział 2 ustala granice analizowanej grupy produktowej na podstawie badania eksperckiego. Rozdział 3 przedstawia analizę konstrukcyjną i rynkową funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Rozdziały 4–6 stanowią rdzeń analityczny pracy: rozdział 4 rekonstruuje architekturę regulacyjną, rozdział 5 analizuje reżim funduszy ETF, rozdział 6 konfrontuje z nim model regulacyjny instrumentów typu ETC i ETN, prowadząc do weryfikacji tezy głównej. Rozdział 7 przenosi analizę na poziom prawa polskiego. Rozprawę zamyka zakończenie, w którym dokonano syntezy wniosków oraz

[19] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2024 r., poz. 722).
[20] Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 16 sierpnia 2025 r.) (dalej: Regulamin Giełdy), https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Regulamin_Gieldy.pdf, dostęp: 28.02.2026.
[21] Fundusze ETF wyemitowane w Irlandii i Luksemburgu łącznie stanowią ponad 90% aktywów wszystkich funduszy ETF będących w obrocie na rynku europejskim (dane EFAMA – szczegółowe dane na temat zawarto w rozdziale 3).

sformułowano postulaty *de lege ferenda* na poziomie prawa Unii Europejskiej i prawa polskiego.

5 Metodyka badań

W niniejszej rozprawie zastosowano kilka wzajemnie uzupełniających się metod badawczych, których dobór wynika z interdyscyplinarnego charakteru pracy łączącej analizę prawną z perspektywą empiryczną i funkcjonalną.

Podstawową i dominującą metodą jest metoda dogmatyczno-prawna[22], obejmująca analizę logiczno-językową oraz wykładnię tekstu prawnego przy wykorzystaniu dyrektyw interpretacyjnych wypracowanych w ramach dorobku nauk prawnych[23]. Analizie dogmatycznej poddano treść prawa obowiązującego, zarówno unijnego, jak i krajowego, a także stanowiska i wytyczne europejskich organów nadzoru. Z uwagi na brak orzecznictwa bezpośrednio dotyczącego analizowanych kwestii orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej powołane są pomocniczo. Szeroko analizowane są poglądy oraz dorobek doktryny, jak i stanowiska organizacji branżowych. W odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN przedmiotem wykładni są ponadto postanowienia dokumentacji emisyjnej oraz regulaminów platform obrotu, analizowane pod kątem ich treści normatywnej i skutków prawnych dla pozycji inwestora. Metoda teoretyczno-prawna została zastosowana natomiast w celu dokonania ustaleń terminologicznych, przede wszystkim w kontekście wypracowania kategorii pojęciowych analizowanych instrumentów finansowych i postawienia wniosków *de lege ferenda* dotyczących ich klasyfikacji.

Wspierająco zastosowano metodę komparatystyczną[24], umożliwiającą porównanie modeli regulacyjnych zastosowanych wobec poszczególnych kategorii giełdowych instrumentów indeksowych – funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN – jak również zestawienie rozwiązań przyjętych na poszczególnych europejskich rynkach giełdowych. Porównanie to obejmuje zarówno wymiar normatywny (różnice w zakresie i sposobie regulacji), jak i wymiar funkcjonalny (różnice w

[22] J. Guść, *Dogmatyka prawa* [w:] *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa*, J. Zajadło (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 53.
[23] M. Zieliński, *Wykładnia prawa. Zasady, reguły, wskazówki*, Lexis Nexis, Warszawa 2006, s. 48.
[24] R. Tokarczyk, *Komparatystyka prawnicza*, Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 32, 56 i nast., 69 i nast.

praktyce obrotu i klasyfikacji produktowej). Metoda historyczno-prawna została wykorzystana w szczególności w celu ukazania ewolucji sposobu i zakresu regulacji unijnego rynku finansowego, od pierwszych przepisów harmonizujących ramy prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych funkcjonujących na terenie Unii Europejskiej z 1985 r. do obecnego modelu regulacyjnego, ze szczególnym uwzględnieniem rozwoju wielopoziomowej struktury źródeł prawa.

Obok metod właściwych dla analizy prawnej w rozprawie zastosowano metody badań empirycznych, oparte na strategii triangulacyjnej łączącej trzy narzędzia badawcze: analizę dokumentów źródłowych, częściowo ustrukturyzowaną ankietę ekspercką oraz wywiady pogłębione (IDI)[25], a szczegółową analizę metodologii tego badania zawarto w załączniku nr 1. Badanie przeprowadzono wśród przedstawicieli dziewięciu europejskich giełd papierów wartościowych, dobranych w sposób celowy na podstawie ich znaczenia dla rynku analizowanych instrumentów. Próba obejmuje platformy obrotu stanowiące zdecydowaną większość kapitalizacji rynkowej giełd unijnych w segmencie giełdowych instrumentów indeksowych. Celem badania była weryfikacja tez dotyczących klasyfikacji, segmentacji i funkcjonowania tych instrumentów w obrocie giełdowym oraz identyfikacja praktyk rynkowych niemożliwych do ustalenia wyłącznie na podstawie analizy źródeł zastanych. Triangulacja metod pozwoliła na konfrontację ustaleń pochodzących z odmiennych źródeł, zwiększając rzetelność wniosków.

Niniejsza rozprawa jest realizowana w formule doktoratu wdrożeniowego w rozumieniu ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce[26], co oznacza, że doświadczenie zawodowe autora stanowi integralny element procesu badawczego. Autor jest pracownikiem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, gdzie w ramach obowiązków służbowych zajmuje się rozwojem rynku giełdowych instrumentów finansowych, w tym funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Okoliczność ta umożliwiła zastosowanie metody obserwacji uczestniczącej[27], rozumianej jako systematyczne wykorzystanie wiedzy pozyskanej w toku bezpośredniego

[25] J.W. Creswell, J. Gilewicz, *Projektowanie badań naukowych. Metody jakościowe, ilościowe i mieszane, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego*, Kraków 2013, s. 229.
[26] Ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2024 r., poz. 1571)
[27] B. Kawulich, *Participant Observation as a Data Collection Method*, Forum: Qualitative Social Research, 6(2)2005, https://www.researchgate.net/publication/221875465_Participant_Observation_as_a_Data_Collection_Method, dostęp: 10.02.2026.

udziału w procesach będących przedmiotem badań – w szczególności w zakresie kształtowania zasad obrotu, współpracy z emitentami i animatorami rynku oraz uczestnictwa w pracach nad reformami regulacyjnymi dotyczącymi analizowanych instrumentów. Co istotne, w okresie od kwietnia 2024 r. do maja 2025 r. autor brał istotny udział w pracach grupy roboczej przy Ministerstwie Finansów opracowującej projekt ustawy zmieniającej ustawę o funduszach inwestycyjnych w zakresie umożliwienia prowadzenia przez polskie fundusze ETF działalności w formule zgodnej z dyrektywą UCITS. Obserwacja uczestnicząca nie stanowi samodzielnej podstawy formułowania wniosków, lecz pełni funkcję komplementarną wobec pozostałych metod badawczych – pozwala na kontekstualizację ustaleń dogmatycznych i empirycznych oraz weryfikację ich spójności z praktyką rynkową.

Gromadzenie materiału badawczego odbywało się na podstawie kwerend bibliotecznych[28], analizy w bazach prawnych (w szczególności Lex, Legalis), dostępnej literatury (zarówno polskiej, jak i zagranicznej) oraz pozyskiwania m.in. raportów, sprawozdań, analiz publikowanych m.in. przez ESMA, IOSCO, FSB, EFAMA oraz europejskie giełdy papierów wartościowych. Materiał obejmuje ponadto przepisy wewnętrzne wybranych giełd papierów wartościowych, prospekty bazowe i dokumenty zawierające kluczowe informacje (KID) wybranych emitentów funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, raporty instytucji rynku finansowego oraz inne publikacje branżowe i akademickie zarówno polskojęzyczne, jak i obcojęzyczne.

Rozprawa została przygotowana w oparciu o stan prawny na dzień 28 lutego 2026 r.

[28] Kwerenda biblioteczna obejmowała również dostęp do zasobów Florence School of Banking and Finance podczas miesięcznego wyjazdu badawczego na European University Institute (EUI) we Florencji, który odbył się na przełomie czerwca i lipca 2023 r.

ROZDZIAŁ 1. ROZWÓJ KONCEPCJI INWESTOWANIA INDEKSOWEGO

Wprowadzenie

Przeprowadzenie kompleksowej analizy regulacyjnych uwarunkowań funkcjonowania i rozwoju giełdowych instrumentów indeksowych wymaga uprzedniego precyzyjnego określenia ich podstaw teoretycznych. Celem niniejszego rozdziału jest zatem przedstawienie i uporządkowanie kluczowych pojęć odnoszących się do inwestowania indeksowego – zarówno w wymiarze definicyjnym, jak i w kontekście jego miejsca w strukturze rynku finansowego oraz stosowanych strategii inwestycyjnych. Będzie to odpowiedź na zagadnienie badawcze dotyczące pozycji inwestowania indeksowego wśród współczesnych strategii inwestycyjnych na rynku kapitałowym oraz jego podstawowych założeń funkcjonalnych.

Aby uchwycić istotę inwestowania indeksowego, należy najpierw spojrzeć na inwestowanie w szerszym ujęciu. W związku z tym w rozdziale uwzględniono analizę znaczenia terminu „inwestowanie" oraz rynku, na którym ten proces się odbywa. Ponieważ przedmiotem dalszych rozważań są instrumenty giełdowe, przedstawiono również miejsce rynku giełdowego w strukturze rynku kapitałowego i szerszych segmentach rynku finansowego. Następnie przybliżono założenia i ewolucję strategii pasywnego inwestowania wraz z ich relacją do indeksów giełdowych.

Rozdział ten służy również delimitacji pojęcia inwestowania indeksowego względem szerszych kategorii: inwestowania jako działalności gospodarczej, struktur rynku finansowego oraz strategii inwestycyjnych – w szczególności strategii pasywnych. Omówiony zostanie też rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania, świadczących takie strategie inwestycyjne klientom – od ich powstania do form współczesnych. Z uwagi na częste utożsamianie inwestowania indeksowego z inwestowaniem pasywnym istotne jest wskazanie różnic między tymi podejściami oraz uzasadnienie, dlaczego na obecnym etapie rozwoju analizowanych instrumentów pojęcie inwestowania indeksowego jest bardziej precyzyjne i adekwatne. W tym kontekście należy również wskazać, że strategia inwestycyjna nie jest tożsama z instrumentem finansowym, który służy do jej realizacji – rozróżnienie to będzie istotne dla dalszego toku rozprawy.

Przedstawione rozważania stanowią fundament dla analiz rynkowych i regulacyjnych, zaprezentowanych w kolejnych częściach pracy, oraz stanowią wprowadzenie do rozdziału 2, w którym dokonana zostanie systematyzacja grupy instrumentów

giełdowych umożliwiających realizację strategii inwestowania indeksowego, z uwzględnieniem ich cech konstrukcyjnych i funkcjonalnych oraz z wyraźnym oddzieleniem ich od innych podobnych instrumentów.

1 Inwestowanie na rynku finansowym

1.1 Pojęcie inwestycji i inwestowania

Analizę pojęć inwestowania i inwestycji warto rozpocząć od definicji słownikowych oraz etymologii, która wywodzi je z łacińskiego *investire*, oznaczającego 'odziewać', 'przykrywać', 'osłaniać'[29]. Obecnie inwestowanie ma jednak o wiele szersze znaczenie. W literaturze ekonomicznej i finansowej pojęcie inwestowania rozpatrywane jest na różne sposoby: od definicji słownikowych, poprzez podejście makroekonomiczne, aż po wybrane aspekty rozumienia inwestycji w kontekście rachunkowości i sprawozdawczości finansowej[30]. Z perspektywy niniejszej pracy kluczowe znaczenie ma wyodrębnienie części wspólnych tych pojęć – tj. inwestowania i inwestycji. W tym ujęciu istotne jest posłużenie się definicjami ogólnymi, które umożliwią uchwycenie podstawowych cech inwestowania, co pozwoli na bardziej precyzyjną analizę dalszych zagadnień.

N.G. Mankiw definiuje inwestycję jako zakup dóbr (nazywanych dobrami kapitałowymi), które będą używane w przyszłości do produkcji większej ilości dóbr i usług[31]. Podobnie szeroko definiują inwestycję Z. Bodie, A. Kane i A.J. Marcus, których zdaniem jest to bieżące zaangażowanie kapitału lub innych zasobów w oczekiwaniu na przyszłe korzyści[32]. Tego rodzaju definicje podkreślają kluczowy aspekt inwestowania, jakim jest alokacja zasobów z myślą o przyszłych zyskach, co ma zastosowanie zarówno w kontekście inwestycji finansowych, jak i niefinansowych. K. Stępień, analizując różne rodzaje i pojęcia inwestowania, wskazuje, że inwestowanie jest procesem alokacji kapitału finansowego przez podmiot dysponujący tym kapitałem innemu podmiotowi z określonym przeznaczeniem, mającym na celu

[29] Hasło: *inwestor* [w:] *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, W. Kopaliński, Państwowe Wydawnictwo „Wiedza Powszechna", Warszawa 1989, s. 236.
[30] K. Stępień, *Pojęcie i zakres inwestycji w rachunkowości oraz metody wyceny inwestycji niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", 6(930)/2014, s. 59–72.
[31] N.K. Mankiw, *Principles of economics*, Cengage Learing, Boston 2018, s. 479.
[32] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, *Investments*, McGraw-Hill Education, New York 2024, s. 1.

dostarczenie określonych korzyści w przyszłości[33]. Kluczowe aspekty inwestowania łączy w zaproponowanej przez siebie definicji K. Jajuga, wskazując, że jest ono samo w sobie wynikiem dążenia do zwiększenia ilości posiadanego majątku, co w większości przypadków jest możliwe dzięki wcześniejszemu oszczędzaniu, a określane jest niejednokrotnie jako wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji dla przyszłych, niepewnych korzyści[34]. Inwestowanie najczęściej odróżnia się od spekulacji, przy czym to ostatnie zjawisko niekoniecznie musi mieć pejoratywny wydźwięk, jak mogłaby sugerować obiegowa opinia[35]. W tym kontekście warto przywołać definicje tych terminów zaproponowane przez J.M. Keynesa[36], które z aprobatą cytuje w swojej książce J. Bogle[37], jeden z czołowych teoretyków i propagatorów inwestowania pasywnego. Jak relacjonuje Bogle, J.M. Keynes zdefiniował źródła dochodów finansowych w następujący sposób: (1) inwestowanie (nazywane przez niego „przedsiębiorstwem") – „działalność polegająca na prognozowaniu przyszłych dochodów z aktywów przez cały okres ich życia przy założeniu, że istniejący stan rzeczy będzie trwał bezterminowo"; (2) spekulacja – „działalność polegająca na prognozowaniu psychologii rynku, oparta na nadziejach na korzystną zmianę konwencjonalnej podstawy wyceny"[38].

Takie ogólne podejście sprawia, że do inwestycji należy zaliczyć zarówno inwestycje rzeczowe, jak i inwestycje finansowe. Inwestorzy rzeczowi inwestują bezpośrednio w produkcję (aktywa rzeczowe), natomiast inwestorzy finansowi nie podejmują bezpośrednio działalności produkcyjnej czy usługowej. Inwestycje rzeczowe obejmują zatem aktywa materialne, takie jak nieruchomości, maszyny czy technologie. W tego typu inwestycjach inwestor przede wszystkim oczekuje wzrostu wartości przedmiotu inwestycji w okresie inwestowania. Inwestycje rzeczowe

[33] K. Stępień, *Pojęcie i zakres inwestycji w rachunkowości oraz metody wyceny inwestycji niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", 6(930)/2014, s. 59–72.
[34] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 15.
[35] J. Przyłuska, *Sztuka spekulacji a sztuka inwestowania*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania", 37/2009, s. 99–111.
[36] J.M. Keynes, brytyjski ekonomista, twórca teorii keynesowskiej, miał ogromny wpływ na współczesną analizę rynków finansowych i inwestowania. W *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* (1936) przedstawił koncepcje, które ukształtowały podejście do interwencjonizmu państwowego oraz zarządzania popytem, co ma bezpośrednie zastosowanie w analizie cykli rynkowych.
[37] J. Bogle był amerykańskim ekonomistą i inwestorem, który założył Vanguard Group, obecnie jedną z największych firm zarządzających aktywami na świecie, i odegrał kluczową rolę jako pionier popularyzacji funduszy indeksowych. Jego działalność miała istotny wpływ na rozwój współczesnego zarządzania aktywami, szczególnie w zakresie niskokosztowego inwestowania indeksowego.
[38] J.C. Bogle, *Common sense on mutual funds*, John Wiley & Sons, New York 2010, s. 54.

polegają przede wszystkim na powiększaniu i modernizacji zasobów (np. przedsiębiorstwa) i jako takie dotyczą zakupu dóbr materialnych, które mogą się przyczynić do wzrostu dochodu inwestora[39].

Inną kategorią inwestycji są inwestycje finansowe, których przedmiotem są instrumenty finansowe, takie jak akcje, obligacje, inne papiery wartościowe bądź tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. W ich przypadku korzyści wynikają zarówno ze wzrostu wartości inwestycji, jak i z okresowych dochodów, jakie mogą generować te instrumenty[40]. Podstawowym celem inwestycji finansowych jest bowiem osiągnięcie określonego dochodu, np. w postaci odsetek, dywidendy lub zysku kapitałowego, wynikającego z różnicy między ceną nabycia instrumentu finansowego a ceną jego późniejszej odsprzedaży. Podkreśla się, że inwestorzy finansowi dostarczają środków pieniężnych na sfinansowanie inwestycji rzeczowych, przyczyniając się w ten sposób do rozwoju całej gospodarki[41].

Niniejsza rozprawa koncentruje się na instrumentach giełdowych, które mają charakter finansowy. Zostaną one szczegółowo opisane w rozdziale 2. Inwestycje o charakterze rzeczowym (np. w nieruchomości) nie będą zatem przedmiotem dalszej analizy, gdyż jako niezwiązane z instrumentami finansowymi pozostają poza zakresem niniejszej pracy.

W przypadku inwestycji o charakterze finansowym inwestor przeznacza określoną wartość swoich oszczędności na inwestycje, w których uwzględnia kryterium czasu (tj. przyszłych korzyści) oraz kryterium ryzyka (tj. niepewności ich uzyskania). Tak rozumiana inwestycja to zaangażowanie konkretnej kwoty finansowej na pewien czas, aby w przyszłości otrzymać jej zwrot, który skompensuje ryzyko[42]. Jeżeli przyszły zwrot z inwestycji nie jest pewny (a niepewność ta, jak wspomniano wcześniej, jest charakterystyczna dla inwestycji i występuje zawsze), inwestor będzie oczekiwał dodatkowego wynagrodzenia, które przewyższy stopę zwrotu skorygowaną o inflację. Niepewność przy określaniu zwrotu z inwestycji nosi nazwę ryzyka inwestycji.

[39] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, J. Czekaj (red. nauk.), Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 36.
[40] K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych: depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, KNF, Warszawa 2009, s. 5.
[41] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., s. 36.
[42] J. Przyłuska, *Sztuka spekulacji a sztuka inwestowania*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania", 37/2009, s. 99–111.

Dodatkowa kwota pieniędzy, ponad nominalną stopę zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka, jest nazywana natomiast premią za ryzyko[43].

Z perspektywy inwestowania indeksowego istotne jest również rozróżnienie między inwestycjami bezpośrednimi a pośrednimi. Według definicji S.B. Smarta i C.J. Zuttera[44] inwestycja bezpośrednia polega na nabyciu przez inwestora bezpośrednich roszczeń wobec np. papierów wartościowych poprzez zakup akcji w spółce, co czyni inwestora współwłaścicielem przedsiębiorstwa. Natomiast inwestycja pośrednia to lokowanie środków w portfel instrumentów finansowych (lub innych aktywów) zarządzanych przez podmiot profesjonalny, którym najczęściej jest fundusz inwestycyjny. Inwestowanie za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych będzie głównym przedmiotem analizy w niniejszej pracy.

Podsumowując powyższe rozważania i wspólne elementy definicji inwestowania oraz inwestycji, na potrzeby niniejszej pracy dotyczącej giełdowych instrumentów inwestowania indeksowego można przyjąć za F.K. Reillym i K.C. Brownem, że inwestycja to zaangażowanie określonej kwoty pieniędzy na pewien okres w celu uzyskania zwrotu, który zrekompensuje inwestorowi (1) czas zaangażowania kapitału, (2) oczekiwaną inflację, a także (3) ryzyko inwestycyjne[45]. Dalsza analiza zawarta w niniejszej pracy skupi się na inwestycjach pośrednich (głównie w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i podobne instrumenty finansowe), dokonywanych na rynku finansowym. Natomiast inwestor będzie rozumiany jako posiadacz wolnych, okresowo dostępnych środków finansowych, lokujący je na rynku finansowym w celu osiągnięcia korzyści[46]. Takim inwestorem może być zarówno osoba fizyczna, osoba prawna, jak i inny podmiot (np. jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej), przy czym przedmiotem zainteresowania są wyłącznie inwestorzy finansowi, nazywani dalej krótko inwestorami.

1.2 Pojęcie rynków finansowych i ich klasyfikacje

Ponieważ przedmiotem tej analizy są inwestycje w instrumenty giełdowe, konieczne jest zdefiniowanie terminu „giełda", co najlepiej uczynić z perspektywy rynku.

[43] F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem. 1*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 28.
[44] S.B. Smart, C.J. Zutter, *Fundamentals of investing*, Pearson Education, Essex 2020, s. 37.
[45] F.K. Reilly, K.C. Brown, op. cit., s. 29.
[46] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., s. 36.

Rynek jest pojęciem nauki ekonomii i jako taki określa ogół transakcji kupna i sprzedaży na danym terytorium w określonym czasie oraz warunki, na jakich są te transakcje proponowane i dokonywane[47]. Wskazana definicja przedstawia go jako stale dokonujący się w gospodarce proces, w ramach którego kupujący i sprzedający decydują o tym, co chcą sprzedać albo kupić i na jakich warunkach. Tak scharakteryzowane rynki tworzą system ekonomiczny, którego jednym z elementów jest system finansowy[48].

Trudno wskazać na jednoznaczne pojęcie systemu finansowego, gdyż ewoluuje ono pod wpływem zachodzących zmian na rynkach finansowych[49]. Niezależnie jednak od przyjętego sposobu definiowania większość autorów jest zgodna co do tego, że na taki system finansowy składają się: rynki finansowe, instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na tych rynkach, instytucje organizujące ich funkcjonowanie oraz normy prawne odnoszące się do tych trzech aspektów[50].

Rynki finansowe to jedne z najważniejszych rynków we współczesnej gospodarce, za pośrednictwem których przeprowadzana jest wymiana jednego rodzaju aktywów finansowych na drugi[51]. Można powiedzieć, że rynek finansowy to miejsce, gdzie zawierane są transakcje kupna lub sprzedaży specyficznego towaru, jakim jest instrument finansowy[52].

Rynek finansowy podlega różnorodnym klasyfikacjom, zależnym od przyjętych kryteriów, takich jak: przedmiot obrotu, waluta transakcji, termin zapadalności instrumentów, skala transakcji, liczba uczestników, obszar geograficzny czy termin realizacji transakcji. Poszczególne kryteria mogą się różnić w zależności od źródeł, dlatego szczegółowa analiza tych różnic jest konieczna, gdyż proponowane w literaturze klasyfikacje często nie mają charakteru dychotomicznego, a podstawowe zasady pozostają spójne[53]. W związku z tym przyjęto podział zaproponowany przez J. Czekaja, który w sposób precyzyjny i adekwatny obrazuje najistotniejsze obszary

[47] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy: podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 13.
[48] Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 15.
[49] *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, U. Banaszczak-Soroka (red. nauk.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 13.
[50] Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 20.
[51] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 1.1.1.
[52] *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, op. cit., s. 14.
[53] Zob. Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 27; A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2010, s. 19; W. Dębski, op. cit., s. 18 i nast.

rynków finansowych, szczególnie z perspektywy przynależności do nich giełdowych instrumentów indeksowych. Wybrane kryteria przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 2. Wybrane kryteria podziału rynków finansowych

Kryterium podziału	Rodzaj rynku finansowego
Rodzaj instrumentów finansowych	• rynek pieniężny • rynek kapitałowy • rynek walutowy (dewizowy) • rynek instrumentów pochodnych
Podmiot oferujący instrumenty	• rynek pierwotny • rynek wtórny
Dostępność oferowanych instrumentów dla potencjalnych inwestorów	• rynek publiczny • rynek prywatny
Termin rozliczenia transakcji	• rynek natychmiastowy (kasowy, spot) • rynek terminowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 2

Pierwsze kryterium podziału dotyczy rodzaju instrumentów finansowych, w ramach którego najczęściej wyróżnia się rynek kapitałowy i pieniężny[54], a niekiedy również rynek walutowy oraz rynek instrumentów pochodnych[55]. Podziały te nie są jednak ścisłe, a zakresy poszczególnych kategorii mogą się pokrywać. Historycznie rynek pieniężny był organizowany głównie przez banki, natomiast rynek kapitałowy – przez giełdy[56]. Rynek pieniężny definiuje się jako segment, w którym podmioty gospodarcze finansują swoją bieżącą działalność z okresem finansowania nieprzekraczającym jednego roku, co wynika z podaży kapitału krótkoterminowego[57]. Rynek kapitałowy natomiast obejmuje transakcje instrumentami finansowymi o

[54] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 2.
[55] *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, op. cit., s. 20 i 21.
[56] Ibidem, s. 19.
[57] W. Dębski, op. cit., s. 20.

terminie wykupu przekraczającym jeden rok, z przeznaczeniem na cele rozwojowe, i charakteryzuje się podażą kapitału długoterminowego[58]. Rynek walutowy, będący globalnym systemem wymiany walut, umożliwia ustalanie kursów walutowych na podstawie podaży i popytu z dominującą rolą instytucji finansowych, takich jak banki komercyjne i inwestycyjne, które operują głównie na rynku międzybankowym[59]. Natomiast rynek instrumentów pochodnych – jako jeden z najdynamiczniej rozwijających się segmentów – obejmuje instrumenty, których wartość zależy od wartości innych aktywów (na które zostały wystawione), nazywanych instrumentami bazowymi[60].

Podział ze względu na przedmiot obrotu jest kluczowy dla analizy rynków instrumentów indeksowych szczególnie o charakterze giełdowym. Choć instrumenty te mogą częściowo nawiązywać do rynku pieniężnego, wykazywać cechy instrumentów pochodnych oraz być denominowane w walutach obcych, ich głównym miejscem obrotu pozostaje rynek kapitałowy. Analizę tych instrumentów należy więc prowadzić z uwzględnieniem specyfiki i zasad charakterystycznych dla rynku kapitałowego. Mimo pewnych podobieństw do instrumentów innych segmentów rynku finansowego to rynek kapitałowy jest dla nich rynkiem podstawowym.

Kryterium dotyczące podmiotu oferującego instrument finansowy umożliwia podział rynków na pierwotne i wtórne. Na rynku pierwotnym instrumenty finansowe są nabywane bezpośrednio od emitenta, co wiąże się z ich emisją i kreacją nowych zobowiązań finansowych[61]. Natomiast na rynku wtórnym transakcje odbywają się pomiędzy uczestnikami rynku, bez konieczności udziału emitenta, a przedmiotem obrotu są już istniejące instrumenty finansowe. Rynek wtórny zapewnia płynność i zbywalność danych instrumentów, umożliwiając dalszy obrót[62]. Nie wszystkie instrumenty finansowe mają rynki wtórne. Przykładem są niektóre instrumenty indeksowe jak jednostki uczestnictwa w tradycyjnych funduszach inwestycyjnych, które są w polskim systemie prawnym niezbywalne i jako takie nie podlegają obrotowi na rynku wtórnym. Natomiast giełdowe instrumenty indeksowe są dostępne zarówno na

[58] Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 28.
[59] A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 19.
[60] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 2.4.
[61] W. Dębski, op. cit., s. 20.
[62] Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 27.

rynku pierwotnym, jak i wtórnym, choć nabywanie ich na rynku pierwotnym zazwyczaj jest zarezerwowane dla podmiotów profesjonalnych[63].

Kierując się terminem rozliczenia transakcji, wyróżnia się rynek terminowy i kasowy, gdzie kryterium podziału stanowi odstęp czasu między momentem zawarcia transakcji a jej realizacją[64]. Istotą instrumentów terminowych jest odroczenie ich wykonania, co oznacza, że spełnienie świadczenia następuje w przyszłości, a jego wysokość może być uzależniona od zmiennych i nieprzewidywalnych czynników. Natomiast instrumenty kasowe, stanowiące przeciwieństwo instrumentów terminowych, charakteryzują się natychmiastowym spełnieniem świadczenia po zawarciu umowy[65]. Również z perspektywy tego podziału miejsce giełdowych instrumentów indeksowych jest dość jasno określone. Mają one mechanizmy rozliczeń charakterystyczne dla rynku kasowego, w szczególności w przypadku gdy są częścią obrotu giełdowego, i podlegają rozrachunkowi w cyklu T+2, najczęściej z wykorzystaniem centralnego kontrahenta (CCP)[66]. Można więc przyjąć, że z perspektywy rozliczenia instrumentu rynkiem właściwym dla giełdowych instrumentów indeksowych jest rynek kasowy.

Omawiając podziały rynków finansowych z perspektywy klasyfikacji instrumentów indeksowych, warto odnieść się do rozróżnienia zaproponowanego przez J. Czekaja. Autor ten dzieli rynki inwestycyjne na dwa podstawowe segmenty: inwestycje tradycyjne, obejmujące m.in. akcje, obligacje i tytuły uczestnictwa publicznych funduszy inwestycyjnych, oraz inwestycje alternatywne, do których zalicza m.in.: fundusze hedgingowe, venture capital, private equity, finansowanie społecznościowe oraz aktywa kolekcjonerskie. Zaznacza przy tym, że katalog aktywów w obu grupach nie jest zamknięty, a ich segmentacja ma w dużej mierze charakter uznaniowy[67].

---

[63] W przypadku funduszy typu ETF dostęp do rynku pierwotnego posiadają zazwyczaj odpowiednie podmioty, pełniące status tzw. autoryzowanych uczestników. Szerzej o ich funkcjach napisano w rozdziale 2.
[64] Z. Polański [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 31.
[65] *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, op. cit., s. 21.
[66] KDPW_CCP, *ETC na złoto rozliczane przez KDPW_CCP*, 28 sierpnia 2023, https://www.kdpwccp.pl/pl/aktualnosci/etc-na-zloto-rozliczane-przez-kdpw-ccp/120.html, dostęp: 22.08.2025; Bank Pekao Biuro Maklerskie, *Instrumenty rynku kasowego*, https://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/klient-indywidualny/aktywne-inwestowanie/instrumenty-rynku-kasowego.html, dostęp: 22.08.2025.
[67] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 2.8.

Na tym tle pojawia się pytanie, czy giełdowe instrumenty indeksowe – ze względu na swoją konstrukcję i różnorodność klas aktywów, do których umożliwiają dostęp – powinny być zaliczane do inwestycji alternatywnych. Część z nich umożliwia bowiem ekspozycję na aktywa wykraczające poza tradycyjny podział na akcje i obligacje. Oprócz surowców i metali szlachetnych niektóre produkty oferują także dostęp do bardziej egzotycznych ekspozycji, takich jak: metale ziem rzadkich, strategie oparte na dźwigni finansowej lub odwrotnej replikacji indeksu, a także – w niektórych przypadkach – również kryptowaluty[68].

Niektóre giełdowe instrumenty indeksowe bywają klasyfikowane jako innowacje finansowe[69]. W literaturze podkreśla się jednak, że nie oznacza to automatycznego zakwalifikowania ich jako inwestycji alternatywnych. Innowacje finansowe rozumiane są jako nowe rozwiązania w systemie finansowym, w tym nowe instrumenty inwestycyjne. Z kolei rynek alternatywny obejmuje instrumenty funkcjonujące poza głównym nurtem regulacyjnym, często o ograniczonej płynności lub ze szczególnymi barierami prawnymi. Z tego względu utożsamianie obu kategorii jest nieuzasadnione[70].

W związku z tym giełdowe instrumenty indeksowe należy zaliczyć do rynków tradycyjnych, mimo ich innowacyjności względem innych dostępnych produktów. Instrumenty teprzyjmują formę papierów wartościowych, takich jak obligacje lub tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych – a więc kategorii jednoznacznie przypisywanych do rynku inwestycji tradycyjnych w ramach omawianego podziału. Obrót tymi instrumentami odbywa się najczęściej na giełdach papierów wartościowych lub na zorganizowanym rynku pozagiełdowym. Co więcej, najpopularniejsze z nich –

[68]W szczególności w odniesieniu do kryptowalut literatura przedmiotu nie wypracowała jednoznacznego stanowiska (zob. K. Włosik, *Rynek kryptowalut i tokenów z perspektywy inwestycyjnej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2021, s. 45). Część opracowań wskazuje na ich spekulacyjny charakter, wysoką zmienność i ograniczoną płynność, co ogranicza ich użyteczność jako klasy inwestycyjnej (zob. D.G. Baur, K. Hong, A.D. Lee, *Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets?*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 54/2018, s. 177–189, https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004). Inne opracowania wskazują jednak na cechy charakterystyczne dla odrębnej klasy aktywów, takie jak niska korelacja z tradycyjnymi instrumentami oraz potencjalna wartość dywersyfikacyjna (zob. O. Holovatiuk, *Cryptocurrencies as an asset class in portfolio optimisation*, „Central European Economic Journal", 7(54)/2020, s. 33–55).

[69] A. Marszk, *Impact of Innovative Financial Products on Financial Systems: Exchange Traded Products and the Polish Financial System*, „Ekonomia Międzynarodowa" 30.06.2016, nr 14, s. 114–132.

[70] A. Motylska-Kuźma, *Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia", 92/2018, s. 137–147.

będące tytułami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych – funkcjonują w obrocie już od ponad trzech dekad (zob. pkt 4.4). Dlatego, pomimo dynamicznego rozwoju i rosnącej popularności tej kategorii produktów, nie ma podstaw do kwalifikowania ich jako inwestycji alternatywnych. Ich forma prawna, ramy regulacyjne oraz sposób funkcjonowania jednoznacznie wskazują na ich przynależność do rynku inwestycji tradycyjnych, niezależnie od rodzaju aktywów bazowych, na które umożliwiają ekspozycję.

1.3 Rynek kapitałowy jako otoczenie instytucjonalne giełdowych instrumentów indeksowych

Giełdowe instrumenty indeksowe są przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, a ich konstrukcja oraz sposób działania są ściśle związane z instytucjonalnymi cechami tego segmentu rynku. Dlatego przedmiotem uwagi powinny być podstawowe ujęcia definicyjne rynku kapitałowego, uwzględniające zarówno jego funkcje, jak i charakterystyczne cechy strukturalne. Z uwagi na interdyscyplinarny charakter niniejszej pracy celowe jest przyjęcie takiego ujęcia rynku kapitałowego, które łączy perspektywę ekonomiczną z otoczeniem regulacyjnym. W literaturze podkreśla się, że choć rynek kapitałowy posiada również wymiar normatywny, jego geneza wywodzi się z nauk ekonomii i finansów[71]. Chociaż zastosowanie terminologii ekonomicznej w kontekście prawnym może budzić wątpliwości, w przypadku rynku kapitałowego jest ono uzasadnione, ponieważ regulacje dotyczące tego obszaru integrują podejście ekonomiczne i prawne[72]. Co więcej, jak zauważa M. Spyra, faktyczne znaczenie pojęć z zakresu rynku kapitałowego jest zakorzenione w nauce ekonomii i finansów, natomiast ich definicje legalne są skonstruowane jako terminy techniczne i nie zawsze odpowiadają ich właściwemu znaczeniu[73].

W literaturze ekonomicznej rynek kapitałowy jest definiowany przede wszystkim przez średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny. W. Dębski określa go jako ogół transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych o zapadalności przekraczającej rok[74], natomiast J. Czekaj podkreśla jego funkcję jako mechanizmu

[71] M. Wierzbowski, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2012, s. 547.
[72] R. Blicharz, I*nstytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa. Stowarzyszenie Wyższej Użyteczności „Dom Organizatora", Toruń 2013, s. 19.
[73] M. Spyra [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 7.
[74] W. Dębski, op. cit., s. 93.

przepływu kapitału między inwestorami a emitentami długoterminowych papierów wartościowych[75]. Jako przykłady instrumentów będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym najczęściej wymienia się akcje, instrumenty dłużne oraz instrumenty pochodne[76]. Do tego katalogu dodać należy tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, stanowiące konstrukcyjną podstawę wielu instrumentów indeksowych. Jak zostanie wykazane w kolejnych rozdziałach niniejszej pracy, przyjmują one zróżnicowaną formę prawną, a ich klasyfikacja z tej perspektywy rodzi liczne wyzwania interpretacyjne.

Z punktu widzenia funkcji pełnionych przez rynki kapitałowe, w kontekście giełdowych instrumentów indeksowych szczególnego znaczenia nabiera podstawowy mechanizm ich działania. Strona popytowa pozyskuje na tym rynku kapitał w celu realizacji zadań inwestycyjnych, podczas gdy strona podażowa angażuje środki finansowe na dłuższy okres, oczekując adekwatnej premii za wyższe ryzyko oraz wydłużony horyzont inwestycyjny[77]. Rynki kapitałowe pełnią w tym ujęciu trzy podstawowe funkcje: akwizycję kapitału poprzez emisję różnorodnych papierów wartościowych (w tym także giełdowych instrumentów indeksowych), transformację kapitału dzięki szerokiemu wachlarzowi możliwości inwestycyjnych oraz ocenę kapitału, rozumianą jako proces rynkowej wyceny instrumentów finansowych w wyniku operacji giełdowych[78].

W kontekście giełdowych instrumentów indeksowych należy dodatkowo podkreślić, że rynek kapitałowy dzięki szerokiej i płynnej ofercie notowanych instrumentów finansowych, a także swojej wiarygodności i przejrzystości stymuluje procesy inwestycyjne na poziomie makroekonomicznym. Z punktu widzenia inwestorów szczególnie istotna jest funkcja alokacyjna rynku kapitałowego, która polega na inwestowaniu wolnych zasobów finansowych w instrumenty finansowe oferowane na rynku, uznane przez inwestorów za zdolne zapewnić zadowalającą stopę zwrotu[79]. Do tej grupy należą również giełdowe instrumenty indeksowe, w przypadku których dodatkowym atutem są relatywnie niskie koszty transakcyjne.

[75] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 2.2.
[76] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, op. cit., s. 4.
[77] *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, op. cit., s. 21.
[78] M. Dusza [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, op. cit., s. 276.
[79] G. Szustak [w:] *Rynek finansowy*, I. Pyka (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010, s. 152.

Warto również zauważyć, że pojęcie rynku kapitałowego ma nie tylko charakter doktrynalny, lecz także normatywny – jego definicja została zawarta w art. 2 pkt 6 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym[80]. Ma ona charakter wyliczenia i obejmuje kilka segmentów, spośród których z perspektywy giełdowych instrumentów indeksowych kluczowe znaczenie mają dwa: po pierwsze – rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, w zakresie objętym przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawy o ofercie publicznej[81] oraz odpowiednich aktów prawa unijnego[82]; po drugie – rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania. Giełdowe instrumenty indeksowe funkcjonują bowiem zarówno w formie papierów wartościowych o charakterze dłużnym, jak i tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

W ujęciu ekonomicznym, a także prawnym rynek kapitałowy stanowi zatem podstawowe otoczenie instytucjonalne dla giełdowych instrumentów indeksowych. Jego struktura oraz pełnione funkcje wpływają na projektowanie i działanie tych instrumentów, determinując ich rolę w systemie finansowym.

2 Inwestowanie pasywne i indeksy giełdowe – podstawy teoretyczne i założenia

2.1 Istota inwestowania pasywnego

Pojęcia inwestowania pasywnego i inwestowania indeksowego zyskują na znaczeniu, co jest bezpośrednio związane z dynamicznym rozwojem instrumentów finansowych wspierających te strategie oraz ze wzrostem aktywów zarządzanych w ten sposób. Rosnąca popularność takiego sposobu inwestowania, określana niekiedy jako „pasywna rewolucja", symbolizuje istotną zmianę w podejściu do

[80] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1537).
[81] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2025 r., poz. 592)
[82] Zob. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.U. L 86 z 24.03.2012, str. 1) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.07.2012, str. 1).

inwestowania i zarządzania aktywami[83]. Jeśli jednak przyjrzymy się bliżej temu, co rozumiemy przez inwestowanie pasywne, zauważymy wiele niejednoznaczności. W swojej analizie tego zjawiska T. Miziołek zwraca uwagę na zacieranie się granicy pomiędzy potocznym bądź słownikowym rozumieniem słowa „pasywny" a tym, co nauka ekonomii i finansów rozumie pod pojęciem pasywnego inwestowania. To z kolei prowadzi do sytuacji, w której wymienione terminy są często stosowane błędnie lub co najmniej nieprecyzyjnie, nawet przez media branżowe[84]. Pojęcia „inwestowanie indeksowe" i „inwestowanie pasywne" są często stosowane zamiennie, również w literaturze ekonomicznej. Przykładem może być praca M. Cremersa i A. Petajisto, w której pasywne zarządzanie aktywami definiowane jest jako „strategia replikowania zwrotów indeksu poprzez kupowanie i utrzymywanie wszystkich (lub prawie wszystkich) akcji w proporcjach odpowiadających oficjalnemu indeksowi"[85]. Takie podejście jest jednak uproszczeniem i nie w pełni odzwierciedla złożoność tych pojęć, co zostanie szczegółowo omówione w dalszej części pracy. Ze względu na wyraźne powiązania między inwestowaniem indeksowym a pasywnym i w celu przeprowadzenia rzetelnej analizy giełdowych instrumentów inwestowania indeksowego konieczne jest uprzednie zdefiniowanie pojęcia inwestowania pasywnego, jego źródeł oraz kluczowych założeń. Ponadto niezbędne jest wyjaśnienie terminów podobnych, które odnoszą się do innych aspektów finansów i inwestycji.

Inwestowanie oraz budowa strategii inwestycyjnych mogą budzić skojarzenia z analizami rynku, prognozami, doborem aktywów czy konstrukcją portfela inwestycyjnego[86]. Słownikowe znaczenie słowa „pasywny" zakłada natomiast zazwyczaj pewien element bierności lub braku podejmowania inicjatywy[87] i jako takie często jest nacechowane pejoratywnie. Z tej perspektywy warto odnieść się do pojęcia tzw. dochodu pasywnego, które w ostatnim czasie stało się bardzo popularne. Dochód

[83] Takie określenie nosi jedna z corocznych konferencji organizowanych w Polsce, która przyciąga szerokie grono inwestorów. Udział w niej biorą przedstawiciele świata nauki oraz polscy i zagraniczni praktycy branżowi, a partnerami konferencji są co roku najistotniejsze instytucje polskiego rynku kapitałowego, Zob. pasywnarewolucja.pl.
[84] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe – instrumenty finansowe typu ETN i ETC*, Poznań 2023, s. 17.
[85] K.J.M. Cremers, A. Petajisto, *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, „The Review of Financial Studies" 1.09.2009, 22(9), s. 3329–3365.
[86] A. Fraś, *Nowe strategie inwestowania pasywnego – inteligentna beta*, „Studia Ekonomiczne", 325/2017, s. 58–69.
[87] Hasło: *pasywny* [w:] *Słownik języka polskiego PWN*, https://sjp.pwn.pl/szukaj/pasywny.html, dostęp: 01.09.2025.

pasywny zakłada pozyskiwanie dochodów bez zbędnego wysiłku i jest często postrzegany jako klucz do finansowej niezależności. To forma zarobku, która nie wymaga bezpośredniego zaangażowania czasu i pracy w sposób ciągły[88]. Propagatorzy tego podejścia często wiążą je np. z inwestowaniem w nieruchomości, aby czerpać zyski z ich najmu[89]. Tak rozumiany dochód pasywny w świetle nauki ekonomii i finansów nie ma jednak nic wspólnego z inwestowaniem pasywnym i taką metodą zarządzania portfelem inwestycyjnym. Inne błędne rozumienia pojęcia pasywności (bądź pasywnego inwestowania) w przypadku inwestycji finansowych można również spotkać – i to niejednokrotnie – w źródłach o charakterze branżowym. Przykładem jest utożsamianie pojęcia pasywnego inwestowania ze strategią inwestycyjną typu „kup i trzymaj" (*buy and hold strategy*)[90]. Polega ona na nabywaniu instrumentów finansowych lub innych aktywów i ich utrzymywaniu przez relatywnie długi okres. Już w latach 60. i 70. XX w. badania B. Jensena, C.D. Ellisa wykazały, że podejście to jest zazwyczaj znacznie korzystniejsze niż częste, aktywne handlowanie instrumentami finansowymi i stanowi jedno ze źródeł wyższej efektywności funduszy, które je stosują[91]. Z inwestowaniem pasywnym łączy je natomiast zakładany długoterminowy okres inwestycji. Mimo to nie należy tych strategii utożsamiać. Strategia *buy and hold* nie jest bowiem „czystą" strategią pasywną, ponieważ z reguły początkowy wybór składników do portfela inwestycyjnego odbywa się w sposób aktywny (tzn. na podstawie dostępnych metod analitycznych – zazwyczaj na podstawie analizy fundamentalnej)[92]. Dla porządku warto też odnieść się do pojęcia „inwestycji pasywnych"[93], które jest terminem wywodzącym się z prawa międzynarodowego. Inwestycje pasywne dotyczą dziedziny międzynarodowych umów inwestycyjnych i

[88] J.B. Habyarimana, V. Kakkar, *Financial literacy, the risk-as-feelings hypothesis, and passive income generation*, „Financial Planning Review", 5(4)/2022, s. 1154.
[89] B. Turner, *The book on rental property investing: how to create wealth and passive income through smart buy & hold real estate investing*, Bigger Pockets Publishing, Denver 2016.
[90] C. Thompson, *How a Passive Investing Strategy Works*, https://smartasset.com/investing/passive-investing, dostęp: 10.07.2024.
[91] Zob. w szczególności: M.C. Jensen, *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*, „The Journal of Finance", 23(2)/1968, s. 389–416; C.D. Ellis, *The Loser's Game*, „Financial Analysts Journal", 31(4)/1975, s. 19–26; E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance" 25(2)/1970, s. 383–417.
[92] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 70.
[93] J. Ho, *Passive Investments*, „ICSID Review – Foreign Investment Law Journal" 1.10.2020, 35(3), s. 523–539.

również nie mają nic wspólnego z inwestowaniem pasywnym w rozumieniu nauki ekonomii i finansów.

Definicja pasywnego inwestowania jest już w znacznym stopniu ugruntowana, a jej kluczowe elementy – mimo wskazanych wcześniej rozbieżności – pozostają spójne w renomowanych branżowych źródłach publicystycznych[94] oraz w opracowaniach naukowych[95]. Zazwyczaj inwestowanie pasywne definiuje się w odniesieniu do tradycyjnego inwestowania aktywnego, przyjmując, że podstawowy podział sposobów inwestowania obejmuje właśnie te dwie formy. W pewnym uproszczeniu inwestowanie aktywne polega na aktywnym doborze walorów inwestycyjnych do portfela na podstawie określonych zasad, co jest procesem pracochłonnym i zależnym od umiejętności zarządzającego. Inwestowanie pasywne natomiast zakłada konstrukcję portfela, który będzie jak najlepiej naśladować wybrany indeks giełdowy[96]. Inwestor postępuje w tym przypadku według z góry przyjętych zasad, nie podejmując aktywnych działań w celu zmiany struktury portfela, a inwestycje są nakierowane na osiąganie zysków z długotrwałych wzrostów wartości aktywów. Inną definicję pasywnego inwestowania przedstawia Z. Bodie[97]. Zgodnie z jego ujęciem pasywne zarządzanie portfelem polega na utrzymywaniu wysoce zdywersyfikowanych portfeli bez podejmowania działań mających na celu poprawę wyników inwestycyjnych za pomocą analizy poszczególnych papierów wartościowych. Podobnie definiuje je A. Fraś, wskazując, że w praktyce inwestorzy starają się replikować wyniki danego indeksu, zamiast podejmować aktywne decyzje inwestycyjne, takie jak wybór poszczególnych akcji na podstawie analizy rynku czy przewidywanie ruchów cen[98].

Tak sformułowana definicja odpowiada co prawda podstawowemu celowi inwestowania pasywnego, ale nie oddaje wszystkich jego aspektów, ogranicza się również tylko do śledzenia jednego indeksu. Bardziej kompleksową definicję inwestowania pasywnego zaproponował T. Miziołek[99], wskazując, że – podobnie jak w

[94] M. Schramm, *What Is Passive Investing?*, Morningstar, https://www.morningstar.com/personal-finance/what-is-passive-investing, dostęp: 10.07.2024.
[95] P. Malhotra, *The rise of passive investing: a systematic literature review applying PRISMA framework*, „Journal of Capital Markets Studies" 1.01.2024, https://doi.org/10.1108/JCMS-12-2023-0046.
[96] K.J.M. Cremers, A. Petajisto, op. cit., s. 3329–3365.
[97] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, op. cit., s. 12.
[98] A. Fraś, *Nowe strategie inwestowania pasywnego – inteligentna beta*, „Studia Ekonomiczne", 325/2017, s. 58–69.
[99] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 70.

przedstawionej wcześniej terminologii – podejście to ma z założenia charakter długoterminowy i wyklucza podejmowanie aktywnych prób czerpania korzyści z krótkoterminowych fluktuacji występujących na rynku. Nie wyklucza natomiast okresowo podejmowanych działań o charakterze mechanicznym (automatycznym), niezależnych od obecnego stanu rynku (np. równoważenie portfela). Zakłada jednak inwestowanie z niewielką częstotliwością w celu ograniczenia kosztów transakcyjnych oraz zgodnie z wcześniej określonymi założeniami, które nie przewidują prognozowania przyszłych zdarzeń. Zarządzający w ten sposób portfelem dąży do uzyskania oczekiwanej stopy zwrotu, lecz jego celem nie jest poszukiwanie alfy portfela[100], czyli wartości dodanej wynikającej z procesu zarządzania.

W innym opracowaniu T. Miziołek zwraca większą uwagę na element naśladowania indeksu rynkowego w strategiach inwestowania pasywnego, wskazując, że takie działanie ma na celu osiągnięcie wyniku inwestycyjnego, który jest jak najbardziej zbliżony do stopy zwrotu danego indeksu. Oznacza to, że inwestorzy, którzy przyjmują tę strategię, starają się replikować wyniki indeksu, minimalizując aktywne decyzje inwestycyjne. Pasywność polega natomiast na tym, że osoba zarządzająca takim instrumentem finansowym nie dąży do pokonania (pobicia) indeksu rynkowego, czyli nie stara się osiągnąć wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) wyższego niż stopa zwrotu całego rynku (*total market return*) w danym okresie[101].

Podsumowując powyższe, można wyodrębnić następujące kluczowe elementy inwestowania pasywnego:

- brak zaangażowania w próby przewidywania przyszłych ruchów cen czy wybór poszczególnych instrumentów na podstawie analizy fundamentalnej lub technicznej;
- naśladowanie określonego indeksu rynkowego zamiast podejmowania pojedynczych decyzji inwestycyjnych;

[100] Alfa portfela to miara nadwyżki zwrotu portfela inwestycyjnego w stosunku do zwrotu oczekiwanego na podstawie przyjętego modelu wyceny lub benchmarku. Pojęcie to zostało wprowadzone przez Michaela Jensena w 1968 r. w artykule *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*. Dodatnia alfa wskazuje na lepsze wyniki zarządzania niż oczekiwane, natomiast ujemna alfa sugeruje wyniki poniżej oczekiwań.
[101] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 18.

- brak oczekiwań co do kształtowania się przyszłych cen poszczególnych instrumentów;
- ograniczenie liczby transakcji w celu minimalizacji kosztów;
- kierowanie się założeniem, że długoterminowa tendencja rynkowa jest wzrostowa.

Pasywne inwestowanie jest także powiązane z długoterminowym podejściem do inwestycji. Wówczas inwestorzy koncentrują się na budowaniu portfela na przestrzeni lat, wprowadzając minimalne zmiany. Dzięki wyeliminowaniu emocji z procesu inwestycyjnego oraz ograniczaniu kosztów pasywne inwestowanie może stać się atrakcyjną strategią dla wielu inwestorów, zwłaszcza tych preferujących stabilność i długoterminowy wzrost kapitału.

2.2 Teoretyczne podstawy inwestowania pasywnego – hipoteza rynku efektywnego

A. Marszk i E. Lechmann w swoich publikacjach dotyczących pasywnego inwestowania zwracają uwagę na zasadniczy konsensus w literaturze, według którego rozwój zarządzania pasywnego opiera się na badaniach nad nowoczesnymi teoriami finansów, w szczególności na pracach H. Markowitza[102] oraz W.F. Sharpe'a[103]. Prace te stanowiły fundament do dalszych badań, analizujących możliwości i prawdopodobieństwo uzyskiwania przez zarządzających tradycyjnymi funduszami takich stóp zwrotu, które będą przekraczały szeroko rozumiany rynek lub inny przyjęty benchmark[104].

W literaturze podkreśla się jednak, że prawdziwe podwaliny pod rozwój koncepcji i wzrost popularności pasywnego inwestowania stworzyły badania dotyczące

[102] Harry Markowitz, uznawany za twórcę nowoczesnej teorii portfelowej, przedstawił swoje kluczowe idee w pracy *Portfolio Selection*, opublikowanej w „The Journal of Finance" w 1952 r. Jego teoria, oparta na dywersyfikacji portfela, stanowiła fundament dla późniejszych badań nad zarządzaniem inwestycjami, w tym nad rozwojem strategii pasywnego inwestowania. W 1990 r. Markowitz został laureatem Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii.
[103] William F. Sharpe, ekonomista, jest autorem wskaźnika Sharpe'a oraz jednym z współtwórców modelu wyceny aktywów kapitałowych (Capital Asset Pricing Model, CAPM), który stał się podstawą do analizy ryzyka i zwrotu w portfelach inwestycyjnych. Jego kluczowe idee zostały przedstawione w pracy *Capital Asset Prices:a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk* opublikowanej w „The Journal of Finance" w 1964 r. Za swoje osiągnięcia w rozwinięciu teorii finansów, w szczególności za prace nad CAPM, Sharpe został uhonorowany Nagrodą Nobla w dziedzinie ekonomii w 1990 r.
[104] A. Marszk, E. Lechman, E*xchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019.

efektywności rynków oraz stawiane w związku z nimi hipotezy[105]. W pasywnym inwestowaniu nie dąży się do osiągnięcia stopy zwrotu wyższej od stopy zwrotu całego rynku, ponieważ zakłada się, że rynek finansowy jest efektywny w sensie informacyjnym. W naukach ekonomicznych pojęcie efektywności jest używane w różnych kontekstach, w tym alokacyjnej, transakcyjnej czy informacyjnej[106]. Dla strategii zarządzania portfelem inwestycyjnym kluczowa jest ta ostatnia forma, tj. efektywność informacyjna, na której opiera się pasywne inwestowanie. Podstawą tych założeń jest hipoteza efektywności rynku (Efficient Market Hypothesis, EMH), sformułowana w latach 60. XX w.przez E.F. Famę, laureata Nagrody Nobla z 2013 r.[107].

Warto jednak zaznaczyć, że badania w tym zakresie były prowadzone przez innych naukowców już wcześniej[108]. E. Fama stwierdził m.in., że rynek akcji jest efektywny (w sensie informacyjnym), gdy wszystkie dostępne informacje o akcjach są natychmiast i prawidłowo odzwierciedlone w ich cenach[109]. W takim przypadku nowo pojawiające się informacje nie mogą prowadzić do uzyskania przez inwestorów ponadprzeciętnych stóp zwrotu, gdyż ceny już je uwzględniły. W rezultacie, zgodnie z EMH, handel akcjami odbywa się po ich rynkowej wartości, co czyni systematyczne osiąganie ponadprzeciętnych zysków niemożliwym[110]. Teoria ta podważa zatem skuteczność zarówno selekcji akcji, jak i prób przewidywania najlepszych momentów kupna i sprzedaży aktywów w celu maksymalizacji zysków.

Warto zauważyć, że hipoteza efektywności rynku, teoretycznie zakładająca efektywność w sensie informacyjnym, nie przesądza jednoznacznie, czy dany rynek jest faktycznie efektywny. Co więcej, istnieje szereg badań potwierdzających, że nie może być on całkowicie efektywny, ponieważ napływające informacje nie docierają do wszystkich inwestorów jednocześnie. Ponadto różne ich grupy mogą potrzebować

[105] P. Malhotra, op. cit.
[106] D. Kubacki, *Porównanie efektywności informacyjnej rynku finansowego w wybranych krajach Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia", 86/2017, s. 123–134.
[107] E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance", 25(2)/1970, s. 383–417.
[108] Louis Bachelier w swojej pracy doktorskiej zatytułowanej *Théorie de la spéculation*, obronionej w 1900 r., przedstawił teorię losowych ruchów cen na giełdzie, co można uznać za prekursorską koncepcję efektywności rynku (zob. L. Bachelier, *Théorie de la spéculation*, „Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure", 3(17)/1900, s. 21–86).
[109] E.F. Fama, *The Behavior of Stock-Market Prices*, „The Journal of Business of the University of Chicago", 38(1)/1965, s. 34.
[110] B.G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, „Journal of Economic Perspectives", 17(1)/2003, s. 59–82.

odmiennych okresów na przetworzenie tych informacji, a także – na podstawie tych samych danych – podejmować różne decyzje inwestycyjne[111]. Sam E. Fama sformułował szereg warunków, aby rynek był rynkiem efektywnym, które są trudne do spełnienia[112]. Dlatego też badania związane z hipotezą rynku efektywnego skupiają się na próbie określenia stopnia tej efektywności. E. Fama w swojej publikacji z 1970 r. wyodrębnił trzy następujące formy tej efektywności, w zależności od rodzaju informacji, które mają znajdować odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych[113]:

- Forma słaba (*weak form*) występuje, gdy w cenach instrumentów finansowych znajdują odzwierciedlenie jedynie informacje „historyczne", zarówno dotyczące samych instrumentów, jak i przedsiębiorstw, branży oraz całej gospodarki.
- Forma półsilna (*semi-strong form*) występuje, gdy w cenach instrumentów finansowych znajdują natychmiastowe odzwierciedlenie bieżące informacje publiczne, ogólnie dostępne, oprócz informacji zdefiniowanych w formie słabej.
- Forma silna *(strong form*) występuje, gdy w cenach instrumentów finansowych znajdują natychmiastowe odzwierciedlenie bieżące informacje o utajnionym charakterze, znane jedynie bardzo wąskiej grupie osób, oprócz informacji zdefiniowanych w formach słabej i półsilnej[114].

Istnienie słabej efektywności rynku oznacza, że przy wykorzystaniu analizy technicznej nie jest możliwe systematyczne osiąganie w dłuższym okresie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, rozumianej jako zysk przewyższający ten, który wynika z danego poziomu ryzyka związanego z konkretną inwestycją, lub zysk większy niż stopa zwrotu z całego rynku. Na rynku o półsilnym poziomie efektywności systematyczne osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w dłuższym okresie, przy wykorzystaniu zarówno analizy technicznej, jak i fundamentalnej, też nie jest możliwe. Natomiast na rynku charakteryzującym się silną efektywnością systematyczne osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu jest całkowicie wykluczone, ponieważ nawet

[111] Zob. w szczególności S.J. Grossman, J.E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „The American Economic Review" 1.02.1980, 70(3), s. 393–408.
[112] D. Kubacki, op. cit., s. 123–134.
[113] E.F. Fama, *Efficient Capital Markets…*, op. cit., s. 383–417.
[114] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 66.

inwestorzy posiadający poufne informacje nie są w stanie wykorzystać ich w sposób umożliwiający osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków[115]. Naturalną konsekwencją przyjęcia takiego podziału jest wniosek, że jeżeli rynek jest efektywny informacyjnie w formie silnej, to jest także efektywny informacyjnie w formie półsilnej i słabej. Podobnie z efektywności półsilnej wynika efektywność słaba (relacje odwrotne są niemożliwe)[116].

Należy również pamiętać, że E. Fama określił warunki konieczne do istnienia efektywnego rynku w rozumieniu tego autora. W szczególności warto zwrócić uwagę na: (1) brak kosztów transakcyjnych; (2) powszechny i bezpłatny dostęp do informacji dla wszystkich uczestników rynku; (3) zgodność wśród uczestników rynku co do wpływu nowych informacji na bieżące ceny akcji oraz prognozowania przyszłych cen[117]. Istnieje szereg badań oraz publikacji analizujących hipotezę rynku efektywnego, które ją krytykują lub podważają, jak również znajdziemy badania ją potwierdzające (w różnym zakresie i z różnych perspektyw).

Warto w tym kontekście docenić badania B. Malkiela, na którego prace zwraca się uwagę w temacie inwestowania pasywnego[118]. W swojej książce *A random walk down Wall Street*, opublikowanej po raz pierwszy w latach 70., postawił on kontrowersyjną wówczas tezę, że małpa z zawiązanymi oczami rzucająca rzutkami w gazetę z notowaniami akcji mogłaby wybrać portfel inwestycyjny, który radziłby sobie równie dobrze, jak portfel wybrany przez profesjonalnych zarządzających funduszami[119]. Publikacja ta jest często cytowana jako istotny argument przemawiający za wyższością inwestowania pasywnego.

Ten sam autor, w swojej późniejszej pracy, przeanalizował głosy krytyczne wobec teorii rynku efektywnego i poddał je gruntownej analizie[120]. Zgodził się z tym, że rynki akcji nie są wolne od błędów, a niektórzy inwestorzy wykazują irracjonalne

---

[115] K. Dobrowolski, *Teoria rynków efektywnych i model racjonalnego inwestora – od warunków ryzyka do warunków konfliktu*, „Współczesna Gospodarka", 5(1)/2014, http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-ad445c44-8622-48a9-a3b2-1dd263605324, data dostępu: 11.07.2024.
[116] R. Buła, *Efektywność informacyjna a zachowanie cen akcji tworzących indeks WIG20*, „Studia Ekonomiczne" 1.01.2014, t. 177.
[117] K. Dobrowolski, op. cit.
[118] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 10.
[119] B.G. Malkiel, *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing*, W.W. Norton & Company, New York 2007, s. 24.
[120] B.G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, „Journal of Economic Perspectives", 17(1)/2003, s. 59–82.

zachowania. Zauważył też, że w rezultacie mogą pojawiać się nieregularności cenowe i przewidywalne wzorce w stopach zwrotu z akcji, utrzymujące się przez krótki czas. Przyznał, że rynek nie może być całkowicie efektywny, ponieważ profesjonaliści nie mieliby wówczas motywacji do odkrywania informacji, które szybko odzwierciedlają się w cenach rynkowych. Co więcej, zdaniem B. Malkiela z biegiem czasu i wraz z rosnącą złożonością baz danych oraz technik analizy będziemy dokumentować dalsze odstępstwa od efektywności. Końcowy rezultat prawdopodobnie nie doprowadzi jednak do porzucenia przekonania, że rynek akcji efektywnie wykorzystuje informacje. Natomiast okresy, takie jak 1999 r., kiedy istniały „bańki" w niektórych sektorach rynku, są na szczęście wyjątkiem, a nie regułą. Zdaniem Malkiela w długim terminie mało prawdopodobne jest utrzymanie się odkrytych wzorców czy irracjonalności w wycenie poszczególnych akcji tak, aby dostarczały inwestorom metod do osiągania nadzwyczajnych stóp zwrotu.

2.3 Weryfikacja hipotezy rynku efektywnego z perspektywy inwestowania pasywnego

Istnieje szereg badań i analiz – naukowych oraz przeprowadzonych przez organizacje branżowe – dotyczących weryfikacji hipotezy rynku efektywnego, zarówno w sposób bezpośredni, jak i pośredni. T. Miziołek szeroko przeanalizował te badania, omawiając różne metody weryfikacji tej hipotezy[121]. W odniesieniu do pasywnego zarządzania autor ten wskazał na możliwość weryfikacji hipotezy rynku efektywnego (również w formie silnej) m.in. poprzez porównanie efektywności aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych do odpowiednich benchmarków (indeksów) rynkowych. Analizy te wskazują, że aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne osiągają na ogół, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej, niższe stopy zwrotu (także skorygowane o ryzyko) niż indeksy, co potwierdza hipotezę o istnieniu efektywności informacyjnej rynku, nawet w jej silnej formie[122].

Wiele z tych publikacji ma charakter ściśle naukowy, ale istnieją również ogólnodostępne opracowania branżowe. Warto zwrócić w szczególności uwagę na raporty oraz narzędzia sporządzane przez największą na świecie spółkę dostarczającą indeksy na rynek finansowy – S&P Dow Jones Indices. Firma ta od 2002 r.

[121] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 77–123.
[122] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 88.

przygotowuje serię publikacji porównujących wyniki aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych ze stopami zwrotu indeksów, znaną jako *S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) Scorecard*. Analiza historycznych raportów SPIVA przeprowadzona przez T. Miziołka wskazuje, że w długim terminie wyniki aktywnie zarządzanych portfeli inwestycyjnych są przeciętnie gorsze od stóp zwrotu indeksów rynkowych, szczególnie na rynku amerykańskim, zarówno w przypadku funduszy akcji, jak i funduszy inwestujących w instrumenty dłużne[123]. Obecnie raport SPIVA jest wyposażony w interaktywne narzędzie, które pozwala każdemu użytkownikowi dokonywać takich porównań w różnych regionach świata i na przestrzeni różnych okresów[124]. Dodatkowe dane porównawcze przedstawiono w raporcie *Morningstar Active/Passive Barometer*, opracowywanym corocznie przez firmę Morningstar, jedną z czołowych instytucji analitycznych na rynku finansowym. W tym dokumencie dokonano szczegółowej oceny efektywności aktywnie zarządzanych funduszy w porównaniu z ich pasywnymi odpowiednikami, uwzględniając takie czynniki, jak koszty zarządzania, stopy zwrotu oraz wskaźnik przetrwania funduszy na rynku[125]. Metodologia raportu opiera się na regularnym monitorowaniu wyników tysięcy funduszy inwestycyjnych, co pozwala na przedstawienie długoterminowej analizy efektywności strategii aktywnego zarządzania w porównaniu z podejściem pasywnym. W edycji raportu na koniec 2023 r., obejmującej analizę 8338 funduszy o łącznej wartości aktywów 18 bln USD, co stanowiło ok. 55% amerykańskiego rynku funduszy, wykazano, że jedynie 47% strategii aktywnego zarządzania osiągnęło wyniki lepsze niż ich pasywne odpowiedniki, ale i tak zauważono poprawę w stosunku do 43% z 2022 r.[126].

2.4 Pojęcie portfela rynkowego

Analiza inwestowania pasywnego nieuchronnie prowadzi do rozważań nad pojęciem portfela rynkowego (*market portfolio*), stanowiącego teoretyczny punkt odniesienia dla strategii odwzorowujących zachowanie całego rynku. Podstawy tego podejścia wywodzą się z nowoczesnej teorii portfela (Modern Portfolio Theory, MPT), której

[123] Ibidem, s. 122.
[124] S&P Dow Jones Indices, *SPIVA*, https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/, dostęp: 11.07.2024.
[125] B. Armour, R. Jackson, D. Boyadzhiev, *US Active/Passive Barometer Report: Mid-Year 2025*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer, data dostępu: 27.10.2025.
[126] Ibidem.

fundamenty zostały sformułowane przez Harry'ego Markowitza w 1952 r.[127] i 1959 r.[128] Jego prace, oparte na analizie stóp zwrotu, odchyleń standardowych i korelacji pomiędzy aktywami, wykazały korzyści płynące z dywersyfikacji – w szczególności możliwość redukcji ryzyka całkowitego przy zachowaniu oczekiwanej stopy zwrotu.

Model Markowitza zakłada, że inwestorzy wybierają portfele zgodne ze swoimi preferencjami dotyczącymi relacji ryzyka do zysku, dążąc do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności. Portfele znajdujące się na tzw. granicy efektywnej (*efficient frontier*) stanowią optymalny zestaw inwestycji przy danych założeniach modelowych[129]. W tym ujęciu portfel rynkowy może być rozumiany jako portfel reprezentatywny dla całego rynku – złożony ze wszystkich dostępnych aktywów w proporcjach odpowiadających ich udziałowi w rynku.

Złożoność praktycznego zastosowania modelu Markowitza – wynikająca m.in. z konieczności estymacji licznych współczynników korelacji – skłoniła kolejnych badaczy do poszukiwania jego uproszczeń[130]. Najpowszechniejszym z nich stał się jednowskaźnikowy model Sharpe'a, określany również jako model jednoczynnikowy (*single index model*). Jego podstawowym założeniem jest istnienie liniowej zależności pomiędzy stopą zwrotu z danego aktywa a stopą zwrotu z indeksu giełdowego, odzwierciedlającego ogólną kondycję rynku kapitałowego. Model ten zakłada, że całkowite ryzyko inwestycji dzieli się na dwie składowe: ryzyko systematyczne, związane z ogólnymi zmianami rynkowymi i reprezentowane przez jeden czynnik rynkowy (np. szeroki indeks giełdowy), oraz ryzyko specyficzne (niesystematyczne), mające charakter losowy i wynikające z cech konkretnego aktywa[131]. Zarówno dane empiryczne, jak i obserwacje cen spółek giełdowych wskazują, że w okresach dobrej

[127] H. Markowitz, *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance", 7(1)/1952, s. 77–91.
[128] H. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, New York 1959.
[129] „Granica efektywna" (*efficient frontier*) to zbiór optymalnych portfeli inwestycyjnych w rozumieniu teorii portfela Markowitza, czyli tych, które przy danym poziomie ryzyka zapewniają najwyższą oczekiwaną stopę zwrotu bądź odwrotnie: przy danym poziomie oczekiwanej stopy zwrotu gwarantują najniższy poziom ryzyka, zob. H. Markowitz, *Portfolio Selection*, op. cit., s. 77–91.
[130] M. Szulc-Janek, *Klasyczna analiza portfelowa a portfele fundamentalne – porównanie jakości modeli na przykładzie spółek WIG20*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 25, https://journals.indexcopernicus.com/publication/1231912/Małgorzata-Szulc-Janek-Klasyczna-analiza-portfelowa, dostęp: 11.07.2024.
[131] W.F. Sharpe, *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, „Management Science", 9(2)/1963, s. 277–293. Model ten opiera się na szeregu założeń. Przyjmuje się m.in., że inwestorzy działają racjonalnie i dążą do maksymalizacji użyteczności oczekiwanej stopy zwrotu przy danym poziomie ryzyka, mierzonego jako odchylenie standardowe. Zakłada się ponadto doskonałą konkurencję rynkową, brak kosztów transakcyjnych, brak barier wejścia i wyjścia oraz symetryczny dostęp do informacji dla wszystkich uczestników rynku.

koniunktury giełdowej (mierzonej wzrostem indeksów) notowania większości spółek rosną, natomiast w okresach dekoniunktury mają tendencję spadkową. To sugeruje, że współzależność stóp zwrotu może wynikać z podobnej reakcji poszczególnych aktywów na zmiany ogólnorynkowe, a miarą tej korelacji jest odniesienie stopy zwrotu z danego waloru do stopy zwrotu z indeksu[132].

Model Sharpe'a nie tylko uprościł koncepcję Markowitza, lecz także stworzył fundament do opracowania najbardziej wpływowego modelu wyceny aktywów finansowych – Capital Asset Pricing Model (CAPM), rozwiniętego przez samego Sharpe'a oraz m.in. J. Lintnera i J. Mossina. CAPM zakłada, że inwestorzy otrzymują premię za ryzyko wyłącznie za ekspozycję na ryzyko systematyczne – czyli na zmienność całego rynku – mierzoną współczynnikiem beta. Parametr ten wskazuje, jak silnie zmienia się stopa zwrotu danego aktywa w odpowiedzi na zmianę stopy zwrotu indeksu rynkowego przy założeniu niezmienności innych czynników[133]. Określa się go często jako indeks rynku (*market index*) lub portfel rynkowy (*market portfolio*). W praktyce uważa się, że najlepszym przybliżeniem portfela rynkowego jest szeroki indeks rynku akcji[134]. Choć CAPM, podobnie jak inne modele rynku kapitałowego, jest znacznie uproszczony i niepozbawiony krytyki[135], nadal pełni istotną funkcję analityczną – zarówno jako narzędzie selekcji portfela, jak i punkt odniesienia dla oceny relacji ryzyka do oczekiwanej stopy zwrotu[136].

2.5 Indeksy giełdowe w nauce ekonomii: analiza funkcji i zastosowań

Słowo „indeks", pochodzące z języka łacińskiego, w pierwotnej definicji oznaczało coś, co wskazywało, przedstawiało lub informowało. Z biegiem czasu nabrało znaczenia spisu, rejestru lub systematycznego wykazu i obecnie jest powszechnie używane w tym kontekście[137]. W wielu przypadkach indeks jest stosowany również jako symbol oznaczający znak, literę lub liczbę, reprezentujący wielkość stosunkową. W odniesieniu do dyscyplin ekonomicznych indeks rozumie się właśnie jako wielkość

[132] E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann, *Modern portfolio theory and investment analysis*, Hoboken, New York 2014, s. 128.
[133] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 43.
[134] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 22.
[135] K. Jajuga, *Równowaga rynku kapitałowego – pół wieku historii rodziny CAPM*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2013, nr 63, s. 181–192.
[136] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, op. cit., s. 244.
[137] L. Cyhelsky, *Pojęcie indeksu w statystyce ekonomicznej*, Wydział Prawa i Administracji UAM, Poznań 1983, http://hdl.handle.net/10593/16917, dostęp: 11.07.2024.

stosunkową, która coś charakteryzuje, przedstawia lub podaje[138]. Z perspektywy rynku finansowego indeksy (*financial market indices*, *financial indices*) odgrywają rolę syntetycznych statystycznych wskaźników, których podstawowym celem jest zobrazowanie koniunktury panującej na rynku finansowym lub w jego określonym segmencie[139]. Indeksy te odzwierciedlają średnią wartość konkretnego portfela instrumentów finansowych, które zwykle (choć niekoniecznie) notowane są na giełdach papierów wartościowych.

W naukach finansowych indeksy pełnią szereg kluczowych funkcji, które zostały szczegółowo opisane m.in. przez G. Rauterberga i A. Versteina. Autorzy ci wskazują, że można je podzielić na trzy zasadnicze grupy: (1) indeksy występują jako wzorce bądź punkty odniesienia do zarządzania inwestycjami, (2) jako odniesienia dla kontraktów i instrumentów pochodnych oraz (3) jako źródła informacji[140]. Podobną klasyfikację funkcji indeksów przedstawiają również J. Czekaj[141] oraz T. Miziołek[142].

W tym ujęciu indeksy stanowią, po pierwsze, syntetyczną informację o bieżącej sytuacji na rynku lub w jego wybranych segmentach, pozwalając inwestorom na szybką orientację w ogólnym kierunku zmian. Z tej perspektywy J. Czekaj przyjmuje nawet (w dużym uproszczeniu), że indeks giełdowy można traktować jako pewien sztucznie skonstruowany papier wartościowy, który syntetycznie opisuje sytuację na giełdzie (rynku)[143]. Po drugie, indeksy służą jako instrumenty bazowe dla instrumentów pochodnych, umożliwiając inwestorom korzystanie z nich. Indeks giełdowy odgrywa również rolę punktu odniesienia dla oceny efektywności inwestowania, umożliwiając porównanie wyników portfela inwestycyjnego z ogólnym rynkiem. Ponadto indeksy stanowią specjalistyczne narzędzie, które wspiera inwestorów w konstruowaniu własnych wskaźników giełdowych, co umożliwia bardziej szczegółową analizę danych rynkowych[144]. Wreszcie indeks giełdowy może być również uznawany za substytut portfela rynkowego, a to ma istotne znaczenie w kontekście teorii

[138] Ibidem.
[139] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 125.
[140] A. Verstein, I*ndex Theory: The Law, Promise, And Failure Of Financial Indices*, „Lecturer and Other Affiliate Scholarship Series", 30/2013, https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8464, dostęp: 11.07.2024.
[141] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 11.1.3.
[142] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 126.
[143] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 11.1.3.
[144] A. Zaremba, *Giełda podstawy inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2014, s. 120–123.

portfelowej oraz modeli rynku kapitałowego. Oprócz wymienionych zastosowań indeksy rynku finansowego są kluczowe w badaniach naukowych oraz w procesach decyzyjnych dotyczących alokacji aktywów na rynku finansowym. Mogą również stanowić użyteczne narzędzie prognostyczne w kontekście przyszłych zachowań rynkowych, choć należy zauważyć, że ta ostatnia funkcja ma ograniczone zastosowanie w strategiach inwestowania pasywnego[145].

2.6 Zastosowanie indeksów giełdowych w inwestowaniu

Z perspektywy inwestowania indeksowego kluczowe znaczenie mają funkcje indeksu jako wzorca dla inwestycji, punktu odniesienia do oceny skuteczności inwestowania oraz – przede wszystkim – jako substytutu portfela rynkowego. Indeksy umożliwiają inwestorom śledzenie wyników rynków finansowych oraz ich replikację poprzez inwestowanie w instrumenty indeksowe, co minimalizuje koszty transakcyjne i koszty zarządzania aktywami. Z punktu widzenia rynku giełdowego indeks stanowi miernik obrazujący zmiany cen instrumentów finansowych w odniesieniu do ustalonego okresu bazowego. Giełdowy indeks akcji opiera się na notowaniach akcji firm znajdujących się w obrocie giełdowym, co pozwala na ocenę stanu rynku kapitałowego[146].

Indeks jako miara statystyczna jest obliczany na podstawie cen papierów wartościowych lub instrumentów finansowych wchodzących w skład jego portfela (koszyka). Skład ten ustalany jest zgodnie z metodologią określoną przez podmiot odpowiedzialny za dany indeks[147]. Istnieje wiele sposobów konstruowania indeksów akcji, jednak z perspektywy inwestowania pasywnego szczególną uwagę należy zwrócić na trzy kryteria[148]. Są to:

- Liczba spółek uwzględnianych w konstrukcji indeksu – Zazwyczaj uwzględnia się w niej tylko wybraną część spółek notowanych na danym rynku. Przykładowo, w Polsce indeksy WIG20, mWIG40 i sWIG80 nie obejmują wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, lecz odpowiednio: 20, 40 i 80. Może to być stosunkowo niewielka część spółek, jak w przypadku

[145] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym*, op. cit., s. 127.
[146] W. Dębski, op. cit., s. 56–59.
[147] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 130.
[148] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 11.1.3.

indeksu Dow Jones Industrial Average (30), lub znaczna ich część, jak w przypadku indeksu S&P 500 (500).

- Sposób ważenia udziałów akcji w indeksie – Akcje mogą być ważone według różnych parametrów, takich jak kapitalizacja rynkowa czy cena akcji, mogą być również indeksy o równych udziałach wszystkich spółek (*equal weighted index*).
- Uwzględnianie dochodów z tytułu dywidend i praw poboru – Istotne jest, czy indeks bierze pod uwagę dochody z dywidend oraz prawa poboru, co ma znaczenie w kontekście inwestowania indeksowego (indeksy dochodowe, *total return index*), czy też ich nie uwzględnia (indeksy cenowe, *price return index*).

Przedstawione powyżej aspekty konstrukcyjne mają zasadnicze znaczenie nie tylko dla sposobu obliczania indeksu, lecz także dla jego funkcji jako punktu odniesienia (benchmarku) w strategiach inwestycyjnych. W praktyce rynku kapitałowego wyraźnie wyodrębniły się indeksy, które – ze względu na swoją strukturę, metodykę obliczania oraz długookresowe wykorzystanie – pełnią funkcję referencyjnych wskaźników rynkowych dla szerokiego zakresu instrumentów indeksowych.

Jednym z pierwszych[149], a zarazem najbardziej rozpoznawalnych, indeksów tego typu jest Dow Jones Industrial Average (DJIA), opracowany pod koniec XIX w. przez Ch. Dowa. Indeks ten, opublikowany po raz pierwszy w 1896 r., odnosił się do akcji spółek przemysłowych notowanych na giełdzie nowojorskiej i stanowił próbę syntetycznego zobrazowania ogólnego kierunku zmian cen akcji w tym segmencie rynku[150]. DJIA był konstruowany jako prosta średnia arytmetyczna cen akcji (*price-weighted index*), co ograniczało jego zdolność do reprezentatywnego odwzorowania całego rynku, niemniej przez długi czas pozostawał powszechnie stosowanym wskaźnikiem koniunktury gospodarczej w Stanach Zjednoczonych[151].

Kolejnym istotnym etapem w rozwoju wskaźników rynkowych było wprowadzenie indeksu Standard & Poor's 500 (S&P 500), obejmującego 500 największych

[149] Przed powstaniem DJIA założyciele Dow Jones & Company utworzyli Dow Jones Transportation Average (DJTA), który był jednak indeksem sektorowym i jako taki nie odzwierciedlał całego rynku, nigdy też nie uzyskał popularności porównywalnej do DJIA.
[150] Warto zwrócić uwagę, że indeks ten był wielokrotnie modyfikowany. Początkowo obejmował tylko 12 spółek, obecnie – 30. Zob. Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, op. cit., s. 38.
[151] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, op. cit., rozdział 11.1.3.

amerykańskich spółek giełdowych, ważonych kapitalizacją rynkową[152], co miało odpowiadać na potrzebę stworzenia bardziej reprezentatywnego miernika rynku[153]. Konstrukcja tego indeksu stanowiła jakościowy przełom względem wcześniejszych rozwiązań, umożliwiając dokładniejsze odwzorowanie struktury rynku kapitałowego. Kluczową różnicą między indeksami S&P 500 a DJIA było zastosowanie w tym drugim ważenia kapitalizacją rynkową, dzięki czemu wpływ poszczególnych podmiotów na indeks jest proporcjonalny do ich znaczenia rynkowego. Dodatkowo metodologia indeksu S&P 500 uwzględnia *free float*[154], czyli wyłącza z obliczeń akcje niedostępne do obrotu, co zwiększa jego przydatność inwestycyjną i pozwala na bardziej realistyczne odzwierciedlenie wartości rynkowej oraz płynności aktywów[155].

Ze względu na swoją strukturę i szerokie pokrycie rynku indeks S&P 500 zyskał status praktycznego ekwiwalentu portfela rynkowego w modelach teoretycznych[156] – w tym w modelu CAPM – a w ujęciu praktycznym stał się benchmarkiem dla pierwszych funduszy indeksowych. Do dziś pozostaje powszechnym punktem odniesienia dla funduszy oferujących szeroką ekspozycję na amerykański rynek akcji[157]. Pomimo pojawiających się zastrzeżeń co do traktowania tego indeksu jako odpowiednika szerokiego rynku (zob. pkt 3.1), nadal stanowi on istotne narzędzie analizy trendów rynkowych oraz ocen kondycji i efektywności rynku kapitałowego w Stanach Zjednoczonych[158].

---

[152] *S&P U.S. Indices Methodology*, S&P Dow Jones Indices, https://www.spglobal.com/spdji/en/methodology/article/sp-us-indices-methodology/, dostęp: 17.07.2024.
[153] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, op. cit., s. 42.
[154] *Free float* to część akcji spółki giełdowej, która znajduje się w obrocie publicznym i jest dostępna na rynku wtórnym, z wyłączeniem akcji posiadanych przez podmioty dominujące, inwestorów strategicznych oraz osoby posiadające istotny wpływ na działalność danego podmiotu, takie jak członkowie zarządu. Wskaźnik ten ma istotne znaczenie w analizie płynności rynku oraz ocenie zmienności cen akcji, ponieważ odzwierciedla część kapitału zakładowego, która może być przedmiotem transakcji bez znaczącego wpływu na wycenę rynkową spółki.
[155] S.B. Smart, C.J. Zutter, op. cit., s. 134.
[156] Sam indeks S&P 500, choć obejmuje tylko 500 amerykańskich spółek publicznych, jest powszechnie uważany za pasywną reprezentację „rynku", reprezentuje bowiem ponad 80% kapitalizacji całego rynku akcji amerykańskich. Zob. S. Subramanian, *The Top 10 S&P 500 Stocks By Weight—A Boon Or Bane?*, Forbes, 22.05.2024, https://www.forbes.com/sites/investor-hub/article/top-sp-500-stocks-by-weight/, dostęp: 17.07.2024.
[157] J. Bebel, *Why the Rise of Index Investing Isn't Slowing Down Anytime Soon*, Morningstar 22.03.2024, https://www.morningstar.com/funds/why-rise-index-investing-isnt-slowing-down-anytime-soon, dostęp: 13.07.2024.
[158] J.W. Wilson, C.P. Jones, *An Analysis of the S&P 500 Index and Cowles's Extensions: Price Indexes and Stock Returns, 1870–1999*, „The Journal of Business", 75(3)/2002, s. 505–533.

Konstrukcja indeksów takich jak S&P 500 odegrała zatem fundamentalną rolę w rozwoju instrumentów indeksowych, których funkcjonowanie – zarówno od strony ekonomicznej, jak i regulacyjnej – stanowi przedmiot dalszej analizy w niniejszej rozprawie.

3 Inwestowanie pasywne a inwestowanie indeksowe

3.1 Naśladowanie wyniku indeksu a naśladowanie wyniku portfela rynkowego

Często pomiędzy inwestowaniem pasywnym a podążaniem za indeksem (naśladowaniem indeksu) stawia się znak równości. Oznaczałoby to w pewnym uproszczeniu, że każdy fundusz inwestycyjny indeksowy określany jest jako fundusz pasywny, natomiast pozostała część funduszy zaliczana jest do zbioru funduszy aktywnych[159]. Analizując dogłębnie zdefiniowane podejście do inwestowania pasywnego, a także wnioski płynące z teoretycznych podstaw tej metody oraz konstrukcji portfeli rynkowych przy wykorzystaniu różnorodnych indeksów i instrumentów je naśladujących, staje się jasne, że naśladowanie wyniku inwestycyjnego indeksu nie zawsze jest równoznaczne z naśladowaniem wyniku inwestycyjnego portfela rynkowego. Tym samym inwestowanie indeksowe nie jest jednoznaczne z inwestowaniem pasywnym.

D. Easley i inni zwracają uwagę na ten aspekt w kontekście oceny obecnego rynku inwestowania pasywnego i indeksowego[160]. Podkreślają, że w okresie, gdy inwestowanie pasywne utożsamiano wyłącznie z funduszami indeksowymi, dychotomia między inwestowaniem pasywnym a aktywnym była wyraźna: był to wybór uniwersalnego, niskokosztowego funduszu indeksowego lub inwestycja w droższy, selektywnie dobrany portfel aktywów generujący alfę. Równowaga pomiędzy inwestowaniem pasywnym a aktywnym zależała od względnych kosztów dostarczania produktów inwestycyjnych oraz od kosztu i dostępności informacji niezbędnych do generowania alfy. Obecnie jednak rozwój produktów indeksowych (i nie tylko) sprawił, że te granice i porównania nie są już tak łatwe do wyznaczenia. W dalszej części

[159] A. Trąpczyński, *Fundusze smart beta – pasywne i efektywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", 80(2)/2018, s. 225–240.
[160] D. Easley, D. Michayluk, M. O'Hara, T.J. Putniņš, *The Active World of Passive Investing**, „Review of Finance" 1.09.2021, 25(5), s. 1433–1471.

podrozdziału szczegółowo zostanie omówione idea „inwestowanie indeksowe", które jest znacznie szersze niż pojęcie „inwestowanie pasywne" i obejmuje nie tylko strategie czysto pasywne, lecz także inne, określane jako półaktywne.

Zarówno Vanguard 500 Index Fund — pierwszy detaliczny fundusz indeksowy, uruchomiony w 1976 r. — jak i SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY) — pierwszy fundusz ETF w Stanach Zjednoczonych, notowany od 1993 r. — oba odwzorowujące indeks S&P 500, to według większości ekspertów najbardziej znane przykłady praktycznej implementacji klasycznego rozumienia pasywnego inwestowania, mającego na celu naśladowanie wyniku inwestycyjnego indeksu obejmującego szeroki rynek akcji amerykańskich[161].

Zrównanie inwestowania w indeks z inwestowaniem pasywnym jest jednak coraz częściej kwestionowane przez analityków branżowych[162] oraz naukowców[163]. W szczególności warto zauważyć, że – jak podkreślają R. Fuller, B. Han i Y. Tung – już sama konstrukcja i funkcjonowanie indeksu wymaga szeregu aktywnych decyzji zarządzających, które wpływają na jego wyniki[164]. Kluczowe jest przypisanie wag spółkom: Dow Jones[165] stosuje wagi cenowe, a Standard & Poor's[166] i Frank Russell Company[167] – wagi oparte na kapitalizacji.

Równie istotny jest wybór akcji wchodzących w skład indeksu, który może być arbitralny, jak w Dow Jones, w którym decyzje podejmuje komitet indeksowy, lub bardziej obiektywny, jak w przypadku Standard & Poor's, w którym wybór akcji opiera się na ustalonych wytycznych, choć wciąż jest miejsce na subiektywną ocenę

[161] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 23.
[162] M. Pal, *The S&P 500 is far from passive*, Moneycontrol, https://www.moneycontrol.com/news/business/markets/the-sp-500-is-far-from-passive-11649211.html, dostęp: 17.07.2024.
[163] J.M. Geppert, S.I. Ivanov, G.V. Karels, *An analysis of the importance of S&P 500 discretionary constituent changes*, „Review of Quantitative Finance and Accounting" 1.07.2011, 37(1), s. 21–34; A. Robertson, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, „Yale Journal on Regulation", 37/2019, https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8294, dostęp: 13.07.2024; B.S. Sharfman, V. Deluard, op. cit.
[164] R.J. Fuller, B. Han, Y. Tung, *Thinking about Indices and „Passive" versus Active Management*, „The Journal of Portfolio Management", 36(4)/2010, s. 35–47.
[165] Dow Jones & Company, Inc., obecnie część News Corp, nadal dostarcza kluczowe informacje finansowe i wskaźniki rynkowe, zarządza też znanymi indeksami, takimi jak Dow Jones Industrial Average, jest także wydawcą „The Wall Street Journal".
[166] Standard & Poor's obecnie działa jako część S&P Global Inc.
[167] Frank Russell Company, obecnie działająca pod nazwą Russell Investments, kontynuuje działalność jako dostawca rozwiązań inwestycyjnych. Niemniej odpowiedzialność za zarządzanie indeksami stworzonymi przez tę firmę została przekazana FTSE Russell, która stanowi część London Stock Exchange Group.

komitetu indeksowego. Liczba akcji w indeksie również ma znaczenie, np. pierwszy indeks Dow Jones, prekursor DJIA, zawierał 11 akcji, a liczba ta wzrosła do 30 w 1928 r. i pozostaje niezmieniona do dziś. Z kolei indeks S&P 500 (a w zasadzie jego pierwowzór), powstały w 1923 r., początkowo obejmował 233 akcje, a liczba ta wzrosła do 500 w 1957 r. Firma Frank Russell w 1978 r. wybrała liczbę 1000 dla indeksu R1000 i 2000 dla indeksu R2000, a wartości te pozostają niezmienione od powstania. Takie decyzje mają istotne znaczenie ekonomiczne, bo wpływają na reprezentatywność indeksu. Ważna jest częstotliwość rebalansowania – Dow Jones i S&P robią to przy zmianach składników, a Frank Russell corocznie. Sposób reinwestowania dywidend także może wymagać aktywnych decyzji, wpływających na efektywność indeksu. W rezultacie konstrukcja indeksu giełdowego obejmuje liczne aktywne decyzje, które mają kluczowy wpływ na jego reprezentatywność i wyniki.

Warto w tym kontekście przytoczyć badania dotyczące jednego z najpopularniejszych na świecie indeksów, czyli S&P 500, który – jak wskazano powyżej – często jest utożsamiany z inwestowaniem pasywnym. A. Robertson formułuje tezę, że indeks ten nie stanowi obiektywnego wyznacznika amerykańskiego rynku akcji ani substytutu portfela rynkowego[168], ponieważ odzwierciedla wyniki wybranych dużych spółek o wysokiej kapitalizacji, a jego skład jest w znacznym stopniu kształtowany przez uznaniowe decyzje Komitetu Indeksowego (Index Committee)[169]. Mimo istnienia formalnych kryteriów selekcji spółek są one często formułowane w sposób elastyczny, co umożliwia Komitetowi podejmowanie decyzji z dużą dozą uznaniowości. Robertson wskazuje, że owe uznaniowe decyzje mogą wpływać na ok. 5% wartości indeksu, co w 2017 r. odpowiadało niemal 1 bln USD. W rezultacie skład S&P 500 jest w dużej mierze wynikiem działań Komitetu Indeksowego, co podważa jego neutralność i uniwersalność jako wskaźnika rynkowego.

Podobne wnioski przedstawili B.S. Sharfman i V. Deluard[170], którzy zbadali wpływ decyzji Komitetu Indeksowego S&P 500 na stopy zwrotu uzyskiwane przez inwestorów. Autorzy zwrócili szczególną uwagę m.in. na opóźnione włączenie Tesli do indeksu w 2020 r. Ten przypadek ilustruje – ich zdaniem – w jaki sposób decyzje

[168] A. Robertson, *The (Mis)uses of the S&P 500*, „The University of Chicago Business Law Review" 1.01.2023, 2(1), https://chicagounbound.uchicago.edu/ucblr/vol2/iss1/3, dostęp: 02.09.2025.
[169] Na przykład niektóre z kryteriów kwalifikacji spółek są sformułowane jako „powinno" zamiast „musi" lub „ma", co sprawia, że nie jest jasne, na ile są one wiążące.
[170] B. Sharfman, V. Deluard, op. cit.

dotyczące pojedynczych spółek mogą znacząco wpłynąć na wyniki indeksu oraz na stopy zwrotu funduszy, które go naśladują. Sharfman i Deluard obliczyli, że wcześniejsze włączenie Tesli do indeksu, zgodnie z zasadami S&P 500, mogłoby przynieść inwestorom dodatkowe 24 punkty bazowe stopy zwrotu rocznie. Dodatkowo, badania J. M. Gepperta, S. I. Ivanova i G. V. Karela wykazały, że liczne zmiany w składzie S&P 500 miały istotny wpływ na wyniki indeksu, często niekorzystny w porównaniu z sytuacją, gdyby tych zmian nie dokonano[171].

Rezultaty tych badań podkreślają, jak znaczący wpływ na wyniki inwestycyjne mają decyzje Komitetu Indeksowego, co wzmacnia tezę o uznaniowym charakterze zarządzania indeksami przez S&P Dow Jones Indices. Potwierdzają to postanowienia regulaminu metodologii indeksów S&P[172]. Podkreśla się w nim, że Komitet może m.in. zmieniać politykę indeksową, w tym zasady wyboru firm, traktowanie dywidend, liczbę akcji i inne kwestie. Obrady Komitetu są poufne, ponieważ informacje o zmianach w indeksach mogą mieć istotny wpływ na rynek. Dodatkowo Komitety Indeksowe S&P Dow Jones Indices mają prawo do odstępstw od przyjętej metodologii, jeśli uznają to za konieczne. Nie bez znaczenia pozostaje także sam skład indeksu S&P 500, ograniczonego do największych spółek, co może nie oddawać pełnego obrazu rynku i stanowić problem dla inwestorów poszukujących szerszej ekspozycji, obejmującej także spółki o mniejszej kapitalizacji. Z danych z maja 2024 r. wynika, że 10 największych spółek, w tym Apple, stanowiło aż 1/3 kapitalizacji całego indeksu[173]. To rodzi obawy o nadmierną koncentrację[174]. Warto też spojrzeć na nierówności sektorowe. Indeks S&P 500, zdominowany przez spółki technologiczne, nie jest zatem w pełni pasywny – jest raczej pasywnym sposobem na implementację aktywnego zarządzania, przewidującym podejmowanie aktywnych zakładów na spółki o dużej kapitalizacji kosztem mniejszych[175].

---

[171] J.M. Geppert, S.I. Ivanov, G.V. Karels, *An analysis of the importance of S&P 500 discretionary constituent changes*, op. cit., s. 21–34.
[172] S&P Dow Jones Indices, *S&P U.S. Indices Methodology*, https://www.spglobal.com/spdji/en/methodology/article/sp-us-indices-methodology/, dostęp: 17.07.2024.
[173] N. Reiff, *Why Do Investors Use the S&P 500 as a Benchmark?*, Investopedia, https://www.investopedia.com/ask/answers/041315/what-are-pros-and-cons-using-sp-500-benchmark.asp, dostęp: 17.07.2024.
[174] S. Subramanian, *The Top 10 S&P 500 Stocks By Weight – a Boon Or Bane?*, Forbes, 22.05.2024, https://www.forbes.com/sites/investor-hub/article/top-sp-500-stocks-by-weight/, dostęp: 17.07.2024.
[175] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 24.

Powyższe przykłady nie wyczerpują wszystkich argumentów podważających tezę, że S&P 500 to reprezentatywny indeks szerokiego rynku amerykańskich akcji, a tym samym portfel rynkowy. Badania pokazują, że sposób prezentacji S&P 500 systematycznie wpływa na rynki finansowe, co oznacza, że indeks nie tylko odzwierciedla rynek, lecz także na niego oddziałuje[176]. Podsumowując te rozważania, trudno uznać S&P 500 za w pełni pasywny, jeśli ma reprezentować szeroki portfel rynkowy. B.S. Sharfman i V. Deluard posuwają się dalej, argumentując, że z uwagi na liczne uznaniowe decyzje w zarządzaniu S&P 500 fundusze śledzące ten indeks powinny być klasyfikowane jako aktywnie zarządzane[177]. Podobnie twierdzi A. Robertson, która przeprowadziła badania dotyczące funduszy naśladujących stopę zwrotu indeksu S&P 500[178]. Badaczka wskazuje, że ok. 60% funduszy śledzących S&P 500 używa terminu „pasywny" w swoich prospektach i innych dokumentach. Argumentuje również, że ze względu na liczne uznaniowe decyzje wpływające na charakter S&P 500 fundusze te, reklamując jego pasywny charakter, mogą wprowadzać inwestorów w błąd, co może stanowić naruszenie amerykańskich przepisów dotyczących rzetelnego informowania o produktach inwestycyjnych.

Istnieją fundusze inwestujące w indeksy szerokiego rynku, które spełniają kluczowe wymogi inwestowania pasywnego i odzwierciedlają ideę portfela rynkowego. T. Miziołek zwraca uwagę na dwa przykłady takich indeksów oraz naśladujących je funduszy inwestycyjnych[179]. Pierwszym jest Vanguard Total Stock Market Index Fund, założony przez J.C. Bogle'a w celu naśladowania stóp zwrotu z całego rynku akcji[180]. W październiku 2013 r. fundusz stał się największym funduszem inwestycyjnym na świecie, a na koniec 2020 r. jako pierwszy w historii osiągnął aktywa o wartości 1 bln USD[181]. Śledzi on wyniki indeksu CRSP US Total Market Index, administrowanego przez Center for Research in Security Prices (CRSP) afiliowanego przy University of Chicago Booth School of Business. Indeks ten obejmuje niemal cały rynek akcji w Stanach Zjednoczonych, od małych firm po gigantów, takich jak

[176] S.M. Hartzmark, D.H. Solomon, *Reconsidering Returns*, „The Review of Financial Studies", 35(1)/2022, s. 343–393.
[177] B.S. Sharfman, V. Deluard, op. cit.
[178] A. Robertson, op. cit.
[179] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 24.
[180] J.C. Bogle, *Common sense on mutual funds*, op. cit., s. 50.
[181] D. Carey, *Vanguard Total Stock Market Index Hits the Trillion Dollar Milestone*, Morningstar, https://www.morningstar.com/funds/vanguard-total-stock-market-index-hits-trillion-dollar-milestone, dostęp: 18.07.2024.

Apple i Microsoft[182]. Reprezentuje blisko 100% rynku dostępnego dla inwestorów[183], czyli znacznie więcej niż S&P 500, który obejmuje ok. 80% rynku. Indeks CRSP wyróżnia się transparentną metodologią i minimalnym wpływem czynników uznaniowych, stawiając na minimalizację zmian składu[184]. Podobnie jak w przypadku indeksu S&P 500 istnieje organ administrujący indeksem, którym jest komitet, w tym przypadku Komitet Kwalifikacyjny Indeksu (Index Eligibility Committee, IEC). Jego rola jest jednak dość ograniczona. Drugim przykładem funduszu indeksowego szerokiego rynku o charakterystyce zbliżonej do portfela rynkowego jest Vanguard Total Bond Market Index Fund, który odwzorowuje indeks Bloomberg U.S. Aggregate Float Adjusted Index, obejmujący szeroki rynek amerykańskich obligacji o ratingu inwestycyjnym, w tym obligacje skarbowe, korporacyjne oraz te zabezpieczone aktywami i wierzytelnościami hipotecznymi[185].

Analizując powyższe rozważania, można dojść do wniosku, że indeksy szerokiego rynku, takie jak CRSP US Total Market Index, lepiej odwzorowują portfel rynkowy niż S&P 500, który skupia się wyłącznie na spółkach o największej kapitalizacji. Metodologia CRSP cechuje się większą przejrzystością i mniejszym wpływem czynników uznaniowych, co prowadzi do bardziej zautomatyzowanego procesu tworzenia indeksu. Niemniej jednak analiza stóp zwrotu osiąganych przez fundusze inwestujące w oba indeksy pokazuje, że w długim okresie różnice są minimalne. Wskazują na to wyniki analiz branżowych przeprowadzonych przez analityków Morningstar[186], The Balance[187] oraz PWL Capital[188]. Z badań tych wynika w szczególności, że w okresie od 1957 do 2023 r. zannualizowana stopa zwrotu CRSP US Total Market Index wyniosła 10,48%, nieco więcej niż S&P 500 (10,45%), przy jednocześnie

[182] C. Fried, *CRSP: What Are CRSP Indexes And The Center For Research In Security Prices?*, Forbes Advisor, https://www.forbes.com/advisor/investing/crsp/, dostęp: 18.07.2024.
[183] *CRSP U.S. Total Market Index*, Trackinsight, https://www.trackinsight.com/en/index/crsp-us-total-market-index, dostęp: 18.07.2024.
[184] QuietGrowth, *An introduction to CRSP US Total Market Index*, https://blog.quietgrowth.com.au/an-introduction-to-crsp-us-total-market-index/, dostęp: 18.07.2024.
[185] *VBTLX Index. Total Bond Market Index Fund Admiral Shares*, Vanguard, https://advisors.vanguard.com/investments/products/vbtlx/vanguard-total-bond-market-index-fund-admiral-shares, dostęp: 27.10.2025.
[186] A. Zoll, *S&P 500 or total stock market index for U.S. exposure?*, Morningstar, https://www.morningstar.ca/ca/news/185437/sp-500-or-total-stock-market-index-for-us-exposure.aspx, dostęp: 18.07.2024.
[187] K. Thune, *Total Stock Market Index vs. S&P 500 Index*, The Balance, https://www.thebalancemoney.com/total-stock-market-vs-sandp-500-2466403, dostęp: 18.07.2024.
[188] R. Kerzérho, *US Total Market or S&P 500 ETFs?*, PWL Capital, https://www.pwlcapital.com/us-total-market-or-sp-500-etfs/, dostęp: 18.07.2024.

wyższej zmienności (15,21% wobec 14,77%) i minimalnie niższym wskaźniku Sharpe'a[189] (0,44 w porównaniu do 0,45). Chociaż CRSP US Total Market Index przeważał w 35 latach, a S&P 500 w 30 latach, to różnice w dłuższym okresie pozostają niewielkie. Wyniki te sugerują, że chociaż CRSP oferuje szersze pokrycie rynku, jego wyższa zmienność, wynikająca z obecności mniejszych spółek, prowadzi do większych wahań indeksu w porównaniu do bardziej stabilnego S&P 500. W efekcie oba indeksy oferują zbliżone wyniki inwestycyjne, co nie pozwala na wysnucie jednoznacznych wniosków o wyższości jednego z nich w kontekście potencjału inwestycyjnego.

3.2 Kierunki rozwoju funduszy indeksowych

Określanie inwestowania w indeksy mianem „pasywnego", podobnie jak nazywanie funduszy indeksowych „pasywnymi", nie zawsze jest trafne i w niektórych kontekstach stanowi nadużycie. Fundusze te często stosują de facto aktywne strategie inwestycyjne, mimo deklaracji o replikowaniu danego indeksu. Deklaracje takie dają jednak inwestorom podstawę, by uważać, że fundusze określające się jako pasywne ściśle naśladują swój indeks bazowy, a zarządzający nie mają swobody w odstępowaniu od jego składu[190]. Jednakże badania, m.in. P. Molka i A. Robertson, wykazały, że zarządzający funduszami indeksowymi, w tym opartymi na S&P 500, nie są prawnie zobowiązani do ścisłego odwzorowania indeksu i często znacznie od niego odbiegają[191]. Choć największe odstępstwa są spotykane w mniejszych funduszach, to duże fundusze też nie są od nich wolne – różnice w składzie portfela wynosiły od 1,7% do 7,5% w czwartym kwartale 2022 r. Co ciekawe, takie odstępstwa nie muszą prowadzić do stóp zwrotu gorszych od danego indeksu bądź wyższych opłat za zarządzanie funduszem, ale z pewnością oddalają się od idei pasywnego inwestowania, co – biorąc pod uwagę charakter tych produktów – powinno być jasno komunikowane inwestorom.

[189] Wskaźnik Sharpe'a to miara efektywności inwestycji, określająca relację między oczekiwaną stopą zwrotu a ryzykiem. Oblicza się ją jako stosunek nadwyżkowej stopy zwrotu (różnicy między stopą zwrotu inwestycji a stopą wolną od ryzyka) do odchylenia standardowego tej nadwyżki. Wskaźnik ten ocenia, czy inwestycja dostarcza odpowiednio wysokiej stopy zwrotu w stosunku do ponoszonego ryzyka – wyższa wartość wskaźnika oznacza lepszą kompensację za ryzyko.
[190] S. Croome, *The Hidden Differences Among Index Funds*, Investopedia, https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/03/061103.asp, dostęp: 18 lipca 2024.
[191] P. Molk, A.Z. Robertson, *Discretionary Investing by 'Passive' S&P 500 Funds*, 41 Yale Journal on Regulation 248 (2024), https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=14344&context=journal_articles, dostęp: 27.10.2025.

W ostatnich latach inwestorzy zyskali dostęp do większej liczby funduszy indeksowych niż kiedykolwiek wcześniej, co znacząco zmienia postrzeganie inwestowania indeksowego i stanowi argument za odróżnieniem tej formy inwestycji od inwestowania pasywnego. Analizy branżowe wskazują kilka trendów, które przesuwają tę formę inwestowania od stricte pasywnej do bardziej aktywnej[192]. Jednym z głównych czynników wpływających na te zmiany jest masowe pojawienie się nowych indeksów od końca lat 90. XX w., wynikające z rosnącego zainteresowania instrumentami finansowymi replikującymi ich wyniki inwestycyjne. Dostawcy produktów pasywnego inwestowania, oprócz funduszy naśladujących szerokie i główne indeksy rynkowe, zaczęli wprowadzać instrumenty, które już w założeniu odbiegały od klasycznej idei tego podejścia[193].

Współcześnie kryteria tworzenia indeksów akcyjnych coraz rzadziej koncentrują się na odtworzeniu szerokiego rynku, a coraz częściej uwzględniają przynależność sektorową, styl inwestycyjny (np. spółki dochodowe, wzrostowe, dywidendowe) lub określony temat inwestycyjny, nierzadko oparty na cechach pozaekonomicznych. W ten sposób powstają liczne indeksy tematyczne i sektorowe, które zamiast odwzorowywać szeroki portfel rynkowy, koncentrują się na wybranych segmentach rynku, takich jak np. zielona energia czy technologie przyszłości. Podobne tendencje zaobserwowano w zakresie indeksów obligacji oraz rynku towarowego[194]. Wiele z nich jest tworzonych na zamówienie zarządzających funduszami i wykorzystywanych wyłącznie przez te fundusze, co stanowi odejście od tradycyjnej koncepcji pasywnego inwestowania. Prognozy branżowe sugerują, że ten trend będzie się utrzymywał, a nawet intensyfikował, ponieważ produkty indeksowe oferują coraz więcej możliwości inwestycyjnych dla nabywców oraz biznesowych dla ich dostawców[195]. Również badania przeprowadzone przez Index Industry Association wśród zarządzających aktywami wskazują na rosnące zainteresowanie dostawcami indeksów oraz na przewidywane poszerzenie współpracy w tym zakresie[196]. Z tej perspektywy warto zwrócić uwagę na badania A. Robertson, która podkreśla, że wiele nowo

[192] J. Bebel, op. cit.
[193] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 25.
[194] Ibidem.
[195] J. Bebel, op. cit.
[196] *Index Industry Association's Third Annual Global ESG Asset Manager Survey*, Index Industry Association, https://www.indexindustry.org/insights/index-industry-association-esg-survey-copy/, dostęp: 29.08.2024.

tworzonych indeksów jest pasywnych tylko z nazwy. Argumentuje, że takie inwestowanie indeksowe powinno być traktowane jako forma delegowanego zarządzania, w którym decyzje inwestycyjne podejmują twórcy indeksów w imieniu zarządzających funduszami[197]. Tym bardziej trudno tę strategię nazwać inwestowaniem o charakterze pasywnym.

Modyfikacje w inwestowaniu indeksowym obejmują również wiele innych aspektów. Przykładem jest znacząca zmiana w liczbie akcji posiadanych przez fundusze indeksowe. Z kompleksowych danych opublikowanych przez Morningstar w raporcie dotyczącym funduszy indeksowych wynika, że na koniec 2022 r. liczba akcji posiadanych przez przeciętny fundusz indeksowy spadła ponad trzykrotnie w ciągu ostatnich 20 lat[198]. Również metody ustalania składników indeksów uległy zmianie, z coraz mniejszym naciskiem na kapitalizację rynkową spółek czy cenę akcji. Liczba indeksów opartych na kapitalizacji rynkowej spadła o ponad połowę w ciągu ostatnich dwóch dekad. Warto również zauważyć, że większość istniejących indeksów ma stosunkowo krótką historię – typowy fundusz indeksowy śledzi indeks, który istnieje mniej niż cztery miesiące od momentu jego uruchomienia[199].

Na szereg badań w tym zakresie zwrócił uwagę T. Miziołek[200]. W swoich publikacjach zauważył zjawisko polegające na tym, że menedżerowie zarządzający pasywnymi produktami inwestycyjnymi mogą nie być naprawdę pasywni, tj. mogą nie posiadać wszystkich instrumentów finansowych obecnych na rynku w odpowiednich proporcjach. Co więcej, w praktyce zaskakująco często, wbrew utartym przekonaniom, aktywnie zarządzają swoimi pozycjami. Niektórzy badacze wręcz określają takie podejście jako „ukryte aktywne zarządzanie" (*closet active management*), analogicznie do „ukrytego indeksowania"[201].

Zjawisko to występuje również w Polsce, a jednym z jego przykładów są niektóre fundusze aktywnie zarządzane, których portfele w całości lub w znacznej

[197] A.Z. Robertson, op. cit.
[198] D. Sotirof, J. Baikov, *Mining for Alpha with Index Funds . Exploring the benefits and risks of index funds*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/mining-for-alpha-index-funds, dostęp: 13.07.2024.
[199] Ibidem.
[200] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 28–30.
[201] Ukryte indeksowanie to praktyka, w której aktywnie zarządzany fundusz inwestycyjny naśladuje skład portfela indeksu rynkowego, mimo deklarowanej aktywnej strategii. W efekcie fundusz działa podobnie do funduszu indeksowego, ale pobiera wyższe opłaty za zarządzanie, co może wprowadzać inwestorów w błąd co do rzeczywistej strategii inwestycyjnej takiego funduszu.

części składają się z funduszy indeksowych. Badania w tym zakresie przeprowadzili w 2023 r. analitycy portalu analizy.pl, którzy zwrócili uwagę na to, że spośród 15 przeanalizowanych krajowych funduszy z grupy akcji amerykańskich zaledwie 4 bezpośrednio inwestują w akcje spółek ze Stanów Zjednoczonych. Pozostałe podmioty budują swoje portfele na podstawie zagranicznych funduszy ETF i funduszy indeksowych[202]. Innym istotnym zjawiskiem są tzw. fundusze własne (*proprietary funds*), czyli fundusze naśladujące stworzone przez siebie indeksy. Są one droższe i częściej dokonują obrotu papierami wartościowymi niż fundusze odwzorowujące najpopularniejsze indeksy dostarczane przez zewnętrzne podmioty, a badania przeprowadzone przez P. Akeya, A. Robertson, M. Simutina wskazują, że skutkuje to często gorszymi niż rynkowe rezultatami[203]. Na inną kwestię zwrócili również w przeprowadzonych przez siebie badaniach uwagę analitycy Vanguarda. Zauważyli oni, że w przypadku inwestowania w fundusze indeksowe często pomija się fakt, iż inwestorzy wykorzystują te produkty do budowania aktywnych ekspozycji[204].

W kontekście opisanych powyżej trendów w branży indeksowej i na rynku pasywnego zarządzania aktywami należy wspomnieć o terminie, który kilkanaście lat temu zyskał niesłychaną popularność – inteligentna beta (*smart beta*, alternatywnie stosowanymi określeniami są m.in. *strategic beta*, *alternative beta* i *enhanced beta*)[205]. Podstawą funkcjonowania funduszy *smart beta* jest zbudowanie portfela inwestycyjnego opartego na specjalnie opracowanym indeksie, którego konstrukcja ma na celu zapewnienie wyższej efektywności inwestycji niż ta, którą można osiągnąć w przypadku inwestycji typowo pasywnych, opartych na tradycyjnych indeksach rynkowych. Chodzi zatem o wyselekcjonowanie instrumentów o pożądanych cechach i budowę portfela zgodnie z nimi. Innymi słowy, ich celem jest uzyskanie dodatkowej stopy zwrotu (czyli alfy w modelu CAPM) poprzez staranne zarządzanie betą, czyli regulowanie wrażliwości portfela na zmiany rynkowe[206].

---

[202] J. Fryc, *Krajowe fundusze akcji amerykańskich nie kupują na Wall Street*, Analizy.pl, https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/33363/fundusze-akcji-amerykanskich-jak-inwestuja, dostęp: 18.07.2024.
[203] P. Akey, A. Robertson, M. Simutin, *Closet Active Management of Passive Funds*, „Rotman School of Management Working Paper" 1.03.2021, https://papers.ssrn.com/abstract=3874582, dostęp: 18.07.2024.
[204] J.C. Plagge, H. Wang, J.J. Rowley, *How Investors Use Passive for Active*, „The Journal of Beta Investment Strategies" 9.03.2022, 13(1), s. 41–55.
[205] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 27.
[206] A. Trąpczyński, op. cit., s. 225–240.

W praktyce proces ten najczęściej realizowany jest poprzez selekcję instrumentów finansowych na podstawie określonych kryteriów (*rule-based*), choć i tutaj badacze zaznaczają, że zarządzający mają zwykle pewną dozę swobody w doborze akcji[207]. Niezależnie jednak od metody realizacji tej strategii portfel *smart beta* zawiera tylko wybrany zestaw akcji dostępnych na danym rynku. Często stosuje się alternatywne metody ważenia składników portfela w odniesieniu do ich kapitalizacji rynkowej, a także kombinacje obu tych podejść[208]. Fundusze realizujące strategię smart beta zazwyczaj opierają się na koncepcji czynników (*factors*), które mogą być źródłem dodatkowej stopy zwrotu. A. Fraś wymienia w swojej pracy szereg badań dokumentujących skuteczność niektórych z tych strategii[209]. W tabeli 2 przedstawiono najpopularniejsze czynniki stosowane w zarządzaniu portfelem, oparte na koncepcji inteligentnej bety.

Tabela 2. Zestawienie wybranych czynników stosowanych w zarządzaniu portfelem, opartych na koncepcji inteligentnej bety

Czynnik	Wskaźnik
Wartość (*Value*)	• wartość księgowa/cena • zyski/cena • wartość księgowa • zysk netto • stopa dywidendy • przepływy pieniężne
Niska kapitalizacja (*Low Size/Small Cap*)	kapitalizacja rynkowa (całkowita lub z uwzględnieniem *free float*)
Momentum	• względne stopy zwrotu (z 3, 6, 12 miesięcy, często z wyłączeniem ostatniego miesiąca) • historyczna alfa
Niska zmienność (*Low Volatility*)	• odchylenie standardowe (1-, 2-, 3-letnie) • odchylenie standardowe specyficznej stopy zwrotu • beta
Dywidenda (*Dividend Yield*)	• wysokość wypłacanej dywidendy • dynamika wzrostu dywidend

[207] S. Huang, Y. Song, H. Xiang, *The Smart Beta Mirage*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis" 11.05.2023, s. 1–32.
[208] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 27.
[209] A. Fraś, op. cit., s. 58–69.

Jakość (*Quality*)	• zwrot z kapitału własnego (ROE) • stabilność zysków • zadłużenie • polityka rachunkowości • jakość zarządzania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. Bender, R. Briand, D. Melas, R.A. Subramanian, *Foundations of Factor Investing*, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2543990, dostęp: 14.07.2024

Analizy branżowe Morningstar wskazują z kolei, że dostawcy produktów finansowych implementujących strategie/indeksy typu *smart beta* często wykorzystują to podejście, aby uzasadnić istotnie wyższe opłaty pobierane od klientów[210]. Brak jednak dowodów na to, aby osiągane długoterminowe stopy zwrotu z instrumentów naśladujących indeksy *smart beta* uzasadniały wyższe koszty zarządzania pobierane przez ich emitentów[211]. Biorąc powyższe kwestie pod uwagę, nie ma podstaw, by zaliczyć fundusze *smart beta* do funduszy pasywnych. Nie odzwierciedlają one bowiem portfela rynkowego w klasycznym jego rozumieniu, ponadto – jak zauważył A. Trąpczyński – niejednokrotnie charakteryzują się większą zmiennością czy też wyższymi opłatami[212].

W ostatnich latach rośnie również znaczenie funduszy ETF o charakterze w pełni aktywnym, co znajduje potwierdzenie zarówno w statystykach rynkowych, jak i w opracowaniach branżowych[213]. Choć ich udział w globalnym rynku funduszy ETF pozostaje relatywnie niewielki, dynamika wzrostu jest wyraźna – przykładowo, w 2024 r. wartość napływów netto do aktywnych funduszy ETF notowanych w Europie wyniosła 16,3 mld EUR, co odpowiadało ok. 2,4% aktywów całego rynku ETF w Europie[214]. Relatywny wzrost segmentu aktywnych funduszy ETF w Europie pozostaje jednak niższy niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie takie instrumenty odpowiadały za 8,4% rynku funduszy ETF pod względem wartości aktywów

[210] M. Calay, J. Choy, K. Gogoi, R. Jackson, *A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/global-guide-to-strategic-beta, dostęp: 14.07.2024.
[211] A. Fraś, op. cit., s. 58–69.
[212] A. Trąpczyński, op. cit., s. 225–240.
[213] *Rise of active ETFs: hype, hurdles and road ahead*, EY, https://www.ey.com/en_lu/insights/wealth-asset-management/luxembourg-market-pulse/rise-of-active-etfs-hype-hurdles-and-road-ahead, dostęp: 25.06.2025.
[214] A. Schiffler, *European ETFs Attract Record Inflows in 2024*, Morningstar, https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259560/european-etfs-attract-record-inflows-in-2024-.aspx, dostęp: 25.06.2025.

na koniec 2024 r.[215]. Fundusze tego typu – choć formalnie nie replikują indeksów – często bazują na ich strukturze, np. wykorzystując komponenty indeksowe jako tzw. bazowe portfolio i uzupełniając je o aktywne pozycje satelitarne[216]. W części przypadków strategie te przyjmują charakter quasi-indeksowy, w którym benchmark stanowi punkt odniesienia, ale nie ogranicza selekcji instrumentów. W literaturze naukowej wskazuje się, że struktura funduszy ETF – obejmująca wymóg płynności, przejrzystości i standaryzacji – sprawia, iż nawet strategie aktywne przyjmują w ich ramach formy hybrydowe, co z kolei zaciera granice między inwestowaniem indeksowym a aktywnym[217].

Zjawisko to doczekało się pogłębionych analiz w badaniach nad efektywnością i charakterystyką aktywnych funduszy ETF w relacji do funduszy pasywnych oraz tradycyjnych funduszy inwestycyjnych[218]. Choć z punktu widzenia przedmiotu niniejszej pracy fundusze aktywne nie mieszczą się w kategorii instrumentów inwestowania indeksowego sensu stricto, ich dynamiczny rozwój stanowi istotny kontekst dla całościowej oceny ewolucji koncepcji inwestowania pasywnego oraz instrumentów pierwotnie z nim utożsamianych, a obecnie wykorzystywanych w znacznie szerszym spektrum strategii.

Podsumowując powyższe rozważania, można zauważyć, że w praktyce tylko część z instrumentów pasywnego inwestowania rzeczywiście realizuje strategię polegającą na odwzorowywaniu wyników szerokiego indeksu rynkowego ważonego kapitalizacją jego uczestników. Większość funduszy określanych jako „pasywne" stara się śledzić stopy zwrotu indeksów o różnych charakterystykach, co może prowadzić do odchyleń w stosunku do standardowych indeksów rynkowych. W efekcie te instrumenty nie są w pełni pasywne, ale znajdują się pomiędzy czysto pasywnymi a czysto aktywnymi, w których zarządzający podejmują aktywne decyzje

[215] *The rise of active ETFs in Europe – a short overview*, EFAMA, https://www.efama.org/sites/default/files/files/efama-industry-perspective_active-etfs_april-2025.pdf, dostęp: 25.06.2025.
[216] S.Y. Yang, *Global Trends in Active ETFs: A Comprehensive Overview of Market Development, Policy Evolution, and Investor Behavior Transformation*, TWSE, https://www.twse.com.tw/market_insights/en/detail/8a8216d696b406fc0196f1ab70ec012c, dostęp: 25.06.2025.
[217] P. Mackintosh, *It's All about Active ETFs*, „The Journal of Index Investing" 28.02.2017, 7(4), s. 6–15.
[218] P. Schizas, *Active ETFs and Their Performance vis-à-vis Passive ETFs, Mutual Funds, and Hedge Funds*, „The Journal of Wealth Management" 31.10.2014, 17(3), s. 84–98.

inwestycyjne[219]. Zmiany te sprawiają, że indeksy coraz rzadziej spełniają tradycyjne kryteria stawiane indeksom szerokiego rynku.

Uwzględniając powyższe, bardziej adekwatnym pojęciem dla instrumentów finansowych, których celem jest odwzorowywanie wyników określonego indeksu lub benchmarku, jest inwestowanie indeksowe (*index investing* lub *index-based investing*). To podejście, które polega na replikacji wyniku dowolnego indeksu, niezależnie od jego charakterystyki[220]. Nie jest przy tym ważne, czy dany indeks obejmuje pełne pokrycie rynku, czy też stosuje różne metody doboru czy też ważenia składników. Pojęcie inwestowania indeksowego jest bowiem znacznie szersze niż „inwestowanie pasywne", ponieważ obejmuje nie tylko strategie czysto pasywne, lecz także tzw. półaktywne.

Na takie rozumienie wyżej wymienionych terminów wskazuje tez część analityków. Przykładowo, R. Ferri pisze zarówno o inwestowaniu pasywnym, jak i indeksowym. W jednej ze swoich książek stwierdził, że fundusze indeksowe posługują się zwykle „pasywną" metodologią inwestycyjną[221]. Nie jest to jednak warunek ich funkcjonowania. Podobne podejście terminologiczne znajduje częściowe odzwierciedlenie także w dokumentach nadzorczych. W raporcie ESMA dotyczącym funduszy UCITS wskazano, że niektóre fundusze ETF, w szczególności typu smart beta, realizują tzw. podejście quasi-aktywne, mimo że formalnie replikują one indeks skonstruowany w sposób pozwalający na próbę osiągnięcia przewagi nad rynkiem[222]. Przykłady te potwierdzają zasadność przyjętego wcześniej stanowiska o potrzebie wyodrębnienia inwestowania indeksowego jako odrębnej kategorii strategii inwestycyjnych – szerszej i bardziej adekwatnej wobec współczesnych realiów rynku finansowego. Dlatego też dalsza część dysertacji skupia się przede wszystkim na inwestowaniu indeksowym i instrumentach finansowych, które takie inwestowanie na rynku giełdowym umożliwiają.

[219] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 31.
[220] Ibidem, s. 32.
[221] R. Ferri, *All About Index Funds*, op. cit., s. VII.
[222] Zob. *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, n°2, 2019 – Investor protection: Net performance of active and passive equity UCITS*, s. 60, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2019_2-net_performance_of_active_and_passive_equity_ucits.pdf, dostęp: 24.06.2025.

4 Ewolucja funduszy inwestycyjnych: od koncepcji wspólnego inwestowania do instrumentów indeksowych

4.1 Geneza i rozwój instytucji wspólnego inwestowania

Inwestowanie indeksowe nie było historycznie ani pierwszą, ani podstawową stosowaną strategią inwestycyjną. Co więcej, instytucje wspólnego inwestowania przez większość czasu istnienia funkcjonowały bez wykorzystywania tego rodzaju strategii. Aby właściwie zrozumieć miejsce inwestowania indeksowego w nowoczesnych instytucjach finansowych, należy przedstawić rozwój inwestowania zbiorowego jako organizacyjny fundament funduszy stosujących inwestowanie indeksowe.

Kluczowym zagadnieniem związanym z inwestowaniem wolnych środków na rynku kapitałowym jest zarządzanie inwestycjami, obejmujące w szczególności: ustalenie celów inwestycyjnych, wybór strategii, alokację aktywów i zarządzanie portfelem inwestycyjnym[223]. Proces ten rozpoczyna się od określenia celów inwestora, zdefiniowania struktury portfela, akceptowanego poziomu ryzyka, zasad doboru aktywów, a kończy na stałym monitoringu i doskonaleniu narzędzi oraz technik[224]. Ze względu na złożoność tych działań inwestowanie przez długi czas pozostawało dostępne wyłącznie dla wąskiej grupy inwestorów instytucjonalnych lub bardzo zamożnych klientów indywidualnych. Stanowiło to istotną barierę wejścia na rynek kapitałowy dla szerszego grona inwestorów detalicznych.

Przełom w tym zakresie nastąpił wraz z rozwojem instytucji wspólnego inwestowania. Ich początki sięgają XVIII w. Za pierwszą tego typu konstrukcję uznaje się fundusz powierniczy Eendragt Maakt Magt, założony w 1774 r. w Holandii, którego celem była międzynarodowa dywersyfikacja aktywów i umożliwienie inwestycji osobom o ograniczonym kapitale. Wraz z XIX-wieczną rewolucją przemysłową i ekspansją kolonialną rozwijały się giełdy papierów wartościowych, jednak rozwój funduszy inwestycyjnych przyspieszył dopiero w drugiej połowie tego stulecia[225],

[223] F.J. Fabozzi, *Handbook of finance. Vol. 1, Financial markets and instruments*, Hoboken, New York 2008, s. 9–10.
[224] T.L. Nawrocki, M. Miśkiewicz-Nawrocka, *Zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Efektywność strategii inwestycji w akcje spółek wzrostowych*, „Zeszyty Naukowe – Politechnika Śląska. Organizacja i Zarządzanie" 2016, nr 96, s. 361–371.
[225] P. Kulpaka, *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce po akcesji do Unii Europejskiej w roku 2004*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu" 2018, nr 509, s. 222–233.

przy czym pierwszymi były głównie te o charakterze zamkniętym (*closed-end investment trusts*). Mimo zalet fundusze te cechowała ograniczona elastyczność w dostępie do inwestycji i w umarzaniu udziałów[226]. Takie ograniczenia stanowiły impuls do dalszego rozwoju konstrukcji funduszy inwestycyjnych, które – dzięki ewolucji w stronę funduszy otwartych – stały się nie tylko szerzej dostępne, lecz także stworzyły instytucjonalne podstawy dla powstania funduszy indeksowych.

Prawdziwy rozwój oraz skokowy wzrost popularności funduszy inwestycyjnych nastąpiły w latach 20. XX w. w Stanach Zjednoczonych. To właśnie wtedy zaczęły powstawać pierwsze fundusze o charakterze otwartym, oferujące mechanizm codziennego przystępowania i umarzania jednostek uczestnictwa. Za pierwszy fundusz tego typu uznaje się The Massachusetts Investors Trust (MIT), założony w 1924 r.[227], który w krótkim czasie zyskał naśladowców – w ciągu roku powstały m.in. Incorporated Investors oraz State Street Investment Corporation[228]. Fundusze otwarte łączyły zalety konstrukcji zamkniętych – profesjonalne zarządzanie i dywersyfikację przy niskim koszcie – z nową jakością: płynnością i łatwiejszym dostępem do środków. Elastyczność ta istotnie zwiększyła ich atrakcyjność z punktu widzenia inwestorów oraz stanowiła istotny krok w stronę upowszechnienia zbiorowego inwestowania. W literaturze podkreśla się, że szybki rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych został gwałtownie zahamowany przez wielki kryzys lat 1929–1933[229]. Szczególnie dotkliwie ucierpiały wówczas fundusze zamknięte, których działalność – ze względu na brak przejrzystych regulacji i mechanizmów nadzoru – nierzadko prowadziła do poważnych strat dla uczestników. Zdarzały się także przypadki niewypłacalności. Doświadczenia te skutkowały marginalizacją funduszy zamkniętych i ugruntowaniem dominacji konstrukcji otwartych, które

[226] W typowej konstrukcji funduszu zamkniętego liczba jednostek uczestnictwa (akcji) jest z góry określona i nie podlega bieżącej zmianie w odpowiedzi na napływy lub odpływy kapitału. Jednostki są wprowadzane do obrotu giełdowego i mogą być przedmiotem transakcji na rynku wtórnym, jednak nie istnieje mechanizm codziennego przystępowania do funduszu ani wykupu udziałów po wartości aktywów netto (NAV). W efekcie cena rynkowa udziałów funduszu zamkniętego może istotnie odbiegać od ich wartości księgowej, co ogranicza funkcję funduszu jako efektywnego narzędzia zarządzania płynnością. Brak mechanizmu automatycznej kreacji i umorzeń jednostek uczestnictwa ograniczał użyteczność tej formy inwestowania w warunkach zmiennego popytu na instrumenty zbiorowego lokowania środków.

[227] Fundusz posiadał zdywersyfikowane portfolio składające się z akcji 46 firm z różnych sektorów, od ubezpieczeniowego po kolejowy. W MIT nie stosowano dźwigni finansowej, a udziały w funduszu mogły być wykupione na żądanie po wartości aktywów netto. MIT odniósł natychmiastowy sukces. Zob. R. Ferri, *All About Index Funds*, McGraw-Hill, New York 2002, s. 33.

[228] Ibidem, s. 34.

[229] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 9.

w kolejnych dekadach stały się fundamentem rozwoju nowoczesnych instrumentów inwestowania pasywnego[230].

Ponowny wzrost popularności funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych rozpoczął się w latach 70. XX w. i stopniowo rozprzestrzenił się na Europę Zachodnią oraz Japonię, a w latach 90. XX w. fundusze inwestycyjne pojawiły się na rynkach finansowych wielu krajów rozwijających się, w tym państw Europy Środkowej i Wschodniej po rozpoczęciu transformacji polityczno-gospodarczej[231]. Główne zalety otwartych funduszy inwestycyjnych – możliwość dywersyfikacji portfela przy użyciu stosunkowo niewielkiego kapitału, relatywnie niewielkie koszty oraz możliwość natychmiastowego zakończenia inwestycji z zachowaniem dotychczas osiągniętego wyniku – przyczyniły się do rosnącej popularności tej formy zbiorowego inwestowania, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych.

Dominującymi oczekiwaniami wobec zarządzających funduszami inwestycyjnymi stały się skuteczne selekcjonowanie spółek przynoszących ponadprzeciętne stopy zwrotu, w tym spółek dywidendowych o stabilnej pozycji rynkowej, oraz aktywne zarządzanie portfelem w sposób minimalizujący ryzyko i chroniący wartość zainwestowanego kapitału. Efektywność zarządzających była oceniana przede wszystkim przez pryzmat osiąganych wyników inwestycyjnych, co umacniało paradygmat aktywnego zarządzania w ramach klasycznego modelu funduszu inwestycyjnego. Ewolucja instytucji wspólnego inwestowania – od funduszy zamkniętych po globalne upowszechnienie konstrukcji otwartych – stworzyła ramy i warunki dla rozwoju nowych strategii inwestycyjnych. Jedną z nich było inwestowanie indeksowe, którego geneza i rozwój stanowią przedmiot analizy zawartej w kolejnym podrozdziale.

4.2 Inwestowanie indeksowe: powstanie i rozwój funduszy indeksowych

Profesjonaliści zaczęli dostrzegać zalety inwestowania indeksowego już w latach 30. XX. Wówczas A. Cowles opublikował raport wykazujący nieskuteczność analiz spółek na Wall Street w przewidywaniu ruchów rynku akcji[232]. Cowles opracował

[230] P. Kulpaka, op. cit., s. 222–233.
[231] Ibidem.
[232] R. Ferri, op. cit., s. 34.

również własny długoterminowy indeks giełdowy, znany jako indeks Cowlesa, obejmujący dane historyczne sięgające XIX w. W kolejnych dekadach dane z tego indeksu wykorzystywano przy rekonstrukcji długookresowych serii indeksowych, m.in. w historycznych wersjach S&P Composite Index, który stanowił bezpośredni poprzednik uruchomionego w 1957 r. indeksu Standard & Poor's 500[233]. Nieco wcześniej, bo od początku lat 50. XX w., zaczęto szerzej analizować, czy fundusze uzyskują wyższą stopę zwrotu niż rynek, choć początkowo brakowało odpowiednich narzędzi teoretycznych i indeksów szerokiego rynku[234]. Dokładniejsze narzędzia do prowadzenia takich analiz powstały wraz z rozwojem badań w zakresie teorii portfelowej oraz koncepcji rynku efektywnego, opisanych w podrozdziale 2.3. Badania te dostarczały wielu argumentów przemawiających za przyjęciem sformułowanej w późniejszym okresie hipotezy efektywności informacyjnej rynku finansowego, w tym w jej silnej formie. Oznacza to zasadniczo bezcelowość poszukiwania i stosowania różnorodnych metod aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym, bowiem żadna z nich nie jest w stanie zapewnić w długim okresie ponadprzeciętnej stopy zwrotu[235]. W konsekwencji inwestowanie indeksowe, czyli inwestowanie w portfel rynkowy, stanowi jedno z najbardziej racjonalnych podejść w długim horyzoncie czasowym, ponieważ minimalizuje ryzyko odchylenia wyników portfela od benchmarku oraz redukuje koszty transakcyjne, co jest zgodne z hipotezą rynku efektywnego.

Pomimo tych zalet inwestowanie indeksowe okazało się na tyle rewolucyjne – nie tylko w wymiarze stricte finansowym, lecz przede wszystkim mentalnym – iż napotkało trudności podczas praktycznego wdrożenia na rynku amerykańskim, a pierwsze instrumenty tego rodzaju nie zdobyły dużej popularności[236]. Na początku lat 70. XX w. powstało co prawda kilka funduszy realizujących w określonym zakresie strategie indeksowe, przy czym były one dostępne wyłącznie dla inwestorów instytucjonalnych i pierwotnie opierały się na indeksach komercyjnych (utworzonych na własne potrzeby), a dopiero później na indeksach szerokiego rynku[237].

[233] J.W. Wilson, C.P. Jones, op. cit., s. 505–533.
[234] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 29.
[235] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 20.
[236] Ibidem.
[237] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 331.

Potrzeba opracowania narzędzi, które umożliwiałyby inwestorom detalicznym lokowanie środków w ten sposób, wynikała nie tylko z przeprowadzonych badań, lecz także była wprost formułowana w prasie przez autorytety w dziedzinie finansów. W szczególności warto tutaj przytoczyć powoływany w literaturze[238] krótki felieton, opublikowany w „Newsweeku" w sierpniu 1976 r., zatytułowany *Index-Fund Investing*, w którym P. A. Samuelson[239] zauważył: „Jak dotąd nie istnieje powszechnie dostępny, wygodny fundusz, który naśladuje cały rynek, nie wymaga opłat wstępnych i utrzymuje prowizje, rotację oraz opłaty zarządzania na minimalnym, możliwym do osiągnięcia poziomie. Podejrzewam, że przyszłość przyniesie takie nowe i wygodne instrumenty"[240].

Przewidywanie Samuelsona okazało się trafne, gdyż spółka Vanguard stworzona przez J.C. Bogle'a uruchomiła w tym samym roku pierwszy fundusz indeksowy adresowany do inwestorów indywidualnych – First Index Investment Trust (obecnie Vanguard 500 Index Fund)[241]. Bogle wielokrotnie w swoich wypowiedziach i publikacjach podkreślał, iż najlepszą strategią inwestycyjną jest kupno udziałów w funduszu inwestycyjnym, który naśladuje szeroki indeks rynku akcji. Zaznaczał, że jeśli nawet racjonalna analiza związku między fundamentami inwestycji a spekulacją daje szanse na dokładne prognozowanie zwrotów rynkowych, to dla długoterminowego inwestora takie działanie może być nieopłacalne[242]. Fundusz ten nie spotkał się jednak w początkowym okresie z dużym zainteresowaniem. Wprowadzono w nim niskie opłaty za zarządzanie oraz dystrybucję, co skutkowało brakiem istotnych środków na marketing i ograniczonymi możliwościami wynagradzania brokerów[243]. Co więcej, został skrytykowany przez konkurentów oferujących aktywnie zarządzane fundusze i uznany za pomysł niepraktyczny i nierealistyczny. Według

[238] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, Oxford University Press, New York 2016, s. 7.
[239] Paul A. Samuelson, wybitny amerykański ekonomista i laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, wniósł znaczący wkład w rozwój teorii ekonomii poprzez integrację matematyki z analizą ekonomiczną, co zrewolucjonizowało podejście do badania zjawisk gospodarczych. Jego prace przyczyniły się również do ugruntowania koncepcji inwestowania indeksowego i promowały strategię pasywnego inwestowania jako istotny element efektywnego zarządzania portfelem.
[240] P.A. Samuelson*, Index-Fund Investing*, „Newsweek" 16.08.1976. Autor zaprezentował szerzej te poglądy w artykule naukowym: P.A. Samuelson, *Challenge to judgment*, „The Journal of Portfolio Management" 31.10.1974, 1(1), s. 17–19.
[241] *Vanguard's history*, Vanguard, https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/our-history.html, dostęp: 11.07.2024.
[242] J.C. Bogle, *Common sense on mutual funds*, op. cit., s. 74–75.
[243] R. Ferri, op. cit., s. 20.

nich fundusze indeksowe promują „nieamerykańskie" podejście, skupiając się na osiągnięciu przeciętności zamiast wybitności. Ponadto niektórzy z krytyków wątpili, czy liczba inwestorów zadowolona z dążenia do uzyskania przeciętnych stóp zwrotu będzie znacząca[244]. Ówczesny stosunek rynku do tego typu inwestowania oddaje m.in. wypowiedź E.C. Johnsona III, prezesa Fidelity Investments i promotora zarządzania aktywnego, który wyraził głęboki sceptycyzm wobec tego, że wielu inwestorów mogłoby zadowolić się jedynie częściowymi zwrotami. Zdaniem Johnsona w inwestowaniu chodziło o bycie najlepszym[245].

W literaturze dotyczącej strategii inwestycyjnych zwraca się uwagę na powód początkowego sceptycyzmu wobec inwestowania pasywnego i narzędzi mu towarzyszących, jakim mógł być opisany wcześniej pejoratywny wydźwięk słowa „pasywny". Takie określenie mogło kojarzyć się inwestorom z niską aktywnością, wiedzą czy słabymi umiejętnościami zarządzających[246]. W swojej pracy[247] R. Ferri wskazuje również na szereg przeszkód operacyjnych i biznesowych, które utrudniały funkcjonowanie funduszy indeksowych[248]. Autor zauważa, że zarządzanie funduszem indeksowym, pomimo pozornie prostego konceptu, jest procesem skomplikowanym i wymaga zaawansowanej technologii. Konieczność codziennego rebalansowania portfela, obejmującego setki papierów wartościowych, wymagała znacznych mocy obliczeniowych, które były niedostępne przed połową lat 70. Częsty rebalansing skutkował również koniecznością dokonywania licznych transakcji na papierach wartościowych. Urzędowo ustalone na Wall Street przed 1975 r. wysokie (i stałe) prowizje brokerskie czyniły fundusze indeksowe nieopłacalnymi, gdyż nie można było negocjować niższych stawek z brokerami. Jak zauważa R. Ferri, innym istotnym problemem była także dystrybucja funduszy za pośrednictwem brokerów pobierających wówczas wysokie (sięgające 8%) prowizje, co zniechęcało inwestorów.

---

[244] J.C. Bogle, *Lightning Strikes. The creation of Vanguard, the first Index Mutual Fund, and the revolution it spawned*, „The Journal of Portfolio Management" Special 40th Anniversary Issue, 40(5)/2014, s. 42–59.
[245] W. Zheng, E. Tower, *Fidelity versus Vanguard: Comparing the Performance of the Two Largest Mutual Fund Families*, https://public.econ.duke.edu/Papers/PDF/FIDELITY_versus_VANGUARD%20_10_28_2004.pdf, dostęp: 14.11.2025.
[246] C.D. Ellis, *In Defense of Active Investing*, „Financial Analysts Journal" 1.07.2015, 71(4), s. 4–7.
[247] Rick Ferri, ekspert w dziedzinie pasywnego inwestowania, jest autorem kluczowych publikacji, w tym książki *All About Asset Allocation*, które znacząco przyczyniły się do rozwoju literatury dotyczącej alokacji aktywów i funduszy indeksowych. Jego prace, łączące badania z praktyką, promują niskokosztowe i zdywersyfikowane podejście do zarządzania portfelem inwestycyjnym.
[248] R. Ferri, *All About Index Funds…*, op. cit., s. 35.

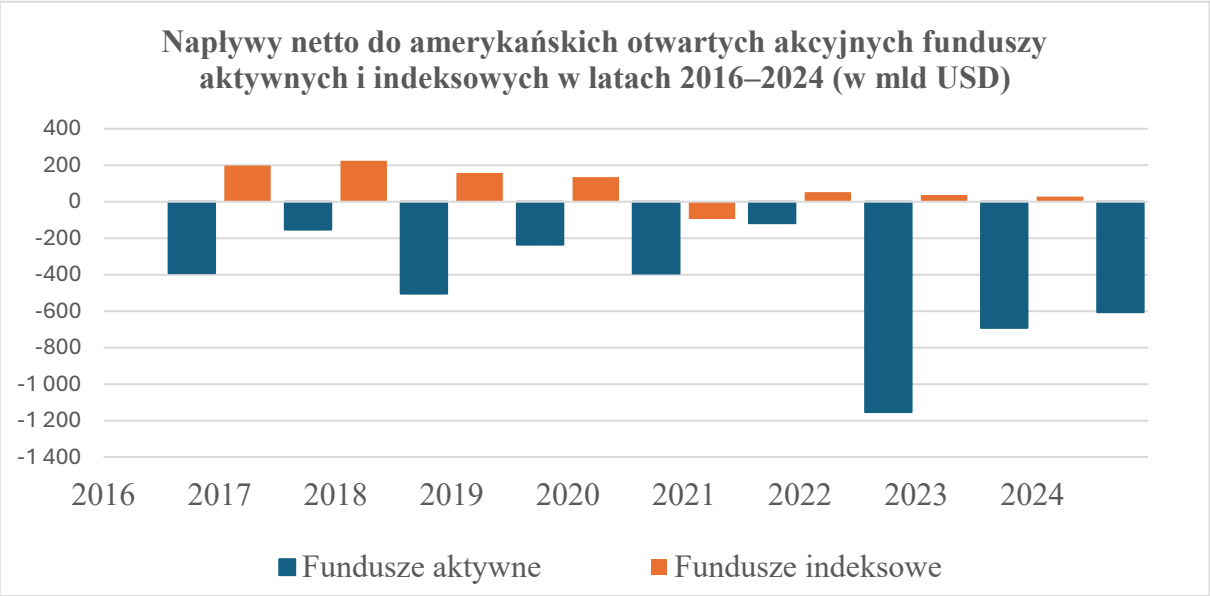
Natomiast fundusze dystrybuowane bez prowizji (*no-load funds*) zaczęły się pojawiać dopiero pod koniec lat 70. Ostatecznie opór branży, której przedstawiciele dążyli do udowodnienia swojej zdolności do pokonywania rynku i obawiali się utraty wysokich wynagrodzeń, także hamował rozwój funduszy indeksowych. Zdaniem Ferriego dopiero po pokonaniu tych barier fundusze inwestycyjne zaczęły się rozwijać.

4.3 Ekspansja inwestowania indeksowego

Rozwiązanie omówionych wcześniej problemów przyczyniło się do rozwoju branży i wzrostu zainteresowania funduszami indeksowymi w latach 80. XX w., kiedy pojawiły się kolejne indeksowe fundusze akcyjne i pierwsze tego typu fundusze dłużne. Te jednak – podobnie jak fundusze akcyjne – w pierwszej kolejności adresowane były do inwestorów instytucjonalnych[249]. Zdecydowany wzrost popularności funduszy indeksowych w Stanach Zjednoczonych, mierzony wartością ulokowanych w nich aktywów netto, pojawił się jednak dopiero w drugiej połowie lat 90. XX w.[250] Od tamtego czasu zainteresowanie funduszami indeksowymi rosło znacznie szybciej niż funduszami inwestycyjnymi ogółem, a tym samym funduszami aktywnie zarządzanymi. Konsekwencją tego był stopniowo rosnący udział funduszy indeksowych w całym rynku funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych. Warto również zauważyć, że indeksowe fundusze akcyjne wykazują stosunkowo stabilne, dodatnie saldo napływów netto, podczas gdy fundusze akcyjne ogółem – zdominowane przez fundusze zarządzane aktywnie – charakteryzują się znaczną zmiennością napływów, a od 2016 r. także systematycznymi odpływami. Ostatnie z omawianych zjawisk zostało zilustrowane na przykładzie rynku amerykańskiego na podstawie danych Investment Company Institute, przedstawionych na poniższym wykresie.

[249] Ibidem, s. 38.
[250] Ibidem, s. 39.

Wykres 4. Napływy netto do otwartych funduszy akcyjnych w Stanach Zjednoczonych w podziale na fundusze aktywne i indeksowe w latach 2016–2024 (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Investment Company Institute, ICI Factbook 2025, tabela 43, http://www.icifactbook.com/viz/25-fb-table-43.html, dostęp: 24.06.2025

W minionej dekadzie inwestowanie indeksowe zyskało na znaczeniu, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, stopniowo rozszerzając swój wpływ również na inne rynki na świecie. Inwestorzy coraz częściej wybierają fundusze inwestujące indeksowo (w tym wykorzystujące tego rodzaju podejście fundusze ETF) zamiast funduszy stosujących aktywne zarządzanie. W rezultacie w kwietniu 2019 r. w Stanach Zjednoczonych wartość aktywów zarządzanych przez akcyjne fundusze inwestujące indeksowo (w tym fundusze ETF) po raz pierwszy przekroczyła wartość aktywów zarządzanych przez akcyjne fundusze aktywne[251].

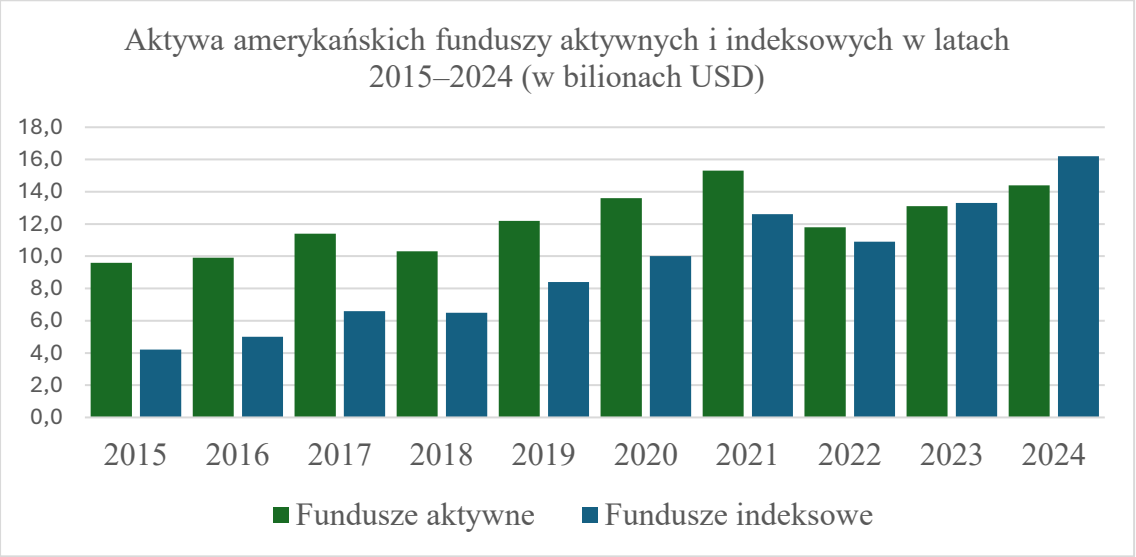
Chociaż początkowo zmiana w równowadze pomiędzy zarządzaniem aktywnym a indeksowym dotyczyła przede wszystkim funduszy akcyjnych, z czasem trend ten rozszerzył się również na inne segmenty rynku. Według danych firmy Morningstar w 2023 r. wartość aktywów wszystkich amerykańskich funduszy stosujących inwestowanie indeksowe – obejmujących nie tylko fundusze akcyjne, lecz także

[251] S. Johnson, *Passive fund ownership of US stocks overtakes active for first time*, „The Financial Times", https://www.ft.com/content/27b5e047-5080-4ebb-b02a-0bf4a3b9bc08, dostęp: 13.07.2024.

dłużne i mieszane – przewyższyła łączną wartość aktywów funduszy zarządzanych aktywnie[252].

Dynamikę tego procesu w ostatnim dziesięcioleciu ilustruje przedstawiony poniżej wykres. W latach 2015–2024 aktywa funduszy inwestujących indeksowo (w tym funduszy ETF) wzrosły o 286%, podczas gdy aktywa funduszy aktywnych zwiększyły się jedynie o 50%. W efekcie udział tych pierwszych w łącznych aktywach funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych wzrósł z ok. 30% w 2015 r. do 53% na koniec 2024 r., co potwierdza postępującą zmianę strukturalną w kierunku inwestowania indeksowego[253].

Wykres 5. Wartość aktywów funduszy stosujących indeksowanie (w tym ETF) i aktywnych w Stanach Zjednoczonych w latach 2015–2024 (w bln USD)



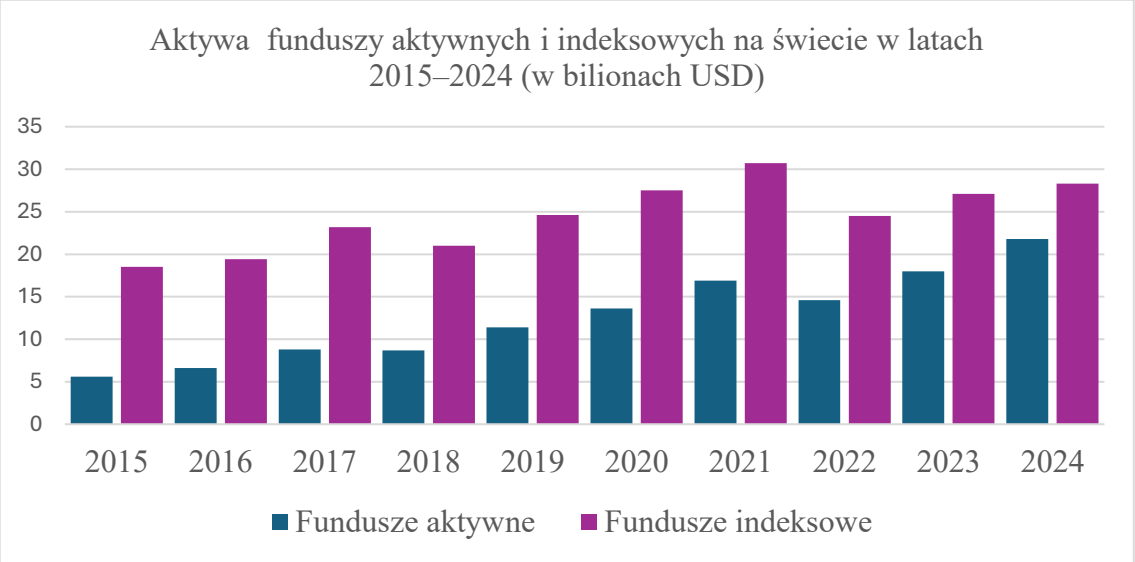
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Kerzérho, *The Passive vs. Active Fund Monitor – Data Update Year-end 2024*, PWL Capital 2025. Dane: Morningstar

Po omówieniu dynamiki zmian na rynku amerykańskim, warto spojrzeć na analogiczne tendencje w ujęciu globalnym. Dane przedstawione w powoływanym powyżej raporcie PWL Capital na podstawie danych firmy Morningstar wskazują, że w latach 2015–2024 globalne aktywa funduszy stosujących indeksowanie wzrosły o 291%, podczas gdy aktywa funduszy aktywnie zarządzanych zwiększyły się

[252] A. Sabban, *It's Official: Passive Funds Overtake Active Funds*, Morningstar, https://www.morningstar.com/funds/recovery-us-fund-flows-was-weak-2023, dostęp: 13.07.2024.
[253] R. Kerzérho, *The Passive vs. Active Fund Monitor – Data Update Year-end 2024*, PWL Capital 2025, https://pwlcapital.com/wp-content/uploads/2025/03/20250318-The-Passive-vs-Active-Fund-Monitor.pdf, dostęp: 02.09.2025.

jedynie o 53%[254]. W konsekwencji udział aktywów tych pierwszych w globalnym rynku wzrósł z 23% w 2015 r. do 43% w 2024 r. Choć w skali światowej wartość ich aktywów nie przewyższyła jeszcze aktywów funduszy aktywnych – jak miało to już miejsce w Stanach Zjednoczonych – kierunek tych zmian jest jednoznaczny. Zmniejszająca się przewaga funduszy aktywnych i systematyczny wzrost udziału funduszy stosujących indeksowanie świadczą o trwałości tego trendu.

Wykres 6. Zmiana wartości aktywów funduszy stosujących indeksowanie (w tym ETF) i aktywnych na świecie w latach 2015–2024 (w bln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Kerzérho, *The Passive vs. Active Fund Monitor – Data Update Year-end 2024*, PWL Capital 2025. Dane: Morningstar

4.4 Fundusze inwestycyjne ETF – geneza i ewolucja jako instrumentu inwestowania indeksowego

W rozwoju inwestowania indeksowego szczególną rolę odegrały fundusze ETF, których historia sięga przełomu lat 80. i 90. XX w.[255], a które obecnie stanowią coraz większą część rodziny funduszy o charakterze indeksowym i funduszy ogółem. Są to podstawowe, najstarsze i nadal najbardziej popularne giełdowe instrumenty indeksowe (choć obecnie mają też wiele innych funkcji), zostaną bliżej omówione w podrozdziale 1 rozdziału 3. Fundusze ETF stały się szczególnie popularne w ostatnich latach, ich liczba szybko rośnie oraz zmieniają się ich funkcje i przeznaczenie.

[254] Ibidem.
[255] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 65.

Pierwszy fundusz inwestycyjny, który spełniał podstawowe wymagania koncepcji funduszy ETF, został uruchomiony w Kanadzie w 1990 r. na giełdzie w Toronto. Początkowo jego nazwa (jak i materiały marketingowe) nie zawierała terminu „ETF", ponieważ termin ten został ogłoszony i upowszechniony kilka lat później. Wspomniany fundusz nazywał się Toronto 35 Index Participation Units (w skrócie TIPs lub TIPs35)[256]. Zmiany regulacyjne na początku lat 90. umożliwiły wprowadzenie podobnych produktów w Stanach Zjednoczonych. W 1992 r. wprowadzono SuperTrust – pierwszy fundusz indeksowy o charakterze funduszu otwartego, którego tytuły uczestnictwa mogły być jednocześnie przedmiotem obrotu na giełdzie. Adresowany był głównie do inwestorów instytucjonalnych. SuperTrust umożliwiał obrót całym koszykiem akcji i zapewniał możliwość rozliczenia również w instrumentach bazowych (akcjach portfela), ale z powodu kosztów, złożoności i niekorzystnych zasad opodatkowania nie przyciągnął inwestorów indywidualnych. Mimo innowacyjnego podejścia projekt zakończył się w 1995 r. i nie doczekał się kontynuacji[257].

Według większości autorów za początek globalnego rynku funduszy ETF uznaje się 1993 r., kiedy w Stanach Zjednoczonych uruchomiono Standard & Poor's Depositary Receipts (obecnie SPDR S&P 500 Trust), potocznie znany jako „pająk"(tutaj etykieta „ETF" również nie była pierwotnie zastosowana) [258]. Przez wiele lat SPDR S&P 500 Trust (SPY) pozostawał największym funduszem ETF na świecie. Dopiero w lutym 2025 r. fundusz Vanguard S&P 500 ETF (VOO)[259] odebrał mu pozycję lidera. Według R. Ferriego sukces SPDR w porównaniu do SuperTrust wynikał z praktycznych przesłanek[260]. Przede wszystkim cena funduszu SPDR S&P 500 Trust pozwalała inwestorom indywidualnym na jego zakup, ponieważ wartość jednostki wynosiła ok. 1/10 wartości indeksu S&P 500 (w przeliczeniu na USD). Niskie koszty SPDR umożliwiały zarządzającym aktywami konkurowanie z tradycyjnymi otwartymi funduszami indeksowymi, takimi jak fundusze Vanguard. Konstrukcja SPDR była również korzystna dla brokerów, którzy mieli teraz atrakcyjną

[256] G.L. Gastineau, *The exchange-traded funds manual*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010, s. 1–3.
[257] R. Ferri, *All About Index Funds…*, op. cit., s. 45.
[258] G.L. Gastineau, op. cit., s. 1–3.
[259] Reuters, *State Street relinquishes title of biggest ETF to Vanguard*, 19.02.2025, https://www.reuters.com/markets/us/state-street-relinquishes-title-biggest-etf-vanguard-2025-02-19/?utm, dostęp: 24.06.2025.
[260] R. Ferri, *All About Index Funds*, op. cit., s. 46.

alternatywę dla klientów poszukujących funduszy indeksowych, a opłaty i koszty SPDR S&P 500 Trust były tylko nieznacznie wyższe niż w Vanguard 500 Index Fund.

W Europie fundusze ETF powstały i zaczęły zdobywać popularność nieco później niż w Stanach Zjednoczonych. Pierwsze europejskie produkty tego typu, takie jak iShares DJ STOXX 50 oraz iShares DJ Euro Stoxx 50, zostały uruchomione 11 kwietnia 2000 r. na giełdzie Deutsche Börse. Na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI w. fundusze ETF stały się integralną częścią wielu portfeli inwestycyjnych, należących szczególnie do inwestorów instytucjonalnych działających na rynkach rozwiniętych. Akcyjne fundusze ETF zyskały na popularności jako narzędzia umożliwiające skuteczną dywersyfikację inwestycji udziałowych na skalę regionalną lub globalną. W wielu przypadkach zastąpiły dotychczas stosowane instrumenty finansowe, takie jak akcje, instrumenty pochodne (np. futures na pojedyncze akcje i indeksy, opcje na akcje i indeksy) oraz produkty strukturyzowane[261].

Wnioski

W niniejszym rozdziale wykazano, że inwestowanie indeksowe stanowi strategię inwestycyjną, która – choć powiązana z inwestowaniem pasywnym – nie jest z nim w pełni tożsama. Przeprowadzona analiza pozwoliła na ugruntowanie tezy, że pojęcie to powinno być traktowane jako odrębne i bardziej adekwatne wobec złożoności współczesnych uwarunkowań rynkowych. Wynika z niej, że inwestowanie indeksowe zajmuje istotne miejsce wśród współczesnych strategii inwestycyjnych, a jego główne założenia funkcjonalne są nierozerwalnie związane z konstrukcją i rolą indeksów giełdowych.

Przeprowadzone rozważania prowadzą do wniosku, że strategia ta – początkowo realizowana głównie przez indeksowe fundusze inwestycyjne – stała się integralnym elementem rynku finansowego, a jej rozwój, zapoczątkowany koncepcyjnie ok. połowy XX w. i zinstytucjonalizowany poprzez uruchomienie pierwszych funduszy indeksowych na początku lat 70. i indeksowych funduszy ETF na początku lat 90., doprowadził do wykształcenia dojrzałego, systemowo istotnego i dynamicznie

[261] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, *A. Zaremba, International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 66.

rosnącego segmentu rynku kapitałowego. Segment ten opiera się na wyspecjalizowanych instrumentach inwestycyjnych, które umożliwiają realizację strategii indeksowych w różnych formach – od czysto pasywnych po quasi-aktywne, w tym m.in. strategie typu *smart beta*. W ostatnich latach fundusze ETF umożliwiają również inwestowanie o charakterze czysto aktywnym.

Istotnym wnioskiem jest także konieczność wyraźnego rozróżnienia pomiędzy strategią inwestycyjną a instrumentem finansowym służącym do jej realizacji. Rozróżnienie to stanowi warunek niezbędny dla prawidłowej analizy giełdowych instrumentów indeksowych, które – choć umożliwiają wdrożenie strategii inwestowania indeksowego – znacząco różnią się od siebie pod względem konstrukcji prawnej i ekonomicznej. Ustalenia te tworzą fundament dla dalszych części rozprawy, obejmujących: delimitację grupy tych instrumentów i sformułowanie kryteriów ich wyodrębnienia spośród innych instrumentów giełdowych, ich systematyzację, analizę rynku oraz ocenę adekwatności regulacji w świetle aktualnych uwarunkowań rynkowych.

ROZDZIAŁ 2. GIEŁDOWE INSTRUMENTY INDEKSOWE JAKO WYODRĘBNIONA KATEGORIA PRODUKTOWA

Wprowadzenie

W rozdziale 1 wykazano, że w ostatnich latach istotnie wzrosło znaczenie inwestowania indeksowego oraz poszerzyła się oferta instrumentów, które to umożliwiają (w tym tych o charakterze giełdowym). Równocześnie ich klasyfikacja w literaturze przedmiotu oraz w praktyce rynkowej pozostaje niejednoznaczna, a stosowane nazewnictwo – takie jak: ETF, ETN, ETC, ETP, ETV czy ETI – wykazuje istotną niespójność. Pojęcia te bywają stosowane wymiennie lub w różnych znaczeniach, co utrudnia przeprowadzenie spójnej analizy zarówno konstrukcyjnej, jak i regulacyjnej. W konsekwencji uporządkowanie tej terminologii i identyfikacja funkcjonalnie spójnej grupy instrumentów stanowią niezbędny etap poprzedzający dalsze badania.

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie uwarunkowań klasyfikacyjnych giełdowych instrumentów indeksowych oraz wyodrębnienie wewnętrznie spójnej kategorii, która w dalszej części rozprawy będzie przedmiotem pogłębionej analizy. W szczególności zbadano zakres i ewolucję pojęcia Exchange-Traded Products (ETP), które w praktyce rynkowej najczęściej – choć nie zawsze – obejmuje trzy podstawowe typy instrumentów: fundusze ETF (Exchange-Traded Funds), instrumenty typu ETC (Exchange-Traded Commodities) oraz instrumenty typu ETN (Exchange-Traded Notes)[262]. Przedstawione rozważania mają charakter typologiczno-konceptualny i dotyczą przede wszystkim funkcjonalnych cech tej grupy, z pominięciem aspektów regulacyjnych i konstrukcyjnych, które zostaną omówione w kolejnych rozdziałach.

Rozdział ten składa się z czterech powiązanych podrozdziałów. W pierwszym z nich przedstawiono zróżnicowane podejścia klasyfikacyjne obecne w literaturze oraz w praktyce rynkowej. W kolejnym wskazano przesłanki przemawiające za uznaniem funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN (zaliczanych czasem do zbiorczej kategorii ETP) za centralną kategorię giełdowych instrumentów indeksowych. Następna część rozdziału dotyczy delimitacji tej grupy względem innych klas instrumentów – w szczególności kontraktów terminowych oraz certyfikatów strukturyzowanych – które w określonych przypadkach mogą pełnić podobną funkcję

[262] Rozbieżności klasyfikacyjne zostały udokumentowane w podrozdziale 2.3 opisującym wyniki badania praktyk klasyfikacyjnych i strukturalnych analizowanych instrumentów na rynkach europejskich.

inwestycyjną, lecz różnią się istotnie pod względem mechanizmu działania i właściwości operacyjnych.

Analizy te pozwoliły sformułować wstępne wnioski co do zakresu i cech wstępnie wyodrębnionej grupy giełdowych instrumentów indeksowych, jednak nie rozstrzygnęły wszystkich wątpliwości oraz nie wyjaśniły części zidentyfikowanych rozbieżności w podejściach obserwowanych na poszczególnych rynkach. Dlatego postanowiono uzupełnić je dodatkowym badaniem eksperckim, którego metodologię i wyniki przedstawiono w podrozdziale 3.1. Na podstawie wcześniejszych ustaleń sformułowano dwie tezy i poddano je weryfikacji w ramach triangulacji metod i źródeł: ankiety oraz wywiadów pogłębionych z przedstawicielami czołowych giełd europejskich, uzupełnionych analizą materiałów informacyjnych (regulaminów giełd oraz wybranych dokumentów publikowanych przez emitentów i platformy obrotu). Zastosowana triangulacja w przeważającej mierze potwierdziła obie tezy, a uzyskany materiał pozwolił doprecyzować zestaw wyróżników funkcjonalnych, który w dalszej części rozprawy stanowi operacyjną definicję analizowanej grupy. W podrozdziale 4, na podstawie przeprowadzonej analizy i badania, przedstawiono wnioski dotyczące rynkowego standardu funkcjonowania tej grupy instrumentów na giełdach europejskich.

1 Ramy klasyfikacji giełdowych instrumentów indeksowych

1.1 Różnorodność podejść klasyfikacyjnych w literaturze i praktyce rynkowej

Inwestowanie indeksowe może być realizowane za pomocą różnych instrumentów finansowych. W rozdziale 1 wskazano na rosnące zainteresowanie funduszami indeksowymi oraz dynamiczny rozwój indeksowych funduszy typu ETF. Zakres instrumentów wykorzystywanych w tego typu inwestowaniu jest szeroki, a stosowane w literaturze i praktyce rynkowej podejścia klasyfikacyjne pozostają niejednolite, co prowadzi do licznych niejasności, a w niektórych przypadkach wręcz do swoistego chaosu definicyjnego[263]. Najczęściej instrumenty te zalicza się do grupy tzw.

[263] Dotyczy to zwłaszcza rozbieżności w nazewnictwie i klasyfikacji tych samych instrumentów – pomiędzy zarówno poszczególnymi giełdami i platformami obrotu, jak i emitentami. Różnice te

Exchange-Traded Products (ETP)[264], która zazwyczaj określa zbiorczo giełdowe instrumenty indeksowe. Zakres tej grupy, jak i jej wewnętrzna struktura nie zostały jednak jednoznacznie ustalone – ani w literaturze przedmiotu, ani w praktyce rynku globalnego – i ulegały istotnym zmianom w ostatnich latach.

Dla zilustrowania złożoności problemu klasyfikacyjnego warto odwołać się do przykładowych podejść spotykanych w literaturze przedmiotu. T. Miziołek, odnosząc się do inwestowania indeksowego w ogólności, wskazuje, że może być ono realizowane za pomocą czterech podstawowych typów instrumentów finansowych: funduszy indeksowych (funkcjonujących w obrocie pozagiełdowym), funduszy typu ETF, instrumentów finansowych typu Exchange-Traded Notes (ETN) oraz instrumentów finansowych typu Exchange-Traded Commodities (ETC)[265]. W innym miejscu, odwołując się do klasyfikacji stosowanych w praktyce branżowej, ten sam autor poszerza katalog tych instrumentów o kategorię określaną jako Exchange-Traded Instruments (ETI)[266].

Podobna niejednolitość podejść występuje również w ujęciu A. Marszka, który w swoich pracach posługuje się różnymi modelami klasyfikacyjnymi, odnosząc się do giełdowych instrumentów indeksowych wchodzących w skład grupy ETP. W szczególności w jednym z wcześniejszych opracowań autor ten prezentuje podział uwzględniający fundusze ETF, instrumenty typu ETC, ETN oraz instrumenty typu ETV (Exchange-Traded Vehicles)[267], natomiast w późniejszych pracach – już w ramach bardziej kompleksowej koncepcji grupy ETP – dodaje do tej klasyfikacji także instrumenty typu ETI[268].

---

mają również charakter geograficzny: niektóre typy instrumentów występują jedynie w wybranych jurysdykcjach.

[264] F.O. Cugia, *A Legal Analysis of Exchange-traded Products*, „Journal of Business and Economics", 6(12)/2015; A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019, s. 32; WisdomTree, *ETPedia – the ultimate guide to exchange-traded Products (ETPs)*, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/resource-library/etpedia, dostęp: 28.02.2026; A. Marszk, *Sustainable Investing Through Exchange-Traded Products: Exchange-Traded Funds and Exchange-Traded Notes*, Routledge, Abingdon 2025, rozdział 2.

[265] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe – instrumenty finansowe typu ETN i ETC*, Warszawa 2024, s. 33.

[266] Ibidem, s. 47.

[267] A. Marszk, *Exchange traded commodities as a category of innovative products on European financial markets*, „e-Finanse", 13(2)/2017, s. 15.

[268] A. Marszk, *Sustainable Investing Through Exchange-Traded Products: Exchange-Traded Funds and Exchange-Traded Notes*, Routledge, Abingdon 2025.

Z wyzwaniem klasyfikacji instrumentów typu ETP zmierzył się również dwukrotnie G. Orlando. W pierwszym z opracowań, opublikowanym w 2013 r.[269], autor ten zaproponował czteroelementowy podział wewnętrzny grupy ETP. Natomiast w późniejszej publikacji z 2025 r. rozszerzył tę klasyfikację o nową kategorię – instrumenty określane jako Crypto Exchange-Traded Products (crypto ETPs), obejmujące produkty inwestycyjne zapewniające ekspozycję na rynek kryptowalut[270].

Niejednolitość terminologiczną można zaobserwować również w publikacjach o charakterze branżowym. G. Rose, autor tekstów publikowanych przez Morningstar, w jednej ze swoich analiz używa pojęcia ETV jako synonimu grupy instrumentów ETP[271], natomiast w innych miejscach inni autorzy definiują ETP w sposób węższy – jako kategorię obejmującą wyłącznie fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN[272].

Warto przy tym zauważyć, że identycznie brzmiące pojęcia bywają stosowane w literaturze w różnym znaczeniu. Przykładowo, przywołany wcześniej termin „ETV" może u niektórych autorów odnosić się do całej grupy instrumentów ETP (jak w ujęciu G. Rose'a), podczas gdy u innych będzie nawiązywał do jednej z jej podkategorii (jak w klasyfikacji G. Orlando). Można by przywołać obszerniejsze piśmiennictwo ilustrujące znacznie większe zróżnicowanie klasyfikacji, jednak literatura sprzed 2020 r.[273] została celowo uwzględniona wyłącznie w ujęciu porównawczym, gdyż w ostatnich latach rynek analizowanych instrumentów uległ

[269] G. Orlando, *A Brief Guide on Exchanged Traded Products (ETPs)*, „SSRN Electronic Journal" 1.11.2013, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2374033, dostęp: 28.10.2025.
[270] G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, „International Review of Financial Analysis", 101/2025.
[271] G. Rose, *What is the Difference between an ETF and an ETP?*, Morningstar, https://www.morningstar.co.uk/uk/news/67711/what-is-the-difference-between-an-etf-and-an-etp.aspx, dostęp: 31.10.2023.
[272] Emerging Money, *Investing Basics: the Alphabet Soup of Fund Acronyms*, Nasdaq 24.07.2012, https://www.nasdaq.com/articles/investing-basics-alphabet-soup-fund-acronyms-2012-07-24, dostęp: 14.11.2025.
[273] Jako symboliczną cezurę przyjęto wprowadzenie do obrotu giełdowego na platformie Xetra w dniu 18 czerwca 2020 r. instrumentu BTCetc – Bitcoin Exchange Traded Crypto (BTCE), będącego pierwszym w Unii Europejskiej instrumentem typu krypto-ETN rozliczanym przez centralnego kontrahenta (CCP). Po tej dacie nastąpił dynamiczny rozwój segmentu ETP opartego na aktywach kryptowalutowych, co istotnie wpłynęło na strukturę rynku, zakres oferowanych produktów oraz praktyki klasyfikacyjne dotyczące tej kategorii instrumentów. Zob. *World's first centrally cleared Bitcoin ETN launched on Xetra*, Xetra, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/newsroom/press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116, dostęp: 28.02.2026.

zasadniczemu przeobrażeniu pod względem struktury, zakresu oferty produktowej oraz praktyk klasyfikacyjnych – co zostanie wykazane w rozdziale 3.

Każde z przytoczonych podejść może znajdować uzasadnienie w zależności od przyjętej perspektywy[274], a przede wszystkim od rynku, do którego odnoszone są analizowane instrumenty. Z uwagi na ich zróżnicowanie i ewolucję nie mają one jednolitego charakteru we wszystkich jurysdykcjach, co odzwierciedla się w odmiennościach klasyfikacyjnych. Z perspektywy niniejszej rozprawy kluczowe znaczenie ma europejski rynek finansowy, a jednym z celów dalszej analizy będzie weryfikacja, czy na tym rynku wykształciła się już spójna i ugruntowana praktyka klasyfikacyjna dotycząca giełdowych instrumentów indeksowych. Zagadnienie to zostanie szczegółowo omówione w kolejnych częściach pracy, z uwzględnieniem perspektywy naukowej, praktyki rynkowej oraz otoczenia regulacyjnego.

Uznając rynek za kluczowy punkt odniesienia, warto podkreślić – co również zostanie przeanalizowane w dalszych częściach pracy – że na giełdach papierów wartościowych, zwłaszcza europejskich, instrumenty służące inwestowaniu indeksowemu są zazwyczaj wyodrębniane jako osobna kategoria produktowa i najczęściej (choć nie zawsze) oznaczane wspólnym symbolem ETP. Równocześnie jednak stosowane przez poszczególne platformy klasyfikacje oraz terminologia nie są jednolite. Warto też zauważyć, że instrumenty tradycyjnie zaliczane do giełdowych instrumentów indeksowych – w szczególności fundusze ETF oraz instrumenty typu ETN i ETC – zostały co prawda zaprojektowane jako produkty indeksowe, z czasem wykształciły także warianty o charakterze aktywnym, służące realizacji strategii inwestycyjnych wykraczających poza proste odwzorowanie indeksu. Aktywnie zarządzane ETF-y stanowią jednakże nadal niewielki (choć intensywnie rozwijający się) segment rynku[275] i pozostają poza zakresem niniejszej analizy, skoncentrowanej na instrumentach indeksowych w ścisłym znaczeniu. Inaczej przedstawia się sytuacja klasycznych funduszy indeksowych funkcjonujących poza obrotem giełdowym, które –

[274] W szczególności istotne znaczenie mogą mieć takie czynniki, jak: rodzaj aktywów bazowych, konstrukcja prawna instrumentu czy segment rynku, na którym instrument funkcjonuje.
[275] Przykładowo, w odniesieniu do funduszy typu ETF na rynku europejskim udział aktywnych funduszy ETF pozostaje relatywnie niewielki, choć dynamika ich wzrostu jest wyraźna: w 2024 r. wartość napływów netto wyniosła 16,3 mld EUR, co odpowiadało ok. 2,4% aktywów całego rynku funduszy ETF w Europie.

zarówno z perspektywy konstrukcyjnej, jak i praktyki inwestycyjnej – pozostają trwale związane z modelem odwzorowywania indeksów[276].

Brak precyzji w klasyfikacji giełdowych instrumentów indeksowych, a nawet niejasności terminologiczne są zauważalne również w materiałach przygotowanych przez podmioty rynku finansowego, takie jak np. biura maklerskie w Polsce. Autor niniejszej rozprawy w innej publikacji wskazuje, że w praktyce stosowanie tych pojęć również przez te podmioty bywa niespójne, a w niektórych przypadkach są one używane zamiennie[277]. Postulaty ujednolicenia i doprecyzowania terminologii w tym zakresie pojawiają się zarówno wśród amerykańskich[278], jak i europejskich[279] organizacji branżowych zrzeszających największe podmioty zarządzające aktywami.

Uzupełniając powyższe rozważania, należy zauważyć, że poza instrumentami pierwotnie zaprojektowanymi z myślą o inwestowaniu indeksowym – takimi jak fundusze ETF czy instrumenty typu ETC i ETN – w praktyce inwestycyjnej wykorzystywane bywają również inne rozwiązania, m.in. wybrane produkty strukturyzowane oraz kontrakty terminowe na indeksy (tzw. indeksowe kontrakty futures). Choć instrumenty te nie są zazwyczaj zaliczane do kategorii giełdowych instrumentów indeksowych, w określonych sytuacjach mogą pełnić zbliżoną funkcję ekonomiczną, zapewniając ekspozycję na zmiany wartości wybranego indeksu. W praktyce inwestycyjnej[280] funkcjonuje również pojęcie produktów *delta one* (tzw. *delta one products*)[281], obejmujące instrumenty, których wartość odzwierciedla w proporcji 1:1 zmiany ceny aktywa bazowego, w tym indeksów giełdowych. Zakres tej grupy

[276] K.S. Haeberle, *The Emergence of the Actively Managed ETF Symposium on the Future of Securities Regulation: Part II*, „Columbia Business Law Review", 2021(3)/2021.
[277] M. Opoka, *Instrumenty typu ETC jako nowe instrumenty finansowe na GPW w Warszawie – wyzwania regulacyjne w aspekcie porównawczym*, „Journal of Finance and Financial Law", 2(42)/2024.
[278] A. Marsh, *BlackRock, State Street Seeking ETF Standards for Trading Boost*, Bloomberg, https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-27/blackrock-state-street-seeking-etf-standards-for-trading-boost, dostęp: 28.02.2026.
[279] *Demystifying ETPs: an EFAMA guide for the European investor*, EFAMA, https://www.efama.org/newsroom/news/demystifying-etps-efama-guide-european-investor, dostęp: 28.02.2026.
[280] R. Kashyap, *Concepts, Components, and Collections of Trading Strategies and Market Color*, „The Journal of Wealth Management", 22(3)/2019.
[281] Współczynnik delta (Δ) to parametr wykorzystywany w analizie instrumentów pochodnych oraz ocenie ryzyka inwestycyjnego, określający wrażliwość ceny instrumentu pochodnego na zmiany ceny aktywa bazowego. Instrumenty typu *delta one* charakteryzują się współczynnikiem delta zbliżonym do 1, co oznacza niemal pełne odwzorowanie wyników aktywa bazowego.

produktowej nie ma formalnej definicji[282], ale przyjmuje się, że należą do nich m.in. fundusze ETF, instrumenty ETN, kontrakty futures i swapy. Choć termin ten wywodzi się z rynku instrumentów pochodnych, obejmuje również instrumenty rynku kasowego, takie jak np. fundusze ETF[283].

Wyłonienie z tego złożonego krajobrazu jednoznacznej kategorii giełdowych instrumentów indeksowych, która byłaby wewnętrznie spójna, a zarazem wyraźnie odróżniała się od innych giełdowych instrumentów finansowych, wymaga precyzyjnego określenia kryteriów delimitacyjnych. W niniejszej rozprawie przyjęto podejście porównawcze, w którym punktem wyjścia jest zbiorcza kategoria instrumentów typu ETP, gdyż jak już wcześniej wskazano, jest ona najczęściej utożsamiana z giełdowymi instrumentami indeksowymi[284]. Takie ujęcie nie oznacza jednak arbitralnego przesądzenia o tożsamości badanej grupy z kategorią ETP, lecz stanowi ramę roboczą umożliwiającą uporządkowanie dalszych analiz. Taki wybór pozwala na wstępne zidentyfikowanie wspólnych cech konstrukcyjnych, funkcjonalnych i operacyjnych funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, które następnie można zestawić z właściwościami innych narzędzi zapewniających ekspozycję indeksową, aby ostatecznie określić skład kategorii giełdowych instrumentów indeksowych na potrzeby niniejszej rozprawy.

1.2 Struktura i skład kategorii Exchange-Traded Products (ETP)

Pomimo istniejących różnic, które będą przedmiotem analizy w dalszej części rozdziału, instrumenty z grupy ETP charakteryzują się szeregiem wspólnych cech, co uzasadnia ich wstępną klasyfikację jako jednej kategorii produktowej. Analiza ogólnie dostępnych materiałów informacyjnych z wybranych europejskich giełd papierów wartościowych wskazuje, że znaczna ich część (choć nie wszystkie – co zostanie szczegółowo przeanalizowane w podrozdziale 2.1.3) stosuje zbliżone rozwiązania

[282] I. Kaminska, *Delta one: the special ops of equity trading*, Financial Times, https://www.ft.com/content/5f0f8003-2682-36f1-af0b-b36cf29525e2, dostęp: 28.02.2025.
[283] B. Scott-Quinn, *Investment Management Practice (Funds): Pension, Insurance, Sovereign Wealth, Long-Only, Hedge, Mutual, Cash, ETF's, Synthetic ETFs and Delta One Trading Desks* [w:] *Commercial and Investment Banking and the International Credit and Capital Markets: A Guide to the Global Finance Industry and its Governance*, B. Scott-Quinn (red.), London 2012, s. 324.
[284] Zob. w szczególności A. Marszk, *Exchange-traded products in Germany: development and substitution of exchange-traded funds, exchange-traded commodities and exchange-traded notes*, „Equilibrium", 13(4)/2018; G. Orlando, *Exchange traded products…*, op. cit.; T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 69.

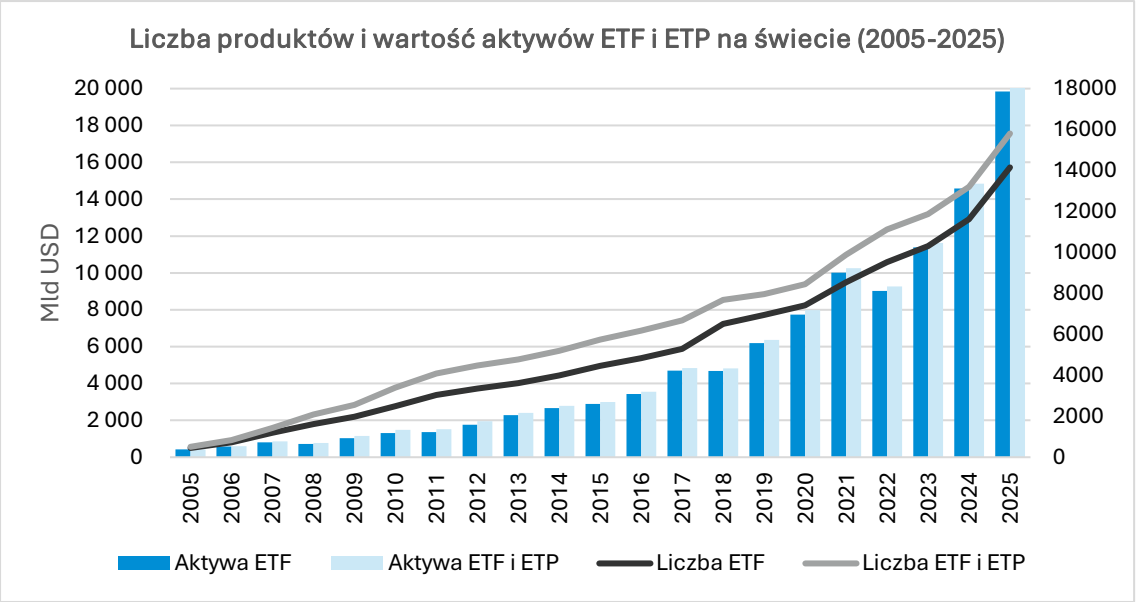
klasyfikacyjne. Przykładowo, giełda w Londynie (London Stock Exchange (LSE)), na której na koniec czerwca 2025 r. notowanych było ponad 200 instrumentów tego typu emitowanych przez ponad 50 różnych podmiotów, określa segment ETP jako obejmujący zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETC i ETN[285]. Również grupa kapitałowa Nasdaq, zarządzająca w Europie giełdami w Sztokholmie, Kopenhadze, Helsinkach i Rejkiawiku (Nasdaq Nordics), wyodrębnia segment produktów ETP, zaliczając do nich fundusze typu ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN[286]. Analogiczne podejście stosuje giełda we Stuttgarcie (Börse Stuttgart)[287], a na giełdzie w Mediolanie (Borsa Italiana) – choć zasadniczo nie jest używane określenie „ETP" – funkcjonuje odrębny segment ETFplus, obejmujący wszystkie wymienione giełdowe instrumenty indeksowe[288]. Taki sposób klasyfikacji znajduje odzwierciedlenie nie tylko w praktyce platform obrotu, lecz także w materiałach publikowanych przez przedstawicieli branży, w tym przez Europejskie Stowarzyszenie Zarządzających Funduszami i Aktywami (EFAMA)[289].

Instrumenty należące do grupy Exchange-Traded Products odgrywają istotną rolę w rozwoju nowych możliwości inwestycyjnych na rynkach giełdowych, co potwierdzają liczne opracowania naukowe oraz publikacje branżowe. Najbardziej obszerny dorobek badawczy w tym zakresie dotyczy funduszy ETF. Wynika to z faktu, że są one instrumentami o najdłuższej historii funkcjonowania spośród całej analizowanej grupy. Kompleksowy przegląd literatury na ten temat przedstawili m.in. G. Joshi oraz R.K. Dash, którzy dokonali analizy 2058 publikacji naukowych z lat 1973–2023 dotyczących zagadnień związanych z funduszami ETF[290]. W ostatnich latach wskazuje się również na istotne znaczenie instrumentów typu ETP dla rynków finansowych. D. Rakowski oraz S. Shirley podkreślają w swojej analizie rolę

[285] *ETPs*, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance, dostęp: 30.06.2025.
[286] *Nasdaq Nordic Exchange Traded Products (ETPs)*, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/solutions/nordic-exchange-traded-products-etps, dostęp: 28.02.2026.
[287] *ETPs: Three letters conquer the markets*, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 28.02.2026.
[288] *ETFplus Market: segmentation, microstructure and trading hours*, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/segmentazioneemicrostrutturamercatoetfplus/etfplus-segmentazioneemicrostruttura.en.htm, dostęp: 28.02.2026.
[289] *EFAMA Market Insights*, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Market%20Insights%2013_UCITS%20ETFs_0.pdf, dostęp: 22.06.2025.
[290] G. Joshi, R.K. Dash, *Exchange-traded funds and the future of passive investments: a bibliometric review and future research agenda*, „Future Business Journal", 10(17)/2024.

instrumentów ETP, zaznaczając, że łączą one cechy charakterystyczne dla indeksowych funduszy inwestycyjnych, takie jak dywersyfikacja i zdolność do odwzorowywania indeksów rynkowych, z płynnością oraz funkcjonalnością handlu typowymi dla akcji notowanych na giełdach[291]. Na istotność szeroko rozumianych instrumentów ETP jako kluczowej innowacji na rynku finansowym wskazywali także przedstawiciele amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC)[292]. O rosnącym znaczeniu instrumentów typu ETP (i dominacji funduszy ETF w ich strukturze) świadczy nie tylko ich obecność w regulacjach i klasyfikacjach, lecz także dynamiczny wzrost liczby tego typu produktów oraz wartości aktywów zgromadzonych w ich strukturach, obserwowany na przestrzeni ostatnich dwóch dekad, co zaprezentowano na poniższym wykresie.

Wykres 4. Liczba instrumentów i wartość aktywów instrumentów typu ETF i ETP na globalnym rynku w latach 2005–2025



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ETFGI (2025)

[291] D. Rakowski, S. Shirley, *What drives the market for exchange-traded notes?*, „Journal of Banking & Finance", 111/2020.
[292] M.S. Piwowar, *SEC-NYU Dialogue on Exchange-Traded Products*, SEC, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/speech-piwowar-2017-09-08?, dostęp: 28.02.2025.

1.3 Exchange-Traded Products (ETP) na rynku europejskim – ramy dalszej analizy

Jak wskazano w podrozdziale 1.1, pojęcie instrumentów typu ETP nie ma charakteru normatywnego, a jego rozumienie może różnić się w zależności od perspektywy uczestników rynku oraz w literaturze przedmiotu. W niniejszej rozprawie, ze względu na jej zakres i przedmiot analizy, przyjęto podejście skoncentrowane na rynku europejskim, a ściślej – na państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz instrumentach notowanych na platformach obrotu objętych unijnymi regulacjami rynku finansowego lub funkcjonalnie powiązanych z tymi regulacjami. W tym ujęciu utrwaliła się triada podstawowych kategorii instrumentów zaliczanych do giełdowych instrumentów indeksowych – niekiedy kwalifikowanych łącznie jako ETP, niekiedy opisywanych z niewielkimi różnicami terminologicznymi – obejmująca fundusze ETF oraz dłużne instrumenty typu ETC i ETN. Ich przynależność do tej grupy nie budzi zasadniczych wątpliwości ani w dominującej części literatury, ani w praktyce rynkowej, co potwierdzają m.in. przywołane wcześniej stanowiska EFAMA oraz modelowe klasyfikacje stosowane przez większość z wspomnianych europejskich platform obrotu.

Odnosząc się do przywołanych wcześniej w podrozdziale 2.1 opracowań, które w ramach kategorii ETP wyróżniają również dodatkowe typy instrumentów, takie jak Exchange-Traded Vehicles (ETV) czy Exchange-Traded Instruments (ETI), należy zaznaczyć, że z perspektywy europejskiej znaczenie tych dwóch kategorii pozostaje marginalne. Ich obecność ogranicza się zasadniczo do przypadków, w których wybrane giełdy z grupy Euronext stosują wspomniane nazewnictwo jako de facto synonimiczne wobec kategorii ETC[293]. W Polsce natomiast instrumenty te w ogóle nie występują – nie są notowane na warszawskiej GPW, ani nie są oferowane inwestorom przez krajowych brokerów, dlatego też nie będą przedmiotem dalszej analizy jako odrębna, dodatkowa kategoria instrumentów finansowych względem ETC i ETN.

Warto również zauważyć, że pomimo dominującego podejścia zakładającego istnienie szerokiej kategorii ETP, w ramach której mieszczą się fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN, nie wszystkie europejskie giełdy papierów

[293] Pojęcie to występuje w regulaminie giełd grupy Euronext, jednak w praktyce nie odnosi się do innej kategorii instrumentów finansowych, ale jest jedynie odmiennym określeniem instrumentów typu ETC (lub w niektórych przypadkach instrumentów typu ETN).

wartościowych stosują to pojęcie jednolicie, a w niektórych przypadkach nie występuje ono wcale. Przykładem może być giełda we Frankfurcie (Deutsche Börse), która wprawdzie używa pojęcia ETP, lecz zalicza do niego jedynie instrumenty typu ETC i ETN[294], podczas gdy fundusze ETF traktowane są jako odrębna kategoria. Podobnie do Deutsche Börse klasyfikację prowadzi giełda w Zurychu (SIX Swiss Exchange) [295].

Fakt, że niektóre giełdy prezentują te instrumenty w odmienny sposób, nie zmienia jednak ich charakteru jako należących do odrębnego segmentu instrumentów giełdowych. Niezależnie od tego, czy zawsze są określane wspólnym terminem „ETP", czy też nie, pozostają instrumentami rynku kasowego, służą przede wszystkim inwestowaniu indeksowemu i stanowią odrębną kategorię produktową wobec pozostałych giełdowych instrumentów finansowych (np. akcji, obligacji, instrumentów strukturyzowanych). Choć instrumenty te różnią się pod względem formy prawnej (fundusz ETF to fundusz inwestycyjny, natomiast instrumenty typu ETC i ETN to instrumenty dłużne), ich wspólna klasyfikacja jako jednej grupy produktowej znajduje uzasadnienie w ich przeznaczeniu, sposobie obrotu na giełdach oraz w niektórych kluczowych elementach konstrukcji[296]. Aspekty te zostaną szczegółowo przeanalizowane w kolejnym podrozdziale. Już na tym etapie można jednak postawić tezę, że wszystkie te instrumenty charakteryzują się następującymi cechami:

- otwartą strukturą (tj. nie posiadają terminu zapadalności);
- możliwością codziennej kreacji i umorzeń ich tytułów uczestnictwa (w przypadku funduszy ETF) bądź samych instrumentów (w przypadku instrumentów typu ETC i ETN);
- obecnością animatora rynku[297];

[294] *Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products*, Deutsche Börse, https://www.cash-market.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps, dostęp: 28.02.2026.
[295] *Exchange Traded Products: ETP trading with SIX*, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/trading/markets/etps.html, dostęp: 28.02.2025.
[296] Na przykład jest to specyficzny tylko dla tej grupy produktów mechanizm kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa/certyfikatów.
[297] Animator rynku (*market maker*) to instytucjonalny uczestnik rynku kapitałowego, który na podstawie umowy z operatorem platformy obrotu zobowiązuje się do stałego wystawiania ofert kupna i sprzedaży określonego instrumentu finansowego, zapewniając płynność obrotu i ograniczając wahania cen. W przypadku giełdowych instrumentów indeksowych (w szczególności funduszy ETF) animatorzy dodatkowo dbają, by wycena rynkowa instrumentu nie odbiegała znacząco od jego wartości wewnętrznej (np. wartości aktywów netto funduszu ETF).

- oraz – zazwyczaj – oddzieleniem aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta.

Taka klasyfikacja odróżnia je od innych instrumentów giełdowych i pozwala na bardziej spójne podejście do ich analizy. W literaturze podkreśla się również tożsamość podstawowej cechy ekonomicznej znakomitej większości tych instrumentów, jaką jest dążenie do jak najdokładniejszego odzwierciedlenia wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) określonego indeksu rynku finansowego[298].

Fundusze ETF są bez wątpienia obecnie najpopularniejszymi wehikułami inwestowania indeksowego pod względem liczby zarówno instrumentów w obrocie, jak i zgromadzonych przez nie aktywów. W praktyce obrotu na giełdach europejskich instrumenty typu ETC i ETN w swoisty sposób uzupełniają fundusze ETF, rozszerzając możliwość budowy ekspozycji na klasy aktywów, które – z uwagi na ograniczenia regulacyjne, omówione szczegółowo w rozdziale 4 – pozostają poza zasięgiem tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Połączenie funduszy ETF z instrumentami typu ETC lub ETN pozwala inwestorom na skonstruowanie portfela z wykorzystaniem instrumentów o zbliżonej funkcji ekonomicznej – tj. instrumentów otwartych, pozbawionych terminu zapadalności i zaprojektowanych w celu odwzorowywania zachowania określonych indeksów lub aktywów bazowych. Na potrzeby niniejszej rozprawy przyjęto zatem tę triadę – obejmującą fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN – jako ramę roboczą kategorii giełdowych instrumentów indeksowych. Ujęcie to odzwierciedla dominujące podejście w literaturze i praktyce europejskiego rynku finansowego, a jego przyjęcie pozwala wstępnie zidentyfikować wspólne cechy konstrukcyjne, funkcjonalne i operacyjne tej grupy oraz wyznaczyć punkt wyjścia do dalszych rozważań, w ramach których zakres tej kategorii zostanie poddany weryfikacji.

Z dotychczasowej analizy wynika, że trzy grupy instrumentów – fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN – odpowiadają na potrzeby inwestowania indeksowego (w rozumieniu przyjętym w rozdziale 1) i mogą być traktowane jako giełdowe instrumenty służące realizacji takiego celu. Umożliwiają one bowiem odwzorowywanie wyników indeksów, charakteryzują się wysoką płynnością, dostępnością na rynku wtórnym oraz odpowiednią przejrzystością konstrukcyjną i regulacyjną.

[298] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 31.

Aby jednak zagwarantować kompletność rozważań i potwierdzić, że w niniejszej rozprawie nie pominięto innych klas instrumentów, które mogłyby spełniać te same funkcje, konieczne jest przeprowadzenie uzupełniającej analizy porównawczej. W kolejnych podrozdziałach przedstawiona zostanie ocena innych instrumentów finansowych, które w określonych sytuacjach mogą oferować ekspozycję na indeksy – w tym kontraktów futures oraz wybranych produktów strukturyzowanych, takich jak certyfikaty indeksowe. Celem tego badania jest nie tylko określenie ich przydatności w kontekście inwestowania indeksowego, lecz także jednoznaczne rozstrzygnięcie, czy mogą one zostać zakwalifikowane do omawianej grupy instrumentów. W dalszej części pracy – tj. w rozdziałach 5 i 6 – przeanalizowane zostaną szczegółowe cechy konstrukcyjne funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, ze szczególnym uwzględnieniem wskazanych powyżej elementów wspólnych oraz istotnych różnic konstrukcyjno-prawnych. Analiza ta pozwoli na potwierdzenie zasadności traktowania tych trzech typów instrumentów jako jednej, wewnętrznie spójnej kategorii produktowej w ramach giełdowych instrumentów indeksowych.

Podsumowując, na obecnym etapie przyjęto założenie robocze, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN stanowią ramę kategorii giełdowych instrumentów indeksowych. Różnice w klasyfikacjach stosowanych na poszczególnych giełdach, w tym na rynkach o istotnym znaczeniu, wymagają jednak weryfikacji tego założenia w celu ustalenia faktycznego zakresu kategorii w warunkach europejskich. Weryfikacja obejmie analizę porównawczą tych instrumentów z innymi instrumentami zapewniającymi ekspozycję indeksową, tradycyjnie niezaliczanymi do grupy giełdowych instrumentów indeksowych, w celu ustalenia, czy – i z jakich powodów – powinny one zostać z niej definitywnie wyłączone. W kolejnym podrozdziale przedstawiono tę analizę w odniesieniu do kontraktów futures oraz wybranych produktów strukturyzowanych jako produktów finansowych o najbardziej zbliżonej do funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN charakterystyce i profilu inwestycyjnym.

2 Zakres i granice kategorii giełdowych instrumentów indeksowych

2.1 Instrumenty typu ETP a instrumenty rynku terminowego

W literaturze przedmiotu dostępnych jest kilka opracowań porównujących fundusze ETF – jako dominującą kategorię instrumentów typu ETP – z instrumentami pochodnymi wykorzystywanymi w strategiach indeksowych, w szczególności z indeksowymi kontraktami futures[299]. Zagadnienie to jest również obecne w opracowaniach analitycznych publikowanych przez platformy obrotu instrumentami pochodnymi, takie jak Nasdaq[300]. Co więcej, R. Toplensky zauważa, że fundusze ETF stopniowo przejmują udziały rynkowe, które wcześniej należały do innych instrumentów umożliwiających budowę ekspozycji indeksowej – w szczególności do indeksowych kontraktów futures[301]. Odnosząc się do tych ostatnich warto podkreślić – co zaznacza także B. Ben-David[302] – że spośród instrumentów rynku terminowego wyłącznie kontrakty futures na indeksy stanowią zasadny punkt odniesienia dla porównań z funduszami ETF zarówno z perspektywy funkcjonalnej, jak i praktyki inwestycyjnej[303]. Należy jednak zaznaczyć, że kontrakty futures mogą pełnić różne funkcje rynkowe, m.in. arbitrażowe, spekulacyjne, a nie tylko służyć budowie ekspozycji na indeks. Z perspektywy niniejszej rozprawy – w której punktem odniesienia jest inwestowanie indeksowe, zgodnie z ujęciem przedstawionym w rozdziale 1 – relewantna jest wyłącznie ostatnia z wymienionych funkcji, tj. wykorzystanie kontraktów futures do odwzorowania zachowania określonego benchmarku[304].

Na podobieństwa pomiędzy funduszami ETF a indeksowymi kontraktami futures zwraca uwagę A. Marszk, wskazując, że poza zbliżonym w niektórych przypadkach zastosowaniem inwestycyjnym instrumenty te charakteryzują się także

[299] Zob. w szczególności: I. Ben-David, F. Franzoni, R. Moussawi, *Exchange-Traded Funds*, „Annual Review of Financial Economics", 9/2017; A. Madhavan, U. Marchioni, W. Li, D.Y. Du, *Equity ETFs versus Index Futures: A Comparison for Fully Funded Investors*, „The Journal of Index Investing", 5(2)/2014.
[300] P. Mackintosh, *Comparing Stocks and ETFs and Futures*, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/articles/comparing-stocks-and-etfs-and-futures-2021-07-22, dostęp: 28.02.2026.
[301] R. Toplensky, *Investors replace futures with ETFs*, Financial Times, https://www.ft.com/content/fe98f02e-f00d-11e5-9f20-c3a047354386, dostęp: 28.02.2026.
[302] I. Ben-David, F. Franzoni, R. Moussawi, *Exchange-Traded Funds*, „Annual Review of Financial Economics", 9/2017.
[303] Istnieją co prawda inne instrumenty pochodne, takie jak np. swapy czy też opcje na indeksy, które teoretycznie mogłyby zostać wykorzystane do budowy ekspozycji indeksowej, jednak ze względu na swoją odmienną konstrukcję, ograniczoną dostępność dla niektórych kategorii inwestorów (np. inwestorów indywidualnych), a także ograniczoną płynność i transparentność instrumenty te nie są powszechnie uznawane za produkty służące inwestowaniu indeksowemu i nie będą uwzględniane w dalszej analizie. Zob. A. Madhavan, U. Marchioni, W. Li, D.Y. Du, *Equity ETFs versus Index Futures…*, op. cit., s. 65–74.
[304] A. Madhavan, U. Marchioni, W. Li, D.Y. Du, *Equity ETFs versus Index Futures…*, op. cit., s. 66.

innymi cechami wspólnymi, np. wyceną podczas sesji giełdowej w czasie rzeczywistym (*intraday pricing*), wysoką płynnością, szeroką bazą uczestników rynku oraz obrotem prowadzonym na tych samych platformach, tj. głównie giełdach papierów wartościowych[305]. Uwzględniając te podobieństwa, warto jednak zauważyć, że kontrakty futures i fundusze ETF (jak i inne instrumenty z grupy ETP) różnią się istotnie zarówno pod względem konstrukcji, jak i operacyjnego wykorzystania. Przede wszystkim kontrakty futures są instrumentami niefinansowanymi (*unfunded*), w których inwestor wnosi jedynie część wartości nominalnej pozycji – tzw. depozyt zabezpieczający – podczas gdy pozostała część kapitału może być alokowana w inne aktywa, np. instrumenty rynku pieniężnego. Immanentną cechą tego mechanizmu jest zastosowanie dźwigni finansowej[306], która odróżnia kontrakty futures od klasycznego inwestowania indeksowego. Dodatkowo kontrakty futures mają z góry określony termin wygaśnięcia, który przypada zazwyczaj co kwartał, choć w obrocie dostępne są także kontrakty o krótszych okresach, w tym miesięczne[307]. W przypadku długoterminowych inwestycji o charakterze indeksowym wymagane jest regularne rolowanie pozycji na tych instrumentach, czyli proces generujący dodatkowe koszty transakcyjne oraz niosący ryzyko błędnej wyceny[308].

Badając dalej różnice pomiędzy funduszami ETF a kontraktami futures, można powołać się na A. Marszka, który w swojej analizie prac innych badaczy wskazuje, że kontrakty futures mogą być bardziej efektywne dla inwestorów krótkoterminowych ze względu na niższe wymagania kapitałowe, możliwość stosowania dźwigni oraz łatwość realizacji krótkiej sprzedaży[309]. Z kolei G.L. Gastineau podkreśla, że przy inwestycjach krótkoterminowych istotnym ograniczeniem funduszy ETF mogą być wyższe opłaty transakcyjne i zarządcze, natomiast przy inwestycjach długoterminowych instrumenty te zyskują przewagę dzięki swojej otwartej strukturze oraz braku konieczności rolowania[310]. Jest to związane z tym, że w przeciwieństwie do

[305] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 32.
[306] J. Hull, *Options, futures, and other derivatives*, Pearson Education Limited, Harlow 2018, s. 50.
[307] Zgodnie z danymi opublikowanymi przez CME Group kontrakty futures na indeksy giełdowe (np. E-mini) wygasają w cyklu kwartalnym – najczęściej w marcu, czerwcu, wrześniu i grudniu – choć dostępne są także serie miesięczne, zwłaszcza na rynkach surowcowych lub walutowych. Zob. *Equity Index Futures Roll Dates*, CME Group, https://www.cmegroup.com/trading/equity-index/rolldates.html, dostęp: 28.02.2026.
[308] A. Madhavan, U. Marchioni, W. Li, D.Y. Du, *Equity ETFs versus Index Futures…*, op. cit., s. 66–67.
[309] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 32.
[310] G.L. Gastineau, *The exchange-traded funds manual*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010, s. 265.

kontraktów futures fundusze ETF są instrumentami w pełni finansowanymi (*fully funded*) i zasadniczo nieposiadającymi terminu zapadalności. Mogą być zatem utrzymywane przez dowolny okres, co sprawia, że ich konstrukcja jest szczególnie predysponowana do realizacji długoterminowych strategii inwestowania indeksowego [311].

Podsumowując, choć indeksowe kontrakty terminowe typu futures mogą w określonych warunkach pełnić funkcję zbliżoną do funduszy ETF – zwłaszcza w kontekście uzyskiwania krótkoterminowej ekspozycji na indeksy – są konstrukcyjnie i operacyjnie odmienną klasą instrumentów finansowych. Po pierwsze, kontrakty futures są instrumentami z natury lewarowanymi, wymagającymi wniesienia depozytu zabezpieczającego (i jego ewentualnego uzupełniania), w przeciwieństwie do funduszy ETF, które co do zasady wymagają pełnego pokrycia wartości nabycia. Po drugie, kontrakty futures posiadają określony termin zapadalności, co wiąże się z koniecznością ich rolowania w przypadku inwestycji długoterminowych, a to generuje dodatkowe koszty oraz ryzyko wyceny. Po trzecie, różnice występują również na poziomie dostępu i funkcji rynkowych – kontrakty terminowe są częściej wykorzystywane w strategiach zabezpieczających, arbitrażowych lub spekulacyjnych, a ich konstrukcja sprzyja zastosowaniom krótkoterminowym, podczas gdy fundusze ETF zaprojektowane zostały jako otwarte wehikuły inwestowania indeksowego. Z metodologicznego punktu widzenia przedstawione powyżej rozważania dotyczące relacji między indeksowymi kontraktami futures a funduszami ETF mogą – *mutatis mutandis* – znaleźć zastosowanie także w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN, które dzielą z funduszami ETF szereg cech konstrukcyjnych i funkcjonalnych niezależnie od odmiennych ram prawnych oraz struktury emisyjnej.

Z tych względów, mimo pewnych podobieństw funkcjonalnych, kontrakty terminowe typu futures nie spełniają kryteriów właściwych dla giełdowych instrumentów indeksowych w rozumieniu przyjętym na potrzeby niniejszej rozprawy – tj. jako instrumentów przeznaczonych do długoterminowego, pasywnego odwzorowywania indeksów z zachowaniem wysokiej przejrzystości i dostępności. W związku z tym instrumenty te nie będą zaliczane do głównej kategorii analizowanych produktów,

[311] A. Madhavan, U. Marchioni, W. Li, D.Y. Du, *Equity ETFs versus Index Futures…*, op. cit., s. 67.

choć ich porównanie – z uwagi na możliwą zamienność zastosowań – stanowi istotne tło analityczne.

2.2 Instrumenty typu ETP a inne instrumenty strukturyzowane

Uzyskanie ekspozycji na wybrany indeks rynków finansowych jest możliwe także za pomocą instrumentów rynku kasowego innych niż tradycyjnie uwzględnione w grupie ETP, w szczególności niektórych instrumentów strukturyzowanych. Część z tych konstrukcji – w określonych konfiguracjach – może pełnić funkcje zbliżone do funduszy ETF lub instrumentów typu ETC i ETN, umożliwiając realizację podobnych celów inwestycyjnych, zwłaszcza w zakresie odwzorowywania wyników indeksów. W takich przypadkach zasadne jest rozważenie ich ujęcia w ramach szerszej analizy instrumentów służących inwestowaniu indeksowemu. Pozwoli to rozstrzygnąć, czy można je zaliczyć do giełdowych instrumentów indeksowych, czy też powinny być uwzględnione w innej, odrębnej kategorii.

Przed dalszą analizą zasadnym wydaje się rozstrzygnięcie istotnej kwestii terminologicznej dotyczącej relacji pomiędzy produktami strukturyzowanymi a grupą instrumentów ETP. W literaturze ekonomicznej – szczególnie w starszym piśmiennictwie i w Polsce – można znaleźć pojedyncze przypadki, w których giełdowe produkty strukturyzowane określano zbiorczo jako Exchange-Traded Products (ETP)[312], przy czym autorzy tych publikacji, używając tego pojęcia w odniesieniu do produktów strukturyzowanych, zwykle nie zaliczali do tej kategorii funduszy typu ETF czy instrumentów ETC bądź ETN. Pojawiały się również artykuły naukowe, w których instrumenty typu ETC i ETN zaliczano do kategorii derywatów[313]. Wydaje się jednak, że taka klasyfikacja jest obecnie odosobniona i nie znajduje poparcia ani w konstrukcji instrumentów, ani w praktyce rynku. Rynek produktów giełdowych znacznie się rozwinął zarówno pod względem liczby instrumentów, jak i zgromadzonych w nich aktywów, wykształciły się także określone standardy rynkowe dotyczące tworzenia i funkcjonowania tych instrumentów. Instrumenty strukturyzowane nie są zwyczajowo zaliczane do instrumentów pasywnego ani indeksowego

[312] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, J. Czekaj (red. nauk.), Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2017, rozdział 11.3.1; P. Prewysz-Kwinto, *Exchange Traded Products on the Warsaw Stock Exchange*, „International Journal of Economics and Management Engineering", 10(7)/2016; M. Walczak-Gańko (red.), *Comparative analysis of exchange traded products markets in the Czech Republic, Hungary and Poland*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", 50/2015.
[313] F.O. Cugia, *A Legal Analysis of Exchange-traded Products*, op. cit.

inwestowania[314]. W dostępnej literaturze przedmiotu brak jest jednak pogłębionych analiz, które w sposób systematyczny określałyby kryteria takiego wyłączenia i jednoznacznie je uzasadniały. Zagadnienie to wymaga zatem odrębnego omówienia, zwłaszcza w kontekście współczesnych rozwiązań rynkowych oraz potencjalnych zbieżności funkcjonalnych z funduszami ETF czy instrumentami typu ETC i ETN.

W tym świetle warto zauważyć, że niektóre z produktów strukturyzowanych, a konkretnie certyfikaty indeksowe (zwane również trackerami) mogą być wykorzystywane w podobnych celach inwestycyjnych. Instrumentów strukturyzowanych nie można zatem z góry wykluczyć jako giełdowych instrumentów inwestowania indeksowego, z którymi wykazują istotne podobieństwa, gdyż: (1) mogą być oferowane zarówno na giełdach, jak i w obrocie pozagiełdowym[315]; (2) przynajmniej część z nich zapewnia ekspozycję na indeksy rynków finansowych (w tym również o charakterze długoterminowym); (3) są instrumentami rynku kasowego. Analizy instrumentów strukturyzowanych nie da się pominąć, ponieważ stanowią one obecnie istotny segment rynku – również giełdowego – a ich liczba w obrocie często wielokrotnie przewyższa liczbę pozostałych giełdowych instrumentów służących inwestowaniu indeksowemu, nierzadko tworząc najszerszą kategorię spośród wszystkich instrumentów finansowych dostępnych na giełdach. Na przykład na koniec 2024 r. na Deutsche Börse notowanych było odpowiednio ponad 2,2 tys. funduszy ETF i ponad 1,3 mln produktów strukturyzowanych, a na giełdzie w Wiedniu (Wiener Borse) – 137 funduszy ETF wobec ponad 8,5 tys. produktów strukturyzowanych. Na GPW w Warszawie na koniec 2024 r. w obrocie znajdowało się 12 funduszy ETF i 1 instrument ETC wobec ponad 3,3 tys. instrumentów strukturyzowanych[316].

Instrumenty strukturyzowane cechują się dużą różnorodnością oraz międzysektorowym charakterem[317], co powoduje, że istnieje wiele ich definicji. Nie wchodząc w szczegóły dotyczące zasad określania tych produktów, można posłużyć się definicją przyjętą przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) mówiącą, że są to zasadniczo instrumenty, których stopa zwrotu jest

[314] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 34.
[315] P. Prewysz-Kwinto, *Giełdowe produkty strukturyzowane o średnim ryzyku na przykładzie instrumentów dostępnych na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia", 51(4)/2018.
[316] Dane na podstawie: *European Exchange Report 2024*, Federation of European Securities Exchanges, https://www.fese.eu/statistics/european-exchange-report/, dostęp: 13.08.2025.
[317] M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2000-2010*, KNF 2010.

powiązana z zachowaniem jednego lub większej liczby wskaźników referencyjnych, takich jak indeksy giełdowe, ceny poszczególnych aktywów czy stopy procentowe[318]. Zarówno w literaturze naukowej[319], jak i w praktyce rynku[320] podkreśla się jednak, że ich najistotniejszą cechą jest zależność rozliczenia od cen instrumentów bazowych oraz wbudowany mechanizm instrumentu pochodnego[321].

Pewna podgrupa giełdowych produktów strukturyzowanych – tj. certyfikaty indeksowe (*trackers*) – wykazuje cechy zbliżone do instrumentów indeksowych. Certyfikaty indeksowe należą do prostszych form produktów strukturyzowanych[322]. Są to instrumenty bezterminowe (*open-end*), naśladujące zachowanie instrumentu bazowego, na który zostały wystawione, lub portfela aktywów bazowych[323]. Dzięki temu umożliwiają inwestowanie w aktywa, których bezpośredni zakup w normalnych warunkach jest dla inwestora utrudniony (np. ropa naftowa) lub w praktyce niemożliwy (np. indeksy giełdowe)[324]. Zysk inwestora zależy od ustalonego w momencie emisji certyfikatu współczynnika subskrypcji, który określa, jaki ułamek instrumentu bazowego można otrzymać za jeden certyfikat[325]. Stopa zwrotu z inwestycji w taki produkt strukturyzowany jest w założeniu zbieżna ze stopą zwrotu instrumentu bazowego w przypadku zarówno wzrostu, jak i spadku jego wartości.

Niektóre cechy trackerów upodabniają je do instrumentów z grupy ETP (rozumianej jako obejmującą fundusze ETF oraz instrumenty ETC i ETN), jednak istnieją znaczące różnice, które uniemożliwiają ich włączenie do tej kategorii. Ponieważ

---

[318] *ESMA Market Report. Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2024*, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA50-524821-3525_ESMA_Market_Report_-_Costs_and_Performance_of_EU_Retail_Investment_Products.pdf, dostęp: 25.09.2025.

[319] R. Rębilas, *Produkty strukturyzowane jako instrumenty ograniczające ryzyko inwestycji kapitałowych w okresie kryzysu na rynkach finansowych*, „Studia Ekonomiczne", 174/2013.

[320] *Regulation of Retail Structured Products*, FR14/13, The International Organization of Securities Commissions, 20 Regulation of Retail Structured Products, The International Organization of Securities Commissions 2013, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd434.pdf, dostęp: 25.09.2025.

[321] R. Rębilas, op. cit.

[322] P. Prewysz-Kwinto, *Giełdowe produkty strukturyzowane o średnim ryzyku na przykładzie instrumentów dostępnych na GPW w Warszawie*, op. cit.

[323] I. Pruchnicka-Grabias, *Finansowe produkty strukturyzowane: systematyka, wycena, konstrukcja*, CeDeWu, Warszawa 2020, s. 144.

[324] A. Blümke, *How to invest in structured products: a guide for investors and investment advisors*, John Wiley and Sons, Chichester 2009, s. 56.

[325] Współczynnik subskrypcji określa, jaka część instrumentu bazowego przypada na jeden certyfikat strukturyzowany, co pozwala dostosować jego wartość nominalną do poziomu bardziej dostępnego dla inwestorów. Przykładowo, współczynnik 0,1 oznacza, że jeden certyfikat odpowiada 1/10 jednostki bazowej. Dzięki temu możliwe jest inwestowanie w aktywa o wysokiej wartości nominalnej przy zachowaniu proporcjonalnej stopy zwrotu.

różnice te mają kluczowe znaczenie dla charakterystyki giełdowych instrumentów inwestowania indeksowego, wymagają szczegółowej analizy. Podstawową różnicą między trackerami a instrumentami z grupy ETP jest mechanizm emisji oraz jego konsekwencje dla obrotu i wyceny tych instrumentów. Trackery charakteryzują się z góry ustaloną liczbą instrumentów, określoną w prospekcie emisyjnym oraz w ostatecznych warunkach emisji (*final terms*). Oznacza to, że ich podaż na rynku wtórnym zależy wyłącznie od aktywności inwestorów oraz animatora rynku. W konsekwencji inwestorzy nie mają dostępu do rynku pierwotnego – obrót trackerami odbywa się wyłącznie na rynku wtórnym.

W przypadku instrumentów z grupy ETP, a zwłaszcza funduszy ETF, funkcjonuje mechanizm kreacji i umorzeń, który pozwala na elastyczne dostosowywanie liczby certyfikatów w obrocie. Mechanizm ten (szczegółowo omówiony w podrozdziale 1.4 rozdziału 3) stabilizuje cenę instrumentu względem wartości aktywów netto (NAV) w przypadku funduszy ETF oraz względem indykatywnej wartości aktywów netto (CINV) w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN. Dla instrumentów z grupy ETP istnieje również rynek pierwotny, na którym autoryzowani uczestnicy mogą tworzyć nowe jednostki ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN. Trackery mają natomiast zamkniętą strukturę emisji, choć w praktyce maksymalna liczba certyfikatów przewidziana w prospekcie jest zwykle ustalana na bardzo wysokim poziomie, co pozwala emitentowi na emisję dodatkowych sztuk w odpowiedzi na popyt rynkowy. Animator rynku kwotuje cenę certyfikatów na podstawie bieżącej wartości instrumentu bazowego, dążąc do jej zgodności z wartością aktywów netto. Jest to jednak mechanizm odmienny od kreacji i umorzeń stosowanych w instrumentach z grupy ETP – w przypadku trackerów zbliżenie ceny rynkowej do wartości godziwej zapewniane jest przez kwotowanie animatora, a nie przez arbitraż oparty na tworzeniu i umarzaniu jednostek przez autoryzowanych uczestników.

Ważnym aspektem różnicującym trackery od funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN są również zasady ich notowania na giełdzie, w tym wymogi dotyczące obecności animatora rynku oraz mechanizmy stabilizujące cenę. Dla instrumentów z grupy ETP obowiązek działania animatora rynku wynika zarówno z regulacji poszczególnych giełd, jak i zharmonizowanych regulacji europejskich[326], które

[326] Zob. w szczególności zakres i charakterystykę definicji funduszy ETF w prawie unijnym, które zostały szeroko omówione w podrozdziale 1.1 rozdziału 3.

mają na celu zapewnienie odpowiedniej płynności oraz efektywności obrotu. W regulaminach giełd określone są maksymalne widełki cenowe (spread *bid-ask*) oraz wymóg stałej obecności animatora w arkuszu zleceń[327]. W przypadku trackerów obecność animatora rynku nie jest obowiązkowa, choć w praktyce wielu emitentów decyduje się na jego wyznaczenie w celu wspierania płynności instrumentu. Brak mechanizmu kreacji i umorzeń sprawia jednak, że zbliżenie ceny rynkowej do wartości instrumentu bazowego realizowane jest w odmienny sposób — poprzez kwotowanie animatora w oparciu o wartość aktywów netto, a nie poprzez arbitraż z udziałem autoryzowanych uczestników.

Brak mechanizmu arbitrażu rynkowego, który w funduszach ETF i innych instrumentach typu ETP pozwala na utrzymanie ceny rynkowej blisko wartości aktywów netto, może prowadzić do sytuacji, w których cena rynkowa trackerów odbiega od wartości aktywów bazowych. By przeciwdziałać takim zjawiskom, niektóre giełdy stosują rozwiązania mające na celu stabilizację obrotu. Przykładem może być GPW w Warszawie, na której instrumenty strukturyzowane, w tym trackery, są notowane w systemie animatora rynku. Kluczowym elementem tego systemu jest obowiązek utrzymywania przez animatora aktywnych zleceń kupna i sprzedaży przez całą sesję giełdową. W przypadku ich braku obrót danym instrumentem zostaje zawieszony[328]. Mechanizm ten chroni inwestorów przed zawieraniem transakcji po skrajnie nieadekwatnych cenach, co może występować w warunkach niskiej płynności i braku odpowiednich mechanizmów korekcyjnych, typowych dla funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN.

Kolejna istotna różnica między instrumentami z grupy ETP a instrumentami strukturyzowanymi, w tym trackerami, odnosi się do zasad odwzorowywania indeksów i konsekwencji z tym związanych. Certyfikaty indeksowe zazwyczaj opierają się na kontraktach terminowych (utures, a więc na innych instrumentach pochodnych[329]. Dotyczy to również certyfikatów notowanych na GPW w Warszawie. W efekcie błąd odwzorowania indeksu może być w ich przypadku większy niż w funduszach ETF oraz instrumentach typu ETC i ETN. Przyczyniają się do tego m.in. konieczność

[327] *Exchange Traded Funds &Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation*, Deutsche Börse, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/rules-and-regulations-for-the-fwb, dostęp: 28.02.2023.
[328] Zob. § 141 pkt 7 Regulaminu Giełdy oraz odpowiednie przepisy Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego, do których ten przepis odsyła.
[329] I. Pruchnicka-Grabias, op. cit., s. 54.

rolowania kontraktów terminowych i związane z tym koszty oraz ryzyko efektów *contango* i *backwardation*[330]. Efekty te mogą występować również w instrumentach typu ETC i ETN, jednak ich konstrukcja często (choć nie zawsze) przewiduje zabezpieczenie w postaci aktywów fizycznych, co takie ryzyko ogranicza. W funduszach ETF natomiast ryzyko to praktycznie nie występuje – stosują one w większości replikację fizyczną, a w przypadku replikacji syntetycznej bazują na swapach, dzięki czemu unika się kosztów rolowania.

Warto też zwrócić uwagę, że w przypadku instrumentów indeksowych dostępnych na rynku europejskim częstą praktyką[331] jest stosowanie dodatkowych mechanizmów ochrony inwestora, takich jak rozdzielenie aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta. W instrumentach typu ETC i ETN, mimo ich dłużnego charakteru, ekspozycja na aktywo bazowe często jest realizowana poprzez bezpośredni zakup danego aktywa, jak ma to miejsce w przypadku instrumentów typu ETC inwestujących w złoto lub inne metale szlachetne oraz instrumentów typu ETN inwestujących w kryptowaluty. Ich emitentami są zazwyczaj spółki celowe (SPV), co umożliwia zastosowanie wspomnianego mechanizmu ochronnego. W przeciwieństwie do tego produkty strukturyzowane, w tym trackery, są emitowane głównie przez banki i instytucje finansowe, a ich konstrukcja bazuje na wbudowanych instrumentach pochodnych, takich jak swapy czy kontrakty terminowe. Nie przewidują one separacji aktywów inwestorów od aktywów emitenta, co oznacza, że w przypadku niewypłacalności emitenta inwestor ponosi ryzyko jego upadłości. W instrumentach strukturyzowanych zabezpieczeniem nie jest bowiem aktywo bazowe, lecz wiarygodność kredytowa instytucji finansowej, co sprawia, że główną formą ochrony inwestorów pozostaje rating emitenta oraz jego sytuacja kapitałowa.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w jednym z dokumentów typu Q&A także wyraźnie wskazuje na różnice pomiędzy

[330] *Contango* i *backwardation* to pojęcia opisujące kształtowanie się krzywej terminowej instrumentu pochodnego (np. kontraktu futures) w relacji do ceny instrumentu bazowego (*spot*). W warunkach *contango* cena kontraktu z dostawą w przyszłości przewyższa cenę instrumentu bazowego. Zjawisko to prowadzi do sytuacji, w której rolowanie kontraktów wiąże się z ujemnym wynikiem dla inwestora zajmującego długą pozycję. Z kolei *backwardation* występuje, gdy cena kontraktu futures jest niższa niż cena instrumentu bazowego, co może wynikać np. z przewagi bieżącego popytu nad bieżącą podażą aktywa bazowego lub premii za jego natychmiastową dostępność. W takim przypadku rolowanie kontraktów może przynosić dodatni efekt dla inwestora zajmującego długą pozycję.

[331] W opisanym w kolejnym podrozdziale badaniu eksperckim zwrócono uwagę, że występuje to praktycznie zawsze.

instrumentami strukturyzowanymi a instrumentami ETC[332]. Charakter tej argumentacji pozwala zastosować ją (przynajmniej częściowo) także do pozostałych instrumentów z grupy ETP. W dokumencie ESMA zwrócono uwagę przede wszystkim na to, że instrumenty strukturyzowane:

- za bazę mogą przyjąć zarówno surowce, jak i inne aktywa finansowe, a także strategie inwestycyjne, indeksy czy koszyki instrumentów finansowych;
- mogą pasywnie odwzorowywać wyniki instrumentu bazowego, ale często stosują również mechanizmy dźwigni finansowej, struktury opcyjnej lub strategii ochrony kapitału;
- generują ekspozycję na ryzyko kredytowe emitenta, ponieważ są emitowane głównie przez instytucje bankowe, podczas gdy np. instrumenty typu ETC są zazwyczaj emitowane przez podmioty specjalnego przeznaczenia (SPV).

Instrumenty strukturyzowane oraz instrumenty z grupy ETC różnią się także w sposób istotny pod względem ich klasyfikacji prawnej w ramach kluczowych regulacji dotyczących unijnych rynków finansowych, tj. w szczególności dyrektywa 2014/65/UE (zwana dalej dyrektywą MiFID II)[333] oraz aktów wykonawczych do tej dyrektywy. Odrębność ta nie jest jedynie kwestią formalną – ma istotne konsekwencje dla wymogów informacyjnych wobec emitentów, zakresu obowiązków dystrybutorów oraz zasad ochrony inwestorów. Poniżej zobrazowano najistotniejsze różnice pomiędzy instrumentami z szeroko rozumianej grupy ETP (jako obejmującej zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETC i ETN) a certyfikatami indeksowymi typu tracker.

[332] *Q&A on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, ESMA, 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-36_qas_commodity_derivatives.pdf, dostęp: 14.11.2025.
[333] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 349).

Tabela 3. Najistotniejsze różnice pomiędzy instrumentami z grupy ETP a giełdowymi certyfikatami indeksowymi

Kryterium	Exchange-Traded Products (ETP)	Trackery (Certyfikaty indeksowe)
Struktura prawna	ETF – fundusze inwestycyjne ETC/ETN – instrumenty dłużne	instrumenty dłużne
Emitent	ETF – podmioty zarządzające aktywami ETC/ETN – spółki celowe (SPV)	banki lub inne instytucje finansowe
Mechanizm kreacji i umorzeń	tak – tytuły uczestnictwa funduszy ETF oraz instrumenty typu ETC/ETN mogą być codziennie kreowane i umarzane	nie – liczba certyfikatów jest stała i określona w prospekcie
Dostęp do rynków pierwotnych	istnieje – jest jednak ograniczony do tzw. autoryzowanych uczestników	brak podobnego mechanizmu – emitent nie korzysta z autoryzowanych uczestników
Transparentność wyceny	fundusze ETF są wyceniane na podstawie NAV, a autoryzowani uczestnicy utrzymują zgodność ceny z wartością bazową	cena zależy od ceny bazowej i marży emitenta, brak aktywnego arbitrażu
Forma replikacji	możliwa (i popularna) replikacja fizyczna, występuje również replikacja syntetyczna	replikacja wyłącznie syntetyczna, oparta głównie na kontraktach terminowych (futures)
Ryzyko emitenta	ograniczone – fundusze ETF mają wydzielone aktywa i korzystają z depozytariusza, instrumenty typu ETC/ETN najczęściej są również zabezpieczone	zróżnicowane – zależne od kondycji finansowej emitenta
Obecność animatora rynku	wymagana regulacyjnie; animatorem jest podmiot niezależny od emitenta	zwykle wymagana regulaminowo; animatorem jest najczęściej emitent lub podmiot z grupy emitenta

Źródło: Opracowanie własne

Reasumując, certyfikaty indeksowe – mimo że w wybranych przypadkach mogą pełnić funkcję zbliżoną do instrumentów indeksowych – pozostają odrębną kategorią względem funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. W praktyce rynkowej są one konsekwentnie klasyfikowane oddzielnie zarówno przez giełdy,

jak i instytucje nadzoru, co uzasadnia ich wyłączenie z grupy ETP. W kolejnym podrozdziale przedstawiono wyniki badania empirycznego, mającego na celu ukazanie, w jaki sposób poszczególne giełdy europejskie realizują te rozróżnienia w swojej praktyce klasyfikacyjnej.

3 Badanie praktyk klasyfikacyjnych i strukturalnych na rynku europejskim

3.1 Cel badania

W podrozdziale 1.1 przedstawiono różnorodność podejść klasyfikacyjnych w literaturze i praktyce rynkowej do giełdowych instrumentów indeksowych, często utożsamianych z grupą instrumentów ETP. Jednocześnie wskazano na brak normatywnie określonych kryteriów wyodrębniania tej grupy produktowej. W świetle wstępnych wyróżników instrumentów z tej grupy, sformułowanych w podrozdziałach 1.1 oraz 1.2 na podstawie analizy teoretycznej, podjęto weryfikację empiryczną, mającą na celu potwierdzenie, czy w skali europejskiej istnieje jednolity standard klasyfikacji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, a także czy występują wspólne elementy ich konstrukcji i funkcjonowania. Badanie to pozwala jednocześnie uchwycić powiązania pomiędzy stosowanymi faktycznie ramami klasyfikacyjnymi a konstrukcją prawną instrumentów, mechanizmami zabezpieczeń oraz wymogami regulacyjnymi, a także uzupełnia analizę teoretyczną o perspektywę kluczowych organizatorów obrotu, których praktyka kształtuje funkcjonowanie i percepcję tych instrumentów.

Badanie zostało zaprojektowane w sposób umożliwiający rozpoznanie podejścia kluczowych giełd europejskich, na których koncentruje się zdecydowana większość obrotu tymi instrumentami, do:

- definicji grupy giełdowych instrumentów indeksowych (określanej często, choć nie zawsze, jako ETP);
- praktycznych kryteriów wyodrębniania tej kategorii oraz wewnętrznego różnicowania jej na fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN;

- zasad oddzielania instrumentów typu ETP od innych kategorii produktów –w szczególności niektórych produktów strukturyzowanych (takich jak trackery).

Zakres badania obejmuje także identyfikację cech wspólnych funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, które – w praktyce analizowanych rynków – uzasadniają traktowanie ich jako odrębnej grupy produktowej.

Dla realizacji powyższego celu postawiono dwie tezy badawcze:

Teza nr 1 – Fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są klasyfikowane przez giełdy papierów wartościowych jako odrębna kategoria produktowa, najczęściej określana mianem „Exchange-Traded Products" (ETP) lub równoważnym, odmienna od pozostałych klas instrumentów finansowych, w tym produktów strukturyzowanych o zbliżonych cechach ekonomicznych.

Teza nr 2 – Fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN posiadają spójny zestaw cech konstrukcyjnych i funkcjonalnych, które – niezależnie od bieżącej praktyki klasyfikacyjnej – odróżniają je od innych instrumentów finansowych i uzasadniają ich traktowanie jako jednej grupy produktowej.

3.2 Dobór próby badawczej i respondentów

Wybór perspektywy giełd papierów wartościowych jako podstawy badania wynikał z trzech przesłanek: istnienia luki badawczej w zakresie analiz o wymiarze ściśle europejskim, kluczowej roli giełd w kształtowaniu standardów rynkowych oraz możliwości uzyskania pełnego obrazu rozwiązań operacyjnych stosowanych w Europie.

Po pierwsze, istnieją co prawda badania i opracowania dotyczące funduszy typu ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, w szczególności autorstwa A. Marszka, T. Miziołka oraz G. Orlando, jednak mają one charakter globalny i obejmują jedynie wybrane aspekty rynku europejskiego. W żadnej z tych publikacji nie przeprowadzono pogłębionej analizy funkcjonowania giełd w krajach Unii Europejskiej, a rynek ten charakteryzuje się specyficznymi uwarunkowaniami regulacyjnymi, determinującymi formy prawne funkcjonowania analizowanych instrumentów i uniemożliwiającymi proste porównania z innymi jurysdykcjami. W konsekwencji dotychczasowe badania nie oddają w pełni obecnego obrazu rynku, co uzasadnia potrzebę jego aktualnej analizy. Okoliczności te jednoznacznie wskazują na

istnienie wyraźnej luki badawczej w zakresie całościowych i aktualnych analiz rynku giełd w państwach członkowskich Unii Europejskiej w obszarze funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN jako spójnej grupy produktowej.

Po drugie, giełdy papierów wartościowych odgrywają istotną rolę w systemie finansowym jako organizacje samoregulujące się, których wpływ na kształtowanie rynku wykracza poza funkcję pośrednictwa w obrocie. Zakres ich kompetencji obejmuje m.in. ustanawianie i egzekwowanie zasad dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu, ich klasyfikację i segmentację, a także określanie obowiązków informacyjnych emitentów. E.P. Stringham podkreśla, że giełdy od początku swojego istnienia odgrywały rolę nie tylko miejsc zawierania transakcji, lecz także podmiotów regulujących, formułujących zasady wpływające na strukturę całego rynku[334]. Zbieżne wnioski płyną z analiz międzynarodowych instytucji nadzorczych, które akcentują wpływ giełd na praktyki rynkowe[335].

Po trzecie, wybór tej metody umożliwia analizę zarówno ram formalnych, jak i rozwiązań operacyjnych z uwzględnieniem różnic w sposobie prezentowania i segmentowania funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN czy stosowanych definicji. Analiza obejmuje w pierwszej kolejności rynki państw członkowskich Unii Europejskiej, ale uwzględnia również rynki pozostające z nimi w ścisłym powiązaniu operacyjnym (np. poprzez *cross-listing* instrumentów czy wspólnych animatorów rynku).

Ze względu na przejrzystość dysertacji szczegółowe kryteria oraz rozwinięcie przesłanek metodologicznych dotyczących doboru próby i respondentów – wraz z uzasadnieniem przyjętych rozwiązań w świetle literatury metodologicznej – zostały przeniesione do załącznika nr 1. W niniejszym podrozdziale ograniczono się do syntetycznego ujęcia najważniejszych decyzji badawczych.

Próba badawcza została skonstruowana celowo, na podstawie kryteriów znaczenia danej platformy obrotu w skali europejskiej, takich jak: kapitalizacja rynku, wielkość oferty funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, a także obecność

[334] E.P. Stringham, *The Past and Future of Exchanges as Regulators* [w:] H. Peirce, B. Klutsey, *Rethinking Financial Regulation: Enhancing Stability and Protecting Consumers*, Mercatus Center, Arlington 2016, s. 225.
[335] *Evolution in the Operation, Governance and Business Models of Exchanges: Regulatory Implications and Good Practices. Consultation Report*, IOSCO 2024, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD763.pdf, dostęp: 28.02.2026.

segmentu produktów strukturyzowanych i derywatów. Na podstawie danych Światowej Federacji Giełd (World Federation of Exchanges,WFE) na koniec 2024 r.[336] do analizy włączono główne giełdy państw członkowskich Unii Europejskiej oraz wybrane rynki powiązane z nimi operacyjnie.

Badaniem objęto: Deutsche Börse (Xetra), Börse Stuttgart, giełdy grupy Euronext, Nasdaq Nordic, Wiener Börse oraz – celem uwzględnienia praktyk lokalnych – Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Dodatkowo włączono London Stock Exchange (LSE) i SIX Swiss Exchange z uwagi na ich silne powiązania operacyjne z rynkiem unijnym i ofertę instrumentów zgodnych z unijnym reżimem dyrektywy UCITS. Z próby wyłączono mniejsze giełdy europejskie, których udział w obrocie funduszami ETF oraz instrumentami typu ETC i ETN jest marginalny lub na których takie instrumenty nie występują wcale. Tak dobrana próba obejmuje zdecydowaną większość europejskiej kapitalizacji i obrotu ta grupą instrumentów, co zapewnia reprezentatywność uzyskanych wyników dla oceny unijnego standardu klasyfikacji i segmentacji.

Respondentów wyłoniono spośród przedstawicieli giełd objętych próbą badawczą. Dobór miał charakter celowy i opierał się na kryteriach merytorycznych i pragmatycznych, zgodnie z zaleceniami literatury metodologicznej, tak aby zapewnić dostęp do najbardziej aktualnych i wiarygodnych informacji. Wybrano dziewięciu ekspertów i menedżerów wyższego szczebla bezpośrednio zaangażowanych w procesy dopuszczania, klasyfikacji i utrzymywania notowań funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, po jednym przedstawicielu z każdej giełdy[337].

3.3 Metodyka badania i analiza materiału empirycznego

W badaniu zastosowano podejście mieszane, oparte na strategii triangulacyjnej, łączącej analizę literatury i dokumentów, ankietę ekspercką oraz wywiady pogłębione (IDI). Triangulacja umożliwiła konfrontację i uzupełnianie wyników pochodzących z odmiennych źródeł, zwiększając rzetelność wniosków i pozwalając na uchwycenie zarówno elementów wspólnych, jak i rozbieżności w praktykach badanych rynków. Podobnie jak w poprzednim podrozdziale, w którym omówiono dobór próby

[336] *Market Statistics – December 2024*, WFE, https://focus.world-exchanges.org/issue/december-2024/market-statistics, dostęp: 26.09.2025

[337] Szczegółowe kryteria obligatoryjne, których spełnienia wymagano od respondentów opisane są we wzmiankowanym wcześniej załączniku.

badawczej, również tutaj – ze względu na przejrzystość – szczegółowe informacje dotyczące metodyki, charakterystyki wykorzystanych narzędzi oraz procedury ich zastosowania zostały przeniesione do załącznika nr 1. Załącznik ten zawiera także obszerne omówienie podstaw metodologicznych i uzasadnienie przyjętych rozwiązań w świetle literatury przedmiotu. W niniejszym podrozdziale ograniczono się natomiast do syntetycznego opisu poszczególnych etapów badania, bez przywoływania szczegółowych odniesień bibliograficznych.

Pierwszy etap obejmował analizę literatury naukowej, publikacji branżowych oraz dokumentów i materiałów informacyjnych udostępnianych przez giełdy papierów wartościowych. Analiza ta pozwoliła sformułować wstępne ustalenia i tezy badawcze, które stanowiły punkt wyjścia do dalszych etapów badania empirycznego, a także posłużyła do opracowania narzędzi badawczych – kwestionariusza ankiety eksperckiej oraz scenariusza wywiadów pogłębionych[338]. Na etapie badań empirycznych dokumenty te były wykorzystywane pomocniczo, m.in. w celu konfrontacji z odpowiedziami respondentów oraz weryfikacji niejasności.

Drugie narzędzie badawcze to ankieta ekspercka, której celem było pozyskanie porównywalnych danych dotyczących praktyk klasyfikacyjnych i operacyjnych. Zastosowano kwestionariusz częściowo ustrukturyzowany, łączący pytania zamknięte z pytaniami otwartymi. Pozwoliło to uzyskać zarówno dane umożliwiające porównania między rynkami, jak i pogłębione wyjaśnienia dotyczące specyfiki poszczególnych rozwiązań. Badaniem objęto dziewięciu ekspertów i menedżerów wyższego szczebla, reprezentujących wszystkie giełdy włączone do próby. Próba miała charakter celowy i wyczerpujący względem analizowanej populacji, co uzasadnia formułowanie uogólnień kontekstowych dotyczących standardu unijnego w obszarze funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Ze względu na liczebność próby i brak losowego doboru analiza wyników miała charakter deskryptywny i nie obejmowała testowania statystycznego.

Trzecim elementem badania były wywiady pogłębione (IDI)[339] przeprowadzone z przedstawicielami każdej z giełd objętych analizą. Ich celem było

[338] Obydwa te dokumenty stanowią załączniki do niniejszej rozprawy.
[339] Wywiad pogłębiony (*in-depth interview*, IDI) to technika badań jakościowych polegająca na indywidualnej rozmowie badacza z uczestnikiem, prowadzonej w formie częściowo ustrukturyzowanej lub swobodnej w celu pozyskania danych o wysokim stopniu szczegółowości dotyczących określonego zagadnienia. Umożliwia ona uzyskanie informacji obejmujących m.in. kontekst decyzyjny,

uzupełnienie wyników ankiety poprzez doprecyzowanie odpowiedzi oraz uchwycenie kontekstu decyzyjnego i organizacyjnego praktyk giełdowych. Wywiady miały charakter częściowo ustrukturyzowany[340], co umożliwiało zachowanie równowagi między spójnością tematyczną a elastycznością pozwalającą na rozwinięcie istotnych wątków. W badaniu odgrywały one rolę uzupełniającą i interpretacyjną, pozwalającą także na wyjaśnienie rozbieżności między deklaracjami respondentów a analizą dokumentów.

Analiza zgromadzonego materiału miała charakter opisowy i obejmowała kilka etapów: kategoryzację treści odpowiedzi według obszarów tematycznych, porównanie rozkładów odpowiedzi w pytaniach zamkniętych, zestawienie odpowiedzi między rynkami oraz weryfikację ich spójności z dokumentami źródłowymi. Takie podejście pozwoliło na identyfikację elementów wspólnych dla wszystkich badanych rynków oraz praktyk specyficznych dla poszczególnych giełd, a w niektórych przypadkach także na wskazanie przyczyn analizowanych zjawisk.

3.4 Odrębność grupy produktowej – analiza empiryczna

Teza nr 1 zakłada, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są klasyfikowane przez giełdy jako odrębna kategoria produktowa, najczęściej określana mianem „Exchange-Traded Products" (ETP) lub równoważnym, odmienna od pozostałych klas instrumentów finansowych, w tym od produktów strukturyzowanych o zbliżonych cechach ekonomicznych.

Przeprowadzona w podrozdziałach 1.2 i 1.3 analiza informacji publikowanych przez europejskie giełdy najistotniejsze dla rynku badanych instrumentów wykazała, że w większości przypadków fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są wyodrębniane z grupy innych podobnych instrumentów, zwłaszcza produktów strukturyzowanych. Występują jednak istotne różnice w zakresie stosowanego nazewnictwa i kryteriów klasyfikacji[341].

---

motywacje oraz interpretacje badanego zjawiska przez respondenta. W naukach społecznych IDI stosuje się przede wszystkim w badaniach eksploracyjnych, przy czym ograniczeniem tej metody jest brak reprezentatywności próby. Zob. P.B. Rutledge, J.L.C. Hogg, *In-Depth Interviews* [w:] *The International Encyclopedia of Media Psychology*, Wiley Online Library 2020, https://doi.org/10.1002/9781119011071.iemp0019, dostęp: 10.08.2025.

[340] J.W. Creswell, J. Gilewicz, *Projektowanie badań naukowych. Metody jakościowe, ilościowe i mieszane*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, s. 195.

[341] Na przykład w klasyfikacjach stosowanych przez London Stock Exchange, Nasdaq Nordics oraz Börse Stuttgart termin „ETP" obejmuje wszystkie trzy typy instrumentów, na giełdzie w Wiedniu

W celu wyjaśnienia zidentyfikowanych rozbieżności w kwalifikacji instrumentów przeprowadzono badanie ankietowe oraz wywiady pogłębione. Wyniki potwierdziły, że na wszystkich badanych rynkach produkty strukturyzowane – w szczególności certyfikaty indeksowe typu tracker oraz inne instrumenty o analogicznym profilu dochodu – są ujmowane w klasyfikacjach jako odrębne od funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Jak wyjaśniło dwóch respondentów podczas wywiadów pogłębionych, takie rozdzielenie ma podłoże historyczne: produkty strukturyzowane były wprowadzane wcześniej i emitowane głównie przez banki inwestycyjne, natomiast emitentami funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN są zazwyczaj wyspecjalizowane spółki celowe lub podmioty zarządzające aktywami.

W wywiadach pogłębionych oraz w dodatkowych komentarzach do kwestionariusza respondenci wskazywali, że istotnym kryterium różnicującym pozostaje charakter ryzyka inwestycyjnego. Produkty strukturyzowane wiążą się z ryzykiem kredytowym emitenta, podczas gdy w przypadku instrumentów typu ETC i ETN stosowane są mechanizmy ograniczające to ryzyko. Dane te są spójne z wcześniejszymi ustaleniami wynikającymi z analizy literatury przedmiotu oraz materiałów źródłowych. Różnice między produktami strukturyzowanymi a giełdowymi instrumentami indeksowymi występują również na poziomie infrastruktury obrotu. Trzej respondenci podkreślili częstą w Europie praktykę notowania produktów strukturyzowanych w ramach alternatywnych systemów obrotu (MTF, *multilateral trading facility*), jak dzieje się to m.in. na Deutsche Börse, Borsa Italiana oraz w ramach Nasdaq Nordics. Trzech respondentów zwróciło też uwagę, że w części jurysdykcji dodatkowym elementem różnicującym jest stosowanie centralnego kontrahenta (CCP) w rozliczeniach funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, podczas gdy w przypadku produktów strukturyzowanych rozwiązanie to występuje rzadziej.

O ile badania ankietowe i wywiady pogłębione potwierdziły jednoznacznie, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN stanowią odrębną grupę produktową w stosunku do innych instrumentów finansowych – w tym produktów strukturyzowanych o zbliżonej charakterystyce ekonomicznej – o tyle nie dały podstaw do pełnego potwierdzenia tezy, iż są one zawsze klasyfikowane łącznie w ramach jednej

nie jest on używany, a na Deutsche Börse Xetra odnosi się wyłącznie do instrumentów typu ETC i ETN. Na platformie Borsa Italiana fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są ujmowane jako odrębne kategorie w ramach segmentu ETFplus, natomiast w klasyfikacji SIX Swiss Exchange instrumenty typu ETC i ETN występują łącznie w szerszej kategorii ETP.

kategorii, określanej mianem ETP lub równoważnym. Wyniki ankiety wskazują, że żaden z respondentów nie potwierdził stosowania przez badaną giełdę jednolitej kategorii obejmującej wszystkie trzy typy instrumentów na potrzeby notowania, prezentacji czy raportowania. Odpowiedź ta pozostaje częściowo w sprzeczności z ustaleniami wcześniejszej analizy informacji rynkowych, przybliżonej w podrozdziałach 1.2 oraz 1.3.

Wywiady pogłębione pozwoliły jednak uchwycić istotne przyczyny tej niespójności i wyjaśnić, że sprzeczność ta nie ma charakteru zasadniczego. Respondenci podkreślali, że szczególnie instrumenty typu ETC i ETN rozwinęły się dynamicznie dopiero w ostatnich latach, co sprawiło, że praktyka ich klasyfikacji i prezentacji nie jest jeszcze w pełni ujednolicona. Wszyscy uczestnicy wywiadów przyznawali, że analizowane instrumenty charakteryzuje wysoki stopień podobieństwa funkcjonalnego. Zasadniczym źródłem rozbieżności pozostaje jednak ich odmienny status prawny. Fundusze ETF są produktami zharmonizowanymi, objętymi jednolitymi wymogami ochrony inwestorów wynikającymi z regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych, natomiast instrumenty typu ETC i ETN mają charakter niezharmonizowany – zwykle stosuje się podobne mechanizmy, jednak zachodzi to na poziomie konstrukcji danego produktu i nie istnieją jednolite wymogi dla rynku europejskiego co do ich specyfiki. W ocenie przedstawicieli dwóch giełd kluczowych dla rynku europejskiego łączenie analizowanych instrumentów w jednej kategorii – w ramach której fundusze inwestycyjne byłyby ujmowane na równi z dłużnymi instrumentami ETC i ETN – mogłoby ograniczać przejrzystość z punktu widzenia ochrony inwestorów, sugerując istnienie jednolitych mechanizmów zabezpieczających ryzyko emitenta. Z tego względu, nawet w ramach szerszego segmentu obejmującego fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN, uzasadnione jest wyraźne rozróżnienie instrumentów o charakterze funduszowym od instrumentów o charakterze dłużnym.

Respondenci w wywiadach pogłębionych podkreślali natomiast, że różnice między instrumentami typu ETC i ETN w praktyce mają obecnie wyłącznie charakter przedmiotowy i odnoszą się do rodzaju aktywa bazowego, przy zbliżonej konstrukcji obu typów instrumentów. Przedstawiciel jednej z giełd o kluczowym znaczeniu dla europejskiego rynku wskazał, że historycznie część instrumentów typu ETN funkcjonujących na rynkach europejskich miała charakter niezabezpieczony, podczas gdy instrumenty typu ETC były zazwyczaj zabezpieczone fizycznie. Obecnie jednak

ETN nie mają już takiego charakteru, a produkty obarczone ryzykiem kredytowym emitenta zaliczane są zwykle do segmentu instrumentów strukturyzowanych. W ocenie tego respondenta, w świetle współczesnej praktyki rynkowej podział na instrumenty typu ETC i ETN nie znajduje istotnego uzasadnienia funkcjonalnego.

Podsumowując, wyniki analizy pozwalają na potwierdzenie tezy nr 1, z pewnymi zastrzeżeniami. We wszystkich badanych jurysdykcjach fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN funkcjonują w ramach segmentów wyodrębnionych względem innych giełdowych instrumentów finansowych, w tym produktów strukturyzowanych. Z perspektywy odróżnienia ich od instrumentów strukturyzowanych o zbliżonych funkcjach ekonomicznych (np. trackerów) kluczowe znaczenie mają wymogi ochrony inwestorów – w szczególności w zakresie zabezpieczenia ryzyka kredytowego emitenta.

Jednocześnie brak jest pełnej zgodności co do obejmowania funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN wspólną kategorią ETP, co wynika przede wszystkim z różnic w ich statusie prawnym oraz w powiązanych z tym poziomach ochrony inwestorów. Ustalenia te potwierdzają, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN stanowią odrębny segment instrumentów giełdowych, różniący się od innych kategorii produktów. Ze względu na brak jednoznaczności w ujmowaniu tych instrumentów pod wspólnym pojęciem ETP konieczna jest dalsza analiza, czy posiadają one na tyle istotne cechy wspólne, aby uzasadniało to ich badanie w ramach jednej kategorii, a także pozwalało na wyodrębnienie cech charakterystycznych wyłącznie dla niej. Weryfikacji tej kwestii posłuży analiza tezy nr 2.

3.5 Wspólne cechy konstrukcyjne i funkcjonalne – analiza empiryczna

Teza nr 2 zakłada, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN posiadają spójny zestaw cech konstrukcyjnych i funkcjonalnych, które – niezależnie od bieżącej praktyki klasyfikacyjnej – odróżniają je od innych instrumentów finansowych i uzasadniają traktowanie ich jako jednej grupy produktowej. W dalszej części przedstawiono wyniki przeprowadzonego badania, omawiając je w odniesieniu do wymienionych cech.

Otwarty charakter instrumentu (*open ended*)

Jednym z elementów weryfikacji tezy nr 2 była ocena, czy instrumenty zaliczane do grupy ETP mają charakter otwarty – czy są emitowane bez określonej daty zapadalności. Fundusze ETF, zgodnie z ich konstrukcją prawną i funkcjonalną, z zasady nie posiadają terminu zapadalności. Wątpliwości w tym zakresie mogą dotyczyć jedynie wybranych instrumentów typu ETC i ETN, dla których w literaturze przedmiotu wskazuje się możliwość istnienia ustalonej daty wygaśnięcia. W kwestionariuszu ankiety uwzględniono zatem pytanie mające na celu ustalenie, czy na danej giełdzie dopuszczalne jest wprowadzanie do obrotu instrumentów typu ETC lub ETN z datą zapadalności.

Uzyskane odpowiedzi wskazują, że w sześciu z dziewięciu przypadków obowiązuje wymóg otwartego charakteru instrumentu. Przedstawiciele pozostałych trzech giełd zwrócili uwagę na brak formalnych wymogów regulaminowych w tym zakresie lub na uzależnienie tej kwestii od specyfiki produktu. Pogłębieniu tego zagadnienia posłużyły wywiady – w szczególności przykład jednej z największych europejskich giełd, na której notowanych jest ponad 2 tys. instrumentów ETP. Przedstawiciel tej giełdy wyjaśnił, że mimo braku formalnego zakazu w regulaminie w praktyce na tym rynku nie funkcjonują produkty z datą zapadalności.

Z uwagi na powyższe przeprowadzono dodatkową analizę materiałów informacyjnych, w szczególności wybranych losowo dokumentów KID oraz *factsheet* wybranych instrumentów typu ETN. Wyniki tej analizy potwierdziły, że w praktyce europejskiego rynku zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETC oraz ETN[342] mają zasadniczo otwarty charakter, co pozostaje spójne z założeniami inwestowania indeksowego, które z natury jest długoterminowe.

Kwestia ta – w odniesieniu do instrumentów typu ETN, dla których w literaturze wskazywano możliwość występowania terminów zapadalności – została szczegółowo przeanalizowana w rozdziale 3, przy okazji omówienia charakterystyki tej kategorii produktowej. Powyższe ustalenia pozwalają stwierdzić, że w warunkach europejskiego rynku instrumenty z analizowanej grupy charakteryzują się otwartą konstrukcją, co stanowi ich wspólną cechę.

[342] W przypadku instrumentów typu ETN przeanalizowano również wszystkie tego typu produkty występujące na Deutsche Börse Xetra, największym europejskim rynku takich instrumentów. Nie zidentyfikowano w ramach tej analizy instrumentów posiadających okres zapadalności.

Istnienie rynku pierwotnego i wtórnego

Jednym z kluczowych elementów odróżniających fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN od pozostałych instrumentów finansowych – w szczególności od części produktów strukturyzowanych, takich jak certyfikaty tracker – jest zestaw powiązanych ze sobą cech konstrukcyjnych, pierwotnie wykształconych w modelu funkcjonowania funduszy ETF, a następnie zaadaptowanych również do instrumentów typu ETC i ETN. Należą do nich w szczególności: mechanizm stałej kreacji i umorzeń, brak emisji w formie serii oraz możliwość dostosowywania liczby papierów wartościowych w obrocie do bieżącej relacji popytu i podaży. Funkcjonowanie tego mechanizmu jest możliwe wyłącznie dzięki istnieniu dwóch powiązanych segmentów – rynku pierwotnego, obsługiwanego przez wyspecjalizowane podmioty (autoryzowanych uczestników, *authorized participants*), oraz rynku wtórnego, w którym obrót odbywa się na giełdzie.

W przypadku funduszy ETF istnienie obu rynków wynika z wymogów regulacyjnych[343]. Natomiast w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN brak jest w pełni jednoznacznych regulaminowych podstaw tego wymogu, co uzasadniało włączenie do badania pytania o to, czy instrumenty te działają w strukturze obejmującej zarówno rynek pierwotny, jak i wtórny, w tym emisję i umorzenia za pośrednictwem autoryzowanych uczestników oraz obrót na rynku wtórnym. Uzyskane odpowiedzi były jednoznaczne – wszyscy respondenci potwierdzili, że w praktyce rynkowej instrumenty typu ETC i ETN funkcjonują w modelu obejmującym oba rynki.

Wyniki te znalazły potwierdzenie w wywiadach pogłębionych, w których wskazywano, że nawet przy braku formalnego wymogu regulaminowego (w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN) wszystkie produkty tego typu działają według analizowanego modelu. Dodatkowo podkreślano, że funkcje autoryzowanych uczestników pełni zazwyczaj ograniczona liczba wyspecjalizowanych instytucji, operujących równolegle na wielu europejskich giełdach.

Powyższe ustalenia pozwalają jednoznacznie stwierdzić, że dla całej grupy giełdowych instrumentów indeksowych – niezależnie od różnic konstrukcyjnych między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN – charakterystyczne jest

[343] Wymogi te w Unii Europejskiej mają charakter zharmonizowany i wynikają m.in. z przepisów dyrektywy MiFID II; kwestie te zostały szczegółowo omówione w rozdziale 5.

istnienie mechanizmu kreacji i umorzeń powiązanego z funkcjonowaniem rynku pierwotnego (dostępnego wyłącznie dla autoryzowanych uczestników) oraz rynku wtórnego, w którym obrót odbywa się na giełdzie. Cecha ta odróżnia analizowane instrumenty finansowe od pozostałych instrumentów w obrocie giełdowym. Żadne z nich nie charakteryzują się istnieniem tego rodzaju mechanizmu.

Istnienie animatora rynku

Kolejną cechą konstrukcyjną, wskazaną już we wcześniejszych analizach (podrozdział 1.2) jest obowiązek wyznaczenia animatora rynku. W przypadku funduszy ETF wymóg ten wynika wprost z zharmonizowanych regulacji unijnych[344], natomiast dla instrumentów typu ETC i ETN brak jest analogicznego, jednolicie uregulowanego obowiązku. Aby zweryfikować, czy ustanowienie animatora rynku jest wymagane także w odniesieniu do tych instrumentów, w badaniu uwzględniono pytanie dotyczące praktyki obowiązującej na poszczególnych giełdach.

Odpowiedzi respondentów były w przeważającej mierze jednoznaczne – osiem z dziewięciu giełd potwierdziło, że obowiązek posiadania animatora rynku obejmuje nie tylko fundusze ETF, lecz również instrumenty typu ETC i ETN. Przedstawiciel jednej z giełd regionalnych zaznaczył, że formalnie taki wymóg nie został wprowadzony. W tym przypadku uczestnik badania w ramach wywiadu pogłębionego wyjaśnił jednak, że w praktyce większość instrumentów typu ETC i ETN, które są w obrocie na giełdzie przez niego reprezentowanej, to produkty notowane w trybie *dual listing* bez zgody emitenta. W tej sytuacji animator rynku również występuje, ale zasady jego działania są inne – taki podmiot jest odpowiedzialny nie tylko za zapewnienie płynności, lecz także za wprowadzenie instrumentu do obrotu. Przedstawiciel tej giełdy wyjaśnił, że nawet w przypadku braku regulaminowego obowiązku w praktyce wszystkie notowane instrumenty typu ETC i ETN posiadają przeznaczonego im animatora rynku. Można więc przyjąć, że jest to praktyka powszechna.

Podsumowując, uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że obecność animatora rynku stanowi wyróżnik konstrukcyjny całej grupy ETP i znajduje potwierdzenie zarówno w przypadku funduszy ETF, jak i instrumentów typu ETC oraz ETN.

[344] Podobnie jak w przypadku mechanizmu kreacji i umorzeń wymóg obecności animatora rynku wynika wprost z dyrektywy MiFID II.

Stosowanie mechanizmów ochrony inwestorów wbudowanych w konstrukcję produktu

W ramach badania analizowano również obecność w konstrukcji giełdowych instrumentów indeksowych mechanizmów ograniczających ryzyko inwestorów. Istotne znaczenie ma w tym kontekście ryzyko emitenta, które stanowi element odróżniający tę grupę produktów od innych instrumentów finansowych – w szczególności, choć nie wyłącznie, od certyfikatów strukturyzowanych typu tracker. Na znaczenie tego ryzyka wskazują także organizacje branżowe[345], traktując je jako jedno z kluczowych zagadnień związanych z funkcjonowaniem analizowanych instrumentów.

W przypadku funduszy ETF ryzyko emitenta zostało w znacznym stopniu wyeliminowane dzięki konstrukcji prawnej funduszu inwestycyjnego oraz wymogom wynikającym z dyrektywy UCITS. Istotną rolę odgrywa tu m.in. obowiązek wyznaczenia depozytariusza, któremu – zgodnie z art. 22 ust. 1 dyrektywy UCITS – powierzane są aktywa funduszu. Należy jednak podkreślić, że depozytariusz stanowi jedynie jeden z elementów szerszego systemu zabezpieczeń, obejmującego również inne mechanizmy wynikające z przepisów dyrektywy UCITS i ogólnej konstrukcji prawnej funduszy inwestycyjnych. Rozwiązania te zostaną szczegółowo omówione w rozdziale 4. Na potrzeby niniejszej analizy kluczowe pozostaje jednak stwierdzenie, że w odniesieniu do funduszy ETF mechanizmy ochrony inwestorów mają charakter systemowy i wynikają wprost z obowiązujących ram prawnych.

Odmiennie przedstawia się sytuacja w przypadku instrumentów typu ETC i ETN, które nie posiadają statusu funduszy inwestycyjnych i nie podlegają jednolitym, zharmonizowanym wymogom regulacyjnym w zakresie ochrony inwestorów. Dlatego w badaniu skoncentrowano się na ustaleniu, jaki standard rynkowy wykształcił się w odniesieniu do tych produktów. Ankieta i wywiady pogłębione wskazują, że mimo braku regulacyjnego obowiązku we wszystkich analizowanych przypadkach stosowane są rozwiązania konstrukcyjne zmierzające do ograniczania ryzyka emitenta. W pytaniach skierowanych do giełd zwrócono szczególną uwagę na to, czy instrumenty typu ETC i ETN podlegają mechanizmom ograniczania ryzyka, takim jak fizyczne zabezpieczenie lub wydzielenie aktywów od majątku emitenta.

[345] *3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor"*, EFAMA 7.12.2020, https://www.efama.org/newsroom/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor, dostęp: 28.10.2025.

Spośród dziewięciu badanych giełd siedem jednoznacznie potwierdziło stosowanie tego rodzaju rozwiązań, wskazując, że mają one charakter zbliżony do mechanizmów występujących w funduszach ETF.

Pozostałe dwie odpowiedzi wymagały pogłębionej interpretacji. Na SIX Swiss Exchange brak jest wyodrębnionych kategorii ETC i ETN – stosuje się podział na ETF i ETP, przy czym wszystkie instrumenty typu ETP są fizycznie zabezpieczone. W przypadku London Stock Exchange przedstawiciel giełdy wskazał, że w regulaminie nie istnieje wymóg stosowania zabezpieczenia, a konstrukcja produktu jest określana w prospekcie emisyjnym. W praktyce jednak wszystkie instrumenty są zabezpieczone, a znaczną część rynku ETN stanowią produkty oparte na kryptoaktywach, dla których obowiązuje wymóg fizycznego zabezpieczenia[346]. Informacje te zostały dodatkowo zweryfikowane w materiałach źródłowych LSE.

Wywiady pogłębione pozwoliły uzupełnić obraz sytuacji. Przedstawiciel jednej z największych europejskich giełd, na której notowanych jest ponad 2 tys. instrumentów ETP, wskazał, że choć formalny wymóg regulaminowy w tym zakresie nie istnieje, w praktyce nie są tam dopuszczane do obrotu produkty pozbawione zabezpieczeń. Podkreślono, że stosowanie takich mechanizmów stanowi standard rynkowy i jest zgodne z oczekiwaniami inwestorów, a polityka samej giełdy preferuje instrumenty zabezpieczone.

Uwzględniając powyższe ustalenia, można stwierdzić, że w odniesieniu do całej grupy giełdowych instrumentów indeksowych – obejmującej fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN – standardem rynkowym jest stosowanie mechanizmów ograniczających ryzyko inwestorów, polegających na fizycznym zabezpieczeniu aktywów, ich wydzieleniu od majątku emitenta lub zastosowaniu innych rozwiązań o porównywalnej funkcji ochronnej[347].

4 Giełdowe instrumenty indeksowe – kryteria identyfikacji

[346] Szersza analiza instrumentów typu ETN na podstawie kryptoaktywów została przedstawiona w podrozdziale 3.3 rozdziału 3.
[347] Szczegółowe rozwiązania w tym zakresie zostały omówione w rozdziale 3 w części poświęconej charakterystyce instrumentów ETC i ETN, jak również w rozdziale 4 w temacie rozwiązań o charakterze regulacyjnym na różnych poziomach regulacji produktowych.

Przeprowadzona analiza potwierdza istnienie wyodrębnionej grupy instrumentów finansowych notowanych na giełdach, które – pomimo zróżnicowanych podstaw prawnych i konstrukcji – posiadają wspólne cechy pozwalające na traktowanie ich jako osobnej kategorii produktowej. W praktyce rynkowej grupa ta bywa określana mianem Exchange-Traded Products (ETP), jednak w europejskich realiach termin ten nie jest stosowany jednolicie. Z tego względu, choć w literaturze i w dokumentach branżowych pojęcie ETP występuje najczęściej, i taki sposób ujmowania tej kategorii przeważa, w niniejszej rozprawie będzie ono stosowane równolegle z pojęciem giełdowych instrumentów indeksowych, które wydaje się precyzyjniej odzwierciedlać zakres analizowanych rozwiązań.

Do tej grupy zaliczają się dwa podstawowe typy instrumentów: fundusze ETF, funkcjonujące w formie funduszy inwestycyjnych, oraz instrumenty typu ETC i ETN, emitowane jako instrumenty dłużne. Wspólną cechą wszystkich tych konstrukcji jest możliwość uzyskania ekspozycji na szeroki wachlarz aktywów bazowych, najczęściej poprzez mechanizm odwzorowywania indeksów rynku finansowego. To właśnie ta funkcjonalna cecha, łącząca odmienne formy prawne, uzasadnia traktowanie funduszy ETF i instrumentów typu ETC i ETN jako jednej kategorii – giełdowych instrumentów indeksowych. Do ich kluczowych cech na rynku europejskim należą:

- otwarty charakter (*open-ended*) – wszystkie trzy typy instrumentów nie posiadają określonego terminu zapadalności[348];
- mechanizm kreacji i umorzeń – możliwość częstej emisji i umarzania tytułów uczestnictwa[349] przez uprawnione podmioty, pozwalająca na dostosowanie liczby jednostek w obrocie do bieżącego popytu i bieżącej podaży;
- istnienie rynku pierwotnego – funkcjonowanie mechanizmu kreacji i umorzeń wiąże się z istnieniem rynku pierwotnego, na którym specyficzna kategoria podmiotów, tzw. autoryzowanych uczestników

[348] Historycznie na europejskich giełdach występowały instrumenty typu ETN o określonym terminie zapadalności. Obecnie są one przedmiotem obrotu m.in. na rynku amerykańskim, natomiast w praktyce nie są obecnie spotykane na europejskich giełdach w segmencie ETP.
[349] Kategoria tytułów uczestnictwa odnosi się do funduszy typu ETF, funkcjonujących w formule funduszu inwestycyjnego. Na potrzeby niniejszego zestawienia określenie to znajduje jednak odpowiednie zastosowanie również w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN.

(*authorized participants*), dokonuje emisji nowych tytułów uczestnictwa lub ich umorzenia. Pozostali inwestorzy nabywają i zbywają instrumenty wyłącznie na rynku wtórnym, zasadniczo w obrocie giełdowym;

- przynależność do rynku kasowego i standard rozliczeniowy – są to instrumenty rynku kasowego (*spot market*), w którym ich wartość odzwierciedla w założeniu bieżące notowania aktywów bazowych, a obrót odbywa się na giełdzie w czasie rzeczywistym. Rozliczenie następuje bezpośrednio po zawarciu transakcji, natomiast transfer papierów wartościowych zwykle odbywa się – przynajmniej na rynku europejskim – w systemie T+2[350];
- notowanie na giełdzie i płynność rynkowa – są one przedmiotem obrotu giełdowego w sposób zbliżony do akcji, co zapewnia im wysoką płynność, wspieraną przez obowiązkową obecność animatorów rynku, którzy zobowiązani są do utrzymywania odpowiedniej głębokości rynku oraz minimalnych spreadów;
- indeksowy charakter inwestycji – są w większości wykorzystywane do odwzorowywania indeksu (aktywa), rozumianego jako osiągnięcie wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) możliwie najmniej różniącego się od wyniku inwestycyjnego (stopy zwrotu) określonego indeksu (aktywa);
- przejrzysta ekspozycja na aktywa bazowe – mają jasno określoną metodologię replikacji wartości aktywa bazowego, w tym dopuszczają fizyczną replikację (nabywanie rzeczywistych aktywów);
- mechanizmy ochrony inwestorów przed ryzykiem emitenta – obejmujące przede wszystkim istnienie depozytariusza oraz wyodrębnienie aktywów inwestycyjnych od majątku emitenta[351].

[350] W przeciwieństwie do kontraktów terminowych, w których zobowiązania dotyczą przyszłej dostawy aktywów, instrumenty rynku kasowego zakładają natychmiastowe przeniesienie własności – choć z formalnym opóźnieniem wynikającym z cyklu rozrachunkowego. Rozliczenie (*clearing*) obejmuje uzgodnienie zobowiązań stron i następuje po zakończeniu dnia giełdowego, a formalne przekazanie aktywów ma miejsce dwa dni robocze po dokonaniu transakcji.

[351] W przypadku funduszy ETF mechanizmy te wynikają z konstrukcji funduszu inwestycyjnego oraz zharmonizowanych wymogów funkcjonowania funduszy w prawie Unii Europejskiej. W odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN przyjmują one natomiast formę rozwiązań rynkowych, funkcjonalnie zbliżonych do mechanizmów właściwych dla funduszy inwestycyjnych.

Wnioski

Analiza przeprowadzona w niniejszym rozdziale pozwala stwierdzić, że pomimo znacznego zróżnicowania podejść klasyfikacyjnych obecnych w literaturze i praktyce rynkowej możliwe jest wyodrębnienie funkcjonalnie spójnej kategorii giełdowych instrumentów indeksowych. Na podstawie przeglądu ujęć i analizy praktyk klasyfikacyjnych europejskich platform obrotu przyjęto roboczo, że funkcjonalny trzon tej kategorii tworzą fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN. Określenie „ETP" bywa używane zbiorczo, lecz nie jest stosowane jednolicie na wszystkich rynkach.

W dalszej części rozdziału przeprowadzono delimitację tej grupy względem innych instrumentów, takich jak kontrakty terminowe czy niektóre instrumenty strukturyzowane (np. certyfikaty typu tracker), które również mogą oferować ekspozycję indeksową. Wykazano, że instrumenty te nie spełniają przyjętych w niniejszej pracy kryteriów klasyfikacyjnych, w szczególności ze względu na zamknięty charakter emisji, brak mechanizmu kreacji i umorzeń, odmienny profil ryzyka oraz różną organizację obrotu. Jako takie nie są właściwym narzędziem do realizacji inwestowania indeksowego w rozumieniu przedstawionym w poprzednim rozdziale. W konsekwencji zostały one wyłączone z dalszych analiz.

Zidentyfikowane wcześniej rozbieżności w podejściach klasyfikacyjnych na poszczególnych rynkach uzasadniły przeprowadzenie badania empirycznego obejmującego większość czołowych europejskich platform obrotu. Ustalenia tego badania potwierdziły, że funkcjonalny trzon omawianej kategorii tworzą fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN, odróżniające się od innych instrumentów będących w obrocie giełdowym. Jednocześnie nazewnictwo i klasyfikacja nie są we wszystkich jurysdykcjach jednolite, a badana grupa nie zawsze jest ujmowana wspólnie jako „instrumenty typu ETP".

Wskazane instrumenty charakteryzują się zestawem wspólnych cech funkcjonalnych i operacyjnych, do których zaliczyć można przede wszystkim: zasadniczo otwartą strukturę emisji, związany z tym mechanizm kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa, notowanie na giełdzie przy obowiązkowej obecności animatora rynku oraz dominujące zastosowanie w strategiach odwzorowywania indeksów (aktywów).

Taki zestaw właściwości uzasadnia traktowanie funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, tj. giełdowych instrumentów indeksowych, jako wewnętrznie zróżnicowanej, lecz funkcjonalnie jednolitej kategorii produktowej, obejmującej instrumenty będące w obrocie giełdowym i służące inwestowaniu indeksowemu.

Wyodrębnienie tej grupy pełni w rozprawie funkcję delimitacyjną: pozwala jednoznacznie wskazać instrumenty stanowiące właściwy przedmiot dalszych analiz i odróżnić je od rozwiązań jedynie częściowo zbliżonych pod względem funkcji inwestycyjnej. Rozdział drugi stanowi tym samym mapę koncepcyjną analizowanego segmentu rynku i wyznacza ramy dalszego toku wywodu. Przyjęta typologia giełdowych instrumentów indeksowych stanowi punkt odniesienia dla kolejnych części rozprawy i tworzy spójną podstawę dalszej analizy konstrukcyjnej. Ustalenia niniejszego rozdziału umożliwiają przejście – w rozdziale 3 – do szczegółowego opisu poszczególnych instrumentów zakwalifikowanych do tej grupy, z uwzględnieniem ich cech konstrukcyjnych, sposobu funkcjonowania w obrocie oraz zastosowań rynkowych.

ROZDZIAŁ 3. GIEŁDOWE INSTRUMENTY INDEKSOWE W PRAKTYCE RYNKU EUROPEJSKIEGO

Wprowadzenie

Po przedstawieniu w poprzednim rozdziale giełdowych instrumentów indeksowych jako odrębnej grupy produktowej oraz po dokonaniu ich typologii i delimitacji względem innych form giełdowej ekspozycji na indeksy konieczne jest przejście do pogłębionej analizy wewnętrznej struktury tej grupy. Niniejszy rozdział ma na celu szczegółowe omówienie i porównanie trzech głównych kategorii instrumentów wchodzących w skład tej kategorii, tj. funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, zarówno pod względem ich konstrukcji, jak i funkcjonowania w praktyce rynku europejskiego. Podstawowym celem tej analizy jest weryfikacja tezy, zgodnie z którą w praktyce rynku europejskiego granice pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN uległy stopniowemu zatarciu, a równolegle wykształcił się pewien wspólny standard rynkowy odnoszący się do ich konstrukcji i zasad działania. O ile charakterystyka funduszy ETF jest ugruntowana w literaturze przedmiotu, materiałach informacyjnych giełd oraz w komunikacji emitentów, o tyle faktyczne różnice konstrukcyjne i operacyjne pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN –zwłaszcza w zakresie poziomu zabezpieczenia oraz struktury emitenta – nie zawsze są tak wyraźne, jak mogłoby to wynikać z nomenklatury.

Standard działania funduszy ETF wynika w dużej mierze z faktu, że produkty te są ściśle regulowane i wysoce zharmonizowane regulacyjnie. Natomiast aby móc adekwatnie uchwycić różnice między instrumentami typu ETC a ETN na rynkach europejskich i w dalszej części pracy sformułować na tej podstawie wnioski o charakterze regulacyjnym, niezbędne jest w pierwszej kolejności szczegółowe omówienie cech charakterystycznych każdego z tych instrumentów. Analizie poddane zostaną ich podstawowe modele konstrukcyjne, sposób replikacji wyników indeksów, status rynkowy oraz sposób funkcjonowania w praktyce obrotu na głównych platformach europejskich, a także mechanizmy zabezpieczenia ekspozycji. Kolejnym etapem rozdziału będzie przejście od ujęcia konstrukcyjnego do opisu praktyki rynkowej, ze szczególnym uwzględnieniem podejścia stosowanego przez giełdy papierów wartościowych w Unii Europejskiej, przede wszystkim Deutsche Börse (Xetra), jako największego i najbardziej reprezentatywnego rynku obrotu giełdowymi instrumentami indeksowymi. W tej części uwzględnione zostaną również istotne wnioski z badania eksperckiego przedstawionego w rozdziale 2.

Dzięki zestawieniu cech konstrukcyjnych i praktyki obrotu poszczególnych instrumentów ETC i ETN możliwe będzie ustalenie, czy utrzymywana dziś klasyfikacja adekwatnie oddaje istniejące między nimi różnice. Analiza ta stanowi istotny etap przejściowy między typologicznym ujęciem giełdowych instrumentów indeksowych (rozdział 2), a analizą regulacyjną obowiązujących ram prawnych (rozdział 4), koncentrując się na konstrukcyjnych i rynkowych aspektach instrumentów jako fundamencie dla dalszej oceny adekwatności regulacji względem praktyki rynkowej.

1 Fundusze ETF (Exchange-Traded Funds) – charakterystyka i zasady funkcjonowania

1.1 Definiowanie i charakterystyka instrumentu

Najliczniejszą i zarazem najistotniejszą pod względem zgromadzonych aktywów oraz obrotów na największych europejskich giełdach papierów wartościowych grupę spośród giełdowych instrumentów indeksowych stanowią fundusze ETF. Ze względu na dynamiczny rozwój i rosnącą popularność stały się one przedmiotem licznych opracowań zarówno naukowych, jak i branżowych.

W literaturze przedmiotu fundusze ETF analizowane są z różnych perspektyw, co przekłada się na zróżnicowane definicje proponowane przez poszczególnych autorów. Brak jednego, powszechnie obowiązującego ujęcia tego instrumentu wynika z jego ewolucji oraz szerokiego zakresu strategii inwestycyjnych obejmowanych przez kategorię ETF[352]. Z tego względu kluczowe staje się precyzyjne określenie kryteriów pozwalających na jednoznaczną identyfikację funduszy ETF i odróżnienie ich tytułów uczestnictwa od innych podobnych instrumentów finansowych. W niniejszym rozdziale wyjaśniona zostanie ewolucja definicji funduszy ETF oraz jej związek ze zmianami w funkcjonowaniu i charakterze tych instrumentów.

W jednym z pierwszych kompleksowych opracowań na temat funduszy ETF G. Gastineau twierdzi, że są to produkty finansowe, których cechą wyróżniającą jest możliwość handlu nimi w ciągu dnia po cenach ustalanych na rynku, które są bliskie wycenie wewnętrznej portfela lub indeksu[353]. Na podobne aspekty zwraca się

[352] G.L. Gastineau, *The exchange-traded funds manual*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010, s. 1–3.
[353] G.L. Gastineau, op. cit., s. 1–3.

uwagę w definicji funkcjonującej w Stanach Zjednoczonych, gdzie Investment Company Institute definiuje fundusze ETF jako wehikuły inwestycyjne emitujące jednostki, które inwestorzy mogą nabywać oraz zbywać przez cały dzień na giełdzie, po cenie ustalonej na rynku[354].

Na podstawie powyższego można przyjąć, że główną cechą funduszy ETF jest dostępność ich tytułów uczestnictwa w obrocie giełdowym. Ich kolejną istotną cechą jest możliwość codziennej kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa funduszu, co wynika z mechanizmu funkcjonowania tych instrumentów i skutkuje sytuacją, w której fundusze ETF najczęściej są funduszami o charakterze otwartym[355]. Warto zauważyć, że z tej perspektywy wyjątkiem jest .in. Polska, o czym szerzej będzie mowa w rozdziale 7.

Na inne istotne cechy funduszy ETF zwraca uwagę J.M. Hill, podkreślając ich specyfikę jako instrumentu najbardziej zbliżonego do funduszy inwestycyjnych: „hybrydowe produkty inwestycyjne, łączące wiele cech funduszy inwestycyjnych z cechami handlowymi akcji zwykłych"[356]. A.N. Madhavan opisuje fundusz ETF jako wehikuł inwestycyjny, który jest przedmiotem obrotu w ciągu dnia i dąży do replikacji wyników określonego indeksu[357]. Zdaniem tego autora fundusz ETF jest po prostu „opakowaniem" (*wrapper*), które umożliwia inwestorom uzyskanie pożądanej ekspozycji na rynku, podobnie jak konwencjonalne fundusze inwestycyjne. Określenie funduszy ETF jako swoistych „opakowań" stało się potem popularne wraz z rozwojem różnych form tych instrumentów[358].

Historycznie podkreślano, że fundusz ETF charakteryzuje się również tym, iż zarządzany jest zazwyczaj w sposób pasywny, a jego podstawowym zadaniem jest naśladowanie zachowania określonego indeksu stanowiącego benchmark[359]. Na ten

---

[354] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work*, „ICI Research Perspective", 20(5)/2014.
[355] L. Deville, *Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research* [w:] C. Zopounidis, M. Doumpos, P.M. Pardalos, *Handbook of Financial Engineering*, „Springer Series in Optimization and Its Applications", Boston, 18/2008, s. 72.
[356] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, CFA Institute Research Foundation, Charlottesville (VA) 2015, s. 2.
[357] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, Oxford University Press, New York 2016 s. 3.
[358] Z. Evans, *Unwrapping the ETF Wrapper*, Morningstar 2013, https://www.morningstar.com/funds/unwrapping-etf-wrapper, dostęp: 2.09.2024.
[359] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 357.

aspekt zwracano uwagę szczególnie w początkowym okresie rozwoju funduszy ETF, co widoczne jest w historycznych opracowaniach branżowych. Tak określał fundusze ETF Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w swoim Raporcie o Globalnej Stabilności Finansowej, używając definicji funduszu ETF jako funduszu inwestycyjnego notowanego na giełdach papierów wartościowych, który śledzi indeksy, takie jak np. S&P 500[360]. Natomiast zgodnie z definicją Financial Stability Board (FSB) fundusze ETF to instrument inwestycyjny, który śledzi indeks (np. S&P 500), jest ciągle notowany na giełdach – w przeciwieństwie do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych – i podlega dziennemu wykupowi[361]. Również historyczne podejście BlackRock, największego na świecie emitenta funduszy typu ETF, zakładało indeksowy charakter tego instrumentu[362]. Podobnie zdefiniowali fundusze ETF Y. Kato, E. Lechman i A. Marszk, którzy uwzględnili też wymienione wcześniej aspekty[363]. Zdaniem tych autorów fundusze ETF to innowacyjne fundusze inwestycyjne, dostępne poprzez zakup ich tytułów uczestnictwa, które przyjmują formę papierów wartościowych zwykle notowanych i pozostających w obrocie na giełdach (lub w innych systemach obrotu). Proces tworzenia i wykupu udziałów odbywa się ciągle, a ich liczba nie jest ustalona. Dodatkowymi atrybutami są: stopy zwrotu z udziałów funduszu powiązane z benchmarkiem oraz nazwa funduszu zawierająca człon „ETF" lub podobne oznaczenie wskazujące na jego charakter. Istnieją jednak wyjątki, które nie spełniają dodatkowych kryteriów – są to fundusze aktywne.

Tę definicję warto doprecyzować. W określaniu funduszy ETF obecnie odchodzi się coraz bardziej od aspektu replikowania indeksów z uwagi na rozszerzający się wachlarz strategii inwestycyjnych dostępnych za pośrednictwem tych instrumentów[364]. Dodatkowo istotną cechą tych funduszy jest to, że umożliwiają inwestorom prosty i kosztowo efektywny dostęp do szerokiego spektrum instrumentów

[360] International Monetary Fund (IMF), *Global financial stability report: Durable financial stability. Getting there from here*, World Economic and Financial Surveys 2011, s. 139.
[361] *Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*, Financial Stability Board 2011, s. 23, https://www.fsb.org/2011/04/potential-financial-stability-issues-arising-from-recent-trends-in-exchange-traded-funds-etfs/, dostęp: 28.10.2025.
[362] *ETF landscape industry review end H1 2011*, BlackRock 2011, s. 4, https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio_document/file/450/16bc7c26f143f28f.pdf, dostęp: 28.10.2025.
[363] A. Marszk, E. Lechman, Y. Kato, *The Emergence of ETFs in Asia-Pacific*, Springer, Cham 2019 s. 11.
[364] Taki pogląd prezentuje np. E. Boyde w artykule pt. *What are active non-transparent ETFs?*, Financial Times, https://www.ft.com/content/e919ac5e-3b4b-4015-b93b-48961d78a487, dostęp: 28.02.2026.

finansowych, klas aktywów oraz rynków krajowych i międzynarodowych za pomocą pojedynczej transakcji[365]. Taka zasada działania pomaga inwestorom rozproszyć ryzyko poprzez dywersyfikację portfela i obniża koszty inwestowania. Jednocześnie fundusze ETF nadal najczęściej umożliwiają realizację idei inwestowania indeksowego. Wreszcie, fundusze ETF, prawdopodobnie jak żaden inny instrument finansowy w nowoczesnej historii rynków finansowych, zdemokratyzowały inwestowanie[366]. Pozwoliły zarówno dużym inwestorom instytucjonalnym, jak i osobom niezbyt zamożnym i nieprofesjonalnym uczestnikom rynku z różnych części świata na dostęp do rynków, aktywów i sektorów, które dotychczas były poza ich zasięgiem. Zjawisku temu towarzyszył znaczący spadek całkowitych kosztów inwestowania, który z jednej strony był efektem rosnącej konkurencji między dostawcami funduszy ETF oraz wzrostu wartości zgromadzonych aktywów, z drugiej zaś sam w sobie przyczyniał się do dalszej popularyzacji tej formy inwestowania. Przykładowo, według danych Investment Company Institute na największym rynku funduszy ETF – w Stanach Zjednoczonych – średnie koszty zarządzania indeksowymi funduszami ETF uległy istotnej redukcji: w przypadku funduszy akcyjnych spadły z 0,22% w 2016 r. do 0,14% w 2024 r., natomiast w odniesieniu do funduszy obligacyjnych – z 0,20% do 0,10% w analogicznym okresie[367].

Uwzględniając przedstawione powyżej aspekty, można powiedzieć, że najbardziej kompleksową definicję funduszu ETF i odpowiadającą współczesnym trendom oraz dotychczasowemu dorobkowi akademickiemu w tym zakresie zaproponował w swojej najnowszej publikacji T. Miziołek[368]. Zdaniem tego autora fundusz typu ETF to otwarty fundusz inwestycyjny, który emituje tytuły uczestnictwa będące przedmiotem obrotu giełdowego, a jego podstawowym celem jest na ogół (z wyjątkiem funduszy zarządzanych aktywnie) jak najwierniejsze naśladowanie zachowania określonego indeksu. Ta definicja w sposób syntetyczny, ale jednocześnie najbardziej trafny obrazuje kluczowe aspekty konstrukcji, funkcjonowania i roli funduszy ETF. Warto zauważyć, że definicja ta nie odwołuje się do kryterium kosztu, które we

[365] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 67.
[366] Ibidem, s. 67.
[367] Investment Company Institute, *Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2024*, „ICI Research Perspective", 31(1)/2025, s. 10–12, s. 10, https://www.ici.org/system/files/2025-03/per31-01.pdf, dostęp: 19.08.2025.
[368] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 36.

wcześniejszych ujęciach często traktowano jako cechę konstytutywną funduszy ETF. Jak wskazano wcześniej, fundusze ETF wciąż są przeciętnie tańsze od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych aktywnie zarządzanych[369], jednak różnica ta stopniowo się zaciera: koszty tradycyjnych funduszy aktywnie zarządzanych wyraźnie spadają[370], a w przypadku coraz bardziej zróżnicowanych strategii ETF – zwłaszcza aktywnych i tematycznych – okazują się wyższe niż w klasycznych pasywnych funduszach indeksowych[371].

Ponieważ przedmiotem niniejszej pracy są zasadniczo giełdowe instrumenty indeksowe, a fundusze typu ETF są zdecydowanie najpopularniejszymi w tej kategorii, dalsze rozważania skupią się głównie na funduszach ETF o charakterze indeksowym. Jak wskazano m.in. w podrozdziale 3.2 rozdziału 2, pozostałe typy funduszy ETF – w szczególności aktywnie zarządzane – mimo rosnącej popularności nadal stanowią nieznaczny segment rynku. Z powyższych analiz wyłaniają się następujące kluczowe elementy definicyjne oraz wymogi funkcjonowania, które warunkują to, czy dany fundusz można zakwalifikować jako indeksowy fundusz ETF. Są to:

- forma prawna funkcjonowania jako fundusz inwestycyjny;
- tytuły uczestnictwa znajdujące się przez cały dzień w co najmniej jednym systemie obrotu i z udziałem animatora rynku;
- cel funkcjonowania ustalony jako replikacja wyników inwestycyjnych określonego wskaźnika rynku finansowego (indeksu);
- możliwość codziennej kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa funduszu;

[369] Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych średnie koszty zarządzania w indeksowych funduszach ETF akcyjnych i obligacyjnych wynoszą ok. 0,14%, wobec 0,64% w funduszach aktywnych. Jeszcze w 1996 r. fundusze aktywne pobierały ponad 1%. Zob. Investment Company Institute, *Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2024*, op. cit., s. 10–12.

[370] W Europie (UCITS) średnie koszty funduszy akcyjnych UCITS spadły do 0,75%, obligacyjnych – do 0,56%, a multi-asset do 1,16%, co oznacza redukcję o ponad 20% względem 2020 r. Zob. *Fact Book 2025: Trends in UCITS and AIFs*, EFAMA 2025, s. 10, https://www.efama.org/news-room/news/efama-s-2025-fact-book-shows-consistently-declining-fund-costs-and-steady-shift, dostęp: 19.08.2025.

[371] Według danych LSEG/Lipper średni wskaźnik TER dla alternatywnych funduszy ETF w Europie wynosi 0,49%, podczas gdy w przypadku aktywnych akcyjnych funduszy ETF osiąga przeciętnie ok. 0,26%. Oba poziomy istotnie przewyższają koszty tradycyjnych indeksowych funduszy ETF. Zob. D. Glow, *A Brief Analysis of the Total Expense Ratios of ETFs in Europe*, LSEG 2025, https://lipperalpha.refinitiv.com/2025/03/a-brief-analysis-of-the-total-expense-ratios-of-etfs-in-europe/, dostęp: 19.08.2025.

- zwyczajowe użycie sformułowania „ETF" w nazwie produktu[372];
- istnienie mechanizmów dążących do tego, by wartość tytułów uczestnictwa funduszu ETF w danym systemie obrotu nie różniła się istotnie od ich wartości aktywów netto.

1.2 Fundusze ETF a fundusze indeksowe

R. Ferri w swojej szeroko cytowanej książce o funduszach ETF rozpoczyna ich opis od sformułowania: „*Acts like a Fund, Trades like a Stock*" (Działa jak fundusz, funkcjonuje w obrocie jak akcje)[373]. Choć to stwierdzenie jest w dużej mierze trafne, bliższa analiza tych instrumentów ujawnia bardziej złożoną rzeczywistość. A. Marszk i E. Lechman zwracają uwagę, że od momentu wprowadzenia na rynek fundusze ETF były postrzegane jako alternatywa dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, w szczególności funduszy indeksowych funkcjonujących poza obrotem giełdowym[374]. Istnieją również badania porównujące fundusze ETF i fundusze indeksowe, które przez długi czas koncentrowały się głównie na funduszach akcyjnych[375]. Interpretacja ta wymaga jednak pewnego uzupełnienia. Po pierwsze, w początkowej fazie rozwoju rynku funduszy ETF wszystkie tego typu instrumenty miały charakter indeksowy, co sprawiało, że zestawianie ich z tradycyjnymi funduszami indeksowymi było wtedy metodologicznie uzasadnione. Po drugie, określenie funduszy ETF mianem alternatywy dla funduszy indeksowych należy traktować jako uproszczenie. W ujęciu regulacyjnym fundusze ETF nie stanowią odrębnego typu instytucji zbiorowego inwestowania, lecz szczególną formę funduszu inwestycyjnego, podlegającą podobnym regulacjom co tradycyjne fundusze. Różnią się one kilkoma cechami, z których największe znaczenie ma to, że ich tytuły uczestnictwa są przedmiotem obrotu giełdowego, czemu towarzyszą mechanizmy odpowiadające za zapewnienie płynności i utrzymanie określonej wartości tytułów uczestnictwa

[372] Nie jest to jednak wymóg bezwzględny, a na niektórych rynkach stosowane są odmienne konwencje nazewnicze. Przykładowo, w Japonii fundusze ETF często odwołują się w nazwie do replikowanego indeksu, nie zawierając jednocześnie określenia „ETF". Zob. *Listed Issues - ETFs*, JPX, https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/issues/01.html, dostęp: 10.03.2025.
[373] R. Ferri, *The ETF book: All you need to know about exchange-traded funds*, John Wiley & Sons, Hoboken 2009, s. 65.
[374] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019, s. 25.
[375] Zob. np. A. Agapova, *Conventional mutual index funds versus exchange-traded funds*, „Journal of Financial Markets", 14(2)/2011; P. Malhotra, *The rise of passive investing: a systematic literature review applying PRISMA framework*, „Journal of Capital Markets Studies", 1.01.2024, https://doi.org/10.1108/JCMS-12-2023-0046.

będących w obrocie. Z kolei w ujęciu ekonomicznym fundusze ETF funkcjonują jako odrębne instrumenty giełdowe, ponieważ ich jednostki uczestnictwa łączą cechy funduszu inwestycyjnego z płynnością i możliwością handlu zbliżoną do akcji.

Wraz z rozwojem rynku pojawiły się nowe strategie inwestycyjne oraz klasy aktywów, do których fundusze ETF zapewniają dostęp, w związku z czym obecnie mogą być alternatywą nie tylko dla funduszy indeksowych, lecz także dla wielu innych tradycyjnych funduszy[376]. Jak zauważają analitycy BlackRock, inwestorzy coraz częściej wykorzystują fundusze ETF do realizacji strategii aktywnego zarządzania, obok tradycyjnych funduszy otwartych, zamkniętych oraz rachunków zarządzanych indywidualnie. Zjawisko to znajduje odzwierciedlenie w prognozach BlackRock, według których globalne aktywa w aktywnie zarządzanych funduszach ETF mogą wzrosnąć do 4 bln USD do 2030 r., co oznacza ponad czterokrotny wzrost w ciągu sześciu lat[377]. Niemniej jednak, ponieważ przedmiotem niniejszej pracy są giełdowe produkty indeksowe, analiza obejmie porównanie funduszy ETF i funduszy indeksowych.

Przed omówieniem różnic między indeksowymi funduszami ETF a tradycyjnymi funduszami indeksowymi warto zwrócić uwagę na ich podstawowe elementy wspólne. Po pierwsze, obie formy inwestycyjne charakteryzują się podobną strukturą prawną, wymogi regulacyjne, które ich dotyczą, są zbliżone (w zakresie konstrukcji i zasad działania funduszu, a nie zasad dystrybucji jego tytułów uczestnictwa czy obecności w obrocie giełdowym), podobnie funkcjonuje również część zasad dotyczących naśladowania indeksów odniesienia. Przykładem może być większość funduszy ETF działających na terenie Unii Europejskiej, gdzie zarówno fundusze indeksowe, jak i fundusze ETF podlegają regulacjom dyrektywy UCITS oraz powiązanym aktom prawnym. Po drugie, z perspektywy inwestorów oraz charakteru inwestycji można wyróżnić kilka dodatkowych wspólnych cech, na które zwracają uwagę m.in. J.M. Hill i inni[378]. Oba typy funduszy umożliwiają inwestorom nabycie proporcjonalnego udziału w zbiorze aktywów i mogą być stosowane w analogicznych strategiach inwestycyjnych. Są zarządzane przez profesjonalnych doradców

[376] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 25.
[377] S. Cohen, R. Kushel, *Decoding active ETFs, How the growth of active ETFs is unlocking innovation and opportunity for investors*, https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/decoding-active-etfs.pdf, dostęp: 30.09.2025.
[378] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit.; A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 25.

inwestycyjnych zatrudnionych przez instytucje finansowe, a inwestowanie w nie wiąże się z ponoszeniem określonych opłat. Głównym celem obu form inwestycji jest replikacja wyników określonego indeksu. Po trzecie, wspólne dla indeksowych funduszy inwestycyjnych i funduszy ETF są zasady dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz przejrzystość funkcjonowania[379]. Istnieje jeszcze więcej szczegółowych podobieństw, które odnoszą się do bardziej technicznych aspektów, takich jak zasady wyceny aktywów czy metody replikacji indeksów. Te kwestie zostaną omówione w dalszej części podrozdziału, ponieważ pomimo istotnych podobieństw do funduszy indeksowych fundusze ETF po bliższej analizie wykazują znaczące różnice, które mają kluczowe znaczenie praktyczne.

Analizując relację pomiędzy funduszami ETF a tradycyjnymi funduszami indeksowymi, należy podkreślić, że oba rozwiązania należą do tej samej kategorii instrumentów, tj. funduszy inwestycyjnych, a wskazywane różnice dotyczą przede wszystkim sposobu funkcjonowania i dystrybucji. W tym kontekście najbardziej wyrazista odmienność dotyczy dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszu. Inwestorzy nabywający lub sprzedający tytuły uczestnictwa funduszy ETF zazwyczaj realizują te transakcje za pośrednictwem brokerów, korzystając ze swoich rachunków maklerskich. Bezpośredni kontakt z dostawcą funduszu jest rzadki – tę rolę odgrywają zazwyczaj autoryzowani uczestnicy (*authorized participants*). W przypadku funduszy inwestycyjnych mechanizm ten jest zasadniczo różny. Ponieważ jednostki uczestnictwa funduszy nie są notowane na giełdach, są najczęściej (choć nie zawsze) dystrybuowane przez doradców finansowych lub innych pośredników. Transakcja odbywa się wówczas bezpośrednio między inwestorem a funduszem, gdy fundusz sprzedaje jednostki uczestnictwa w zamian za gotówkę (lub papiery wartościowe) i zobowiązuje się do ich wykupu na żądanie inwestora[380].

Giełdowy kanał dystrybucji funduszy ETF zapewnia im przewagę nad funduszami inwestycyjnymi pod względem dostępności. Jak zauważa D.J. Abner, możliwość nabycia tytułów uczestnictwa na giełdzie, złożenia zlecenia i jego realizacji w dowolnym momencie podczas funkcjonowania rynku ma charakter rewolucyjny. Autor ten stawia nawet tezę, że żyjemy w czasach rewolucji w sposobie inwestowania, gdy nigdy wcześniej tak wiele różnorodnych produktów inwestycyjnych nie było

[379] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 360.
[380] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 25.

dostępnych dla inwestorów za pomocą jednego kliknięcia myszki na elektronicznym rachunku maklerskim[381]. Z tej perspektywy kluczową zaletą funduszy ETF jest przede wszystkim możliwość handlu tytułami uczestnictwa w ciągu dnia, w przeciwieństwie do funduszy otwartych, których ceny ustalane są tylko na zakończenie sesji giełdowej[382]. Jest to szczególnie atrakcyjne dla inwestorów, którzy chcą szybko zmieniać ekspozycję lub handlować powiązanymi instrumentami, np. pochodnymi.

Warto mieć przy tym na uwadze, że możliwość handlu w ciągu dnia jest ściśle związana z mechanizmami funkcjonowania funduszy ETF umożliwiającymi nabywanie i zbywanie tytułów uczestnictwa po wartości odpowiadającej ich udziałowi w aktywach funduszu przy udziale animatorów rynku[383]. Równie istotne jest to, że inwestorzy mogą uzyskać dostęp do funduszy ETF, nabywając zaledwie jeden tytuł uczestnictwa. Ich różnorodność na głównych giełdach jest znaczna, a oferta produktów stale się poszerza, co umożliwia dostęp do szerokiego spektrum aktywów i strategii inwestycyjnych inwestorom nawet z ograniczonymi środkami i mniejszym doświadczeniem. Przykładowo, bez ponoszenia znacznych kosztów mogą oni dodać ekspozycję na zagraniczne akcje do swojego portfela, nabywając na lokalnej giełdzie fundusze ETF oparte na spółkach notowanych w innych krajach, co niejednokrotnie jest tańsze, a bariera wejścia sprowadza się zasadniczo do ceny danego tytułu uczestnictwa funduszu ETF i ewentualnych prowizji maklerskich[384].

1.3 Od indeksu do rynku: kreacja, obrót i wycena tytułów uczestnictwa funduszy ETF

Po przedstawieniu podstawowych podobieństw i różnic pomiędzy funduszami ETF a funduszami indeksowymi – w szczególności w zakresie struktury, podstaw regulacji oraz kanałów dystrybucji – zasadne jest bardziej szczegółowe omówienie mechanizmów funkcjonowania funduszy ETF. Choć analiza w niniejszym podrozdziale skoncentrowana będzie głównie na ich specyfice, wiele z omawianych zagadnień, takich jak zasady wyceny aktywów czy mechanizmy tworzenia tytułów uczestnictwa, stanowi jednocześnie istotną płaszczyznę porównawczą z tradycyjnymi funduszami indeksowymi. Ukazanie tych różnic w praktycznym funkcjonowaniu obu

[381] D.J. Abner, *The ETF handbook: how to value and trade exchange-traded funds*, Wiley, Hoboken 2016, s. 8.
[382] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 5.
[383] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, op. cit., s. 13.
[384] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 25.

typów funduszy pozwala lepiej zrozumieć, na czym polegają odmienności konstrukcyjne i operacyjne charakterystyczne dla funduszy ETF.

Aby dokładnie pojąć zasady kreacji i wyceny tytułów uczestnictwa funduszu ETF, a tym samym jego mechanizm działania, warto rozpocząć od analizy procesu, który zachodzi w tradycyjnych funduszach indeksowych. Pozwoli to lepiej zobrazować, dlaczego fundusze ETF wykazują pewne przewagi w stosunku do tradycyjnych funduszy pod względem efektywności i kosztów operacyjnych. Przykład zaproponowany przez J.M. Hill może posłużyć jako ilustracja procesu kreacji tytułów uczestnictwa funduszu indeksowego[385]. W sytuacji, gdy inwestor zamierza uzyskać ekspozycję na określony indeks (np. S&P 500) poprzez fundusz inwestycyjny, składa zlecenie kupna tytułów uczestnictwa funduszu na określoną kwotę, np. 10 tys. USD. Niezależnie od formy złożenia tego zlecenia jest ono realizowane na koniec dnia po cenie, którą wyznacza wartość aktywów netto (*net asset value*, NAV) funduszu. Dokładny moment złożenia zlecenia w ciągu dnia nie ma znaczenia, ponieważ zostanie ono wykonane dopiero na podstawie wartości aktywów netto obliczonej na koniec dnia, gdyż NAV jest kalkulowane zasadniczo raz dziennie dla wszystkich funduszy inwestycyjnych. W uproszczeniu można powiedzieć, że aby określić NAV, wszystkie inwestycje w danym funduszu są sumowane i wyceniane na podstawie cen zamknięcia (lub innych odpowiednich metod wyceny)[386]. Następnie całkowita wartość portfela jest dzielona przez liczbę wyemitowanych tytułów uczestnictwa, co daje wartość NAV na jeden tytuł uczestnictwa[387]. Obliczona w ten sposób cena decyduje o liczbie tytułów uczestnictwa, jakie inwestor nabywa za zadaną wcześniej kwotę. Na przykład jeśli NAV wynosi 125 USD, inwestor nabędzie 80 tytułów uczestnictwa funduszu (przy założeniu braku ewentualnych dodatkowych opłat manipulacyjnych). Fundusz ponosi związane z tym koszty, takie jak prowadzenie rejestru inwestorów oraz inne koszty operacyjne, które pokrywane są z opłat pobieranych od inwestorów. Następnego dnia po realizacji transakcji fundusz posiada na swoich rachunkach gotówkę w wysokości 10 tys. USD od inwestora. O ile fundusz nie zamierza utrzymywać tej kwoty w formie gotówki, musi ją zainwestować na rynku. Koszty

[385] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 13.
[386] R. Ferri, *All About Index Funds: the easy way to get started*, McGraw-Hil, New York 2002, s. 10.
[387] C.S. Ciccotello [w:] *Mutual funds and exchange-traded funds: building blocks to wealth*, H.K. Baker, G. Filbeck, H. Kiymaz (red.), „Financial markets and investment series", New York 2016, s. 89.

transakcyjne oraz aspekty rozliczeniowe związane z alokacją tego kapitału są nieodłącznym elementem takiego procesu.

Gdy inwestor składa zlecenie umorzenia jednostek uczestnictwa, transakcja realizowana jest po wartości aktywów netto (NAV) ustalonej na dzień złożenia zlecenia. Na podstawie obowiązujących w Polsce przepisów należy odkupić od inwestora jednostki uczestnictwa w terminie nie dłuższym niż pięć dni roboczych[388]. W tym czasie środki niezbędne do realizacji wypłaty są pozyskiwane z płynnych zasobów portfela (w tym środków pieniężnych i instrumentów rynku pieniężnego), a w przypadku niewystarczającej płynności — ze sprzedaży odpowiedniej części pozostałych aktywów. Po uzyskaniu płynności środki są przekazywane inwestorowi. Codzienny tryb realizacji zleceń w funduszach inwestycyjnych otwartych wiąże się z istotnymi korzyściami z perspektywy inwestora, umożliwiając względnie elastyczne składanie zleceń nabycia i umorzenia jednostek uczestnictwa. Nowe jednostki są tworzone w przypadku napływu środków, a umarzane w sytuacji zgłoszenia żądania ich odkupienia. Wszystkie transakcje odbywają się po wartości aktywów netto (NAV) obliczonej na dzień złożenia zlecenia. Niemniej jednak wyzwaniem jest brak możliwości handlu w ciągu dnia oraz koszty związane z obsługą procesów i alokacją nowego kapitału. Jak wskazuje R. Ferri, te koszty i nieefektywności związane z rozliczaniem transakcji mogą przyczyniać się do istotnych błędów odwzorowania[389].

J.M. Hill zwraca uwagę, że odpowiedzią na część tych wyzwań są rozwiązania funkcjonujące w funduszach ETF, które oferują większą elastyczność oraz efektywność operacyjną[390]. Schemat kreacji tytułów uczestnictwa funduszy indeksowych przedstawiono na poniższym rysunku.

[388] Zob. art. 90 ust. 1 pkt 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych.
[389] R. Ferri, *All About Index Funds…*, op. cit., s. 13.
[390] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 14.

Rysunek 1. Proces kreacji tytułów uczestnictwa indeksowego funduszu inwestycyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing,* op. cit., s. 21

Aby zrozumieć proces kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa funduszu ETF, warto prześledzićcały cykl od powstania takiego funduszu, gdyż jest on specyficzny. Proces tworzenia funduszu ETF jest wieloetapowy i formalnie rozpoczyna się w momencie, gdy sponsor funduszu ETF (spółka inwestycyjna lub inna instytucja finansowa uprawniona do zarządzania funduszami inwestycyjnymi) składa wniosek o rejestrację funduszu ETF w odpowiednim organie nadzoru finansowego danej jurysdykcji, określając wcześniej swoją politykę inwestycyjną (czyli najczęściej wybierając indeks, który dany fundusz ETF będzie naśladował)[391]. W zależności od obowiązujących w danym kraju przepisów oraz specyfiki działania organów nadzoru procedura ta może być bardziej lub mniej skomplikowana, a tym samym również kosztowna[392].

Sponsor funduszu definiuje główny cel inwestycyjny poprzez określenie składu oraz proporcji instrumentów finansowych, które będą wchodziły w skład portfela funduszu. Po uzyskaniu decyzji organu nadzoru finansowego zezwalającej na utworzenie funduszu i jego rejestrację dostawca funduszu ETF może podjąć rzeczywiste kroki zmierzające do jego uruchomienia. Jednym z kluczowych etapów jest zgromadzenie kapitału zalążkowego (*seed capital*), który umożliwia rozpoczęcie emisji tytułów uczestnictwa funduszu ETF[393]. W tym celu sponsor funduszu współpracuje z dużymi instytucjami finansowymi, takimi jak banki czy domy maklerskie, które dostarczają koszyk aktywów odpowiadający indeksowi funduszu ETF. Te instytucje, posiadające status autoryzowanych uczestników (*authorized participants*, APs), są istotne dla funkcjonowania funduszu ETF, odgrywają bowiem ważną rolę w procesie

[391] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds*, op. cit., s. 6.
[392] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 116.
[393] Ibidem, s. 117.

kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa[394]. To one odpowiadają za deponowanie koszyków aktywów, które stanowią bazę funduszu, w zamian za nowe tytuły uczestnictwa. W ramach etapu *seed* (zalążkowego) autoryzowani uczestnicy, często nazywani *seeding participants*, dostarczają aktywa, co umożliwia funduszowi rozpoczęcie działalności. W zamian za to otrzymują jego tytuły uczestnictwa[395]. Proces emisji i przekazania jednostek ETF odbywa się po podpisaniu tzw. umów partycypacyjnych z inwestorami. Autoryzowani uczestnicy jako posiadacze tytułów uczestnictwa funduszy ETF mają dwie opcje: mogą utrzymywać je w swoim portfelu inwestycyjnym lub sprzedać na rynku giełdowym, na którym będą one dostępne dla inwestorów indywidualnych[396]. Zazwyczaj jednak inwestorzy zalążkowi (*seed investors*) wycofują się po kilku miesiącach, sprzedając tytuły uczestnictwa funduszy ETF na rynku giełdowym, co zwiększa płynność i zmniejsza spready na danym funduszu ETF[397].

Proces tworzenia funduszu ETF nie kończy się jednak w momencie emisji pierwszych jednostek. Zgodnie z główną ideą tego instrumentu inwestycyjnego muszą one zostać wprowadzone na rynek wtórny. W związku z tym dostawca funduszu ETF musi wybrać główną giełdę, która najlepiej odpowiada jego potrzebom. Po złożeniu wniosku o dopuszczenie do obrotu giełdowego i po jego akceptacji fundusz ETF może zadebiutować na wybranej giełdzie. Jest to tzw. debiut giełdowy lub pierwotne notowanie (*primary listing*)[398]. Warto jednak podkreślić, że proces wprowadzania na giełdę tytułów uczestnictwa funduszy ETF znacznie różni się od IPO na rynku akcji[399]. W przypadku IPO po debiucie ustalona liczba akcji trafia do obrotu i jest dostępna dla inwestorów, a zdarzenie to ma charakter jednorazowy. Natomiast w przypadku funduszy ETF mechanizm kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa pozwala na dynamiczne dostosowywanie liczby jednostek w obrocie, co eliminuje problem ewentualnie ograniczonej podaży. Dzięki temu fundusze ETF mogą stale tworzyć nowe tytuły uczestnictwa na rynku pierwotnym, gdy popyt rośnie, oraz umarzać

[394] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, op. cit., s. 20.
[395] D. Mann, *ETF Capital Markets Desk: Trading, Arbitrage and the New ETF*, Franklin Templeton, https://www.franklintempleton.com/articles-us/liberty-shares/etf-capital-markets-desk-etf-liquidity-revisited, dostęp: 7.09.2024.
[396] U. Gierałtowska, *ETF w warunkach polskich*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia", 49(4)/2015.
[397] C. Murphy, *The Business Of Seeding ETFs*, http://www.etf.com/sections/news/business-seeding-etfs, dostęp: 7.09.2024.
[398] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 118.
[399] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 23.

je, gdy popyt maleje. Obrót tytułami uczestnictwa funduszy ETF odbywa się więc zarówno na rynku pierwotnym, na którym autoryzowani uczestnicy tworzą i umarzają jednostki, jak i na rynku wtórnym, na którym inwestorzy mogą nimi handlować po ich emisji, podobnie jak akcjami. To unikalne połączenie dwóch rynków zapewnia funduszom ETF elastyczność, której nie mają akcje po IPO oraz fundusze indeksowe.

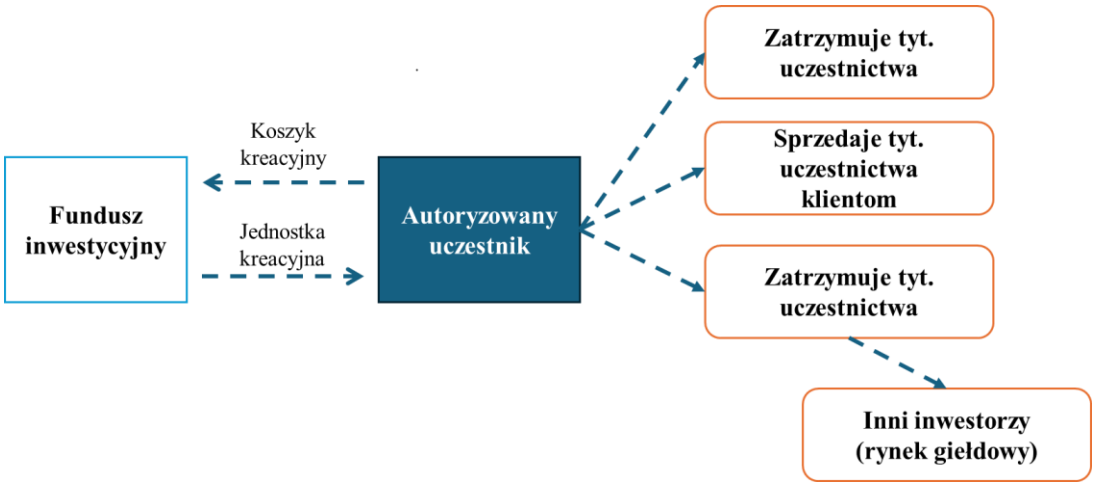
Upraszczając, rynek pierwotny jest miejscem tworzenia i umarzania jednostek ETF, natomiast rynek wtórny umożliwia handel tymi jednostkami pomiędzy inwestorami. W przypadku funduszy typu ETF te dwa rynki są ze sobą ściśle powiązane[400]. Rynek pierwotny, zwany również rynkiem bazowym, umożliwia transakcje kupna i sprzedaży jednostek ETF po wartości księgowej (NAV) w dużych pakietach zwanych jednostkami kreacji (*creation units*). Zazwyczaj mają one dużą wartość i obejmują tysiące lub dziesiątki tysięcy jednostek danej waluty. W transakcjach na rynku pierwotnym uczestniczą fundusz ETF oraz autoryzowany uczestnik, którym zazwyczaj jest duża instytucja finansowa, np. bank lub dom maklerski, oraz inwestorzy – najczęściej instytucjonalni[401].

Istnieją dwa główne mechanizmy emisji tytułów uczestnictwa funduszy ETF na rynku pierwotnym: gotówkowy i w naturze. W przypadku kreacji gotówkowej autoryzowany uczestnik, działając na zlecenie klienta, przekazuje funduszowi środki pieniężne klienta, a w zamian otrzymuje tytuły uczestnictwa funduszu ETF. Następnie fundusz ETF inwestuje zgromadzone środki w odpowiedni zestaw papierów wartościowych tak, aby portfel funduszu jak najwierniej odpowiadał portfelowi indeksu lub tzw. koszykowi referencyjnemu (*reference basket* lub *substitute basket*), wykorzystywanemu jako zabezpieczenie w transakcji SWAP. Taki sposób emisji jest preferowany przez autoryzowanych uczestników, ponieważ eliminuje logistyczne komplikacje związane z fizyczną dostawą papierów wartościowych i jest często stosowany w sytuacji replikacji syntetycznej. W przypadku kreacji w naturze (*in-kind creation*) klient otrzymuje tytuły uczestnictwa w zamian za przekazanie funduszowi odpowiedniego zestawu papierów wartościowych, tzw. koszyka kreacyjnego (*creation basket*), który odzwierciedla strukturę indeksu replikowanego przez fundusz. Nie przekazuje on więc gotówki, lecz konkretne instrumenty finansowe, zgodne z

[400] *ETFs: Understanding primary and secondary markets*, ETF Stream 2024, https://www.etfstream.com/education/trading/etfs-understanding-primary-and-secondary-markets, dostęp: 7.09.2024.
[401] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 361.

wymogami funduszu. Ten mechanizm jest częściej stosowany w przypadku replikacji fizycznej[402]. Autoryzowany uczestnik może kreować tytuły uczestnictwa najczęściej wyłącznie w pełnych jednostkach kreacyjnych (*creation units*), których rozmiar jest ustalony z góry przez fundusz (np. 100 tys. tytułów uczestnictwa). Na poniższym rysunku przedstawiono uproszczony schemat kreacji tytułów uczestnictwa funduszu ETF na rynku pierwotnym.

Rysunek 2. Schemat procesu emisji tytułów uczestnictwa funduszu ETF na rynku pierwotnym



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds*, op. cit., s. 9

Funkcjonowanie funduszy typu ETF na rynku publicznym oraz mechanizm stałego połączenia ich struktury z funkcjonowaniem zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym są kluczowe dla istoty tych funduszy oraz oceny korzyści i potencjalnych ryzyk z nimi związanych[403]. Fundusze ETF korzystają z mechanizmu zapewniającego możliwość ciągłej kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa, który jest jednym z najważniejszych i unikalnych aspektów ich działania.

Aby zobrazować ten mechanizm, podobnie jak w przypadku indeksowych funduszy inwestycyjnych, można posłużyć się przykładem zaproponowanym przez J.M. Hill. Przyjmuje się zatem, że inwestor zamierzający ulokować kapitał w funduszu ETF składa zlecenie kupna tytułu uczestnictwa tego funduszu w swoim biurze maklerskim. Biuro maklerskie nabywa tytuły uczestnictwa na giełdzie od innego

[402] Ibidem.
[403] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 23.

inwestora, który składa zlecenie ich sprzedaży, a transakcja odbywa się na rynku wtórnym bez bezpośredniego zaangażowania zarządzającego funduszem[404]. Sam fundusz nie jest informowany o zmianie właściciela tytułów uczestnictwa, ponieważ transakcja polega (w pewnym uproszczeniu) na ich przeniesieniu między inwestorami – najczęściej za pośrednictwem animatora rynku – na rynku wtórnym. Tytuły uczestnictwa przechodzą standardowy proces rozliczenia i rozrachunku, właściwy dla rynku papierów wartościowych.

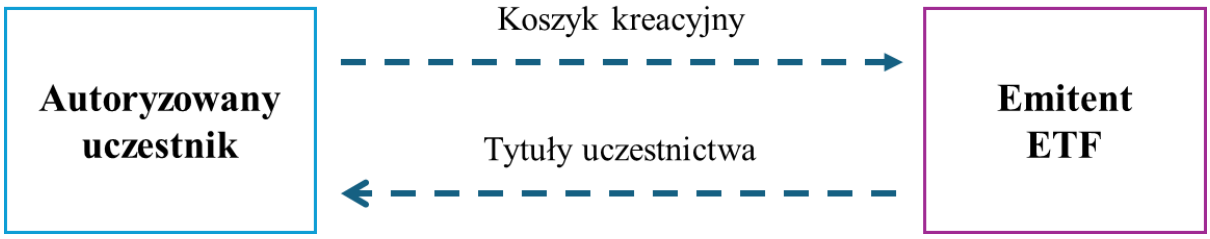
Aby jednak te tytuły uczestnictwa mogły być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, muszą zostać uprzednio wykreowane na rynku pierwotnym (o którym była mowa wcześniej, w odniesieniu do powstania funduszu). Kreacja tytułów uczestnictwa na rynku pierwotnym jest – przynajmniej z nazwy – podobnym mechanizmem do obowiązującego w tradycyjnych funduszach indeksowych, których tytuły uczestnictwa nie znajdują się w obrocie giełdowym. Istnieją jednak istotne różnice. Po pierwsze, w przypadku funduszy ETF te transakcje na koniec dnia są realizowane przez wspomnianych wcześniej autoryzowanych uczestników, którzy współpracują bezpośrednio z zarządzającym funduszem ETF w celu realizacji procesu kreacji lub umorzenia tytułów uczestnictwa[405]. Autoryzowani uczestnicy agregują działania uczestników giełdowych (animatorów i innych inwestorów) składając zapotrzebowanie na kreację tytułów uczestnictwa lub ich umorzenie w ramach jednej transakcji. To podstawowa różnica, gdyż w przypadku funduszy indeksowych każda interakcja inwestora z funduszem polegająca na zleceniu nabycia lub zbycia jednostek uczestnictwa kończy się ich wykreowaniem lub umorzeniem[406]. Po drugie, w niektórych funduszach ETF nowe tytuły uczestnictwa są kreowane w zamian za koszyk papierów wartościowych[407].

W odniesieniu do mechanizmu kreacji (i umorzeń), podobnie jak w przypadku funduszy indeksowych, najważniejsze informacje to te na koniec danego dnia. W praktyce większość zarządzających funduszami ETF codziennie publikuje pełny skład portfela funduszu oraz koszyk kreacyjny zawierający papiery wartościowe, które fundusz zamierza posiadać. Autoryzowany uczestnik na podstawie tego koszyka nabywa odpowiednie papiery wartościowe zgodnie z ich udziałem w indeksie

[404] Ibidem.
[405] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 119.
[406] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, op. cit., s. 20.
[407] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 119.

replikowanym przez fundusz ETF. Następnie przekazuje ten koszyk zarządzającemu funduszem ETF, w zamian otrzymując równowartość w nowo wyemitowanych tytułach uczestnictwa, wycenianych na podstawie ich NAV (co niekoniecznie zawsze pokrywa się z wartością rynkową). Autoryzowany uczestnik może następnie zaoferować te tytuły inwestorom indywidualnym na rynku wtórnym[408]. Proces ten odbywa się w dużych blokach, zwanych jednostkami kreacyjnymi, i został zobrazowany na poniższym rysunku.

Rysunek 3. Uproszczony proces kreacji tytułów uczestnictwa funduszu ETF

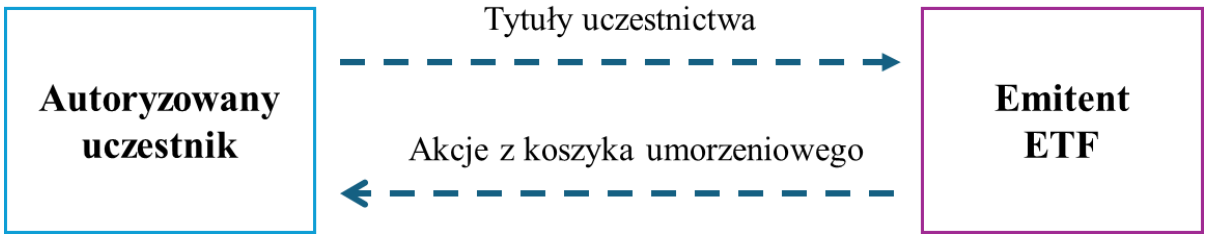


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D.J. Abner, *The ETF handbook*, op. cit., s. 42

Mechanizm ten działa również w odwrotną stronę. Autoryzowany uczestnik, posiadający blok tytułów uczestnictwa ETF, może „zwrócić" je zarządzającemu funduszem w zamian za koszyk aktywów bazowych, tzw. koszyk umorzeniowy. Koszyk umorzeniowy najczęściej jest tożsamy z koszykiem kreacyjnym, choć nie zawsze, ponieważ fundusz może próbować zbyć określone aktywa, których nie chce już posiadać[409]. Uproszczony proces umorzenia tytułów uczestnictwa zobrazowano na poniższym rysunku.

[408] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds*, op. cit., s. 7.
[409] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 24.

Rysunek 4. Uproszczony proces umorzenia tytułów uczestnictwa funduszu ETF



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D.J. Abner, *The ETF handbook*, op. cit., s. 43

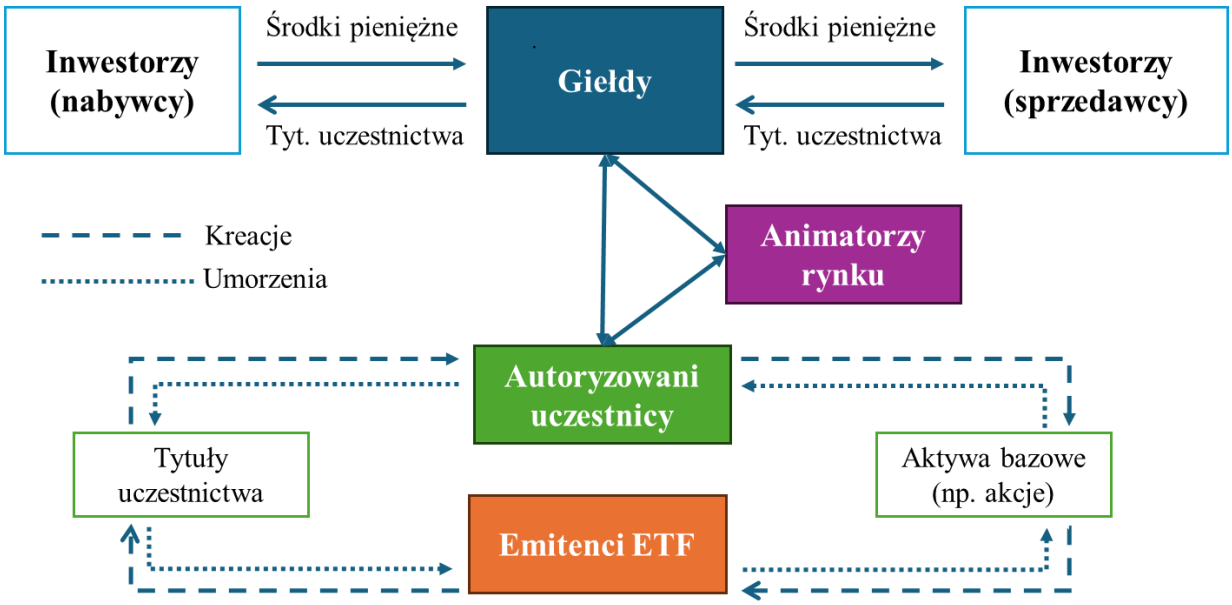
Omawiając funkcjonowanie funduszy ETF na rynku wtórnym kluczowe jest uwzględnienie roli animatorów rynku, którzy regularnie zapewniają dwustronne kwotowania (kupno i sprzedaż) na giełdzie, odgrywając fundamentalną rolę w zapewnianiu płynności oraz efektywności handlu tytułami uczestnictwa funduszy ETF[410]. Ich funkcja jest odmienna od roli autoryzowanych uczestników, choć obie grupy są niezbędne do prawidłowego funkcjonowania mechanizmów obrotu tymi instrumentami finansowymi. Co istotne, animator rynku nie musi pełnić funkcji autoryzowanego uczestnika, tak jak autoryzowany uczestnik nie jest zobowiązany do pełnienia funkcji animatora rynku. Niemniej jednak w niektórych przypadkach te role bywają łączone. Animatorzy rynku uzyskują zysk nawet przy niewielkich spreadach, kupując po niższej cenie kupna i sprzedając po wyższej cenie sprzedaży, zasadniczo jednak nie generują znaczących przychodów z różnic między wartością jednostek uczestnictwa funduszu a wartością koszyka aktywów[411]. Przykładowo, można w tym kontekście przywołać firmę WisdomTree, jednego z czołowych emitentów funduszy ETF w Europie, która korzysta z 26 podmiotów pełniących funkcje animatorów rynku lub autoryzowanych uczestników: 9 podmiotów wykonuje zadania animatorów rynku, 1 podmiot – autoryzowanego uczestnika (AP), a 16 podmiotów wykonuje je jednocześnie (AP/MM)[412].

Poniższy rysunek obrazuje proces kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa funduszu ETF z uwzględnieniem roli animatorów rynku w oferowaniu tych

[410] *Authorised participants and market makers of the ETF industry*, BlackRock, https://www.blackrock.com/au/insights/ishares/authorised-participants-and-market-makers, dostęp: 7.09.2024.
[411] G.L. Gastineau, op. cit., s. 55.
[412] *ETF Market Makers (MM) and Authorised Participants (AP) GB*, WisdomTree Europe, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/about-wisdomtree/market-makers-mm-and-authorised-participants-ap, dostęp: 7.09.2024.

instrumentów klientom. Efektywność tego mechanizmu wynika m.in. z faktu, że struktura kreacji i umorzeń minimalizuje konieczność zaangażowania środków własnych emitenta, ogranicza koszty transakcyjne oraz umożliwia automatyczne dostosowanie liczby tytułów uczestnictwa do popytu rynkowego, przy jednoczesnym utrzymaniu zgodności ceny rynkowej tych tytułów z odpowiadającą im wartością aktywów netto (NAV).

Rysunek 5. Proces kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa funduszu ETF z uwzględnieniem animatorów rynku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Authorised participants and market makers of the ETF industry*, BlackRock, https://www.blackrock.com/au/insights/ishares/authorised-participants-and-market-makers, dostęp: 7.09.2024

1.4 Mechanizm kreacji i umarzania tytułów uczestnictwa a wartość aktywów funduszu ETF

Kluczową funkcją mechanizmu kreacji i umorzeń jest zapewnienie ciągłości kwotowania tytułów uczestnictwa funduszu ETF na rynku wtórnym przez animatorów rynku i utrzymanie dzięki temu ceny tego tytułu uczestnictwa w wąskim zakresie wahań wokół bieżącej wartości aktywów netto (NAV) funduszu w czasie trwania sesji giełdowej. Mechanizm ten zapobiega więc istotnym odchyleniom ceny tytułów uczestnictwa funduszu ETF od jego wartości wewnętrznej, stabilizując rynek tych

funduszy oraz zapewniając efektywność ich działania[413]. Kreowanie i umarzanie jednostek uczestnictwa może teoretycznie odbywać się codziennie, a w niektórych przypadkach nawet kilkukrotnie w ciągu dnia[414]. Jak jednak wskazują analizy Investment Company Institute (ICI)[415] oraz badania przeprowadzone przez H. Xiao, w praktyce operacje te realizowane są zazwyczaj co kilka dni[416]. Autoryzowani uczestnicy oraz animatorzy rynku – zwłaszcza w przypadku funduszy o dużym wolumenie aktywów i notowanych na wielu giełdach – są bowiem w stanie utrzymywać płynność obrotu na rynku wtórnym bez potrzeby codziennego uruchamiania mechanizmu kreacji i umorzeń[417]. Zdecydowana część obrotu tytułami uczestnictwa funduszu ETF odbywa się na rynku wtórnym, który dominuje w całkowitym wolumenie handlu. Na przykład według badań BlackRock w Stanach Zjednoczonych stosunek aktywności na rynku wtórnym do działań na rynku pierwotnym wynosił w latach 2019–2023 ponad 7:1, a w szczytowych momentach, jak w 2022 r., sięgał nawet 10:1[418]. W Europie rynek funduszy ETF charakteryzuje się mniejszym wolumenem handlu, a stosunek aktywności na rynku wtórnym do działań na pierwotnym wynosi – według danych ETF Stream – ok. 2:1, co oznacza, że handel na rynku wtórnym również dominuje, ale w mniejszym stopniu niż w Stanach Zjednoczonych[419].

Opisany mechanizm kreacji i umorzeń jednostek uczestnictwa odgrywa szczególnie istotną rolę na rynku wtórnym, gdyż pozwala na niemal stałe utrzymywanie ceny rynkowej jednostki uczestnictwa blisko wartości aktywów netto (NAV) przypadającej na tę jednostkę. Mechanizm arbitrażowy, który działa dzięki autoryzowanym uczestnikom, umożliwia „odkrywanie ceny" (*price discovery*) na rynku funduszy

---

[413] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 127.
[414] Taka sytuacja taka może występować sporadycznie – najczęściej zachodzi w przypadku aktywnie zarządzanych funduszy, gdy w ciągu dnia występują zmiany w portfelu podyktowane decyzją zarządzającego.
[415] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds*, op. cit., s. 2.
[416] H. Xiao, *The Economics of ETF Redemptions*, SSRN 10.04.2022, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4096222.
[417] B. Novick, S. Cohen, A.N. Madhavan, S. Van Nugteren, *A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants*, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-etf-primary-trading-role-of-authorized-participants-march-2017.pdf, dostęp: 8.09.2024.
[418] S. Cohen, *Global ETF Market Facts: 3 things to know from Q1 2024*, Seeking Alpha, https://seekingalpha.com/article/4686105-global-etf-market-facts-3-things-to-know-from-q1-2024?source=section%3ARelated%20Analysis%7Csection_asset%3ARelated%20Analysis%7Cfirst_level_url%3Asymbol%7Cbutton%3ATitle%7Clock_status%3ANo%7Cline%3A9, dostęp: 8.09.2024.
[419] T. Eckett, *Larger ETFs are not always more liquid*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/larger-etfs-are-not-always-more-liquid, dostęp: 8.09.2024.

ETF[420]. Polega on na tym, że cena instrumentu finansowego kształtuje się na podstawie dostępnych informacji rynkowych, odzwierciedlając jego wartość fundamentalną. W funduszy ETF oznacza to, że gdy popyt przewyższa podaż, a cena jednostki uczestnictwa istotnie przekracza iNAV (notowanie z premią), autoryzowany uczestnik zaczyna sprzedawać te jednostki na rynku – co obniża cenę do poziomu zbliżonego do iNAV – oraz jednocześnie nabywa papiery wartościowe wchodzące w skład portfela ETF, a na koniec dnia kreuje nowe jednostki, przekazując zakupione wcześniej papiery wartościowe do funduszu ETF. W odwrotnej sytuacji, gdy cena jednostki spada poniżej iNAV (notowanie z dyskontem), autoryzowany uczestnik nabywa jednostki uczestnictwa - co podnosi ich cenę – jednocześnie sprzedając związane z nimi papiery wartościowe, a następnie umarza te tytuły otrzymując w zamian związane z nimi papiery wartościowe, które zostaną wykorzystane do rozliczenia wcześniejszej ich sprzedaży na rynku giełdowym. W długim okresie procesy te wzajemnie się równoważą, co sprawia, że cena rynkowa jednostki uczestnictwa ETF oscyluje wokół NAV[421]. Jak pokazują badania M. Lettau i A. Madhavana, ze względu na efektywność mechanizmu kreacji i umorzeń fundusze ETF mogą odgrywać istotną rolę w procesie odkrywania ceny, zwłaszcza w warunkach zakłóceń rynkowych lub ograniczonej płynności na rynkach instrumentów bazowych[422].

Proces kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa funduszy ETF jest niezwykle efektywny pod względem kosztów. Koszty transakcyjne – wynikające z wchodzenia i wychodzenia nowych inwestorów – które w tradycyjnych funduszach inwestycyjnych są ponoszone przez fundusz (i tym samym przez jego uczestników), w przypadku funduszy ETF są pokrywane przez autoryzowanych uczestników. Obejmują one zarówno tworzenie koszyka papierów wartościowych, który jest deponowany w zamian za nowe jednostki uczestnictwa, jak i jego sprzedaż w ramach procesu umorzenia. Ostatecznie koszty te przenoszone są na inwestorów zawierających transakcje na rynku wtórnym z animatorem rynku (czyli tak naprawdę autoryzowanym uczestnikiem lub jego bezpośrednim klientem). Dzieje się tak z uwagi na to, że spread *bid-ask* animatora na rynku wtórnym odzwierciedla w pewnym zakresie koszty przez

[420] D.J. Abner, *The ETF handbook*, op. cit., s. 150.
[421] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 363.
[422] M. Lettau, A. Madhavan, *Exchange-Traded Funds 101 for Economists*, „Journal of Economic Perspectives", 32(1)/2018, s. 139.

niego ponoszone, w tym koszty kreacji i umorzeń czy koszty zakupu i sprzedaży papierów wartościowych wchodzących w skład koszyka kreacyjnego/umorzeniowego.

Jedną z głównych zalet mechanizmu dokonywania kreacji i umorzeń w zamian za papiery wartościowe jest ochrona istniejących udziałowców przed kosztami wynikającymi z wchodzenia i wychodzenia nowych inwestorów[423]. Warto w tym miejscu dodać, że duża płynność największych funduszy ETF sprawia, że koszty ponoszone przez inwestorów w postaci spreadów są mimo wszystko niewielkie, a często wręcz pomijane. Przykładowo, według analiz ETF Stream w przypadku trzech największych dostawców funduszy ETF replikujących indeks S&P 500 – tj. SPDR, Vanguard i Invesco – spread efektywny kształtował się dla europejskich odpowiedników tych funduszy na początku 2024 r. w przedziale od 1,8 do 3,6 punktu bazowego[424]. Jak wykazali M. Khomyn, T. Putniņš i M. Zoican, nawet w warunkach zwiększonej presji inwestycyjnej (np. przy wzroście indeksu VIX), średni spread efektywny na funduszach ETF odwzorowujących S&P 500 wzrasta jedynie z 3,21 do 5,69 punktu bazowego[425], co oznacza, że również w okresach podwyższonej zmienności rynkowej koszty transakcyjne pozostają relatywnie niskie. Analogiczne zjawisko można zaobserwować w odniesieniu do funduszy ETF replikujących indeksy obligacyjne. Jak wynika z analizy przeprowadzonej przez BlackRock, w okresie zaburzeń rynkowych wywołanych pandemią COVID-19 w marcu 2020 r. obrót tytułami uczestnictwa europejskich funduszy ETF opartych na obligacjach cechował się niższymi kosztami transakcyjnymi niż bezpośredni handel obligacjami. Dla największych funduszy ETF opartych na obligacjach korporacyjnych średni spread *bid-ask* wynosił wówczas 24,4 punktu bazowego, podczas gdy w przypadku samych obligacji sięgał aż 55 punktów bazowych[426].

1.5 Metody replikacji wyników indeksów

Ponieważ przedmiotem niniejszej pracy są giełdowe instrumenty indeksowe, konieczne jest w ramach analizy ich konstrukcji przyjrzenie się, w jaki sposób realizują

[423] G.L. Gastineau, op. cit., s. 59.
[424] T. Andrew, *S&P 500 ETF spreads show why investors must consider total cost of ownership*, https://www.etfstream.com/articles/s-and-p-500-etf-spreads-shows-why-investors-must-consider-total-cost-of-ownership, dostęp: 8.09.2024.
[425] M. Khomyn, T. Putniņš, M. Zoican, *The Value of ETF Liquidity*, „The Review of Financial Studies", 37(10)/2024, s. 3126.
[426] M. Takasaki [i in.], *Lessons from COVID-19: ETFs as a Source of Stability*, BlackRock, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-lessons-from-covid-overview-financial-stability-september-2020.pdf, dostęp: 8.09.2024.

one swoją politykę inwestycyjną, czyli jak naśladują określone indeksy. W przypadku funduszy ETF nazywa się to strukturą funduszu ETF (*ETF structure*), którą jest uznawana za jedną z kluczowych cech każdego funduszu tego typu[427]. Fundusze ETF mogą stosować dwie główne metody replikacji indeksów: fizyczną i syntetyczną. Każda z nich charakteryzuje się odmiennymi mechanizmami odwzorowywania wyników indeksu, co wpływa na strukturę ryzyka, koszty oraz efektywność zarządzania funduszami. W praktyce inwestycyjnej można również spotkać replikację hybrydową (*hybrid replication*), która łączy elementy replikacji fizycznej i syntetycznej[428]. Wybór odpowiedniej metody ma kluczowe znaczenie dla zarządzających, którzy muszą uwzględniać specyfikę indeksu, płynność rynkową oraz preferencje inwestorów.

Analizę metod replikacji warto rozpocząć od replikacji fizycznej jako najpopularniejszego sposobu odwzorowywania indeksu, szczególnie w Europie[429]. Z danych London Stock Exchange wynika, że na koniec grudnia 2024 r. fundusze stosujące replikację fizyczną odpowiadały za 87,24% łącznej wartości aktywów w europejskim sektorze ETF, przy czym pełna replikacja fizyczna była stosowana w 49,7% funduszy, co oznacza wzrost o niespełna 1 punkt procentowy rok do roku[430]. W pozostałej części rynku wykorzystywano inne strategie replikacji.

Większość funduszy ETF stosujących replikację fizyczną nabywa bezpośrednio papiery wartościowe wchodzące w skład indeksu bazowego, co pozwala na wierne odwzorowanie jego wyników. Metoda ta dzieli się na dwa główne warianty: pełną i częściową[431]. Pełna replikacja polega na nabyciu wszystkich aktywów indeksu w proporcjach zgodnych z jego strukturą[432]. Jest to podejście stosowane

[427] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 393.
[428] Ibidem.
[429] J. Gordon, *Synthetic ETFs lose lustre as investors favour Europe over US*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/synthetic-etfs-lose-lustre-as-investors-favour-europe-over-us, dostęp: 8.09.2024.
[430] D. Glow, *Monday Morning Memo: A Brief Review of the Replication Methodologies Used in the European ETF Industry*, LSEG, https://lipperalpha.refinitiv.com/2025/03/monday-morning-memo-a-brief-review-of-the-replication-methodologies-used-in-the-european-etf-industry/, dostęp: 10.03.2025.
[431] Można wyróżnić także technikę optymalizacji (*optimization*), która jest jedną z bardziej zaawansowanych metod budowy portfela funduszu ETF. Polega na zastosowaniu modeli matematycznych, takich jak wieloczynnikowe modele ryzyka, uwzględniające czynniki rynkowe i makroekonomiczne. Optymalizacja umożliwia precyzyjne zarządzanie portfelem, minimalizując błąd odwzorowania i kontrolując ryzyko. Mimo że zapewnia skuteczne narzędzia analityczne, generuje istotne ryzyka, m.in. ryzyko nadmiernego dopasowania danych (*overfitting*), co ogranicza jej popularność.
[432] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 394.

głównie w funduszach odwzorowujących indeksy o wysokiej płynności, takie jak S&P 500 czy FTSE 100, w których wszystkie składniki są łatwo dostępne[433]. Warto zwrócić uwagę, że w Polsce lokalne fundusze ETF również stosują metodę pełnej replikacji w odniesieniu do podstawowych indeksów rodzimego rynku, takich jak WIG20TR, mWIG40TR oraz sWIG80TR. Częściową replikację, nazywaną także „samplingiem" lub „metodą reprezentatywnej próbki", stosuje się w przypadkach, gdy pełna replikacja jest kosztowna lub nieefektywna, zwłaszcza w odniesieniu do indeksów o dużej liczbie składników lub o niskiej płynności[434]. Przykładem może być MSCI ACWI Small Cap, który obejmuje ponad 6 tys. spółek, a pełna replikacja byłaby zarówno kosztowna, jak i niepraktyczna. Istnieją również sytuacje, w których sampling jest jedyną możliwą metodą replikacji indeksu, np. w przypadku niektórych indeksów obligacyjnych, obejmujących tysiące papierów wartościowych[435]. W takich sytuacjach zarządzający funduszem nabywają tylko część składników indeksu, wybierając te, które najlepiej odwzorowują jego zachowanie[436].

Warto mieć na uwadze, że nawet w przypadku pełnej replikacji fizycznej zarządzanie portfelem ETF obejmuje także działania optymalizacyjne, takie jak zarządzanie gotówką, handel wokół rekonstrukcji indeksu czy pożyczki papierów wartościowych. Te techniki mają na celu minimalizowanie kosztów oraz poprawę jakości odwzorowania[437]. Replikacja fizyczna, choć transparentna, wiąże się z potencjalnie wysokimi kosztami, szczególnie w odniesieniu do złożonych indeksów obejmujących wiele papierów wartościowych. Koszty te wynikają z konieczności nabywania, przechowywania oraz zarządzania aktywami, zwłaszcza na rynkach rozwijających się, na których płynność jest ograniczona. Dla indeksu FTSE Global Small Cap koszty operacyjne mogą sięgać nawet 30 punktów bazowych rocznie[438].

Główną zaletą replikacji fizycznej w funduszach ETF jest pełna przejrzystość portfela inwestycyjnego. Uczestnicy funduszu mają codzienny dostęp do dokładnych informacji o składzie aktywów, co zapewnia wysoki poziom transparentności.

---

[433] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 117.
[434] R. Antoniewicz, J. Heinrichs, *Understanding Exchange-Traded Funds*, op. cit., s. 6.
[435] *New data behind the bond ETF primary process*, BlackRock, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/ishares-by-the-numbers-new-data-behind-the-bond-etf-primary-process.pdf, dostęp: 1.10.2025.
[436] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 84.
[437] Ibidem, s. 88.
[438] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 117.

Struktura portfela, odwzorowująca niemal w pełni indeks bazowy, pozwala na minimalizację błędu odwzorowania (*tracking error*)[439], który – choć nieco wyższy niż w funduszach stosujących replikację syntetyczną – pozostaje na niskim poziomie, gwarantując wysoką zgodność wyników inwestycyjnych funduszu z wynikami indeksu. Replikacja fizyczna eliminuje również ryzyko kontrahenta (tj. ryzyko niewypłacalności drugiej strony umowy), charakterystyczne dla syntetycznych funduszy ETF, które bazują na kontraktach swapowych.

Jak podkreśla J.M. Hill, fundusze wykorzystujące replikację fizyczną są postrzegane jako bardziej bezpieczne, co czyni je atrakcyjnymi dla konserwatywnych inwestorów, preferujących stabilne, długoterminowe strategie[440]. Kolejnym istotnym atutem jest możliwość generowania dodatkowych dochodów poprzez zawieranie umów o pożyczanie papierów wartościowych (*securities lending*). Praktyka ta polega na czasowym wypożyczaniu aktywów innym podmiotom za opłatą, co pozwala funduszowi uzyskać dodatkowe przychody[441]. Należy jednak podkreślić, że taka działalność niesie ze sobą nowe rodzaje ryzyka, jak np. ryzyko niewypłacalności pożyczkobiorcy. Niemniej przy odpowiednim zarządzaniu nim (w szczególności poprzez zabezpieczanie pożyczek) pożyczanie papierów wartościowych może być korzystne dla funduszu i jego uczestników poprzez zwiększanie potencjalnej stopy zwrotu[442].

Replikacja syntetyczna różni się od fizycznej przede wszystkim tym, że fundusz ETF nie nabywa bezpośrednio aktywów bazowych, ale zawiera umowy z wykorzystaniem instrumentów pochodnych z instytucjami finansowymi, które dostarczają stopy zwrotu odpowiadające wynikom indeksu. Najczęściej są to umowy swapowe, czyli umowy między dwoma podmiotami (stronami), w których dochodzi do okresowych przepływów pieniężnych stanowiących stopy zwrotu z określonych aktywów, według wcześniej ustalonych zasad, zamiast faktycznego przenoszenia ich własności.

---

[439] Błąd odwzorowania (*tracking error*) – zannualizowana miara zmienności odchyleń stóp zwrotu instrumentu indeksowego względem stóp zwrotu indeksu (aktywów bazowych), najczęściej wyrażana jako odchylenie standardowe różnic w dziennych, tygodniowych lub miesięcznych stopach zwrotu w okresie roku lub dłuższym. Wartość błędu odwzorowania, wyrażana w procentach, jest zawsze dodatnia, a jej niski poziom wskazuje na wysoką efektywność odwzorowania wyników inwestycyjnych indeksu.

[440] J.M. Hill, D. Nadig, M. Hougan, *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, op. cit., s. 176.

[441] A.N. Madhavan, *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, op. cit., s. 224.

[442] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit., s. 405.

Choć są to najczęściej umowy niestandaryzowane, pozagiełdowe (OTC), dostosowane do specyficznych stron kontraktu, podstawowe warunki kontraktu swapowego (takie jak przedmiot kontraktu i czas, na jaki jest on zawierany) często opierają się na wystandaryzowanych wzorcach[443]. W przypadku funduszy ETF swap to umowa między funduszem a kontrahentem (zazwyczaj bankiem), w której bank zobowiązuje się dostarczyć wyniki indeksu w zamian za inne aktywa. W kontrakcie swapowym uzgadnia się, że kontrahent płaci funduszowi stopę zwrotu indeksu, łącznie z wypłatami dywidend, w zamian za opłatę swapową i zwrot portfela zabezpieczającego[444].

W ramach replikacji syntetycznej fundusze mogą stosować dwa główne modele: swapy niefinansowane (*unfunded swap*) oraz swapy finansowane (*funded swap*)[445]. W modelu niefinansowanym fundusz ETF nabywa koszyk aktywów od kontrahenta (np. banku) w zamian przekazując środki pieniężne wpłacone przez uczestników funduszu. Zgodnie z umową swapową bank zobowiązuje się dostarczyć wyniki wybranego indeksu funduszowi ETF (po odjęciu opłat swapowych) w zamian za zwrot z portfela aktywów zabezpieczających[446]. Aktywa w portfelu zabezpieczającym nie muszą pokrywać się z aktywami indeksu bazowego – np. syntetyczny fundusz ETF replikujący indeks obejmujący akcje europejskie, taki jak MSCI Europe, może zawierać w swoim portfelu zabezpieczającym akcje japońskie[447]. Natomiast w modelu finansowanym (*funded swap*) fundusz przekazuje kontrahentowi gotówkę, a kontrahent umieszcza zabezpieczenie na osobnym rachunku, zarządzanym przez niezależnego powiernika. Fundusz otrzymuje stopę zwrotu indeksu oraz zwrot kapitału w późniejszym terminie[448].

Jednym z kluczowych ryzyk związanych z replikacją syntetyczną jest ryzyko kontrahenta, czyli możliwość niewypłacalności instytucji, z którą zawarto kontrakt swapowy. Chociaż fundusze zabezpieczają swoje transakcje, takie ryzyko wciąż istnieje i może prowadzić do strat dla inwestorów w przypadku niewypłacalności

[443] Ibidem, s. 409.
[444] D. Riedl, *Swap ETFs: Synthetic replication of ETFs*, justETF, https://www.justetf.com/en/academy/synthetic-replication-of-etfs.html, dostęp: 8.09.2024.
[445] S. Ramaswamy, *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds*, „BIS Working Papers", 343/2011.
[446] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 88.
[447] D. Riedl, *Swap ETFs…*, op. cit.
[448] S. Ramaswamy, op. cit.

kontrahenta[449]. Syntetyczna forma replikacji bywa jednak atrakcyjna z uwagi na zazwyczaj niższe koszty operacyjne w porównaniu do replikacji fizycznej, ponieważ nie wymaga bezpośredniego zakupu i przechowywania aktywów bazowych. W rezultacie fundusze tego typu mogą charakteryzować się niższymi opłatami za zarządzanie, co będzie szczególnie istotne przy odwzorowywaniu indeksów zawierających papiery wartościowe o niskiej płynności lub trudno dostępne. Różnica ta nie jest jednak jednoznaczna ani trwała. Oszczędności te mogą bowiem zostać częściowo zniwelowane przez dodatkowe koszty swapowe, w tym tzw. spread swapowy, który w zależności od warunków rynkowych może być dodatni lub ujemny[450].

Efektywność obu metod replikacji zależy w dużej mierze od charakterystyki indeksu oraz płynności aktywów. Replikacja fizyczna jest bardziej odpowiednia dla indeksów zawierających akcje o wysokiej płynności, takich jak S&P 500, w których koszty transakcyjne są relatywnie niskie, a ryzyko kontrahenta nie występuje. Z kolei replikacja syntetyczna jest bardziej efektywna dla indeksów obejmujących np. akcje z rynków rozwijających się lub aktywa o ograniczonej płynności, w których koszty zakupu i przechowywania aktywów są znacznie wyższe[451].

Warto jednak zwrócić uwagę na niektóre sytuacje szczególne. Takim przypadkiem są fundusze ETF replikujące S&P 500 w wersji dochodowej (*total return*), dostępne na rynku europejskim. Syntetyczne fundusze ETF zyskują na popularności w tym obszarze ze względu na korzystne regulacje podatkowe obowiązujące w USA, które umożliwiają uzyskanie pełnej stopy zwrotu z indeksu w kontraktach swapowych bez potrącania podatku u źródła. W konsekwencji syntetyczny fundusz ETF na S&P 500 osiąga pełną stopę zwrotu z indeksu, podczas gdy fizyczne fundusze ETF muszą odprowadzać podatek u źródła (np. 15% w Irlandii i 30% w Luksemburgu)[452].

Choć trudno jednoznacznie wykazać, że przewaga podatkowa wynikająca z konstrukcji swapowej funduszy ETF bezpośrednio przekłada się na zmniejszenie błędu odwzorowania bądź różnicy odwzorowania[453], jest ona niewątpliwie jednym z

[449] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 120.
[450] T. Miziołek, E. Feder-Sempach, A. Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds…*, op. cit., s. 88.
[451] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 120.
[452] J. Garcia Zarate, *Does it matter if your ETF is physical or synthetic?*, Interactive Investor, https://www.ii.co.uk/analysis-commentary/does-it-matter-if-your-etf-physical-or-synthetic-ii515877, dostęp: 8.09.2024.
[453] Różnica odwzorowania (*tracking difference*) – różnica pomiędzy stopą zwrotu instrumentu indeksowego a stopą zwrotu indeksu (aktywa bazowego) w określonym przedziale czasu, najczęściej

istotnych czynników determinujących ich konkurencyjność w warunkach europejskiego rynku kapitałowego. W praktyce spora liczba największych i najbardziej płynnych funduszy ETF replikujących indeks S&P 500 w Europie przyjmuje obecnie strukturę syntetyczną[454]. Co istotne, badanie przeprowadzone przez J. Kima, H. Cho i S. Seoka, obejmujące fundusze notowane na rynkach europejskich w latach 2009–2020, wykazało, że fundusze ETF wykorzystujące replikację syntetyczną charakteryzują się niejednokrotnie lepszym odwzorowaniem indeksu w porównaniu do funduszy fizycznych – zwłaszcza w okresach szoków płynnościowych[455].

2 Instrumenty typu ETC i ETN – charakterystyka i zasady funkcjonowania

2.1 Instrumenty typu ETN (Exchange-Traded Notes) – konstrukcja, funkcje i obszary zastosowań

Przed analizą instrumentów typu ETC warto scharakteryzować instrumenty typu ETN (Exchange-Traded Notes), gdyż szczególnie w ich przypadku tradycyjne, historyczne rozumienie i praktyka ich funkcjonowania na rynkach pozaunijnych (zwłaszcza na rynku amerykańskim) istotnie różnią się od definicji i sposobu funkcjonowania tych instrumentów w obrocie zorganizowanym na giełdach państw Unii Europejskiej. Instrumenty typu ETN są stosunkowo nowe – pierwszy instrument typu ETN został wprowadzony w 2009 r.[456]. Były one zazwyczaj charakteryzowane jako instrumenty dłużne o charakterze uprzywilejowanym i niepodporządkowanym[457]. Podstawową cechą odróżniającą je od innych instrumentów tego typu jest cel ich funkcjonowania, tj. naśladowanie zachowania określonego indeksu. W pewnym uproszczeniu można uznać, że instrument typu ETN to umowa między inwestorem a emitentem

rocznym. Wyrażana jest w punktach procentowych lub punktach bazowych. Zazwyczaj przyjmuje wartości ujemne, ponieważ stopa zwrotu z instrumentu indeksowego uwzględnia koszty jego funkcjonowania, których nie obejmuje stopa zwrotu indeksu.

[454] Z analizy danych dostępnych na platformie justETF (stan na 16.06.2025 r.) wynika, że spośród 15 największych funduszy ETF replikujących indeks S&P 500 w Europie 5 o łącznych aktywach przekraczających 60 mld EUR stosuje replikację syntetyczną.

[455] J. Kim, H. Cho, S. Seok, *Liquidity risk, return performance, and tracking error: Synthetic vs. Physical ETFs*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 89/2025.

[456] D. Diavatopoulos, J. Felton, C. Wright, *Exchange Traded Notes: An Introduction*, „The Journal of Investing" 2009, 19(2)/2009.

[457] A. Marszk, *Impact of Innovative Financial Products on Financial Systems: Exchange Traded Products and the Polish Financial System*, „Ekonomia Międzynarodowa", 14/2016.

(pierwotnie zwykle bankiem), w której emitent zobowiązuje się do wypłacenia inwestorowi kwoty pieniężnej uzależnionej od poziomu indeksu lub ceny określonego aktywa bazowego[458]. Warto przy tym zauważyć, że definicja taka jest dość szeroka i może okazać się niewystarczająca, gdyż mogłaby obejmować również szereg instrumentów zaliczanych obecnie do produktów strukturyzowanych[459].

Instrumenty typu ETN mogą być zabezpieczone, choć – zależnie od jurysdykcji i praktyki danego rynku – nie jest to konieczne. Na różnice w tym zakresie na niektórych rynkach zwracają uwagę B. Cserna, A. Levy i Z. Wiener w swoich badaniach dotyczących m.in. Stanów Zjednoczonych, Izraela i krajów Unii Europejskiej. Autorzy ci podkreślają rozbieżności w wymogach dotyczących instrumentów i ich struktury[460]. Zwłaszcza instrumenty typu ETN emitowane w Stanach Zjednoczonych są na ogół niezabezpieczonymi papierami dłużnymi, co implikuje podwyższony poziom ryzyka nabywcy takiego instrumentu finansowego w stosunku do instrumentów dłużnych posiadających zabezpieczenie, a także odmienny sposób ochrony inwestora niż w przypadku np. tytułów uczestnictwa funduszy ETF[461]. W literaturze wskazuje się na ryzyko niewypłacalności wystawcy instrumentu jako jedną z podstawowych cech odróżniających instrumenty typu ETN od funduszy ETF[462]. Warto jednak zauważyć, że takie definicje oraz zasady funkcjonowania instrumentów ETN były sformułowane w przeszłości i obecnie są charakterystyczne przede wszystkim dla instrumentów znajdujących się w obrocie na rynkach pozaeuropejskich.

Istnieją liczne właściwości instrumentów typu ETN, charakterystyczne dla ich obrotu w Stanach Zjednoczonych. Z tej perspektywy szczegółowo opisują je m.in. C. Wright, D. Diavatopoulos i J. Felton[463]. Warto zwrócić uwagę, że takie instrumenty funkcjonują na tym rynku zwykle jako skrypty dłużne, czyli średnio- lub długoterminowe papiery dłużne, z terminem zapadalności na ogół od 3 do 10 lat (przy czym emitowane w tej formie instrumenty typu ETN mają zazwyczaj jeszcze dłuższe terminy zapadalności), a emitent zobowiązuje się do spłaty zaciągniętego zobowiązania wraz z odsetkami. Historycznie skrypty dłużne wywodzą się z papierów

[458] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 66.
[459] Szerzej na temat różnic pomiędzy dwoma segmentami w podrozdziale rozdziału 2.2.
[460] B. Cserna, A. Levy, Z. Wiener, *Counterparty Risk in Exchange-TradedNotes (ETNs)*, „The Journal of Fixed Income", 23(1)/2013.
[461] D. Rakowski, S. Shirley, *What drives the market for exchange-traded notes?*, „Journal of Banking & Finance", 111/2020.
[462] D. Diavatopoulos, J. Felton, C. Wright, op. cit.
[463] Ibidem.

komercyjnych o długim terminie zapadalności, a ich emitentami są podmioty emitujące certyfikaty depozytowe oraz krótkoterminowe papiery dłużne[464].

Na potrzeby niniejszej pracy skupiono się na analizie europejskich instrumentów typu ETN, gdyż regulacje obowiązujące w Stanach Zjednoczonych znacząco się różnią i są specyficzne dla tego rynku. Warto zatem skupić się na wspólnych cechach charakterystycznych dla instrumentów typu ETN notowanych na europejskich rynkach giełdowych. Na największych europejskich giełdach instrumenty typu ETN są zazwyczaj w pełni zabezpieczone (często fizycznie)[465]. Ich konstrukcja często zapewnia oddzielenie aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta, a ich emitentami są, podobnie jak w przypadku instrumentów typu ETC, zazwyczaj nie duże instytucje finansowe, lecz spółki specjalnego przeznaczenia[466].

Na Borsa Italiana np. instrumenty typu ETN scharakteryzowane są jako emitowane na podstawie bezpośredniej inwestycji emitenta w aktywa bazowe (inne niż towary) lub w kontrakty pochodne. Cena instrumentów typu ETN jest zatem bezpośrednio lub pośrednio powiązana z wynikami aktywów bazowych. Materiały Borsa Italiana wskazują, że instrumenty typu ETN są bardzo podobne do instrumentów typu ETC (scharakteryzowanych w kolejnym podrozdziale), dlatego że są notowane na giełdzie, podobnie jak akcje, i śledzą wyniki aktywów bazowych (zazwyczaj indeksu), do których się odnoszą, co (w ocenie Borsa Italiana) kwalifikuje je do kategorii „instrumentów pasywnych”[467].

Instrumenty typu ETN poszerzają możliwości inwestycyjne, ponieważ pozwalają inwestorom na zajmowanie pozycji na indeksach i aktywach bazowych innych niż towary, które są już objęte przez instrumenty typu ETC[468]. Instrumenty typu ETN zapewniają ekspozycję na różnorodne aktywa bazowe, w tym kryptoaktywa, które zyskują szczególną popularność na europejskich giełdach, takich jak Deutsche Börse. Według stanu na 30 maja 2025 r. notowanych było tam ponad 270 różnych instrumentów typu ETN, oferujących ekspozycję przede wszystkim na lewarowane i odwrotne indeksy akcyjne, pojedyncze akcje oraz indeksy akcji i obligacji. Największe

[464] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 68.
[465] Ibidem, s. 67.
[466] Zob. w tym zakresie wyniki badań opisanych w podrozdziale 4 rozdziału 2.
[467] *What is an ETN?*, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaeunetn/cosaeunetn.en.htm, dostęp: 3.07.2025.
[468] Ibidem.

obroty na tej giełdzie dotyczą jednak instrumentów typu ETN zapewniających ekspozycję na kryptoaktywa[469]. Podobne instrumenty są również dostępne na innych czołowych giełdach, takich jak London Stock Exchange oraz Euronext. Z uwagi na wyraźną dominację segmentu ETN przez instrumenty o takiej ekspozycji (przynajmniej na giełdach, które dopuszczają je do obrotu) segment giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach zasługuje na odrębną analizę, którą zawarto w podrozdziale 3.3.

W odróżnieniu od klasycznych instrumentów dłużnych, takich jak obligacje (z wyjątkiem obligacji zerokuponowych), posiadanie instrumentów finansowych typu ETN zazwyczaj nie wiąże się z uzyskiwaniem korzyści w postaci wypłacanych odsetek[470]. Informacja o tym, czy dany instrument typu ETN generuje wypłaty odsetkowe, jest zamieszczona w dokumencie emisyjnym. Brak tych wypłat wynika z faktu, że emitenci instrumentów typu ETN, w przeciwieństwie do funduszy ETF, zazwyczaj nie posiadają portfela obligacji lub innych aktywów, które mogłyby generować takie przepływy pieniężne[471]. Z reguły nie występują również wypłaty dochodów uzyskiwanych z tytułu dywidend, co wynika z faktu, iż instrumenty typu ETN oparte na akcjach często odwzorowują indeksy dochodowe, które uwzględniają dywidendy w wartości indeksu[472].

Mechanizmy replikacji indeksów stosowane przez instrumenty typu ETN są zbliżone do tych wykorzystywanych przez fundusze ETF. Historycznie dominującym rozwiązaniem była replikacja syntetyczna, choć obecnie nie jest to już regułą. Warto zauważyć, że instrumenty typu ETN oferujące ekspozycję na kryptoaktywa coraz częściej wykorzystują replikację fizyczną. Zgodnie z danymi serwisu ETFbook na 28 lutego 2026 r. spośród 20 największych pod względem wartości aktywów netto produktów zaklasyfikowanych przez ten serwis jako ETP (a które – jak pokazuje praktyka europejskich giełd przedstawiona w kolejnym podrozdziale – zaliczane są do instrumentów typu ETN) zapewniających ekspozycję na kryptoaktywa, jedynie 3

[469] Zgodnie z danymi Deutsche Börse Xetra na koniec maja 2025 r. 17 spośród 20 instrumentów typu ETN z najwyższymi miesięcznymi obrotami stanowiły instrumenty zapewniające ekspozycję na kryptoaktywa. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że wszystkie instrumenty z pierwszej piątki pod względem obrotów oferowały ekspozycję na bitcoina.
[470] D. Diavatopoulos, J. Felton, C. Wright, op. cit.
[471] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 33.
[472] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 59.

stosują replikację syntetyczną[473]. Należy przy tym podkreślić, że te produkty można byłoby rozważać w kategoriach instrumentów strukturyzowanych. Mimo precyzyjnej replikacji stóp zwrotu określonych indeksów lub aktywów bazowych ostateczne wyniki inwestycyjne zależą przede wszystkim od przyjętej polityki inwestycyjnej oraz regulacji, którym instrument ten podlega. Polityka inwestycyjna instrumentów typu ETN, podobnie jak w przypadku innych instrumentów indeksowych, opiera się głównie na wyborze konkretnego indeksu lub aktywa bazowego oraz na jego specyficznych właściwościach.

Warto podkreślić, że z uwagi na odmienną strukturę prawną instrumenty typu ETN nie podlegają tak rygorystycznym wymogom dotyczącym ograniczeń inwestycyjnych i dywersyfikacji portfela, jak ma to miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych, w tym tradycyjnych, alternatywnych czy też funduszy ETF[474]. Na przykład na rynku Unii Europejskiej nie muszą one stosować zasad dywersyfikacji wynikających z dyrektywy UCITS (szczegółowo omówionych w rozdziale 4). W związku z tym ekspozycja oferowana przez instrumenty typu ETN może być bardziej skoncentrowana niż w przypadku funduszy realizujących podobną politykę inwestycyjną, co dla inwestora oznacza zarówno szansę (możliwość uzyskania wyższych stóp zwrotu), jak i zagrożenie (wzrost ryzyka inwestycyjnego, związanego z niedostateczną dywersyfikacją).

Brak restrykcyjnych wymagań dotyczących polityki inwestycyjnej dla instrumentów typu ETN jest szeroko wykorzystywany przez emitentów, którzy mogą oferować produkty indeksowe umożliwiające ekspozycję na aktywa oraz realizowanie strategii niedostępnych dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych[475]. Dotyczy to zwłaszcza rynku kryptowalut oraz strategii inwestycyjnych opartych na wysokiej dźwigni (lewarowanych lub odwrotnych), co pozwala inwestorom na wykorzystanie tego mechanizmu na rynku kasowym. W niektórych przypadkach instrumenty typu ETN mogą oferować ekspozycję na jedno aktywo, co nie zdarza się na rynku europejskim w przypadku funduszy ETF. Takie rozwiązania wiążą się jednak z większym

[473] *Crypto ETPs Dashboard*, ETFbook, https://www.etfbook.com/dashboards/crypto-etp-eu, dostęp: 28.02.2025.
[474] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 73.
[475] D. Rakowski, S. Shirley, op. cit.

ryzykiem inwestycyjnym w porównaniu do produktów indeksowych realizowanych w formie funduszy inwestycyjnych[476].

Nabywanie, jak i zbywanie instrumentów typu ETN jest możliwe na rynku pierwotnym i wtórnym. Na rynku pierwotnym transakcje realizowane są głównie przez inwestorów instytucjonalnych – zwykle mających status autoryzowanych uczestników (*authorized participants*), którzy współpracują z emitentem w procesie tworzenia i umarzania jednostek instrumentu w podobny sposób jak w przypadku funduszy ETF[477].

Dla większości inwestorów, w tym indywidualnych, głównym miejscem nabywania i sprzedaży instrumentów typu ETN jest jednak giełda papierów wartościowych. Obrót giełdowy takimi instrumentami odbywa się na zasadach zbliżonych do obrotu akcjami czy jednostkami funduszy ETF. Transakcje te realizowane są podczas sesji giełdowej zgodnie z regułami danego systemu obrotu. W tym kontekście istotną rolę odgrywają wartości referencyjne publikowane przez emitentów, w szczególności tzw. Closing Indicative Note Value (CINV) oraz Intraday Indicative Note Value (IINV). Wskaźnik CINV (spotykany również jako CIV) przedstawia orientacyjną wartość instrumentu na koniec dnia, obliczaną na podstawie zmian wartości indeksu bazowego i uwzględnienia kosztów zarządzania. Jest to funkcjonalny odpowiednik wartości aktywów netto (NAV) w funduszach ETF. Natomiast IINV (lub IIV) odzwierciedla bieżącą szacunkową wartość instrumentu w trakcie sesji, wyznaczaną na podstawie notowań aktywa bazowego[478].

Animatorzy rynku mają za zadanie minimalizować różnice między wartością rynkową a IINV poprzez kupno instrumentów notowanych z dyskontem i sprzedaż tych notowanych z premią. W przypadku instrumentów typu ETN mechanizmy te są często analogiczne do tych występujących w funduszach ETF replikowanych fizycznie, w których kreacja i umorzenie jednostek uczestnictwa odbywają się z udziałem autoryzowanych uczestników i animatorów rynku[479].

Na europejskich giełdach funkcjonowanie animatorów rynku jest zwykle wymagane regulaminowo. Są oni zobowiązani do składania zleceń kupna i sprzedaży

[476] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 72.
[477] Ibidem, s. 73.
[478] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 74.
[479] *WisdomTree Crypto ETPs*, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/other-documents/faq/crypto-qa.pdf?sc_lang=en-gb, dostęp: 11.09.2024.

oraz utrzymywania obecności w arkuszu zleceń przez większość sesji giełdowej. Dzięki temu najpopularniejsze instrumenty typu ETN cechują się wysoką płynnością, co potwierdzają wskaźniki opracowane przez Deutsche Börse[480]. Inwestor nie ma zatem istotnych obaw co do możliwości nabycia lub sprzedaży tych instrumentów. Warto jednak zauważyć, że w odróżnieniu od funduszy typu ETF, w przypadku których istnieje obowiązek dążenia do tego, aby cena ich tytułów uczestnictwa w obrocie nie odbiegała od NAV, instrumenty typu ETN nie charakteryzują się takimi wymogami regulacyjnymi. Nie istnieje zwłaszcza wymóg, aby ich cena rynkowa była bliska wartości IINV. W praktyce jednak, w przypadku rozwiniętych i płynnych segmentów rynku, mechanizmy rynkowe często prowadzą do względnej zbieżności tych wartości[481].

Dobrym przykładem jest platforma Xetra – największy europejski rynek obrotu instrumentami ETN zapewniającymi ekspozycje na kryptoaktywa. W 2024 r. całkowity obrót tymi instrumentami na tej giełdzie wyniósł 10,3 mld EUR, co stanowiło wzrost o 239,2% w porównaniu z 2023 r. (3,05 mld euro). Równocześnie aktywa zgromadzone w ramach notowanych instrumentów (AUM) wzrosły o 115,3%, osiągając 11,4 mld EUR[482]. W związku z tym, a także w kontekście szybkiego rozwoju europejskiego rynku instrumentów typu ETN – zwłaszcza tych zabezpieczonych fizycznie kryptoaktywami – w opracowaniach branżowych zwraca się uwagę na praktyczne wyzwania związane z niewystarczającą liczbą aktywnych animatorów rynku i autoryzowanych uczestników[483].

[480] Dla przykładu, w maju 2025 r. wskaźnik Xetra Liquidity Measure (XLM), odzwierciedlający koszt transakcyjny realizacji pozycji rynkowej dla pięciu największych instrumentów typu ETN opartych na aktywach cyfrowych, mieścił się w przedziale 9,54–10,99 punktów bazowych. Tak niska wartość XLM wskazuje na relatywnie niewielką różnicę między najlepszymi ofertami kupna i sprzedaży, w praktyce porównywalną z funduszami ETF. Zob. *ETF & ETP Monthly Statistics – May 2025*, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/etf-etp-statistics, dostęp: 18.06.2025.

[481] Świadczą o tym m.in. omówione powyżej wskaźniki płynności odzwierciedlające minimalne różnice cen zakupu i sprzedaży tych instrumentów (spready).

[482] *Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow*, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 18.06.2025.

[483] J. Gordon, *Crypto ETPs' uncertain liquidity landscape*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/crypto-etps-uncertain-liquidity-landscape, dostęp: 11.09.2024.

2.2 Instrumenty typu ETC (Exchange-Traded Commodities) – konstrukcja, funkcje i obszary zastosowań

Podobnie jak w przypadku instrumentów typu ETN w literaturze podkreśla się, że brak jest konsensusu w zakresie definicji instrumentów typu ETC[484]. Są to (w pewnym uproszczeniu) produkty podobne do instrumentów typu ETN, czyli instrumenty dłużne, które śledzą ceny indywidualnych towarów lub indeksy ich koszyków. W przypadku odwzorowywania ceny kruszców przeważnie są one zabezpieczone fizycznie[485]. Jedno z częściej przyjmowanych w literaturze przedmiotu ujęć terminologicznych zaproponowali G. Dorfleitner, A. Gerl i J. Gerer, którzy definiują instrumenty typu ETC jako otwarte, pasywne instrumenty pochodne, notowane na giełdzie, którymi obrót odbywa się na zasadach takich jak obrót akcjami[486]. Definicja taka jest jednak dość ogólna, a przez to mało przydatna – istnieje wiele instrumentów (np. wcześniej wymienionych produktów strukturyzowanych), które mogłyby ją spełniać. Nie można też w pełni z tą definicją się zgodzić – przynajmniej w odniesieniu do rynku europejskiego, na którym instrumenty te są instrumentami rynku kasowego, jako takie nie mają charakteru derywatów, co zostało wykazane w podrozdziale 2.2 rozdziału 2.

Bardziej rozbudowaną definicję instrumentów typu ETC, choć nadal niewystarczająco odróżniającą je od innych produktów inwestycyjnych, zaproponował A.P. Fassas. Według niego są to produkty finansowe podobne do funduszy typu ETF, których ceny odzwierciedlają ceny śledzonego towaru, klasyfikowane jako instrumenty dłużne i w pełni zabezpieczone[487]. Szeroką analizę sposobów definiowania instrumentów typu ETC, obecnych w obrocie na rynku unijnym, przeprowadził T. Miziołek, zwracając uwagę na ich kluczowe wyróżniki konstrukcyjne i definicyjne. Proponuje on przyjąć, że instrumenty typu ETC są dłużnymi papierami wartościowymi, nieposiadającymi terminu zapadalności, emitowanymi przez różne podmioty, które mogą być przedmiotem obrotu giełdowego i pozagiełdowego, a ich zasadniczym celem tych instrumentów jest odwzorowywanie ceny towaru w sposób bezpośredni lub

[484] A. Marszk, *Exchange traded commodities as a category of innovative products on European financial markets*, „e-Finanse", 13(2)/2017.
[485] Na przykład iShares Physical Gold ETC.
[486] G. Dorfleitner, A. Gerl, J. Gerer, *The pricing efficiency of exchange-traded commodities*, „Review of Managerial Science", 12(1)/2018.
[487] A.P. Fassas, *Exchange-Traded Products investing and Precious Metal prices*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds", 18(2)/2012.

przy wykorzystaniu dźwigni[488]. Ta definicja zdaje się najtrafniej oddawać istotę instrumentów typu ETC, uwzględniając ich kluczowe cechy konstrukcyjne, takie jak charakter prawny, sposób organizacji obrotu oraz dominujący cel inwestycyjny.

W tym kontekście warto przywołać również stanowisko Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), które – choć zostanie szczegółowo przeanalizowane w rozdziale 4 w ujęciu regulacyjnym – w sposób uporządkowany prezentuje zestaw cech typowych dla konstrukcji instrumentów typu ETC[489]. Są to:

- dostępność zarówno na giełdach, jak i poza nimi;
- istnienie rynku pierwotnego dostępnego wyłącznie dla autoryzowanych uczestników rynku, umożliwiającego codzienne tworzenie i odkupywanie papierów wartościowych po cenie ustalonej przez emitenta;
- brak statusu funduszu typu UCITS, co oznacza możliwość oferowania ekspozycji niezgodnej z wymogami dywersyfikacyjnymi tej dyrektywy;
- dopuszczenie do obrotu zarówno na rynkach regulowanych, jak i pozagiełdowych; ustalanie ceny instrumentu w odniesieniu do ceny towaru bazowego lub tej ceny pomnożonej przez określoną dźwignię finansową;
- pobieranie opłaty za zarządzanie przez emitenta;
- możliwość emisji przez podmioty niebędące instytucjami bankowymi;
- brak terminu zapadalności;
- stosowanie mechanizmów segregacji aktywów, często poprzez wykorzystanie spółek celowych;
- fakt, że instrumenty tego typu są często kierowane do inwestorów profesjonalnych.

[488] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 96.
[489] *Odpowiedź ESMA na pytanie nr 1275*, ESMA https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 19.09.2025.

Należy zgodzić się z podejściem ESMA, które w sposób uporządkowany prezentuje konstrukcyjne cechy instrumentów typu ETC, odzwierciedlając dominującą praktykę rynkową w Unii Europejskiej. Doprecyzowania wymaga jednak ostatni z wymienionych elementów – wskazanie, że instrumenty te są często kierowane do inwestorów profesjonalnych („*are often aimed at professional investors*"). Obecna praktyka na największych europejskich giełdach – takich jak: Xetra, SIX Swiss Exchange, London Stock Exchange czy Euronext – dominujących w obrocie giełdowymi instrumentami indeksowymi, w tym ETC, nie wskazuje na istnienie ograniczeń w zakresie dostępności tych instrumentów dla inwestorów indywidualnych[490], przy czym wyjątkiem są ograniczenia wprowadzone na niektórych rynkach w odniesieniu do instrumentów z ekspozycją na kryptowaluty. Również emitenci w dokumentach informacyjnych – w szczególności w sekcji dotyczącej przeznaczenia produktu – wskazują wprost, że instrumenty te są adresowane również do inwestorów detalicznych. Przykładowo, taka informacja zawarta jest w dokumentach KID dla Xetra-Gold[491] – najpłynniejszego instrumentu typu ETC notowanego na giełdzie Xetra – oraz w dokumentach dotyczących Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC[492], który jako jedyny tego typu instrument jest obecnie dostępny na GPW. Inwestorzy indywidualni stanowią w praktyce istotną grupę nabywców tego rodzaju instrumentów.

Po przedstawieniu ogólnych cech instrumentów typu ETC dalsza część podrozdziału zostanie poprowadzona w ujęciu porównawczym – przede wszystkim względem instrumentów typu ETN, a pomocniczo funduszy ETF – tak aby, unikając powtórzeń, precyzyjnie określić ich specyfikę konstrukcyjną i rynkową oraz miejsce w obrębie szerzej definiowanej kategorii giełdowych instrumentów indeksowych. Już na poziomie ogólnej koncepcji inwestycyjnej widoczne jest istotne podobieństwo instrumentów typu ETC do indeksowych funduszy ETF – oba te produkty inwestycyjne umożliwiają odzwierciedlanie zachowania cen określonych aktywów bazowych przy wykorzystaniu odpowiadających im indeksów (*index-tracking*). Jak jednak podkreślono w obszernym opracowaniu branżowym przygotowanym przez

[490] Zob. przykładowo: *ETPs for private investors*, London Stock Exchange Group, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/etp-brochure.pdf, dostęp: 19.06.2025.
[491] *XetraGold Bearer Notes -– Key Information Document*, Xetra, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/backup/en/DE000A0S9GB0.pdf, dostęp: 19.06.2025.
[492] *The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC Securities – KID*, HANetf, https://hanetf.com/wp-content/assets/upload/kid-rmau-XS2115336336-pl-PL.pdf, dostęp: 19.06.2025.

WisdomTree, zbieżność pomiędzy tymi dwiema kategoriami instrumentów nie ogranicza się wyłącznie do celu inwestycyjnego[493]. W analizowanym opracowaniu zwrócono uwagę na inne wspólne cechy:

- pasywny charakter – podążanie za wynikami danego indeksu (w przypadku instrumentów typu ETC zwykle towarowego);
- oddzielenie aktywów emitenta od aktywów inwestycyjnych oraz występowanie „depozytariusza";
- zazwyczaj pełne zabezpieczenie fizyczne instrumentu (w odróżnieniu np. od instrumentów strukturyzowanych);
- otwarty charakter – możliwość codziennej kreacji i umarzania certyfikatów/jednostek (podobnie jak w funduszach ETF);
- udział animatora rynku;
- oferowanie instrumentów inwestorom i możliwość obrotu giełdowego tymi instrumentami na zasadach podobnych np. do akcji.

Podobne cechy wspólne funduszy ETF i instrumentów typu ETC zostały wskazane również w innym opracowaniu branżowym, przygotowanym przez UBS[494].

W kontekście przywołanych cech wspólnych szczególnego znaczenia nabiera mechanizm kreacji i umarzania jednostek, stanowiący centralny element konstrukcyjny instrumentów typu ETC i jednocześnie podkreślający ich podobieństwo do funduszy ETF oraz instrumentów typu ETN. Szczegółowe różnice techniczne, które mogą występować w tym zakresie, wynikają przede wszystkim z rodzaju replikowanego aktywa (np. metali szlachetnych, surowców energetycznych) oraz modelu zabezpieczenia (fizycznego lub syntetycznego) zastosowanego przez emitenta. Podobnie jak w przypadku funduszy ETF i instrumentów typu ETN również dla instrumentów typu ETC przewidziano istnienie rynku pierwotnego dostępnego wyłącznie dla autoryzowanych uczestników (*authorized participants*) oraz rynku wtórnego, na którym jednostki instrumentu podlegają obrotowi giełdowemu[495]. Mechanizm ten opiera

[493] *ETPedia - the educational guide to ETPs*, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/resource-library/etpedia, dostęp: 30.10.2023.
[494] *ETC vs ETF: What are the main differences?*, UBS Global, https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/education/etc-vs-etf.html, dostęp: 19.06.2025.
[495] *Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration*, IOSCO, 4.2022, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf, dostęp: 5.10.2025.

się na wymianie środków pieniężnych na nowo emitowane papiery wartościowe[496]. W odróżnieniu jednak od niektórych instrumentów typu ETN dostępnych na rynku unijnym – w szczególności tych opartych na kryptoaktywach – w przypadku instrumentów typu ETC zasadniczo nie przewiduje się możliwości fizycznej dostawy aktywa bazowego (*in-kind creation*/*redemption*)[497], co stanowi drobną, choć wartą odnotowania różnicę w mechanizmie kreacji/umorzeń tych produktów.

Jedną z kluczowych (a w obecnych warunkach rynkowych być może najważniejszą) różnicą między instrumentami typu ETC i ETN pozostaje zakres ekspozycji rynkowej. Instrumenty typu ETC służą niemal wyłącznie do odwzorowywania indeksów towarowych lub cen pojedynczych towarów[498], podczas gdy instrumenty typu ETN mogą śledzić szerokie spektrum strategii – od indeksów akcyjnych i obligacyjnych, przez indeksy zmienności, strategie opcyjne i ilościowe, aż po kryptowaluty. Dodatkowo, jako papiery wartościowe niepodlegające reżimowi dyrektywy UCITS, instrumenty typu ETC – podobnie jak instrumenty typu ETN – nie są objęte obowiązkiem dywersyfikacji portfela. Pozwala to emitentom na tworzenie produktów skoncentrowanych na jednym aktywie, takim jak np. złoto, ropa naftowa, kukurydza, co stanowi istotną przewagę względem funduszy ETF, których struktura prawna wymusza odpowiedni poziom rozproszenia aktywów. Instrumenty typu ETC umożliwiają również odwzorowywanie indeksów towarowych o różnym zakresie – od szerokich indeksów obejmujących kilkanaście klas towarów (np. surowce energetyczne, metale szlachetne, metale przemysłowe, towary rolne), po indeksy sektorowe skupiające się na wybranym segmencie rynku towarowego (np. tylko metale szlachetne).

Instrumenty typu ETC, podobnie jak fundusze ETF, mogą stosować replikację zarówno fizyczną, jak i syntetyczną. Replikacja fizyczna stosowana jest najczęściej w przypadku metali szlachetnych, takich jak: złoto, srebro, platyna, pallad czy rod. W tym modelu emitent nabywa fizyczny surowiec, który stanowi zabezpieczenie zobowiązania wobec inwestorów. Towar przechowywany jest przez zewnętrzny, niezależny od emitenta podmiot w specjalnych skarbcach. Dzięki temu inwestorzy

[496] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 110.
[497] *Exchange Traded Commodities – Redefining the commodities marketplace*, London Stock Exchange 2022, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/exchange-traded-commodities-redefining-the-commodities-marketplace-brochure.pdf, dostęp: 5.10.2025.
[498] Historycznie pojawiały się instrumenty ETC o charakterze walutowym – więcej na ten temat w podrozdziale 3.2 niniejszego rozdziału.

ograniczają ryzyko kredytowe, a w niektórych przypadkach mogą także fizycznie odebrać aktywo bazowe przy zamykaniu pozycji[499]. Replikacja syntetyczna dominuje natomiast w przypadku surowców energetycznych, metali przemysłowych czy towarów rolnych przede wszystkim z uwagi na wysokie koszty przechowywania, ograniczoną trwałość, sezonowość oraz wymagania logistyczne związane z transportem i magazynowaniem[500]. Warto jednak odnotować, że wraz z rozwojem rynku pojawiają się wyjątki od tej reguły, np. instrument Sprott Physical Uranium ETC oparty jest na fizycznej replikacji uranu[501], natomiast SparkChange Physical Carbon EUA ETC stosuje fizyczną replikację opartą na rzeczywistych uprawnieniach do emisji CO_2[502].

Podsumowując, instrumenty typu ETC – choć posiadają niektóre unikalne cechy konstrukcyjne i funkcjonalne – wykazują liczne podobieństwa do funduszy ETF oraz instrumentów typu ETN, zarówno w zakresie celu inwestycyjnego, jak i stosowanych mechanizmów replikacji. Wnioski te stanowią punkt wyjścia do dalszej analizy specyficznych zagadnień związanych z funkcjonowaniem tego typu produktów na europejskich giełdach, a także do przyjrzenia się różnicom pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN na konkretnych przykładach rynkowych.

3 Instrumenty typu ETC i ETN na europejskich giełdach – klasyfikacja w praktyce

3.1 Zakres analizy praktyki rynkowej

Po przedstawieniu charakterystyki i konstrukcji instrumentów typu ETC i ETN w poprzednim podrozdziale warto uzupełnić tę analizę o perspektywę praktyki rynkowej – zwłaszcza o podejście największych giełd papierów wartościowych w Unii Europejskiej. Zostanie to przeprowadzone poprzez weryfikację empiryczną i badanie rozwiązań przyjmowanych przez wybrane platformy obrotu, co pozwoli uchwycić

[499] Taką możliwość przewiduje – wyłączenie w odniesieniu do inwestorów indywidualnych – np. dostępny na GPW The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC.
[500] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 112.
[501] *Sprott Physical Uranium ETC*, HANetf, https://hanetf.com/fund/sput-sprott-physical-uranium-etc/, dostęp: 19.06.2025.
[502] *SparkChange Physical Carbon EUA ETC*, HANetf, https://hanetf.com/fund/co2-sparkchange-physical-carbon-eua-etc/, dostęp: 19.06.2025.

faktyczne różnice w sposobie klasyfikowania i segmentacji instrumentów. W rozdziale 2 analizie poddano całą grupę giełdowych instrumentów indeksowych, aby uporządkować pojęcia i dokonać delimitacji kategorii ETF, ETC i ETN, natomiast niniejszy podrozdział zawęża perspektywę do dwóch ostatnich grup i koncentruje się na ich klasyfikacji oraz funkcjonowaniu w praktyce. Celem jest weryfikacja, czy obecnie utrzymywana odrębność ETC i ETN znajduje uzasadnienie w rozwiązaniach konstrukcyjnych i operacyjnych, przy traktowaniu funduszy ETF wyłącznie jako punktu odniesienia. Badanie to obejmuje platformy o istotnym znaczeniu dla rozwoju rynku giełdowych instrumentów indeksowych w Europie, które równocześnie zapewniają wysoki poziom przejrzystości oraz dostępności danych dotyczących klasyfikacji i segmentacji instrumentów finansowych. W szczególności uwzględniono:

- Deutsche Börse (segment Xetra)[503] – jako największą europejską platformę obrotu instrumentami ETF i ETC;
- Börse Stuttgart – z uwagi na specjalizację w zakresie produktów strukturyzowanych i innych giełdowych instrumentów indeksowych[504];
- giełdy grupy Euronext (m.in. Borsa Italiana, Euronext Amsterdam, Euronext Paris) – reprezentujące niejednokrotnie różnorodne podejścia w ramach jednej grupy kapitałowej.

Dodatkowo w analizie uwzględniono także London Stock Exchange (LSE)[505] oraz Swiss Exchange (SIX)[506], mimo że nie należą do rynku unijnego. W obydwu przypadkach jednak zdecydowana większość notowanych funduszy ETF ma strukturę odpowiadającą unijnym wymogom dyrektywy UCITS i została wyemitowana na terenie Unii Europejskiej, pozostaje również w obrocie równoległym (*cross listing*) na giełdach unijnych. Podobna sytuacja ma zastosowanie do części będących w obrocie na LSE i SIX instrumentów typu ETC i ETN (tj. instrumenty te również pozostają w obrocie równoległym na licznych europejskich giełdach). Rynki te są również powiązane operacyjnie z rynkiem unijnym, m.in. poprzez wspólnych

[503] *Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products*, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps, dostęp: 20.06.2025.
[504] *ETPs*, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 20.06.2025.
[505] *Exchange Traded Products*, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/etps, dostęp: 28.10.2025.
[506] *List your ETFs, ETPs and Funds*, SIX Swiss Stock Exchange, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds.html, dostęp: 20.06.2025.

animatorów rynku oraz stosowanie porównywalnych standardów obrotu analizowanych instrumentów[507]. Analizę uzupełnia omówienie segmentu funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, co pozwala uwzględnić praktykę lokalną.

Na każdej z badanych giełd (z wyjątkiem GPW) notowanych jest obecnie ponad 2 tys. funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN[508], co potwierdza istotność wybranych platform pod względem rozwoju rynku tych produktów. Taki dobór giełd pozwala uchwycić zarówno zróżnicowanie, jak i wyraźne tendencje ujednolicające w klasyfikacji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN jako segmentu giełdowych instrumentów indeksowych.

Odnosząc się do pierwszej z analizowanych kategorii instrumentów, fundusze ETF stanowią najbardziej jednoznacznie zdefiniowany komponent grupy giełdowych instrumentów indeksowych. Wysoki stopień harmonizacji regulacyjnej sprawia, że ich kwalifikacja – zarówno w ujęciu prawnym, jak i rynkowym – jest obecnie w pełni ukształtowana i nie budzi wątpliwości. Odmiennie przedstawia się sytuacja instrumentów typu ETC i ETN, wobec których podejście rynkowe cechuje się większym zróżnicowaniem. Dotyczy to w szczególności wzajemnego rozgraniczenia tych dwóch kategorii. O ile w literaturze i starszych materiałach branżowych dominowało podejście, zgodnie z którym instrumenty typu ETC miały charakter zabezpieczony, natomiast instrumenty typu ETN były papierami niezabezpieczonymi[509], o tyle w praktyce rynkowej w ostatnich latach obserwuje się odejście od tej dychotomii. Do innych różnic wskazywanych w literaturze – m.in. przez T. Miziołka – należy zaliczyć fakt, że instrumenty typu ETN mogą występować jako papiery wartościowe o określonej zapadalności, a w niektórych przypadkach wiążą się również z ryzykiem wcześniejszego wykupu przez emitenta (tzw. *call risk*)[510].

Współczesne konstrukcje europejskich instrumentów typu ETN zwykle uwzględniają rzeczywiste zabezpieczenie tych produktów, a informacje publikowane

[507] Co więcej, brytyjski rynek instrumentów ETP i zasady jego funkcjonowania w znacznej został ukształtowany jeszcze przed Brexitem, a stosowane tam klasyfikacje instrumentów – zwłaszcza w zakresie ETP – nadal odzwierciedlają logikę unijnych ram regulacyjnych, wynikających m.in. z przepisów dyrektywy MiFID II i rozporządzenia MiFIR.
[508] Dane na podstawie stron internetowych analizowanych platform obrotu na dzień 28 lutego 2026 r.
[509] G. Rose, *What is the Difference between an ETF and an ETP?*, Morningstar, https://global.morningstar.com/en-gb/etfs/what-is-the-difference-between-an-etf-and-an-etp, dostęp: 28.10.2025.
[510] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 92.

przez emitentów nie zawsze pozwalają na jednoznaczne przypisanie instrumentu do jednej z dwóch wyżej wymienionych kategorii. Równolegle na części platform obrotu stosowane są rozbieżne kryteria przyporządkowania tych instrumentów do segmentów rynkowych. Z uwagi na wskazane rozbieżności relacja pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN stanowi obszar szczególnie istotny z punktu widzenia zróżnicowania praktyki rynkowej. W dalszej części podrozdziału przedstawiono wybrane przykłady klasyfikacji stosowanych na europejskich giełdach – istotne z punktu widzenia ukazania różnic w podejściu do segmentacji instrumentów typu ETC i ETN. Praktyka klasyfikacyjna dotycząca funduszy ETF – ze względu na jej jednolity i utrwalony charakter[511] – nie wymaga odrębnego omówienia.

3.2 Towarowy charakter instrumentów typu ETC w praktyce rynkowej

Analizę europejskiego rynku instrumentów typu ETC warto rozpocząć od Deutsche Börse Xetra, która pozostaje największym rynkiem dla tego typu instrumentów w Europie. Według stanu na dzień 31 maja 2025 r. na platformie Xetra notowane były 203 instrumenty typu ETC. Ich szczegółowa weryfikacja wykazuje, że wszystkie miały charakter towarowy i obejmowały ekspozycję na metale szlachetne, metale przemysłowe, surowce rolne, energię, uprawnienia do emisji CO_2, koszyki aktywów towarowych oraz instrumenty lewarowane i odwrotne skonstruowane na bazie towarów[512]. W obrębie tej klasyfikacji nie występują instrumenty replikujące kursy walutowe ani strategie oparte na kryptowalutach – produkty tego typu klasyfikowane są na platformie Xetra jako instrumenty typu ETN.

Podobne podejście reprezentuje London Stock Exchange. Zgodnie z danymi na dzień 25 czerwca 2025 r. w obrocie znajdowało się tam 227 instrumentów oznaczonych jako ETC[513]. Wszystkie zapewniały ekspozycję wyłącznie na indeksy towarowe. Produkty o charakterze lewarowanym lub odwrotnym zaliczane są natomiast w niektórych przypadkach do kategorii ETN, niezależnie od tego, czy ich aktywem bazowym są towary. Identyczne zasady stosuje Börse Stuttgart, na której – według

[511] Na wszystkich analizowanych platformach obrotu fundusze ETF są wyodrębnione i zaliczane do jednej grupy produktowej, w niektórych przypadkach zbiorczo określanej mianem ETP, co zostało omówione w podrozdziale 1.2 rozdziału 2.
[512] *Deutsche Börse Xetra – ETFs & ETPs*, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps, dostęp: 20.06.2025.
[513] *Exchange Traded Products*, London Stock Exchange, op. cit.

danych z 19 czerwca 2025 r. – w segmencie instrumentów typu ETC znajdowało się 100 produktów, z których wszystkie oferowały wyłącznie ekspozycję towarową[514].

Również giełdy należące do grupy Euronext stosują zbliżoną logikę klasyfikacyjną. Przykładowo, na Borsa Italiana instrumenty typu ETC i ETN grupowane są w ramach szerszego segmentu ETFplus[515]. Obejmuje on fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN, notowane formalnie na tych samych zasadach, ale klasyfikowane przez giełdę odrębnie w zależności od rodzaju aktywów bazowych. Na dzień 25 czerwca 2025 r. w obrocie na tym rynku było 160 instrumentów typu ETC – wszystkie oferowały ekspozycję na aktywa o charakterze towarowym (w tym lewarowaną i odwrotną)[516]. Zgodnie z definicją opublikowaną na oficjalnej stronie włoskiej giełdy instrumenty typu ETC to instrumenty finansowe emitowane w zamian za bezpośrednie inwestycje emitenta w towary lub kontrakty terminowe na towary, których wartość jest powiązana bezpośrednio lub pośrednio z wynikami aktywa bazowego – instrumenty te pasywnie odwzorowują cenę towaru lub wartość indeksu towarowego, do którego się odnoszą[517].

Dla porządku należy również odnotować sytuację na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Choć w Polsce nie występuje praktyczny problem klasyfikacyjny – ze względu na fakt, że notowany jest tylko jeden instrument typu ETC, został on jednoznacznie przyporządkowany do odrębnej kategorii i obejmuje wyłącznie ekspozycję towarową[518].

Z uwagi na brak jednolitych regulacji produktowych w zakresie nazewnictwa i klasyfikacji instrumentów typu ETC i ETN – na co zwracają uwagę organizacje branżowe, a co zostanie szczegółowo omówione z perspektywy regulacyjnej w rozdziale 4 – w praktyce rynkowej nie należą do rzadkości przypadki niespójnego przyporządkowania tych instrumentów do poszczególnych segmentów. Zjawisko to jest widoczne m.in. na platformach Deutsche Börse Xetra oraz London Stock Exchange, na

[514] *ETPs: Three letters conquer the markets*, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 20.06.2025.
[515] *ETFplus Market: segmentation, microstructure and trading hours*, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/segmentazioneemicrostrutturamercatoetfplus/etfplus-segmentazioneemicrostruttura.en.htm, dostęp: 26.08.2023.
[516] *Italian ETCs and ETNs real time Quotes*, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/etc-etn/home.en.htm, dostęp: 25.06.2025.
[517] *What is an ETC?*, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaunetc/cosaunetc.en.htm, dostęp: 25.06.2025.
[518] *ETF/ETC/ETN*, Główny Rynek GPW, https://www.gpw.pl/etfy, dostęp: 25.06.2025.

których występują różnice w podejściu do klasyfikacji produktów o zbliżonych cechach konstrukcyjnych. Przykładowo, instrumenty lewarowane lub odwrotne, oparte na aktywach towarowych, na platformie LSE przyporządkowywane są do kategorii ETN, podczas gdy na platformie Xetra – pomimo identycznego charakteru bazowego – są w niektórych przypadkach klasyfikowane jako instrumenty typu ETC[519].

W praktyce rynkowej instrumenty typu ETC ukształtowały się zatem jako rozwiązania zapewniające ekspozycję na towary. W literaturze oraz w praktyce rynkowej spotyka się niekiedy szersze ujęcie pojęcia instrumentów typu ETC – w szczególności to, które obejmowałoby więcej aktywów bazowych niż towary. Konkretnie: niektórzy autorzy zaliczają do instrumentów typu ETC również produkty zapewniające ekspozycję na rynek walutowy – tzw. *currency ETC* – w tym także instrumenty związane z rynkiem kryptowalut[520]. Podobne podejście można zaobserwować w niektórych opracowaniach branżowych, zwłaszcza powstałych kilka lat temu[521], w których instrumenty o charakterze walutowym zaliczano do szerszego zbioru instrumentów typu ETC. W ostatnich latach doszło jednak do istotnego rozwoju poszczególnych podkategorii w ramach grupy giełdowych instrumentów indeksowych, co sprzyjało ujednoliceniu klasyfikacji stosowanych na rynku. Obserwowana obecnie praktyka największych europejskich platform obrotu opiera się na jednoznacznym rozgraniczeniu pomiędzy instrumentami typu ETC a produktami zapewniającymi ekspozycję na waluty lub kryptowaluty.

Analiza ta prowadzi do wniosku, że o ile historycznie instrumenty typu ETC bywały definiowane szerzej, to obecna praktyka europejskich platform obrotu wskazuje jednoznacznie, że wykształcił się standard rynkowy, zgodnie z którym segment ETC obejmuje wyłącznie instrumenty zapewniające ekspozycję (również lewarowaną i odwrotną) na aktywa bazowe o charakterze towarowym.

---

[519] Na przykład instrumenty, takie jak: WisdomTree Natural Gas 2x Daily Leveraged (ISIN: JE00BDD9Q956), WisdomTree Brent Crude Oil 2x Daily Leveraged (ISIN: JE00BDD9QD91), WisdomTree WTI Crude Oil 2x Daily Leveraged (ISIN: JE00BDD9Q840) oraz WisdomTree Enhanced Commodity Carry (ISIN: XS3022291473) kwalifikowane są na dzień 30 czerwca 2025 r. na platformie Deutsche Börse Xetra jako instrumenty typu ETC, natomiast na London Stock Exchange przyporządkowane zostały do segmentu ETN, mimo że wszystkie zapewniają ekspozycję na aktywa towarowe (w tym w formule lewarowanej).

[520] A. Marszk, *Exchange traded commodities as a category of innovative products on European financial markets*, op. cit., s. 16; T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 113.

[521] *ETPs for private investors*, London Stock Exchange Group, op. cit.; *ETPedia - the educational guide to ETPs*, WisdomTree, op. cit.

3.3 Instrumenty inwestowania indeksowego oparte na kryptoaktywach na giełdach europejskich

Instrumenty zapewniające ekspozycję na kryptoaktywa funkcjonują obecnie w obrębie jednego z najszybciej rozwijających się segmentów rynku giełdowych instrumentów indeksowych, istotnego zarówno pod względem liczby instrumentów, jak i zgromadzonych aktywów. Według danych ETFbook na dzień 27 czerwca 2025 r. wartość europejskich instrumentów z grupy ETP opartych na kryptoaktywach wynosiła 17,9 mld USD, przy łącznej liczbie 274 notowanych produktów oraz dodatnich napływach netto na poziomie ponad 1,1 mld USD w ujęciu sześciomiesięcznym[522].

Dynamiczny rozwój tej grupy produktowej nie idzie jednak w parze z terminologiczną i klasyfikacyjną spójnością – po stronie zarówno emitentów, jak i platform obrotu. W praktyce rynkowej instrumenty tego typu są najczęściej klasyfikowane przez giełdy papierów wartościowych jako instrumenty typu ETN[523], co zachodzi zwłaszcza na największych platformach obrotu w Unii Europejskiej, w szczególności Deutsche Börse Xetra[524], London Stock Exchange[525] czy Börse Stuttgart[526]. Wyjątek w tym zakresie stanowi szwajcarska giełda SIX Swiss Exchange, która – działając poza ramami zharmonizowanego unijnego porządku prawnego – stosuje wobec tych instrumentów oznaczenie „ETP”[527].

Większe niespójności można natomiast zauważyć pomiędzy nazwą nadaną przez emitenta a klasyfikacją przyjętą przez giełdę. Analogicznie do przypadków instrumentów opartych na towarach (w tym lewarowanych i odwrotnych) spotyka się produkty określane przez emitenta jako „ETC” lub „ETP”, które w praktyce są

---

[522] *Crypto ETPs Dashboard*, ETFbook, https://www.etfbook.com/dashboards/crypto-etp-eu, dostęp: 1.07.2025.

[523] Podejście to opiera się zarówno na utrwalonej praktyce instytucjonalnej, jak i na obowiązkach raportowych wynikających z pakietu dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR. Jak zostanie omówione szerzej w rozdziale 4 i 5, są to jedyne regulacje unijne, w których pojęcia „ETC” i „ETN” zostały w sposób wyraźny rozróżnione na poziomie regulacyjnych standardów technicznych – przy czym instrumenty niewpisujące się w definicję ETC (np. oparte na kryptoaktywach) klasyfikuje się tam jako ETN.

[524] *Crypto ETNs on Xetra: growing variety on a regulated trading venue*, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps/fokus-crypto-etns, dostęp: 13.10.2025.

[525] *Exchange Traded Products*, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/etps?, dostęp: 28.10.2025.

[526] *Use ETNs to invest in dollars, Bitcoins etc.*, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/etns/, dostęp: 1.07.2025.

[527] *List ETPs on Crypto Currencies with SIX*, SIX Group, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds/etps.html, dostęp: 1.07.2025.

przyporządkowywane do segmentu ETN. Rozbieżności te mają charakter systemowy i utrzymują się mimo zbliżonych cech ekonomicznych poszczególnych instrumentów. Z punktu widzenia inwestora mogą one istotnie utrudniać właściwą identyfikację charakteru prawnego i związanego z nim profilu ryzyka.

W dalszej części podrozdziału przedstawiono wybrane przykłady ilustrujące zróżnicowane podejście emitentów i platform europejskich do klasyfikacji giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach. W celu pogłębionej analizy niespójności terminologicznych występujących w segmencie tego typu instrumentów oferujących ekspozycję na kryptoaktywa przeprowadzono przegląd praktyk klasyfikacyjnych i nazewniczych stosowanych przez kluczowych europejskich emitentów tych produktów w odniesieniu do segmentacji przyjmowanej przez platformy obrotu. Szczególną uwagę poświęcono platformie Deutsche Börse, stanowiącej obecnie największy rynek wtórny tego typu instrumentów w Europie – zarówno pod względem liczby notowanych produktów, jak i skali obrotu.

Zgodnie z danymi Deutsche Börse w na koniec 2024 r. na giełdzie tej notowane były łącznie 93 instrumenty dające ekspozycję na kryptoaktywa, obejmujące 21 pojedynczych kryptowalut oraz 21 indeksów kryptowalutowych. Wartość aktywów netto zgromadzonych w tych produktach osiągnęła poziom 11,4 mld EUR, co oznacza ponad dwukrotny wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim (ok. 5,3 mld EUR w 2023 r.)[528]. Segment ETN na Deutsche Börse również jest zdominowany przez instrumenty dające ekspozycję na kryptoaktywa. Spośród 283 instrumentów zaliczanych do kategorii ETN, obejmujących wszystkie klasy aktywów, 127 stanowiły instrumenty zapewniające ekspozycję na kryptoaktywa. Pod względem wartości obrotów wszystkie instrumenty z pierwszej piątki o najwyższych miesięcznych obrotach dotyczyły ekspozycji na bitcoina. Łączne obroty w segmencie ETN na Xetrze w maju 2025 r. wyniosły 1,14 mld EUR, z czego aż 1,09 mld EUR – tj. ponad dwie trzecie – przypadło na instrumenty oferujące ekspozycję na kryptoaktywa.

Ilustracją rozbieżności terminologicznych może być m.in. praktyka największych dostawców giełdowych instrumentów indeksowych zapewniających

[528] *Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow*, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 1.07.2025.

ekspozycję na kryptoaktywa. Spółka iShares (BlackRock), będąca jednym z globalnych liderów w zakresie funduszy ETF i instrumentów typu ETC i ETN, stosuje w odniesieniu do swoich instrumentów na kryptoaktywa nazwę „ETP", niezależnie od przypisania ich do segmentu ETN na platformie Xetra[529]. Analogiczny model nazewnictwa stosuje 21shares – jeden z pierwszych europejskich emitentów instrumentów opartych na kryptoaktywach, działający od 2018 r. Na dzień 20 lipca 2025 r. spółka ta oferowała 47 instrumentów o łącznej wartości aktywów przekraczającej 9 mld EUR, z których każdy jest oznaczony w nazwie jako „ETP"[530]. Zbliżoną praktykę stosuje również Bitwise – wcześniej funkcjonujący pod nazwą ETC Group – który jako pierwszy wprowadził na rynek Unii Europejskiej instrument oparty na kryptoaktywach z rozliczeniem przez centralnego kontrahenta. Instrument ten zadebiutował w 2020 r. na platformie Xetra[531]. Obecnie Bitwise oferuje 12 instrumentów opartych na różnych strategiach związanych z kryptoaktywami, z których wszystkie są w pełni zabezpieczone fizycznie i w nazwie handlowej mają człon „ETP"[532]. Z kolei niektórzy emitenci, tacy jak CoinShares, WisdomTree czy Invesco, nie posługują się żadnym skrótem klasyfikacyjnym (ani „ETP", ani „ETN") w nazwach swoich instrumentów zapewniających ekspozycję na kryptoaktywa, mimo że należą one do grupy giełdowych instrumentów indeksowych. Natomiast w przypadku produktów oferowanych przez Deutsche Bank pod marką Xtrackers stosowane jest oznaczenie „ETC", jak np. w przypadku instrumentu Xtrackers Galaxy Physical Bitcoin ETC[533].

Pomimo wyżej wymienionych rozbieżności wszystkie wskazane instrumenty na platformie Xetra formalnie są przyporządkowane do segmentu ETN. Obserwowane rozbieżności w zakresie nazewnictwa giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach mogą być w istotnym stopniu wynikiem świadomych decyzji emitentów, zmierzających do podkreślenia konstrukcyjnych cech bezpieczeństwa oferowanych produktów. Dotyczy to zwłaszcza instrumentów w pełni zabezpieczonych fizycznie, które – zgodnie z intencją niektórych emitentów – nie

[529] *iShares Bitcoin ETP*, iShares, https://www.ishares.com/uk/professional/en/products/337088/, dostęp: 1.07.2025.
[530] *21shares Products*, 21shares, https://www.21shares.com/en-eu/product, dostęp: 1.07.2025.
[531] *World's first centrally cleared Bitcoin ETN launched on Xetra*, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/press-releases/list-press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116, dostęp: 1.07.2025 r.
[532] *Bitwise ETPs: Designed for Your Crypto Strategy*, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/products/#data-attr-group=overview, dostęp: 13.10.2025.
[533] *Xtrackers Galaxy Physical Bitcoin ETC Securities*, Xtrackers by DWS, https://etf.dws.com/en-ch/etc/CH1315732250-xtrackers-galaxy-physical-bitcoin-etc-securities/, dostęp: 1.07.2025.

powinny być kojarzone z niezabezpieczonymi dłużnymi papierami wartościowymi, a tego typu instrumenty historycznie były określane mianem ETN i na niektórych rynkach (w szczególności poza Unią Europejską) nadal w tej formule funkcjonują[534].

Tego rodzaju argumentację *explicite* przedstawiła spółka ETC Group (obecnie część Bitwise), będąca pionierem w zakresie notowanych na rynku regulowanym instrumentów z ekspozycją na kryptoaktywa w Unii Europejskiej. Emitując w czerwcu 2020 r. produkt BTCE – Bitcoin Exchange Traded Crypto[535], nie tylko przyjęła wstępnie oznaczenie „ETC" (Exchange-Traded Commodity/Currency), lecz także ukuła pojęcie *exchange traded cryptocurrencies*, podkreślając pełne zabezpieczenie instrumentu aktywami bazowymi, analogicznie do klasycznych instrumentów typu ETC na złoto czy ropę. Zgodnie z przedstawioną przez spółkę argumentacją struktura tego typu produktów oparta jest na rzeczywistym posiadaniu aktywów bazowych, co odróżnia je od ETN, które – według analityków ETC Group – są niezabezpieczonymi papierami dłużnymi uzależnionymi od wiarygodności kredytowej emitenta[536].

W świetle powyższych informacji intencjonalne użycie przez emitenta określenia innego niż „ETN" w odniesieniu do instrumentów opartych na kryptoaktywach można rozumieć nie tylko jako nawiązanie do przyjętych rynkowo skrótów, ale również jako działanie strategiczne, mające na celu wyraźne odróżnienie tych produktów od mniej transparentnych i nieposiadających zabezpieczenia instrumentów typu ETN. Warto przy tym zauważyć, że obecnie – jak wspomniano wcześniej – instrument BTCE nie zawiera już w nazwie członu „ETC", lecz funkcjonuje jako produkt określany mianem „ETP", co odzwierciedla tendencję do ujednolicania oznaczeń w obrębie tej kategorii aktywów i stopniowego odejścia od wcześniejszej próby wyodrębnienia podkategorii opartej wyłącznie na kryptoaktywach.

---

[534] Zob. np. A. Marszk, *Sustainable Investing Through Exchange-Traded Products…*, op. cit.

[535] BTCE – Bitcoin Exchange Traded Crypto (ISIN DE000A27Z304) to instrument inwestycyjny typu ETP z pełnym zabezpieczeniem w bitcoinie, który został dopuszczony do obrotu na rynku regulowanym Deutsche Börse Xetra 8 czerwca 2020 r. Produkt wykorzystuje strukturę opartą na fizycznym pokryciu aktywem bazowym, przechowywanym przez licencjonowanego depozytariusza, i przewiduje możliwość realizacji wykupu w postaci transferu odpowiadającej liczby bitcoinów. Zob. *BTCE – Bitcoin Exchange Traded Crypto*, ETC Group, https://btc-etc.com/products/btcetc/, dostęp: 28.10.2025.

[536] *What is a crypto ETP?*, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/blog/crypto-handbook/etps/, dostęp: 20.06.2025.

Obecnie najczęstszą praktyką rynkową w odniesieniu do giełdowych instrumentów indeksowych oferujących ekspozycję na kryptoaktywa jest konstrukcja oparta na pełnym zabezpieczeniu fizycznym. Wynika to w dużej mierze z wymogów infrastruktury rynkowej oraz polityki największych platform obrotu, w tym w szczególności Deutsche Börse. Dopuszcza ona do obrotu wyłącznie instrumenty, które posiadają fizyczne pokrycie w aktywach bazowych, co w przypadku kryptoaktywów oznacza pełne zabezpieczenie daną kryptowalutą, przechowywaną przez wyspecjalizowany podmiot pełniący funkcję swoistego depozytariusza[537]. Analogiczne podejście przyjęły inne kluczowe platformy europejskie, takie jak London Stock Exchange (na której początkowo instrumenty te były dostępne wyłącznie dla inwestorów profesjonalnych)[538] oraz szwajcarska giełda SIX[539], która również wymaga pełnego zabezpieczenia emitowanych instrumentów z grupy ETP opartych na kryptoaktywach. Zważywszy na fakt, że wskazane giełdy odpowiadają za dominującą część obrotu tego rodzaju produktami w Europie, a notowane na nich instrumenty występują powszechnie w obrocie równoległym na innych rynkach, można mówić o de facto wykształceniu się rynkowego standardu w zakresie konstrukcji zabezpieczeń. O ile w przypadku LSE oraz SIX Swiss Exchange wymóg zabezpieczenia instrumentów opartych na kryptoakywach ma charakter regulaminowy, o tyle w przypadku platformy Xetra wynika on z praktyki funkcjonowania tej giełdy oraz zapewnień jej operatora.

Aby zatem zweryfikować faktyczny status zabezpieczeń giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach, na potrzeby niniejszej pracy przeprowadzono szczegółową analizę instrumentów zaklasyfikowanych przez Deutsche Börse Xetra[540] w segmencie krypto-ETN (dane na dzień 30 czerwca 2025 r.). Na tej platformie notowane były wówczas 123 instrumenty tego typu. Zweryfikowano ich status w zakresie posiadania zabezpieczenia, na podstawie zarówno

[537] Zob. w szczególności: *New ETN: basket of five largest crypto stocks equally weighted*, Börse Franfurt, https://www.boerse-frankfurt.de/news/new-etn-basket-of-five-largest-crypto-stocks-equally-weighted, dostęp: 1.07.2025. Deutsche Börse Xetra w każdym komunikacie o wprowadzeniu do obrotu nowych instrumentów z grupy ETP opartych na kryptoaktywach podkreśla informację o pełnym zabezpieczeniu fizycznym i rozliczeniu z wykorzystaniem centralnego kontrahenta.
[538] *N03/24 – Admission of Bitcoin and Ethereum ETNs*, London Stock Exchange, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/n0324.pdf, dostęp: 1.07.2025.
[539] *List your ETFs, ETPs and Funds*, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds/etps.html, dostęp: 1.07.2025.
[540] Jako największej w Unii Europejskiej giełdy obrotu tymi instrumentami zarówno pod względem liczby produktów jak i wolumenów obrotu.

dokumentów informacyjnych publikowanych przez emitentów[541], jak i danych publikowanych bezpośrednio przez operatora platformy obrotu[542]. W wyniku tej analizy ustalono, że wszystkie instrumenty notowane na platformie Xetra w segmencie krypto-ETN mają pełne pokrycie aktywami bazowymi. W przypadku produktów dających tzw. ekspozycję *plain vanilla* (tj. ekspozycję liniową na cenę danego kryptoaktywa) zabezpieczenie ma formę fizycznego przechowywania aktywów cyfrowych przez wyznaczonego depozytariusza, będącego instytucją wyspecjalizowaną w usługach powierniczych dla aktywów kryptograficznych. Działalność takiej instytucji jest obecnie regulowana i wymaga zezwolenia odpowiedniego organu nadzoru[543]. Najczęściej funkcję tę pełnią podmioty, takie jak: Coinbase, BitGo, Komainu i Zodia Custody[544]. Z powyższego można wyciągnąć wniosek, że na terenie Unii Europejskiej wykształciła się jednolita praktyka rynkowa w odniesieniu do konstrukcji instrumentów z grupy giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach – najczęściej klasyfikowanych przez giełdy jako ETN. Wszystkie tego rodzaju instrumenty notowane na platformie Deutsche Börse Xetra posiadają pełne pokrycie w aktywach bazowych, a ich przechowywanie powierzane jest licencjonowanym depozytariuszom. Podobne standardy obowiązują również na pozostałych czołowych europejskich rynkach, na których wymóg pełnego zabezpieczenia zwykle stanowi warunek dopuszczenia instrumentu do obrotu.

Innym zagadnieniem o kluczowym znaczeniu – zarówno z perspektywy konstrukcji instrumentu, jak i bezpieczeństwa inwestorów – pozostaje struktura prawna i operacyjna instrumentów finansowych. W przypadku instrumentów typu ETC, jak i ETN ich struktura wynika przede wszystkim z rozwiązań przyjętych przez emitenta, a nie z obowiązujących wymogów regulacyjnych[545]. Oznacza to, że architektura instrumentu – obejmująca m.in. model zabezpieczenia, mechanizmy wykupu czy

[541] w szczególności dokumenty KID – Key Information Document.
[542] Wyszukiwarka produktów z grupy ETP na stronie https://www.boerse-frankfurt.de przy każdym instrumencie w segmencie ETP wskazuje wprost, czy dany instrument posiada zabezpieczenie, jaki jest jego charakter (fizyczny, syntetyczny) oraz kto pełni rolę depozytariusza.
[543] D. Zetzsche, J. Sinnig, A. Nikolakopoulou*, Crypto custody*, „Capital Markets Law Journal", 19(3)/2024, s. 207–229.
[544] *Proof of Holdings*, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/resources/proof-of-holdings/, dostęp: 1.07.2025.
[545] W przeciwieństwie do zharmonizowanych i ściśle regulowanych funduszy ETF, co zostanie omówione w rozdziałach 5 i 6.

sposób przechowywania aktywów bazowych – kształtowana jest głównie przez praktykę rynkową, a nie przez przepisy prawa pozytywnego.

Chociaż aktualnie obowiązujące standardy rynkowe – jak wykazano powyżej – zapewniają stosunkowo wysoki ogólny poziom przejrzystości i bezpieczeństwa konstrukcji instrumentów typu ETN zapewniających ekspozycję na kryptoaktywa, należy odnotować, że istnieją analizy wskazujące na znaczące zróżnicowanie tych szczegółowych rozwiązań wykorzystanych przy tworzeniu i funkcjonowaniu tego typu instrumentów. Różnice te, jak argumentują niektórzy autorzy, miały wpływ na poziom ryzyka ponoszonego przez inwestorów oraz na bezpieczeństwo operacyjne samych emitentów.

Przykładem takiej analizy jest raport opublikowany w 2022 r. przez ETC Group (obecnie będącą częścią Bitwise Europe), w którym omówiono, w jaki sposób konkretne rozwiązania konstrukcyjne – takie jak fizyczne zabezpieczenie aktywami bazowymi, obecność niezależnego depozytariusza czy mechanizmy przechowywania aktywów i zarządzania nimi – determinują poziom ryzyka i transparentności danego instrumentu[546]. Analitycy ETC Group zwrócili uwagę na zjawisko występujące w przypadku niektórych giełdowych instrumentów indeksowych, które polegało na wykorzystywaniu mechanizmów zbliżonych do pożyczek papierów wartościowych w odniesieniu do zabezpieczających je kryptoaktywów. W warunkach braku odpowiednich regulacji praktyki te mogły prowadzić do zwiększonej ekspozycji inwestorów na ryzyko kontrahenta oraz ograniczać efektywną ochronę aktywów, mimo ich formalnego fizycznego zabezpieczenia. Powyższa analiza skutkowała szeroką dyskusją, a przedstawiciele branży zgadzali się zasadniczo co do potrzeby wypracowania szczegółowych standardów (rynkowych i regulacyjnych) w zakresie specyfiki funkcjonowania europejskich instrumentów giełdowych opartych na kryptoaktywach[547].

W literaturze przedmiotu oraz w analizach rynkowych spotykane są próby klasyfikacji instrumentów giełdowych dających ekspozycję na kryptoaktywa w inny sposób, niż tradycyjnie robią to europejskie giełdy, które – jak wskazano powyżej – zwykle zaliczają te instrumenty do szerszego segmentu ETN. Przykładowo, G.

[546] *Why Structure really matters in Crypto ETPs*, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/blog/crypto-research/Why_structure_really_matters_in_Crypto_ETPs/, dostęp: 13.03.2023.
[547] B. Chandler, *ETC Group's paper provokes mixed reactions from Europe's crypto ETP cohort*, ETF Express, https://etfexpress.com/2022/08/17/etc-groups-paper-provokes-mixed-reactions-europes-crypto-etp-cohort/, dostęp: 14.10.2025.

Orlando proponuje podział tego typu produktów na kilka kategorii: (1) instrumenty zabezpieczone fizycznie, (2) instrumenty oparte na kontraktach terminowych (futures), (3) produkty inwestujące w portfele akcji spółek z sektora szeroko rozumianej technologii blockchain, a także (4) ETP powiązane z innymi instrumentami inwestycyjnymi, takimi jak fundusze ETF o tematyce kryptowalutowej (*crypto ETF-linked ETPs*)[548].

O ile wskazana typologia może mieć walor analityczny w kontekście globalnym, nie znajduje ona pełnego odzwierciedlenia w obecnej praktyce funkcjonowania rynku europejskiego. Pomimo pewnych różnic w zakresie terminologii stosowanej przez poszczególnych emitentów i platformy obrotu – np. użycia oznaczeń „ETC" lub „ETN" w nazwach instrumentów, które coraz częściej zastępowane są neutralnym określeniem „ETP" – wykształcił się względnie jednolity standard rynkowy w zakresie konstrukcji tego typu produktów. Jak wykazano powyżej, na największych europejskich platformach obrotu giełdowe instrumenty indeksowe oferujące ekspozycję na kryptoaktywa posiadają konstrukcję zabezpieczoną, czyli są w pełni pokryte aktywami odpowiadającymi danemu instrumentowi. Taki wniosek wynikał również z badania ankietowego przeprowadzonego w rozdziale 2 na potrzeby delimitacji grupy giełdowych instrumentów indeksowych, w którym respondenci podkreślali, iż wszystkie te instrumenty na głównych europejskich platformach obrotu mają charakter zabezpieczony. Dodatkowa analiza odnosząca się do instrumentów typu ETN opartych na kryptowalutach potwierdza, że konieczność posiadania zabezpieczenia wynika zarówno z regulaminów samych giełd, jak i z dobrowolnych standardów stosowanych przez emitentów.

W odniesieniu do charakteru zabezpieczeń wyróżnić można zasadniczo dwie kategorie instrumentów: (1) instrumenty zabezpieczone fizycznym dostępem do kryptoaktywów (np. bitcoinów) oraz (2) instrumenty wykorzystujące instrumenty pochodne – w szczególności kontrakty terminowe typu futures. Należy jednak podkreślić, że produkty z drugiej kategorii występują niemal wyłącznie w przypadku instrumentów o charakterze lewarowanym lub odwrotnym, które stosują mechanizmy krótkoterminowej replikacji wartości aktywa bazowego. Przykłady tego typu

[548] G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, „International Review of Financial Analysis", 101/2025, s. 13.

konstrukcji obejmują m.in. produkty emitowane przez HANetf[549] lub Valour[550], oferujące ekspozycję na zmianę wartości wybranej kryptowaluty o charakterze lewarowanym lub odwrotnym.

Z kolei instrumenty inwestujące w portfele akcji spółek działających w sektorze kryptowalut lub technologii blockchain nie powinny być, wbrew sugestiom przytoczonym przez G. Orlando[551], klasyfikowane jako instrumenty z grupy ETP dające bezpośrednią ekspozycję na kryptoaktywa. Produkty tego typu nie opierają się bowiem na replikacji wartości kryptowalut, lecz na strategii inwestycyjnej zakładającej nabywanie akcji spółek zaliczanych do szeroko rozumianego sektora blockchain. W praktyce rynkowej przyjmują one formę funduszy ETF, zazwyczaj zgodnych z wymogami dyrektywy UCITS, klasyfikowanych jako fundusze tematyczne. Są to np. VanEck Crypto and Blockchain Innovators UCITS ETF[552] czy Invesco CoinShares Global Blockchain UCITS ETF[553], notowane na głównych europejskich giełdach papierów wartościowych w ramach segmentu sektorowych lub tematycznych funduszy ETF.

W literaturze wskazuje się również na zastrzeżenia wobec wybranych kategorii instrumentów oferujących ekspozycję na kryptoaktywa, w szczególności tych, których konstrukcja opiera się na wykorzystaniu instrumentów pochodnych. W szczególności G. Orlando zauważa, że produkty tego typu są narażone na ryzyko kontrahenta oraz na dodatkowe ryzyka operacyjne[554]. Na zagrożenia będące konsekwencją rozwiązań technologicznych stosowanych na rynku kryptowalut zwracał też uwagę m.in. T. Miziołek[555]. O ile można zgodzić się z tym, że kryptoaktywa charakteryzują się specyficznymi rozwiązaniami technologicznymi, niespotykanymi dotychczas w innych klasach aktywów, o tyle w odniesieniu do zarzutów stawianych przez G. Orlando w zakresie rodzaju replikacji i ryzyka polegającego na ewentualnej

[549] *2x Long Bitcoin ETP*, HANetf, https://hanetf.com/fund/2lbt-2x-long-bitcoin-etp/, dostęp: 14.10.2025.
[550] *Valour Short Bitcoin SEK*, Valour, https://valour.com/en/products/valour-bitcoin-btc-short, dostęp: 1.07.2025.
[551] G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, op. cit., s. 14.
[552] *Crypto ETF*, VanEck, https://www.vaneck.com/pl/en/investments/crypto-etf/overview/, dostęp: 14.10.2025.
[553] *Invesco CoinShares Global Blockchain UCITS ETF Acc*, Invesco, https://www.invesco.com/uk/en/financial-products/etfs/invesco-coinshares-global-blockchain-ucits-etf-acc.html, dostęp: 14.10.2025.
[554] G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, op. cit., s. 14.
[555] T. Miziołek, *Inwestowanie indeksowe…*, op. cit., s. 97.

niewypłacalności depozytariusza warto zauważyć, że nie są to aspekty specyficzne wyłącznie dla segmentu krypto-ETN, lecz stanowią cechę charakterystyczną dla całej grupy syntetycznych instrumentów inwestycyjnych, niezależnie od klasy aktywów bazowych. Z punktu widzenia praktyki rynkowej dotyczą one zarówno syntetycznych funduszy ETF replikujących indeksy giełdowe, jak i produktów opartych na kontraktach terminowych na towary czy kursy walutowe.

Na marginesie prowadzonych rozważań warto wskazać odrębną kategorię instrumentów strukturyzowanych, które zapewniają ekspozycję na kryptoaktywa, lecz nie są formalnie kwalifikowane jako produkty z grupy giełdowych instrumentów indeksowych. Przykładem są instrumenty emitowane przez XBT Provider (obecnie należący do grupy CoinShares), notowane m.in. na giełdzie Nasdaq Stockholm[556]. Produkty takie jak Bitcoin Tracker One czy Ether Tracker Euro funkcjonują pod nazwą „trackerów" i klasyfikowane są przez giełdy jako instrumenty strukturyzowane oparte na syntetycznej replikacji wartości kryptowalut. Ich konstrukcja prawna oraz mechanizm działania istotnie odbiegają zarówno od funduszy ETF, jak i od instrumentów typu ETC czy ETN, co znajduje odzwierciedlenie w przypisaniu ich do odrębnych segmentów rynku giełdowego oraz objęciu odmiennym reżimem regulacyjnym i informacyjnym[557].

3.4 Ryzyko emitenta w funduszach ETF oraz instrumentach typu ETC i ETN

Jednym z najczęściej podnoszonych w literaturze naukowej oraz w opracowaniach branżowych kryteriów różnicujących fundusze ETF od instrumentów typu ETC czy ETN, jest zagadnienie tzw. ryzyka emitenta rozumianego jako ryzyko niewypłacalności podmiotu odpowiedzialnego za emisję danego instrumentu[558].

[556] To pierwsze w Europie produkty oparte na kryptoaktywach notowane na giełdach. Powstały w 2015 r. i zostały wprowadzone do obrotu na Nasdaq Stockholm. Obecnie utrzymywane są w obrocie przez aktualnego emitenta – CoinShares. W sprawie szczegółów dotyczących historycznego rozwoju tych produktów zob. m.in. *Europe, a world leader in crypto ETP - Crypto Recap*, MarketScreener, https://www.marketscreener.com/quote/cryptocurrency/BITCOIN-BTC-USD-45553945/news/Europe-a-world-leader-in-crypto-ETP-Crypto-Recap-48590328/, dostęp: 14.10.2025.

[557] Obecnie nawet Nasdaq Nordics, czyli miejsce pierwotnego wprowadzenia tych instrumentów do obrotu, zalicza je do grupy instrumentów strukturyzowanych. Zob. *Bitcoin Tracker One XBT Provider*, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/european-market-activity/tracker-certificates/bitcoin-xbt?id=SSE109538, dostęp: 14.10.2025.

[558] *No Crypto ETFs in Europe? Why Swiss ETPs Are the Solution*, SIX, https://www.six-group.com/en/blog/etps-on-crypto.html, dostęp: 2.07.2025.

W rozdziale 2 kwestia ta została już zasygnalizowana i poddana weryfikacji w ujęciu ogólnym – w ramach badania ankietowego i wywiadów pogłębionych z przedstawicielami europejskich giełd. Przeprowadzona analiza potwierdziła, że ryzyko kredytowe emitenta stanowi jedno z głównych kryteriów odróżniających ETF, ETC i ETN od produktów strukturyzowanych, a instrumenty będące w obrocie na badanych platformach zasadniczo stosują dodatkowe mechanizmy ochrony inwestorów. Badanie miało jednak charakter przekrojowy i klasyfikacyjny, ograniczając się do identyfikacji samego istnienia oraz znaczenia tego czynnika. Niniejszy podrozdział podejmuje problem w sposób bardziej szczegółowy i empiryczny: celem jest ustalenie, jakie mechanizmy ochronne faktycznie stosowane są w konstrukcji instrumentów typu ETC i ETN na głównych platformach obrotu, w jakiej formie ryzyko emitenta jest ograniczane oraz czy rozwiązania te pozwalają na porównywanie ich poziomu bezpieczeństwa z konstrukcją funduszy ETF. Takie pogłębienie tego tematu jest konieczne z punktu widzenia dalszych wniosków regulacyjnych i formułowania postulatów systemowych.

W przypadku funduszy ETF sytuacja jest jednoznaczna: instrumenty te funkcjonują w formie funduszy inwestycyjnych, najczęściej zgodnych z dyrektywą UCITS, co oznacza, że stanowią one wyodrębnioną masę majątkową, odseparowaną od aktywów podmiotu zarządzającego. Konstrukcja ta zapewnia wysoki poziom ochrony inwestora – w razie niewypłacalności emitenta ETF aktywa funduszu nie wchodzą do masy upadłości, są oddzielone w sposób fizyczny, a ich administrowaniem zajmuje się depozytariusz będący instytucją nadzorowaną. Brak ekspozycji na ryzyko niewypłacalności emitenta stanowi zatem jedną z fundamentalnych zalet konstrukcyjnych funduszy ETF.

W odróżnieniu od funduszy ETF instrumenty typu ETC czy też ETN mają formę dłużnych papierów wartościowych i z tego względu – co do zasady – ich nabycie może narażać inwestora na ryzyko niewypłacalności emitenta. Inwestor, nabywając tego typu instrumenty, uzyskuje roszczenie wobec emitenta, a nie prawo zaspokojenia się z wyodrębnionych aktywów funduszu inwestycyjnego, które administrowane są przez depozytariusza. Instrumenty dłużne same w sobie nie muszą być – w przeciwieństwie do funduszu inwestycyjnego – przed tym ryzykiem zabezpieczone. W praktyce jednak – co częściowo potwierdzono w badaniach opisanych w podrozdziale 3 rozdziału 2 – na giełdach europejskich wypracowany został swoisty

standard rynkowy, który w przypadku zarówno instrumentów typu ETC, jak i ETN w dużej mierze ogranicza, a często eliminuje ryzyko emitenta związane z ich posiadaniem.

W przypadku instrumentów typu ETC – aby jednak ograniczyć ekspozycję na ryzyko kredytowe i zapewnić poziom bezpieczeństwa zbliżony do struktury funduszy ETF – emitenci od początku funkcjonowania tego segmentu przyjęli model pełnego zabezpieczenia aktywami bazowymi[559]. W praktyce niemal wszystkie instrumenty typu ETC notowane na europejskich platformach obrotu są w pełni zabezpieczone poprzez fizyczne nabycie aktywów bazowych lub odpowiednie zabezpieczenia finansowe w postaci instrumentów pochodnych oraz depozytów zabezpieczających, w zależności od przyjętej metody replikacji.

Podobnie jak w analizie giełdowych instrumentów indeksowych opartych na kryptoaktywach, aby zweryfikować faktyczny status zabezpieczeń instrumentów typu ETC, na potrzeby niniejszej pracy przeprowadzono szczegółową analizę instrumentów zaklasyfikowanych w ten sposób przez Deutsche Börse Xetra (dane na dzień 30 czerwca 2025 r.). Na tej platformie notowane były wówczas 203 instrumenty typu ETC. Zweryfikowano ich status w zakresie posiadania zabezpieczenia na podstawie zarówno dokumentów informacyjnych publikowanych przez emitentów, jak i danych publikowanych bezpośrednio przez operatora platformy obrotu[560]. Analiza ta potwierdza, że zdecydowana większość instrumentów typu ETC notowanych na platformie Xetra objęta jest zabezpieczeniem w postaci fizycznych towarów (np. złota) zdeponowanych w skarbcach lub powierzonych do przechowania instytucjom pełniącym funkcje podobne do depozytariusza w funduszu inwestycyjnym. Zastosowanie modelu pełnego zabezpieczenia skutkuje istotnym ograniczeniem ryzyka emitenta – w przypadku jego niewypłacalności inwestorzy mają możliwość zaspokojenia swoich roszczeń z odpowiadającej ich udziałowi części zdeponowanego aktywa bazowego.

[559] W pełni zabezpieczony był pierwszy instrument o tym charakterze – Gold Bullion Securities – utworzony w Australii i wprowadzony następnie do obrotu m.in. na giełdę w Londynie. W przypadku tego instrumentu emitent od początku informował publicznie oraz w prospekcie emisyjnym o fizycznym zabezpieczeniu instrumentu sztabkami złota przechowywanymi przez niezależny podmiot o charakterze depozytariusza, którym był HSBC Bank USA (zob. N. Bienkowski, *10 Years On,* „The Alchemist" (LBMA), 70/2013, https://www.lbma.org.uk/alchemist/issue-70/10-years-on, dostęp: 28.02.2026.

[560] Giełda ta dla każdego instrumentu z segmentu ETP publikuje informacje o tym, czy jest on zabezpieczony oraz jaki jest charakter tego zabezpieczenia.

W przypadku instrumentów typu ETC odwzorowujących zachowanie kontraktów terminowych na towary stosuje się model oparty na instrumentach pochodnych (np. swapach), który umożliwia uzyskanie ekspozycji na ceny surowców bez fizycznego posiadania aktywów bazowych. Emitent takiego instrumentu zawiera umowę z instytucją finansową – zazwyczaj bankiem inwestycyjnym – w celu odzwierciedlenia ceny kontraktów terminowych. Aby ograniczyć ryzyko niewypłacalności kontrahenta, zabezpiecza się tę ekspozycję poprzez ustanowienie odrębnego funduszu zabezpieczającego, w którym gromadzone są środki pieniężne lub papiery dłużne wysokiej jakości, odpowiadające wartości nominalnej zobowiązania wynikającego z zawartej umowy[561]. Zgromadzone zabezpieczenie podlega codziennemu monitoringowi i jest przechowywane na wydzielonym rachunku, zazwyczaj zarządzanym przez niezależny podmiot pełniący funkcję powiernika.

Jak zauważa D. Riedl, założyciel portalu justETF, czołowi emitenci ETC na rynku europejskim wykorzystują w tym celu przede wszystkim gotówkę lub skarbowe papiery wartościowe o najwyższych ocenach wiarygodności kredytowej[562]. Pozwala to istotnie ograniczyć ryzyko związane z niewypłacalnością zarówno emitenta, jak i instytucji będącej stroną transakcji wymiany. W rezultacie instrumenty typu ETC, mimo że mają charakter dłużny, cechują się strukturą znacznie ograniczającą ryzyko kredytowe, co znajduje zastosowanie nie tylko w przypadku tych instrumentów, które zabezpieczone są fizycznymi aktywami, ale również takich, w których to zabezpieczenie (najczęściej z uwagi na rodzaj aktywa bazowego lub charakter ekspozycji) ma formę instrumentów pochodnych.

W odniesieniu do instrumentów typu ETN analiza literatury naukowej i branżowej (zob. podrozdział 2.2) może prowadzić do wniosku, że ich konstrukcja charakteryzuje się wyższym poziomem ryzyka kredytowego niż w przypadku instrumentów typu ETC. W licznych publikacjach podkreśla się, że inwestor, nabywając instrument typu ETN, przyjmuje na siebie ryzyko niewypłacalności emitenta, gdyż taki instrument stanowi niezabezpieczoną wierzytelność wobec podmiotu emitującego[563]. Brak odrębnych aktywów zabezpieczających lub funduszowej formy

[561] D. Riedl, *Exchange-traded commodities: What is an ETC?*, justETF, https://www.justetf.com/en/academy/what-is-an-etc.html, dostęp: 2.07.2025.
[562] Ibidem.
[563] B. Cserna, A. Levy, Z. Wiener, *Counterparty Risk in Exchange Traded Notes (ETNs): Theory and Evidence*, SSRN 2012, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2018223; A. Marszk, *Exchange traded*

organizacyjnej miał zdaniem B. Cserny oraz A. Levy'ego odróżniać te instrumenty od zarówno funduszy ETF, jak i większości instrumentów typu ETC. Jak wskazano jednak w podrozdziale 4 rozdziału 2, rynek europejski tego rodzaju instrumentów w ostatnich latach znacząco się zmienił i na giełdach europejskich nie są w praktyce spotykane instrumenty określane jako ETN, które nie byłyby zabezpieczone.

W celu weryfikacji powyższych tez przeprowadzono analizę, której celem było ustalenie rzeczywistego poziomu zabezpieczenia instrumentów ETN dostępnych na rynku unijnym. Z uwagi na dużą ich liczbę, zmienność oferty oraz dynamiczne tempo emisji nowych produktów analizą objęto wszystkie instrumenty ETN notowane na platformie Deutsche Börse Xetra według stanu na dzień 31 maja 2025 r. Rynek ten, jako największy w Europie w zakresie instrumentów typu ETN, może zostać uznany za reprezentatywny[564]. Analogicznie do wcześniej przeprowadzonej analizy instrumentów opartych na kryptoaktywach (zob. poprzedni podrozdział), zbadano również pozostałe instrumenty zaliczane do kategorii ETN, które nie uwzględniają ekspozycji na kryptoaktywa.

Xetra udostępnia publicznie – w uproszczonej formie – informacje o rodzaju zabezpieczenia stosowanego w ramach mechanizmów ochrony inwestorów dla każdego instrumentu z grupy giełdowych instrumentów indeksowych. Według stanu na dzień 31 maja 2025 r. na platformie Xetra notowane były łącznie 283 instrumenty zaklasyfikowane jako ETN[565]. Co istotne, wszystkie oznaczone były jako instrumenty zabezpieczone. Podobnie do instrumentów typu ETC rodzaj zastosowanego zabezpieczenia może się różnić w zależności od charakterystyki konkretnego instrumentu, choć w przypadku instrumentów typu ETN (poza tymi, które umożliwiają ekspozycję na kryptoaktywa) nie jest spotykane zabezpieczenie w formie fizycznej.

Co istotne, w dokumentacji instrumentów tego typu pojawia się informacja, że zabezpieczenie ma formę o charakterze powierniczym, tj. aktywa inwestycyjne są nie tylko wydzielone od aktywów emitenta, lecz także administrowane przez odrębny podmiot, pełniący funkcje podobne do depozytariusza w funduszu inwestycyjnym.

---

commodities as a category of innovative products on European financial markets, op. cit.; G. Orlando, *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, op. cit.

[564] Deutsche Börse Xetra jest największym europejskim rynkiem tego typu instrumentów, a wiele z nich pozostaje w obrocie równoległym na innych giełdach.

[565] *ETF & ETP Statistics*, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/etf-etp-statistics, dostęp: 2.07.2025.

Jest to rozwiązanie zasadniczo podobne do stosowanego w instrumentach typu ETC oraz tych instrumentach ETN, które umożliwiają ekspozycję na kryptoaktywa[566], co oznacza, iż aktywa zabezpieczające są przechowywane przez niezależnego powiernika, poza bilansem emitenta. Taka konstrukcja potwierdza, że również w przypadku instrumentów ETN dochodzi w praktyce do wydzielenia aktywów zabezpieczających roszczenia inwestorów względem emitenta. W świetle dostępnych danych można zatem stwierdzić, że – przynajmniej na rynku Xetra – wszystkie instrumenty typu ETN posiadają strukturę, która istotnie ogranicza ryzyko kredytowe emitenta, mimo że formalnie pozostają dłużnymi papierami wartościowymi emitowanymi przez pojedynczy podmiot. Zgodnie z informacjami zawartymi na stronach internetowych Deutsche Börse Xetra, nie występują na tym rynku żadne aktywne niezabezpieczone instrumenty ETN.

Poniżej przedstawiono przykłady instrumentów innych niż oparte na kryptoaktywach z podziałem na typy ekspozycji:

- strategie surowcowe i sektorowe: Leverage Shares -3x Short Oil & Gas ETP Securities (ISIN: XS2399370803)[567];
- strategie zmienności i mieszane: Leverage Shares Short Volatility Long Tech ETP (ISIN: XS2595675641) łączy krótką ekspozycję na zmienność rynkową z długą pozycją na sektor technologiczny[568];
- strategie opcyjne: seria instrumentów określanych jako Income Shares by Leverage Shares, obejmująca strategie opcyjne oparte na indeksach, akcjach i surowcach (np. na indeks S&P 500 lub spółki z tego indeksu)[569];
- produkty lewarowane lub odwrotne: instrumenty, takie jak np. WisdomTree Brent Crude Oil 3x Daily Short ETC (ISIN:

[566] Na stronie Deutsche Börse Xetra użyto sformułowania niem. *Treuhänderisch verwahrte Sicherheiten* (ang. *Backed by collateral held in trust*).
[567] *Why -3x Short Oil & Gas?*, Leverage Shares, https://leverageshares.com/en-eu/etps/leverage-shares-3x-short-oil-gas-etp/, dostęp: 14.10.2025.
[568] *Why Short Volatility Long Tech?*, Leverage Shares, https://leverageshares.com/en-eu/etps/leverage-shares-short-volatility-long-tech-etp/, dostęp: 14.10.2025.
[569] *Why S&P500 Options ETP?*, IncomeShares, https://incomeshares.com/en-eu/etps/income-shares-s-p-500-options-etp, dostęp: 14.10.2025.

IE00BLRPRK35)[570] lub WisdomTree EURO STOXX 50® 3x Daily Leveraged (ISIN: IE00B7SD4R47)[571];

- ekspozycje walutowe (WisdomTree): m.in. WisdomTree Long JPY Short USD 3x Daily (ISIN: JE00B3X9GJ5)[572].

Weryfikacja dokumentów źródłowych dla tych produktów, w szczególności materiałów dostępnych na stronach internetowych oraz dokumentów KID, jasno wskazuje, że wszystkie one mają charakter zabezpieczony, z wyraźnym wydzieleniem aktywów inwestycyjnych w ramach struktury powierniczej. W przypadku WisdomTree emitent na stronach internetowych danych produktów konsekwentnie publikuje szczegóły dotyczące struktury zabezpieczeń wraz ze schematami graficznymi obrazującymi role poszczególnych interesariuszy (w tym powiernika)[573].

Przedstawione instrumenty, mimo że formalnie pozostają instrumentami typu ETN (dłużnymi papierami wartościowymi), w praktyce rynkowej – co potwierdzają zarówno emitenci, jak i platformy obrotu – są w pełni zabezpieczone aktywami lub instrumentami bazowymi administrowanymi zazwyczaj przez niezależne podmioty (tzw. powierników). Taka konstrukcja istotnie ogranicza ryzyko kredytowe emitenta i zbliża – choć nie utożsamia – profil ryzyka tych instrumentów do funduszy ETF.

Traktowanie tych instrumentów jako zabezpieczonych przed ryzykiem emitenta znajduje również uzasadnienie praktyczne. Jest to jedna z kluczowych cech odróżniających je od niezabezpieczonych instrumentów strukturyzowanych rynku kasowego, które – choć również mogą naśladować indeksy – narażają inwestora bezpośrednio na niewypłacalność emitenta. W konsekwencji logiczne pozostaje, że segment giełdowych instrumentów indeksowych obejmuje przede wszystkim produkty, w których ryzyko emitenta zostało wyeliminowane lub istotnie ograniczone. Natomiast produkty niezabezpieczone klasyfikowane są przez giełdy europejskie jako instrumenty strukturyzowane, co umożliwia przejrzyste rozróżnienie obu

[570] *WisdomTree Brent Crude Oil 3x Daily Short*, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/commodities/wisdomtree-brent-crude-oil-3x-daily-short, dostęp: 14.10.2025.
[571] *WisdomTree EURO STOXX 50® 3x Daily Leveraged*, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/equities/wisdomtree-euro-stoxx-50-3x-daily-leveraged, dostęp: 14.10.2025.
[572] *WisdomTree Long JPY Short USD 3x Daily*, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/products/short-leveraged-etps/currencies/wisdomtree-long-jpy-short-usd-3x-daily, dostęp: 14.10.2025.
[573] Zob. rysunek pt. *Collateral Structure* na https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/equities/wisdomtree-euro-stoxx-50-3x-daily-leveraged.

grup w systemach obrotu. Dodatkowo, jak pokazuje analiza, zdecydowana większość instrumentów z kategorii ETN nie jest emitowana przez banki, a raczej przez spółki specjalnego przeznaczenia, które mają charakter wyspecjalizowany[574] lub funkcjonują najczęściej w ramach grup kapitałowych podmiotów prowadzących profesjonalną działalność zarządzania aktywami[575].

Wnioski

Przeprowadzona analiza pozwala na sformułowanie kilku kluczowych wniosków dotyczących charakterystyki i praktyki rynkowej giełdowych instrumentów indeksowych w Europie. Po pierwsze, fundusze ETF – jako fundusze inwestycyjne zgodne z regulacjami dyrektywy UCITS – stanowią relatywnie jednolitą kategorię instrumentów, wyraźnie odrębną od instrumentów typu ETC i ETN, zarówno pod względem konstrukcyjnym, jak i instytucjonalnym. Mimo rosnącego zróżnicowania aktywów bazowych modele działania funduszy ETF pozostają oparte na przejrzystych i ugruntowanych ramach operacyjnych oraz standardach notowań giełdowych.

Inaczej przedstawia się sytuacja instrumentów typu ETC i ETN, których zewnętrzna klasyfikacja – choć nadal obecna w komunikacji emitentów i giełd – coraz mniej odpowiada rzeczywistości rynkowej. Analiza katalogu instrumentów notowanych na największym europejskim rynku, tj. platformie Xetra, oraz wyniki badania eksperckiego przeprowadzonego wśród przedstawicieli kluczowych giełd europejskich (zob. podrozdział 3 rozdziału 2) wskazują jednoznacznie, że różnice pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN uległy znacznemu zatarciu. W praktyce emitenci stosują zbliżone modele konstrukcyjne (najczęściej struktury SPV), zabezpieczenia aktywami (fizyczne bądź finansowe) oraz analogiczne mechanizmy notowań, wyceny, zasad funkcjonowania w obrocie (mechanizm kreacji i umorzeń, obowiązkowy udział animatora rynku itp.). Coraz częściej o przypisaniu do jednej z kategorii decyduje rodzaj aktywa bazowego (dla instrumentów typu ETC będzie to ekspozycja towarowa, dla instrumentów typu ETN – pozostałe klasy aktywów, w tym kryptoaktywa), a nie zasadnicze różnice ekonomiczno-prawne. Wnioski te pozostają spójne z

[574] Na przykład takie podmioty, jak Leverage Shares bądź emitenci instrumentów z grupy ETP opartych na kryptoaktywach.
[575] Na przykład Invesco bądź WisdomTree.

ustaleniami przedstawionymi w rozdziale 2, w którym w badaniach ankietowych i wywiadach pogłębionych respondenci – w tym przedstawiciele największych europejskich giełd – wskazywali, że różnicowanie instrumentów na ETC i ETN ma obecnie przede wszystkim charakter historyczny. Na tej podstawie warto postawić pytanie o zasadność dalszego utrzymywania tego podziału jako odrębnych podgrup produktowych. Skoro różnice między nimi nie mają już charakteru strukturalnego ani operacyjnego, a ich funkcjonowanie na rynku jest w istocie tożsame, podział ten może mieć coraz mniejsze znaczenie praktyczne, analityczne i regulacyjne.

Jednocześnie zauważyć można, że zarówno instrumenty typu ETC, jak i ETN są projektowane w sposób coraz bardziej zbliżony do funduszy ETF – nie w sensie formalnym, lecz funkcjonalnym. Dotyczy to konstrukcji, poziomu zabezpieczenia oraz infrastruktury obrotu. Dążenie do zapewnienia podobnych parametrów działania potwierdza postawioną w rozdziale 2 i wstępnie zweryfikowaną na podstawie badań eksperckich tezę o wykształceniu się wspólnego rynkowego standardu konstrukcji i funkcjonowania tej grupy instrumentów, niezależnego od przypisywanej im etykiety. Wnioski te mają istotne znaczenie dla dalszych rozważań nad adekwatnością obowiązujących ram regulacyjnych. W szczególności konieczna staje się ocena, czy utrzymywane przez przepisy i nadzór publiczny rozróżnienie między instrumentami typu ETC a typu ETN odpowiada rzeczywistej strukturze i ich funkcji oraz czy zasadne jest częściowe bądź pełne ujednolicenie zasad ich klasyfikacji – w tym nazewnictwa oraz praktyk rynkowych.

ROZDZIAŁ 4. MODEL REGULACJI GIEŁDOWYCH INSTRUMENTÓW INDEKSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ

Wprowadzenie

W rozdziale 2 i 3 został przedstawiony model funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych na rynkach europejskich, ze szczególnym uwzględnieniem rynków Unii Europejskiej. Zgodnie z przyjętym ujęciem instrumenty te można podzielić na dwie zasadnicze grupy. Pierwszą stanowią instrumenty o charakterze funduszy inwestycyjnych, do których zaliczane są fundusze ETF, objęte reżimem regulacyjnym opartym na przepisach dotyczących funduszy inwestycyjnych. Drugą grupę tworzą instrumenty typu ETC i ETN, funkcjonujące jako zasadniczo niezharmonizowane instrumenty dłużne.

Pomimo tych różnic wszystkie wymienione instrumenty wykazują znaczące podobieństwo pod względem zasad działania, mechanizmów notowań, dystrybucji oraz wybranych elementów konstrukcyjnych. W praktyce doprowadziło to do ukształtowania wspólnego standardu rynkowego funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych jako jednolitej kategorii produktów, a wskazane różnice regulacyjne nie stanęły na przeszkodzie ich sprawnemu rozwojowi i dynamicznemu wzrostowi znaczenia tych instrumentów w Europie.

Dotychczasowe ustalenia prowadzą do konieczności zbadania związku pomiędzy częściowym zróżnicowaniem regulacyjnym wewnątrz grupy giełdowych instrumentów indeksowych a sposobem funkcjonowania analizowanych instrumentów na rynku unijnym. W dalszej części pracy analizie poddane zostaną szczegółowe ramy regulacyjne, w których funkcjonują wszystkie omawiane instrumenty, w celu ustalenia, dlaczego w obowiązującym porządku prawnym dwie wskazane grupy traktowane są odmiennie oraz w jakim zakresie różnice te wynikają ze sposobu regulacji tych grup w ramach rynku finansowego Unii Europejskiej. Na tej podstawie sformułowane zostanie pytanie badawcze dotyczące modelu regulacyjnego właściwego dla poszczególnych grup giełdowych instrumentów indeksowych oraz ich miejsca w wielopoziomowym systemie regulacji unijnego rynku finansowego.

Udzielenie odpowiedzi na postawione pytania wymaga oceny wpływu regulacji na funkcjonowanie funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. W tym celu konieczne jest najpierw przedstawienie ogólnych zasad i celów regulacji rynków finansowych oraz ich ewolucji w kontekście specyfiki tych produktów z perspektywy unijnych celów rozwoju regulacyjnego, związanego z urzeczywistnianiem

rynku wewnętrznego. Następnie omówiony zostanie rozwój unijnego systemu regulacyjnego, ze szczególnym uwzględnieniem tzw. procedury Lamfalussy'ego, która ukazuje współzależność i hierarchię aktów prawnych w ramach tego reżimu regulacyjnego. Pozwoli to wskazać różnice między poszczególnymi typami aktów – ustawodawczymi, wykonawczymi i technicznymi – a w dalszej części przeanalizować praktyczne skutki wynikające z faktu, że regulacje dotyczące giełdowych instrumentów indeksowych zostały rozproszone na różnych poziomach tej struktury. Zrozumienie tych relacji stanowi podstawę dla dogłębnej analizy regulacji poszczególnych instrumentów w dalszych częściach pracy. Istotne znaczenie w tym systemie ma również tzw. *soft law*, które – w odniesieniu do giełdowych instrumentów indeksowych – pełni funkcję nie tylko interpretacyjną, lecz także uzupełniającą w zakresie luk występujących w regulacjach prawnych wyższego rzędu, stąd kwestie te zostaną omówione w odrębnym podrozdziale.

Po omówieniu wskazanych perspektyw systemowych zostanie sporządzona mapa relewantnych dla giełdowych instrumentów indeksowych źródeł prawa, z rozróżnieniem na reżimy produktowe, warstwę wspólną (horyzontalną) oraz reżim usług inwestycyjnych i organizacji rynku. W ten sposób możliwe będzie jednoznaczne określenie miejsca poszczególnych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie giełdowych instrumentów indeksowych w scharakteryzowanej wcześniej wielopoziomowej strukturze prawa Unii Europejskiej.

Ustalenie w ten sposób modelu regulacji giełdowych instrumentów indeksowych w systemie prawa Unii Europejskiej pozwoli na kolejnych etapach pracy wyjaśnić podstawy obecnego ukształtowania rozwiązań oraz ocenić ich skutki praktyczne. Analiza ta umożliwi następnie ocenę przyczyn utrwalenia się dwóch modeli produktowych oraz konsekwencji przyjętej architektury dla rozwoju rynku i ochrony inwestorów, z końcowym odniesieniem do celów regulacji rynków finansowych.

1 Cele regulacji i podstawy prawne unijnego rynku finansowego

1.1 Cele regulacji rynków finansowych a giełdowe instrumenty indeksowe

Giełdowe instrumenty indeksowe jako część rynku finansowego podlegają zasadom jego funkcjonowania, w tym przede wszystkim obecnym na nim regulacjom[576]. Co więcej, coraz częściej zwraca się uwagę nie tylko na nieodzowność tych regulacji[577], ale również na potrzebę ścisłej współpracy międzynarodowej w celu poprawy ich efektywności[578]. Zrozumienie regulacji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN wymaga uwzględnienia ich wieloaspektowego charakteru, a spojrzenie na fundamenty regulacyjne pozwala lepiej zrozumieć mechanizmy oraz wyzwania związane z dalszym rozwojem rynku tych produktów.

W literaturze przedmiotu podnosi się najczęściej, że regulacje finansowe kształtowane są w odpowiedzi na niedoskonałości rynku (*market failures*) i mają na celu zapewnienie jego prawidłowego działania. Przykładowo, J. Armour twierdzi, że regulowanie systemu finansowego stanowi w istocie zastosowanie narzędzi ekonomicznych do projektowania ram prawnych najlepiej dostosowanych do ograniczania nieprawidłowości tego systemu[579]. Podobne stanowisko przedstawia T. Nieborak , który analizując dotychczasową literaturę w tym zakresie stawia tezę, że pierwotną przesłanką regulacji rynku finansowego jest występowanie na nim niedoskonałości (*market failures*), które wpływając na niego w sposób negatywny, rodzą ryzyko systemowe. Autor ten zwraca uwagę na zasadniczy konsensus doktrynalny co do tego, że regulacje mają za zadanie eliminować te niedoskonałości, a ich nadrzędnym celem jest ochrona określonych wartości i dóbr przyjętych przez prawodawcę, takich jak np. zaufanie inwestorów, zagrożone przez nieracjonalne zachowania uczestników rynku[580].

Na nieodłączny i wieloletni związek rynków finansowych oraz działań regulacyjnych dotyczących ich funkcjonowania zwraca również uwagę N. Moloney w

[576] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, J. Czekaj (red. nauk.), Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2017, rozdział 1.2.
[577] E. Fojcik-Mastalska, *Ujęcie doktrynalne* [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak [i in.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
[578] M. Abendschein, H. Gölz, *International cooperation on financial market regulation*, „International Economics and Economic Policy" 18(4)/2021, s. 787–824.
[579] J. Armour, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford 2016, s. 115.
[580] T. Nieborak, *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2016, s. 136.

monografii poświęconej szczegółowym regulacjom unijnego rynku finansowego. Autorka podkreśla, że różne zestawy regulacji odnoszące się do poszczególnych segmentów rynków finansowych mają odrębne, choć często wzajemnie powiązane cele, motywacje oraz komponenty. Nadrzędnym zadaniem jest w jej ocenie wspieranie efektywności rynku, zapewnienie przejrzystości i integralności oraz ochrona konsumentów i inwestorów[581]. Zdaniem N. Moloney cele te można dostrzec we wszystkich głównych systemach regulacyjnych na świecie oraz w międzynarodowych standardach, które stanowią ich fundament[582].Od czasu globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009 dodatkowym priorytetem regulacji rynków finansowych stało się zapewnienie stabilności systemu finansowego jako całości ze względu na możliwość wystąpienia efektu domina wynikającego z powiązań między instytucjami[583]. Na podobne ryzyko w kontekście analizowanych instrumentów finansowych, w szczególności funduszy ETF, zwrócili uwagę analitycy Europejskiego Banku Centralnego, podkreślając, że silne powiązania pomiędzy uczestnikami rynku oraz wysoki stopień korelacji strategii inwestycyjnych mogą sprzyjać występowaniu efektów zarażenia (*contagion effect*), zwłaszcza w warunkach ograniczonej płynności rynku wtórnego funduszy ETF[584]. Jak zauważa J. Armour, projektowanie regulacji finansowych powinno uwzględniać takie zależności pomiędzy uczestnikami rynku, aby zapobiegać potencjalnym destabilizacjom systemu finansowego[585].

Scharakteryzowane w ten sposób cele regulacji rynków finansowych znajdują odzwierciedlenie w międzynarodowych standardach regulacyjnych, zwłaszcza w dokumencie *Objectives and Principles of Securities Regulation* opracowanym przez IOSCO[586]. Dokument ten definiuje trzy główne cele regulacji rynków papierów wartościowych: (1) ochronę inwestorów, (2) zapewnienie uczciwości, efektywności i przejrzystości rynku oraz (3) ograniczenie ryzyka systemowego. Cele te

[581] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford University Press, Oxford 2023, s. 3.
[582] Ibidem.
[583] Powiązania bilansowe mogą prowadzić do przenoszenia negatywnych konsekwencji finansowych, co określa się mianem „efektu zarażenia" (*contagion effect*). W przypadku instrumentów finansowych podobne ryzyko przenoszenia zagrożeń może wynikać z korelacji strategii inwestycyjnych pomiędzy uczestnikami rynku.
[584] Zob. M. Grill [i in.], *Liquidity and counterparty risks in ETFs* [w:] *Financial Stability Review – Special Feature*, European Central Bank 2018, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart201811_3.en.html, dostęp: 12.10.2025.
[585] J. Armour, *Principles of Financial Regulation*, op. cit., s. 132.
[586] *Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO 2017, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf, dostęp: 15.10.2025.

uszczegółowiono w 38 zasadach podzielonych na 10 kategorii, które stanowią fundament implementowany w systemach prawnych państw członkowskich IOSCO, w tym w regulacjach unijnych.

Warto zwrócić uwagę, że IOSCO opracowało również szczegółowe wytyczne dla funduszy ETF, obejmujące dziewięć zasad odnoszących się do kluczowych aspektów regulacji tych produktów[587]. Podkreślają one m.in. potrzebę wyraźnego odróżniania ETF od innych produktów typu ETP, jawność składu portfela, metod śledzenia indeksów oraz pełne ujawnianie kosztów i ryzyk. W odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN wytyczne te wskazują na specyficzne wyzwania konstrukcyjne oraz kwestie związane z ich funkcjonowaniem na rynkach międzynarodowych.

Zidentyfikowane wyżej zasady mają charakter uniwersalny i mogą być stosowane w różnych jurysdykcjach. Specyfika unijnych rynków finansowych wymaga jednak odrębnej analizy z powodu ich wielowarstwowego charakteru i szczególnej roli prawa unijnego w harmonizacji przepisów krajowych. W dalszej części omówiono zatem regulacje unijnych rynków finansowych, których analiza, obejmująca prawne fundamenty oraz procesy harmonizacji przyczyniające się do budowy jednolitego rynku finansowego, jest kluczowa dla pełnego zrozumienia specyfiki regulacji instrumentów inwestowania indeksowego, takich jak fundusze ETF, instrumenty typu ETC czy ETN.

1.2 Prawne podstawy rozwoju regulacji i harmonizacji unijnych rynków finansowych

W przypadku Unii Europejskiej cele regulacji rynków finansowych wykraczają poza standardowe zadania wskazane w poprzednim punkcie[588]. Poszukując celów regulacji unijnego prawa rynku finansowego, w pierwszej kolejności należy zdaniem T. Nieboraka odnieść się do celów wynikających z prawa pierwotnego i odnoszących się do rynku wewnętrznego jako części systemu prawnego Unii Europejskiej, a dopiero w dalszej kolejności do celów szczegółowych właściwych dla regulacji rynku finansowego. Taki porządek pozwoli następnie ocenić, w jakim stopniu przyjęte

[587] *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds*, IOSCO 2013, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf, dostęp: 15.10.2025. Warto zauważyć, że wytyczne te powstały wcześniej niż wymienione wyżej zunifikowane zasady regulacji rynków finansowych.
[588] T. Nieborak, op. cit., s. 165.

ramy prawne funkcjonowania funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN odpowiadają tym celom oraz jakie mają znaczenie dla ich konstrukcji i funkcjonowania.

Rynek finansowy Unii Europejskiej stanowi istotny segment jej struktur gospodarczych oraz jeden z filarów globalnego systemu finansowego. Jego ewolucja jest nierozerwalnie związana z kolejnymi etapami integracji gospodarczej, w ramach których tworzenie jednolitego rynku finansowego traktowane było jako istotny element tego procesu[589]. Nie budzi dziś wątpliwości, że istnieje jednolity rynek finansowy Unii Europejskiej, którego podstawą integracyjną jest prawo unijne. Nie jest to jedynie suma rynków krajowych – u podstaw unijnej regulacji bankowej i finansowej leżał od początku, i nadal pozostaje, cel utworzenia jednolitego rynku finansowego, w ramach którego jego uczestnicy mogą swobodnie uzyskiwać dostęp do rynków krajowych w całej Unii Europejskiej[590].

Obecny kształt unijnego rynku finansowego opiera się na idei rynku wewnętrznego, o którym mowa w art. 3 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej (TUE)[591] oraz art. 26 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE)[592], rozumianego jako obszar bez granic wewnętrznych, w którym jest zapewniony swobodny przepływ towarów, osób, usług i kapitału, zgodnie z postanowieniami traktatów[593]. Jak zauważa A. Cieśliński, cztery swobody uznano za podstawowy instrument urzeczywistniania rynku wewnętrznego, a nie jedynie za kolejne postanowienia traktatowe[594]. Samo zniesienie barier fizycznych nie wystarcza do realizacji tych swobód – istotne znaczenie praktyczne mają bowiem bariery wynikające z rozbieżności w regulacjach poszczególnych państw członkowskich, dotyczących standardów obowiązujących przy prowadzeniu określonej działalności[595]. Zapewnienie swobód wymienionych w art. 26 TFUE stanowi zatem istotną cechę rynku wewnętrznego w

[589] Ibidem, s. 51.
[590] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2024, s. 1.
[591] Zob. Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana) (Dz.U. C 202 z 7.06.2016, str. 13).
[592] Artykuł 3 ust. 3 TUE wskazuje na dążenie Unii Europejskiej do zapewnienia zrównoważonego rozwoju poprzez wzmocnienie spójności gospodarczej i społecznej, co stanowi fundament jednolitego rynku. Z kolei artykuł 26 ust. 2 TFUE definiuje rynek wewnętrzny jako obszar, w którym zniesienie barier umożliwia pełną realizację swobód gospodarczych w obrębie Unii Europejskiej.
[593] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 7.
[594] A. Cieśliński, *Konstrukcja prawna swobód rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, „Prace Naukowe Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego", 4/2013, s. 29.
[595] D. Miąsik, *Artykuł 26* [w:] *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz. Tom I (art. 1–89)*, N. Półtorak, A. Wróbel, M. Górski, D. Miąsik (red.), Warszawa 2012.

rozumieniu legalnej definicji zawartej w art. 26 ust. 2 TFUE. Należy przez to rozumieć pełne urzeczywistnienie wolności gospodarczych, określonych w pozostałych przepisach traktatu[596].

1.3 Unijny rynek finansowy jako część rynku wewnętrznego

Koncepcja rynku finansowego jako przestrzeni pozbawionej barier wewnętrznych stanowi jeden z normatywnych fundamentów Unii Europejskiej[597], a jak podkreśla się w materiałach informacyjnych Parlamentu Europejskiego, usługi finansowe to zasadniczy element dążeń Unii Europejskiej do urzeczywistnienia rynku wewnętrznego zgodnie z zasadą swobodnego przepływu usług i kapitału[598].

Unijny rynek finansowy jest zatem integralną częścią rynku wewnętrznego. Uznanie go za część rynku wewnętrznego w rozumieniu traktatowym znajduje swoje odzwierciedlenie w nowo tworzonych oraz stosowanych regulacjach unijnego prawa rynku finansowego, dla których podstawą normatywną są konkretne przepisy prawa pierwotnego[599]. Podstawę działań legislacyjnych w tym zakresie tworzą przede wszystkim przepisy TFUE: art. 49 (swoboda przedsiębiorczości), art. 56 (swoboda świadczenia usług) oraz art. 63–66 (swobodny przepływ kapitału)[600][601]. Szczególne znaczenie ma jednak art. 114, który stanowi zasadniczy instrument urzeczywistniania idei rynku wewnętrznego[602]. Przepis ten dotyczy bowiem przyjmowania środków mających na celu zbliżenie przepisów państw członkowskich, aby zapewnić ustanowienie tego rynku i jego funkcjonowanie[603]. Korzystanie z tej kompetencji jest jednak ograniczone – może odbywać się tylko wtedy, gdy prawo pierwotne tego nie zabrania i gdy działania te służą realizacji swobód rynku wewnętrznego[604]. Działania podejmowane na podstawie art. 114 TFUE podlegają bowiem zasadom przyznania

[596] Ibidem.
[597] T. Nieborak, op. cit., s. 156.
[598] *Polityka w dziedzinie usług finansowych*, Noty tematyczne o Unii Europejskiej. Parlament Europejski 31.03.2024, https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pl/sheet/83/polityka-w-dziedzinie-uslug-finansowych, dostęp: 20.12.2024.
[599] T. Nieborak, op. cit., s. 156.
[600] *Polityka w dziedzinie usług finansowych*, op. cit.
[601] J. Moloney wskazuje dodatkowo art. 50 ust. 2 lit. g TFUE, art. 53 ust. 1 TFUE oraz art. 115 TFUE jako dodatkowe źródła kompetencji, zob. N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 23.
[602] A. Grzelak, *Komentarze* [w:] D. Kornobis-Romanowska, R. Grzeszczak (red.), *Traktat o Unii Europejskiej: komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2023, s. 103. Stan prawny na 25 lipca 2023 r.
[603] M. Klamert, A.X.P. Lewis, *Article 26 TFEU* [w:] *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights: A Commentary*, M. Kellerbauer, M. Klamert, J. Tomkin (red.), Oxford University Press 2019, s. 468.
[604] T. Nieborak, op. cit., s. 157.

kompetencji, pomocniczości i proporcjonalności wynikającym z art. 5 TUE. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że art. 114 TFUE, w połączeniu z zasadą przyznania kompetencji określoną w art. 5 TUE, stanowi centralną podstawę prawną dla rozwoju rynku wewnętrznego[605]. Znajduje to odzwierciedlenie w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej[606].

Jak zauważa J. Moloney, zasady te bywają źródłem napięć w procesie stanowienia unijnego prawa, jednak w praktyce nie stanowią przeszkody dla rozwoju regulacji rynków finansowych. Dyskusje częściej dotyczą rosnących uprawnień organów nadzorczych, takich jak ESMA, i granic ich kompetencji[607].

Podsumowując, unijny rynek finansowy opiera się na spójności regulacyjnej i traktatowych podstawach rynku wewnętrznego, co umożliwia eliminację barier transgranicznych oraz realizację kluczowych swobód gospodarczych. Prawodawstwo unijne posługuje się zatem instrumentami o charakterze regulacyjnym nie tylko do osiągania ogólnych celów regulacji rynków finansowych, takich jak np. zapewnienie bezpieczeństwa i stabilności rynku oraz ochrona interesów jego uczestników[608]. Instrumenty te wykorzystywane są również w celach integracyjnych – przede wszystkim w ramach urzeczywistniania koncepcji rynku wewnętrznego, którego rynek finansowy jest nieodłączną częścią. Z tej perspektywy w kontekście integracji rynku finansowego nie można pominąć istotnego narzędzia wspierającego realizację idei rynku wewnętrznego – harmonizacji. Proces harmonizacji przepisów prawnych, ściśle powiązany z regulacją, odgrywa fundamentalną rolę w eliminacji barier regulacyjnych oraz tworzeniu spójnego systemu prawnego, który umożliwia uczestnikom rynku swobodny dostęp do usług i kapitału w całej Unii Europejskiej. Co więcej,

[605] M. Klamert, A.X.P. Lewis, *Article 26 TFEU*, op. cit., s. 468.
[606] Orzecznictwo TSUE jest w tym wypadku utrwalone – warto zwrócić uwagę na orzecznictwo wydane również w odniesieniu do poprzedniego przepisu, czyli art. 100a(1) TWE (obecny art. 114(1) TFUE). Trybunał podkreślał m.in., że przepis ten nie może być interpretowany jako przyznający unijnemu ustawodawcy ogólną kompetencję regulacyjną w zakresie rynku wewnętrznego. Zob. np.: wyrok TSUE z dnia 18 grudnia 2014 r., McCarthy, C-202/13, EU:C:2014:2450; wyrok TSUE z dnia 5 lipca 2017 r., *Criminal proceedings against A*, C-9/16, EU:C:2017:483, pkt 30–31, 40. Zob. także wyrok TSUE z dnia 19 września 2012 r., Adil, C-278/12 PPU, EU:C:2012:508, pkt 48–50.
[607] Zob. w szczególności wyroki: wyrok TSUE z dnia 13 czerwca 1958 r., Meroni przeciwko High Authority, 9/56, EU:C:1958:7 oraz wyrok TSUE z dnia 22 stycznia 2014 r., United Kingdom przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie (*short selling*), C-270/12, EU:C:2014:18.
[608] Nieborak zauważa, że na bazie tych celów budowana jest cała gama innych, które autor poddał systematyzacji, analizując dotychczasowy dorobek doktryny w tym zakresie. Zob. T. Nieborak, op. cit., s. 165.

harmonizacja ma szczególne znaczenie dla rozwoju rynku funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, co zostanie szczegółowo wykazane w dalszej części pracy.

2 Giełdowe instrumenty indeksowe w unijnej strukturze regulacyjnej

2.1 Harmonizacja jako pierwotne narzędzie budowy unijnego rynku finansowego

Harmonizacja stanowi jedno z podstawowych narzędzi budowy unijnego rynku finansowego jako części rynku wewnętrznego. Oznacza proces dostosowywania przepisów państw członkowskich w taki sposób, aby zmniejszyć lub wyeliminować różnice utrudniające funkcjonowanie rynku wewnętrznego przy zachowaniu jednak specyfiki rozwiązań krajowych. Już na wczesnych etapach integracji europejskiej harmonizację określano jako „ostatni szlif" na drodze do ukończenia rynku wewnętrznego po tym, jak bezpośrednio stosowane przepisy traktatowe regulujące cztery swobody wypełniły swoje zadanie[609]. Jej podstawę prawną stanowią w szczególności art. 114 TFUE[610], upoważniający do przyjmowania aktów zbliżających przepisy krajowe, oraz art. 26 TFUE, definiujący rynek wewnętrzny jako obszar bez granic wewnętrznych, w którym zapewniony jest swobodny przepływ towarów, osób, usług i kapitału[611]. Harmonizacja ma na celu nie tylko urzeczywistnianie idei rynku wewnętrznego, lecz także zapewnienie zgodności ze wskazanymi wcześniej zasadami proporcjonalności, subsydiarności i pomocniczości, które ograniczają zakres działań podejmowanych na poziomie unijnym[612].

Z perspektywy legislacyjnej harmonizacja realizowana jest poprzez dyrektywy[613], które – wiążąc państwa członkowskie co do rezultatu – pozostawiają im

[609] P.J. Slot, *Harmonisation*, „European Law Review", 21(5)/1996, s. 378–387.
[610] T. Nieborak, op. cit., s. 157.
[611] Warto również zwrócić uwagę na art. 115 TFUE, który, choć wykorzystywany rzadziej w obszarze regulacji rynku finansowego ze względu na wymóg jednomyślności w Radzie, pełni ważną funkcję w harmonizacji przepisów państw członkowskich, szczególnie w obszarach wymagających większej zgodności prawnej.
[612] S. de Vries [w:] T. van den Brink, V. Passalacqua, *Balancing unity and diversity in EU legislation*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2024, s. 17.
[613] N. Véron, *EU Financial Services Policy since 2007: Crisis, Responses, and Prospects*, Peterson Institute for International Economics, Washington 2018, https://www.piie.com/sites/default/files/documents/wp18-6.pdf, dostęp: 17.07.2025.

swobodę wyboru form i środków implementacji. Dyrektywy należą (obok rozporządzeń, decyzji, zaleceń i opinii) do zawartego w art. 288 TFUE zamkniętego katalogu aktów prawnych przyjmowanych przez instytucje unijne. Wyznaczają termin transpozycji w prawie krajowym, a do tego czasu obowiązuje zasada wykładni zgodnej. W razie braku lub wadliwej transpozycji jednostka może powołać się na przepisy dyrektywy wobec państwa (tzw. skutek bezpośredni wertykalny), o ile są one jasne, precyzyjne i bezwarunkowe[614].

Taka charakterystyka dyrektyw pozwalała historycznie na uwzględnienie krajowych specyfik, ale prowadziła również do istotnych różnic w regulacjach[615]. Z perspektywy analizowanych w tej rozprawie giełdowych instrumentów indeksowych, a w szczególności funduszy ETF, przykładem takich działań harmonizacyjnych są akty prawne dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Harmonizacja zasad funkcjonowania tych podmiotów sięga tzw. pierwszej dyrektywy UCITS z 1985 r.[616], która ustanowiła podstawowe standardy dla funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej. Kolejne etapy nowelizacji tej dyrektywy prowadziły do coraz pełniejszej harmonizacji, eliminując znaczną część barier transgranicznych i wzmacniając ochronę inwestorów[617]. Ewolucja regulacji dotyczących funduszy o charakterze UCITS umożliwiła istotne uproszczenie procedur, standaryzację dokumentacji i większą przewidywalność dla emitentów i inwestorów. Jak zauważają K. Perez i G. Borowski, chociaż niektóre aspekty pozostają otwarte na lokalne interpretacje, to zakres harmonizacji osiągnięty w ramach dyrektywy UCITS (w tym jej kolejnych wersji oraz aktów wykonawczych) znacząco ułatwia funkcjonowanie rynku tych funduszy i wspiera proces integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej[618]. Dyrektywa UCITS, po jej licznych zmianach, a także wraz z aktami wykonawczymi i instrumentami oraz praktyką nadzorczą, stanowi jeden z najbardziej zharmonizowanych reżimów prawnych w Unii Europejskiej[619]. Reżim ten jest

[614] J. Barcz, *Współpraca sądowa w sprawach cywilnych, karnych i współpraca policyjna*. *System Prawa Unii Europejskiej. Tom 8*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, s. 287.
[615] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 45.
[616] Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do niektórych przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. WE L 375 z 31.12.1985, str. 3–18).
[617] Brigitte Haar [w:] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 160.
[618] K. Perez, G. Borowski, *Ewolucja regulacji prawnych i zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, „Studia BAS", 1(53)/2021, s. 77–99.
[619] R.A. Kasyanov, V.A. Kachalyan, *Evolution of the Legal Framework for UCITS Funds in the European Union (1985–2023)*, „Kutafin Law Review", 11(2)/2024, s. 325–369.

silnym fundamentem regulacji produktowych dotyczących funduszy ETF, bliżej omówionych w podrozdziale 4.2.

Podejście do harmonizacji unijnego prawa finansowego zmieniało się na przestrzeni lat. Jednym z kluczowych dokumentów wyznaczających jej kierunek był tzw. raport Cockfielda z 1985 roku, w którym podkreślono potrzebę usunięcia barier regulacyjnych w sektorze finansowym w celu umożliwienia swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych[620]. Istotne znaczenie miał następnie „Plan działań w zakresie usług finansowych" (*Financial Services Action Plan*, FSAP), który zapoczątkował pierwszy większy okres reform regulacyjnych[621]. W wyniku jego przyjęcia przez Komisję Europejską w 1999 r. harmonizacja zaczęła nabierać innego niż dotąd charakteru: stopniowo przekształcała się z mechanizmu eliminacji barier w dostępie do rynków krajowych w instrument narzucający szczegółowe rozwiązania na poziomie unijnym[622]. Efektem tych działań było uchwalenie istotnych aktów prawnych, z których dla analizowanych w niniejszej pracy instrumentów finansowych kluczowe znaczenie miały przede wszystkim dwa: dyrektywa 2003/71/WE (tzw. dyrektywa prospektowa)[623] oraz dyrektywa 2004/39/WE (dalej: dyrektywa MiFID I)[624]. Warto mieć przy tym na uwadze, że w pierwotnym brzmieniu tej dyrektywy nie zawarto regulacji odnoszących się wprost do giełdowych instrumentów indeksowych, jednak kolejne nowelizacje (w tym zmiany formy prawnej) obu dyrektyw nadały im charakter aktów prawnych istotnie wpływających na rozwój i funkcjonowanie tych instrumentów. Jednocześnie w procesie tym sektor funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy ETF, stał się jednym z najlepiej zharmonizowanych obszarów prawa finansowego Unii Europejskiej, a sektor finansowy to jeden z najbardziej zharmonizowanych sektorów prawa unijnego[625]. Harmonizacja nie tylko umożliwia eliminację barier transgranicznych, ale również zapewnia spójne ramy prawne, które stanowią

[620] M. Klamert, A.X.P. Lewis, *Article 26 TFEU*, op. cit., s. 468.
[621] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 7.
[622] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit., s. 4.
[623] Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 345 z 31.12.2003, str. 64–89).
[624] Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i dyrektywę Rady 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.04.2004, str. 1).
[625] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit.

punkt wyjścia dla dalszych analiz regulacji poszczególnych instrumentów finansowych.

Harmonizacja w prawodawstwie Unii Europejskiej może przyjmować różne formy, będące przedmiotem kilku typologii, przy czym najczęściej wyróżnia się harmonizację minimalną, maksymalną oraz częściową[626]. Harmonizacja minimalna polega na ustanowieniu przez prawodawcę unijnego minimalnych standardów, które państwa członkowskie zobowiązane są wdrożyć przy zachowaniu możliwości wprowadzenia regulacji bardziej rygorystycznych[627]. Klasycznym przykładem tego podejścia jest powołana wcześniej dyrektywa MiFID I, która stworzyła ramy prawne dla świadczenia usług inwestycyjnych, w tym doradztwa inwestycyjnego i działalności maklerskiej. Z kolei harmonizacja maksymalna oznacza, że zarówno minimalne, jak i maksymalne granice regulacji są wyznaczone na poziomie unijnym, co wyklucza możliwość wprowadzania przepisów bardziej restrykcyjnych na poziomie krajowym[628]. Przykładem tego podejścia jest dyrektywa MiFID II, która wprowadziła jednolite zasady dotyczące funkcjonowania rynków instrumentów finansowych oraz standardów ochrony inwestorów, ograniczając możliwość odmiennej implementacji krajowej. W tym akcie prawnym zawarto też definicję funduszy ETF. Trzecim rodzajem jest harmonizacja częściowa, w ramach której prawo unijne reguluje jedynie wybrane aspekty danego zagadnienia, pozostawiając państwom członkowskim swobodę regulacyjną w innych kwestiach[629]. Taką konstrukcję przyjęto w dyrektywie UCITS (określanej w doktrynie również jako UCITS IV), która – ustanawiając kolejne ze wspólnych standardów funkcjonowania funduszy inwestycyjnych – jednocześnie dopuszcza dodatkowe wymogi krajowe w określonych obszarach.

Istotny wpływ harmonizacji przepisów – w szczególności w postaci reżimu dyrektywy UCITS – na rozwój europejskiego rynku funduszy empirycznie wykazali m.in. D. Cumming, G. Imad'Eddine i A. Schwienbacher, dowodząc, że struktura regulacyjna funduszy UCITS istotnie ułatwiła dystrybucję transgraniczną europejskich funduszy inwestycyjnych[630]. Podobnie w materiałach analitycznych EFAMA (m.in.

[626] M. Klamert, A.X.P. Lewis, *Article 26 TFEU*, op. cit., s. 469.
[627] S. de Vries [w:] T. van den Brink, V. Passalacqua, *Balancing unity and diversity in EU legislation*, op. cit., s. 11.
[628] M. Klamert, A.X.P. Lewis, *Article 26 TFEU*, op. cit., s. 469.
[629] T. van den Brink, V. Passalacqua, *Balancing unity and diversity in EU legislation*, op. cit., s. 11.
[630] D. Cumming, G. Imad'Eddine, A. Schwienbacher, *Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis*, „The European Journal of Finance", 18(3–4)/2012, s. 261–292.

F. Cupelli i V. Jotanovic) reżim dyrektywy UCITS określany jest jako globalny punkt odniesienia dla regulacji funduszy inwestycyjnych, a autorzy tego opracowania łączą to z rosnącym wśród inwestorów europejskich, jak i globalnych popytem na fundusze ETF tworzone na podstawie tych regulacji[631]. Natomiast analitycy firmy inwestycyjnej Vanguard – S. Hunter, J.C. Plagge i P. McGhee – wskazują, że dla dalszego, zdrowego rozwoju europejskiego rynku funduszy ETF kluczowe jest utrzymanie spójności i integralności reżimu produktowego dyrektywy UCITS[632].

2.2 Ujednolicanie przepisów w zakresie rynku wewnętrznego – od dyrektyw do rozporządzeń

Ewolucja unijnego prawa finansowego pokazuje, że model oparty na dyrektywach, przez wiele lat dominujący w procesie regulacji rynku wewnętrznego[633], stopniowo ujawniał swoje ograniczenia. Choć dyrektywy zapewniały państwom członkowskim istotny zakres swobody implementacyjnej, w praktyce prowadziły do rozbieżności w transpozycji i stosowaniu przepisów, co osłabiało spójność rynku wewnętrznego i utrudniało jednolite stosowanie prawa. Na wyzwania z tym związane zwracała uwagę Komisja Europejska już w 2005 r., wskazując potrzebę zastosowania innych narzędzi regulacyjnych i – po przeprowadzeniu konsultacji z interesariuszami – rozważenia wykorzystania na te potrzeby rozporządzeń[634]. Kierunek ten zyskał nowych zwolenników w trakcie kryzysów finansowych z lat 2008–2012, które uwypukliły słabości europejskich ram prawnych, w tym brak zdolności do skutecznego reagowania na sytuacje kryzysowe. Problemy te wynikały z rozbieżnych standardów, luk w zharmonizowanym systemie prawnym oraz niejasności w zakresie odpowiedzialności państw członkowskich, co przyczyniło się do destabilizacji rynków finansowych[635].

---

631 *UCITS ETFS a growing market in volatile times*, EFAMA 2023, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Market%20Insights%2013_UCITS%20ETFs_0.pdf, dostęp: 22.06.2025.
632 S. Hunter, J.C. Plagge, P. McGhee, *Capital market fragmentation and the impact on total cost of ownership for European ETF investors*, Vanguard Research 2024, https://www.ie.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/capital-market-fragmentation-and-the-impact-on-total-cost-of-ownership-for-european-etf-investors-eu-en-pro.pdf, dostęp: 16.10.2025.
633 N. Véron, *EU Financial Services Policy since 2007…*, op. cit.
634 Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego oraz Komitetu Regionów – Realizacja wspólnotowego programu lizbońskiego: strategia upraszczania otoczenia regulacyjnego*, COM(2005) 535 final, Bruksela, 25.10.2005.
635 J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit., s. 2.

W odpowiedzi na te wyzwania unijny ustawodawca wprowadził nowe podejście, koncentrując się na bardziej szczegółowych i bezpośrednio obowiązujących rozporządzeniach, które miały na celu wyeliminowanie niejednolitej implementacji[636]. Tendencję tę zainicjował tzw. raport de Larosière'a z 2009 r., który – obok innych kluczowych rekomendacji – wskazał na potrzebę budowy unijnego jednolitego zbioru przepisów (*single rulebook*), a dodatkowo pełniejszej harmonizacji i przesunięcia ciężaru regulacji z dyrektyw na rozporządzenia[637]. Wybór tej formy aktu prawnego przynosi szereg korzyści. Rozporządzenia – podobnie do dyrektyw – mają charakter generalny i abstrakcyjny, co oznacza, że są adresowane do szerokiego kręgu uczestników rynku. Stosuje się je jednak bezpośrednio we wszystkich państwach członkowskich, bez potrzeby implementacji w prawie krajowym[638]. Oznacza to, że rozporządzenie po wejściu w życie automatycznie staje się elementem krajowego porządku prawnego, a normy w nim zawarte muszą być stosowane bezpośrednio przez instytucje finansowe, emitentów oraz innych uczestników obrotu[639]. Jak zauważa F. Křepelka, szersze stosowanie rozporządzeń wzmacnia przejrzystość systemu prawnego i zapewnia bardziej jednolite stosowanie przepisów w całej Unii Europejskiej[640].

W efekcie w obszarze prawa rynku finansowego coraz częściej stosuje się rozporządzenia jako narzędzie zapewniające jednolite stosowanie norm. Dobitnym przykładem jest tandem dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia 600/2014/UE (MiFIR) [641]. Dyrektywa określa ramowe obowiązki organizacji rynków, prowadzenia działalności maklerskiej oraz ochrony inwestorów – w tych obszarach pozostawiono państwom członkowskim pewną elastyczność w implementacji, aby możliwe było dostosowanie do lokalnych struktur instytucjonalnych czy specyfiki krajowych rynków kapitałowych. MiFIR natomiast, jako rozporządzenie, obejmuje przepisy wymagające unifikacji i identycznego stosowania w całej Unii Europejskiej, w

[636] Ibidem, s. 3.
[637] N. Véron, *EU Financial Services Policy since 2007…*, op. cit.
[638] M. Klamert, P.J. Loewenthal, *Article 288 TFEU* [w:] *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights: A Commentary*, M. Kellerbauer, M. Klamert, J. Tomkin (red.), Oxford University Press 2019, s. 1898, https://doi.org/10.1093/oso/9780198759393.003.432.
[639] D. Miąsik, *Zasady i prawa podstawowe. System prawa Unii Europejskiej. Tom 2*, Wydawnictwo C.H. Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2022, s. 119.
[640] F. Křepelka, *Transformations of Directives into Regulations: Towards A More Uniform Administrative Law?*, „European Public Law", 27(4)/2021.
[641] Zob. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 84).

szczególności w zakresie wymogów dotyczących przejrzystości przed- i potransakcyjnej, obowiązków raportowych czy zasad dostępu do infrastruktury rynku. Warto zwrócić uwagę na istotny skutek praktyczny takiego sposobu regulacji dla funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych. Pierwotnie – jak wskazano powyżej – definicja funduszu ETF została wprowadzona do dyrektywy MiFID II, w której pozostaje ujęta do dziś. Jednak rozporządzenie MiFIR bezpośrednio odsyła do tej definicji, stanowiąc w art. 2 ust. 1 pkt 26, że na jego potrzeby fundusz ETF ma takie znaczenie, jakie zostało określone właśnie w dyrektywie MiFID II. Tym samym definicja ETF, pierwotnie zawarta w akcie wymagającym implementacji, stała się – w zakresie objętym rozporządzeniem – definicją o charakterze powszechnie obowiązującym.

Podobny proces – tj. zastąpienia dyrektywy rozporządzeniem – wystąpił w przypadku regulacji emisyjnych: dyrektywa prospektowa została zastąpiona bezpośrednio stosowanym rozporządzeniem 2017/1129 (dalej: rozporządzeniem prospektowym)[642], które ustanawia jednolite wymogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania i dystrybucji prospektów w całej Unii Europejskiej. Te przepisy umożliwiają wprowadzanie do obrotu na różnych europejskich giełdach instrumentów typu ETC i ETN, które nie korzystają z osobnych regulacji prospektowych przewidzianych dla funduszy inwestycyjnych.

Unifikacja regulacji, która w dużej mierze nastąpiła po kryzysach z lat 2008–2012, obejmowała nie tylko zmianę podstawowych instrumentów regulacyjnych z dyrektyw na rozporządzenia. Kryzys ujawnił bowiem nie tylko luki w unijnych regulacjach, lecz także rozbieżności w standardach nadzorczych, brak koordynacji działań państw członkowskich oraz ograniczoną zdolność skutecznego reagowania na sytuacje nadzwyczajne. W rezultacie doszło do poważnych zakłóceń na rynkach finansowych, które unaoczniły nie tylko niedoskonałości dotychczasowej harmonizacji, lecz również niejasności w zakresie podziału odpowiedzialności pomiędzy państwami członkowskimi a Unią Europejską[643]. W odpowiedzi na kryzys finansowy prawodawca unijny, oprócz omówionej wyżej zmiany podejścia w kierunku

[642] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.06.2017, str. 12).
[643] Ibidem, s. 2.

rozporządzeń jako dominującego instrumentu prawodawczego, skoncentrował się również na działaniach w obszarze nadzoru. Zmiany te miały charakter instytucjonalny, a w konsekwencji także legislacyjny – przy czym ten drugi aspekt wywiera szczególnie istotny wpływ na rynek giełdowych instrumentów indeksowych, który jest przedmiotem niniejszej analizy.

Utworzono Europejski System Nadzoru Finansowego (European System of Financial Supervision, ESFS), w ramach którego powołano m.in. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority, ESMA). Rola oraz kompetencje tej instytucji są kluczowe z perspektywy regulacji dotyczących rynku instrumentów indeksowych. ESMA, funkcjonując w strukturze ESFS, koordynuje działania krajowych organów nadzorczych, wspiera spójność regulacyjną oraz sprawuje bezpośredni nadzór nad wybranymi uczestnikami rynku finansowego. Realizując te zadania, posługuje się instrumentami prawnymi o zróżnicowanym charakterze, które zostaną szczegółowo omówione – z perspektywy analizowanych instrumentów finansowych – w kolejnych podrozdziałach[644]. Ich rola jest nie do przecenienia w kontekście kształtowania się europejskiego rynku giełdowych instrumentów indeksowych, gdyż to właśnie działalność ESMA w istotny sposób przyczyniła się do wykształcenia relatywnie jednolitego standardu funkcjonowania tych produktów – mimo zróżnicowanego poziomu ich regulacji. O ile w odniesieniu do funduszy ETF stosowane są instrumenty o charakterze harmonizacyjnym, zapewniające wysoki, choć nie w pełni jednolity poziom regulacji, o tyle w przypadku instrumentów typu ETC i ETN regulacje pozostają w znacznym stopniu rozproszone i fragmentaryczne. Rola ESMA polegała zatem nie tylko na wspieraniu konwergencji nadzorczej, lecz także na faktycznym wpływie na standardy działania poszczególnych kategorii produktów. Zagadnienia te zostaną rozwinięte w kolejnych podrozdziałach z perspektywy wykorzystywanych do tego celu aktów i instrumentów prawnych.

Warto jednak odnotować, że w literaturze coraz częściej podnosi się, że rozbudowa kompetencji ESMA (oraz pozostałych urzędów tworzących Europejski System Nadzoru Finansowego), dokonująca się w ostatniej dekadzie, prowadzi do zacierania

[644] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 2.

granic pomiędzy funkcjami techniczno-regulacyjnymi a quasi-ustawodawczymi[645]. Zjawisko to stanowi przedmiot intensywnej debaty doktrynalnej i instytucjonalnej, której początki sięgają orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawach Meroni przeciwko Wysokiej Władzy[646] oraz Zjednoczone Królestwo przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie (*short selling*) [647]. W obu orzeczeniach Trybunał wskazał na konieczność zachowania wyraźnej granicy pomiędzy kompetencjami o charakterze technicznym, które mogą być delegowane, a kompetencjami o znaczeniu politycznym, które pozostają zastrzeżone dla instytucji o demokratycznej legitymacji. W praktyce granica ta okazuje się jednak płynna, a instrumenty tworzone przez organy nadzoru coraz częściej wywierają skutki zbliżone do norm prawnie wiążących.

Na konsekwencje stopniowego przesuwania kompetencji normotwórczych z poziomu prawodawców Unii Europejskiej w stronę europejskich urzędów nadzoru, w tym ESMA, zwrócono uwagę w opublikowanym 10 lutego 2025 r. raporcie *Less is More*, przygotowanym przez grupę ekspertów reprezentujących m.in. czołowe stowarzyszenia rynku finansowego[648]. Autorzy podkreślają, że rosnąca liczba powierzanych tym organom mandatów do opracowywania różnego rodzaju aktów prawnych prowadzi do sytuacji, w której ich działalność przybiera charakter de facto ustawodawczy, a skutki regulacyjne tworzonych przez nie instrumentów wykraczają poza techniczne doprecyzowanie przepisów. W raporcie oceniono, że zjawisko to

[645] Zob. w szczególności E. Howell, *EU agencification and the rise of ESMA: are its governance arrangements fit for purpose?*, „Cambridge Law Journal", 78 (2)/2019, s. 324–354; C. Di Noia, M. Gargantini, *The European Securities and Markets Authority: Accountability towards EU Institutions and Stakeholders* [w:] P. Iglesias-Rodriguez, *Building Responsive and Responsible Financial Regulators in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, Intersentia, Cambridge–Antwerp–Portland 2015, s. 115–184, DOI: 10.1017/9781780684369.008.

[646] Wyrok TSUE z dnia 13 czerwca 1958 r., C-9/56, Meroni przeciwko Wysokiej Władzy, EU:C:1958:7, w którym Trybunał podkreślił konieczność zachowania równowagi w przekazywaniu kompetencji, wskazując, że agencjom unijnym nie można przyznawać nadmiernej swobody decyzyjnej mogącej prowadzić do zmiany istotnych elementów regulacji; przekazanie uprawnień musi być ściśle określone i ograniczone do aspektów technicznych, co wyznacza granicę między kompetencjami prawodawczymi a wykonawczymi.

[647] Wyrok TSUE z dnia 22 stycznia 2014 r., C-270/12, Zjednoczone Królestwo przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie, EU:C:2014:18, w którym Trybunał – na tle regulacji dotyczących krótkiej sprzedaży – potwierdził zgodność z prawem przyznania ESMA uprawnień do podejmowania decyzji wykonawczych, podkreślając, że kompetencje te muszą być jasno sformułowane w aktach ustawodawczych i ograniczone do działań niezbędnych dla realizacji celów unijnej regulacji finansowej.

[648] *Less is More. Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, European Association of Co-operative Banks (EACB) 10.02.2025, https://v3.globalcube.net/clients/eacb/content/medias/publications/eacb_studies/report_lessismore_fin.pdf, dostęp: 20.09.2025.

sprzyja powstawaniu tzw. inflacji normatywnej oraz zwiększa ryzyko rozmycia odpowiedzialności instytucjonalnej w unijnym systemie stanowienia prawa finansowego.

2.3 Ewolucja unijnej architektury regulacyjnej a regulacja giełdowych instrumentów indeksowych

Przedstawione wyżej tendencje regulacyjne wymagają pogłębionej analizy w kontekście giełdowych instrumentów indeksowych. Instrumenty te w pewnym stopniu „wymknęły się" opisanym procesom – unijny ustawodawca nie zdecydował się bowiem na ich kompleksową regulację produktową w formie rozporządzeń. Co więcej, w przypadku tych instrumentów brak jest jakiejkolwiek bezpośrednio im przeznaczonej regulacji na poziomie aktów ustawodawczych[649].

Utrzymanie regulacji funduszy inwestycyjnych na poziomie dyrektywy ma kilka zasadniczych uzasadnień. Przede wszystkim reżim dyrektywy UCITS, ukształtowany w latach 80., od początku opierał się na dyrektywie, co umożliwiało uwzględnienie zróżnicowania krajowych konstrukcji prawnych funduszy – w wielu państwach rynek ten był już wówczas dojrzały instytucjonalnie. Preambuła dyrektywy UCITS I z 1985 r. precyzyjnie określiła cele regulacyjne: zbliżenie warunków konkurencji między funduszami inwestycyjnymi przy jednoczesnym zapewnieniu bardziej skutecznej i jednolitej ochrony posiadaczy jednostek uczestnictwa oraz przy ułatwieniu transgranicznej dystrybucji tych jednostek[650].

Pełna unifikacja tego rodzaju działalności nie była ani wtedy, ani w żadnej kolejnej iteracji dyrektywy UCITS uwzględniona jako cel regulacji, ponieważ jej pełne osiągnięcie byłoby wyjątkowo trudne w praktyce. Jak wskazują analizy branżowe, w porządkach krajowych fundusze UCITS mogą przyjmować różne formy, w tym formę spółek inwestycyjnych, jak i funduszy nieposiadających osobowości prawnej, przy czym częstym zjawiskiem jest występowanie różnych modeli nawet w ramach jednego kraju. Występuje to m.in. w Irlandii i Luksemburgu – czyli jurysdykcjach, w

[649] W przeciwieństwie do funduszy ETF, które w zdecydowanej większości funkcjonują w formule UCITS (z nielicznymi wyjątkami w reżimie AIFMD), a więc w ramach, które od niemal 40 lat pozostają ukształtowane jako dyrektywa.
[650] Zob. preambuła do Dyrektywy Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS I) (85/611/EWG).

których działa zdecydowanie największa liczba europejskich funduszy inwestycyjnych[651].

Dla przykładu, w Luksemburgu fundusze UCITS mogą przyjmować postać najpopularniejszych w konstrukcji funduszy ETF struktur SICAV (fr. Société d'Investissement à Capital Variable)[652] albo FCP (fr. *fonds commun de placement*), tj. funduszu kontraktowego zarządzanego przez spółkę zarządzającą i pozbawionego osobowości prawnej[653]. W Irlandii praktyka wykształciła analogicznie szerokie spektrum form: obok najpopularniejszej (również w kontekście funduszy ETF) ICAV (Irish Collective Asset-management Vehicle) [654] i klasycznej spółki inwestycyjnej dopuszczone są również *unit trust* oraz *common contractual fund* (CCF). Oznacza to, że obok konstrukcji korporacyjnych funkcjonują także modele kontraktowe[655]. Podobne zróżnicowanie występuje w innych krajach, choćby w Niemczech[656], czy Hiszpanii[657].

Konsekwencją jest wielopoziomowa elastyczność konstrukcyjna: na poziomie Unii Europejskiej obowiązuje otwarty katalog form, natomiast na poziomie krajowym funkcjonują systemy umożliwiające jednoczesne działanie funduszy korporacyjnych i kontraktowych. Układ ten zapewnia kompatybilność z lokalnymi tradycjami prawa prywatnego i korporacyjnego, przy zachowaniu zharmonizowanych standardów reżimu dyrektywy UCITS w zakresie organizacji, nadzoru i ochrony inwestorów. Konstrukcja dyrektywy umożliwia bowiem dostosowanie wspólnych standardów, takich jak zasady dywersyfikacji portfela czy obowiązki depozytariusza, do odmiennych modeli nadzorczych i krajowych regulacji sposobów prowadzenia

[651] Zob. *Fact Book 2025: Trends in European Investment Funds, 23rd edition*, EFAMA 2025, https://www.efama.org/sites/default/files/files/fact-book-2025_lowres_0.pdf, dostęp: 13.10.2025.
[652] SICAV – spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale, stanowiąca odrębny podmiot prawa prywatnego, która może funkcjonować jako fundusz UCITS.
[653] *UCITS. Legal form*, ALFI (Association of the Luxembourg Fund Industry), https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/ucits, dostęp: 20.09.2025.
[654] ICAV – fundusz zbiorowego inwestowania posiadający osobowość prawną w formie odrębnego podmiotu prawa prywatnego, który może być kwalifikowany jako UCITS lub jako alternatywny fundusz inwestycyjny.
[655] Central Bank of Ireland, *Application Forms for UCITS* (wyliczenie form: *unit trust*, *investment company*, *common contractual fund* – CCF), https://www.centralbank.ie/regulation/industry-market-sectors/funds/ucits/forms, dostęp: 20.09.2025.
[656] BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), *Investment funds*, https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/KVGenInvestmentfonds/Investmentfonds/investmentfonds_node_en.html, dostęp: 20.09.2025.
[657] Hasło: *Fondos de Inversión: patrimonios separados sin personalidad jurídica* [w:] CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), *Glosario – Fondos de Inversión*, https://www.cnmv.es/portal/inversor/fondos-tipos?lang=es&utm, dostęp: 20.09.2025.

działalności. Przyjęcie regulacji w formie rozporządzenia, poprzez narzucenie jednolitego rozwiązania, mogłoby natomiast prowadzić do kolizji z krajowymi reżimami prawa gospodarczego i handlowego oraz skutkować nieuzasadnioną ingerencją w obszary ogólnego prawa prywatnego, w których Unia Europejska nie posiada pełnej kompetencji harmonizacyjnej.

Zróżnicowanie form prawnych jest jeszcze większe w przypadku funduszy o charakterze alternatywnym, a rozwiązania regulacyjne harmonizujące częściowo ten sektor są inne – dyrektywa 2011/61/UE (dalej: dyrektywa AIFMD)[658] obejmuje podmioty zajmujące się zarządzaniem i administrowaniem alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, a nie same fundusze[659].

Kolejnym argumentem przemawiającym za utrzymaniem formy dyrektywy, odnoszącym się bezpośrednio do wskazanych wcześniej celów regulacji, jest konieczność uwzględnienia zasad proporcjonalności oraz subsydiarności (zob. podrozdział 1.3). Mają one kluczowe znaczenie przy doborze instrumentów prawnych służących budowie rynku wewnętrznego. Jeżeli zamierzone cele, takie jak ujednolicenie podstawowych standardów oraz zapewnienie ochrony inwestorów, mogą zostać osiągnięte poprzez dyrektywy, brak jest podstaw do sięgania po bardziej ingerencyjne instrumenty jak rozporządzenia. W tym duchu w uzasadnieniu projektu dyrektywy AIFMD wyraźnie podkreślono, że wybór dyrektywy stanowi rozsądny kompromis pomiędzy potrzebą jednolitych standardów a potrzebą elastyczności[660], zapewniając wspólne ramy regulacyjne przy jednoczesnym poszanowaniu odmienności krajowych porządków prawnych.

Warto też zauważyć, że brak przesłanek w postaci istotnych niedoskonałości rynku w obszarze funkcjonowania funduszy UCITS osłabiał argumenty na rzecz unifikacji w formie rozporządzenia. Rynek funduszy ETF funkcjonujących w reżimie dyrektywy UCITS rozwija się w Europie dynamicznie, co potwierdza

[658] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.07.2011, str. 1)

[659] Ch. Schmies [w:] M. Lehmann, C. Kumpan, European Parliament (red.), *European financial services law: Article-by-Article Commentary*, „International and European business law", Nomos, Beck, Hart, Baden-Baden– München–Oxford–Chicago 2019, s. 1466.

[660] Zob. pkt 3.3 uzasadnienia do projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i KOM(2009) 207 wersja ostateczna, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/?uri=CELEX%3A52009PC0207, dostęp: 20.09.2025.

funkcjonalność dotychczasowych ram prawnych. Jak zauważa N. Moloney, w sektorze funduszy inwestycyjnych nie odnotowano niedoskonałości rynku porównywalnych z tymi, które ujawniły się w sektorze bankowym w latach kryzysu finansowego z 2008 r. i w następnych[661]. To załamanie unaoczniło potrzebę silniejszych, bezpośrednio stosowanych ram regulacyjnych przede wszystkim w obszarach generujących ryzyko systemowe, takich jak banki czy infrastruktura rynku (np. CRR, MAR)[662]. Tymczasem według autorki fundusze UCITS – włącznie z funduszami ETF działającymi w tym reżimie – przeszły przez okres kryzysu bez istotnych zakłóceń w zakresie płynności czy wypłacalności, a ich konstrukcja prawna i nadzorcza okazała się stabilna[663]. Z tego względu brak było podstaw do przyjmowania nowych, bezpośrednio stosowanych instrumentów prawnych.

Co więcej, niektóre cele, realizowane w innych obszarach unijnego prawa finansowego za pomocą rozporządzeń, takie jak ograniczanie rozbieżności ustawodawstw krajowych czy zapewnienie jednolitych standardów, w przypadku reżimu dyrektywy UCITS osiągane są przy wykorzystaniu innych instrumentów prawnych. Sam fakt, że podstawowe ramy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych zostały określone w dyrektywach, nie oznacza braku szczegółowej regulacji. Przeciwnie – system UCITS został w znacznym stopniu „usztywniony" poprzez liczne akty delegowane, wytyczne organów nadzorczych oraz inne instrumenty typu *soft law*, które doprecyzowują standardy na poziomie technicznym i operacyjnym[664]. Warto w tym miejscu zauważyć, że to właśnie w wytycznych ESMA po raz pierwszy pojawiła się definicja „UCITS ETF", później w dużej mierze powtórzona w przepisach dyrektywy MiFID II[665].

---

[661] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 249.
[662] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR) (Dz.U. L 176 z 27.06.2013, str. 1) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (MAR) (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 1). Oba akty stanowią przykład przejścia od harmonizacji minimalnej opartej na dyrektywach do bezpośrednio stosowanych rozporządzeń unijnych, przyjętych w odpowiedzi na niedostatki ram regulacyjnych ujawnione w trakcie kryzysu finansowego 2007–2009.
[663] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit, s. 251.
[664] W opracowaniach branżowych wskazuje się wyraźnie, że dotyczy to również zasad obowiązujących fundusze ETF. Zob. Association Française de la Gestion financière (AFG), *UCITS ETF – a unique European format*, 2025, https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2025/04/Plaquette-UCITS-ETF_Vfinale.pdf, dostęp: 20.09.2025.
[665] Zob. pkt II.3 [w:] *Wytyczne w sprawie ETF i innych zagadnień dotyczących UCITS*, ESMA/2014/937PL, ESMA, 1.08.2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enpl.pdf, dostęp: 13.09.2025.

Unijny model regulacji ma charakter wielowarstwowy: ogólne zasady określone w dyrektywie są następnie rozwijane i uszczegóławiane w aktach niższego rzędu, takich jak rozporządzenia delegowane czy akty wykonawcze Komisji[666]. W ramach reżimu UCITS funkcjonuje szereg takich aktów o bezpośrednim stosowaniu. Tak skonstruowany system łączy zalety dyrektywy, która zapewnia strukturalną elastyczność i poszanowanie krajowych odmienności, z zaletami rozporządzeń gwarantującymi jednolite stosowanie szczegółowych standardów. Konstrukcja ta pozostaje zgodna z traktatowymi zasadami proporcjonalności oraz subsydiarności.

W literaturze przedmiotu podnoszona jest jednak również krytyka przyjętego modelu. Jak zauważa w obszernej analizie dotyczącej oceny unijnego systemu regulacji usług zarządzania aktywami K. Navid, budowanie spójnych ram regulacyjnych poprzez złożony układ wielu odrębnych dyrektyw i rozporządzeń, uzupełnionych licznymi aktami niższych poziomów, prowadzi do nadmiernej złożoności oraz utrudnia interpretację i stosowanie przepisów. Wskazuje, że rozwiązaniem mogłoby być uproszczenie tego „patchworkowego" systemu np. poprzez przyjęcie jednego rozporządzenia dla funduszy inwestycyjnych, co pozwoliłoby całkowicie wyeliminować pozostałe różnice krajowe[667].

Podobne wątpliwości formułują również inni autorzy, w szczególności C.P. Buttigieg oraz A. Armeni Cauchi[668]. Analizując konsekwencje doktryny de Larosière'a dla regulacji bankowych w Unii Europejskiej, wskazują na problem nadmiernej proliferacji aktów o charakterze nieustawodawczym. Zdaniem autorów taka konstrukcja, choć sprzyja stabilności, może ograniczać konkurencję, innowacyjność oraz wybór konsumencki. Krytyka nadmiernej złożoności europejskich regulacji finansowych została również sformułowana w raporcie *Less is More* przygotowanym przez grupę ekspertów reprezentujących czołowe stowarzyszenia branżowe sektora bankowego[669]. Wskazano w nim, że proliferacja aktów *soft law* – takich jak wytyczne, Q&A czy zalecenia organów nadzoru – prowadzi do powstawania obowiązków quasi-normatywnych, pozbawionych właściwej kontroli demokratycznej.

[666] Charakterystyka tego system zostanie omówiona w kolejnym podrozdziale.
[667] K. Navid, *How Many Single Rulebooks? The EU's Patchwork Approach to Ensuring Regulatory Consistency in the Area of Investment Management*, „European Business Organization Law Review", 23(2)/2022, s. 347–390.
[668] C.P. Buttigieg, A. Armeni Cauchi, *Going beyond the de Larosière Doctrine: effectiveness with proportionality*, „ERA Forum", 26(1)/2025, s. 21–40.
[669] *Less is More…*, op. cit.

Autorzy raportu podkreślili ponadto, iż nadmiar aktów różnego szczebla sprzyja powstawaniu niepewności prawa i generuje istotne koszty zgodności, co szczególnie obciąża mniejsze instytucje i może ograniczać innowacyjność. W odpowiedzi zaproponowano m.in. ograniczenie proliferacji *soft law*, wzmocnienie oceny skutków regulacji oraz konsolidację istniejących ram prawnych.

Odmiennie przedstawia się sytuacja instrumentów typu ETC i ETN. Jako dłużne papiery wartościowe nie podlegają one reżimowi właściwemu funduszom inwestycyjnym i nie zostały szczegółowo uregulowane ani w dyrektywach, ani w rozporządzeniach o charakterze ustawodawczym. Jedyną legalną definicję zawierają akty wykonawcze, a konkretnie – regulacyjne standardy techniczne (RTS 2) do dyrektywy MiFID II, określające wymogi przejrzystości przed- i potransakcyjnej (zob. podrozdział 4.3).

Dlatego też ocena efektywności unijnych regulacji w zakresie giełdowych instrumentów indeksowych wymaga szczegółowego zbadania nie tylko samych aktów poziomu ustawodawczego, lecz także całego systemu aktów niższego rzędu – w tym aktów delegowanych, wykonawczych oraz wytycznych nadzorczych – wraz z analizą ich struktury, procedur przyjmowania, zakresu stosowania oraz mocy obowiązującej.

2.4 Wielopoziomowa struktura regulacji rynku finansowego Unii Europejskiej: rola aktów wykonawczych i technicznych

Analiza pełnego krajobrazu regulacyjnego Unii Europejskiej w odniesieniu do giełdowych instrumentów indeksowych wymaga uwzględnienia wielopoziomowej struktury legislacyjnej przyjętej w ramach tzw. procedury Lamfalussy'ego. Ta czteropoziomowa architektura, zaproponowana w raporcie Lamfalussy'ego z 2001 r.[670], odgrywa kluczową rolę w systemie regulacyjnym Unii Europejskiej, szczególnie w obszarze rynku kapitałowego[671]. Procedura ta została później zaadaptowana do innych obszarów regulacji, takich jak usługi bankowe czy ubezpieczeniowe, a jej założenia znalazły odzwierciedlenie w konstrukcji Europejskiego Systemu Nadzoru

[670] *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, ESMA, 2001, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, dostęp: 17.10.2025.
[671] G. Włodarczyk, *Rozdział II. Struktura aktów unii europejskiej z uwzględnieniem tzw. RTS, ITS* [w:] *Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa 2022.

Finansowego (ESNF), ustanowionego na podstawie sprawozdania grupy de Larosière'a z 2009 r.[672]. Z perspektywy tematyki niniejszej pracy istotne jest zrozumienie tej struktury, gdyż poszczególne poziomy regulacji w różnym stopniu kształtują status prawny oraz obowiązki emitentów, funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, jak również bezpieczeństwo inwestorów.

W procedurze Lamfalussy'ego wyróżnia się cztery poziomy regulacyjne, które określają proces tworzenia, implementacji i egzekwowania przepisów[673]. Ich rozumienie i stosowanie ulegało modyfikacjom. Nie zmieniły się jednak zasadnicze założenia[674], wyszczególnione poniżej:

- Poziom 1 – akty ramowe, czyli dyrektywy i rozporządzenia, ustanawiające podstawowe zasady oraz uprawnienia wykonawcze (omówione w poprzednim podrozdziale);
- Poziom 2 – akty techniczne (RTS i ITS), przygotowywane przez europejskie organy nadzoru – w obszarze rynku kapitałowego przede wszystkim przez ESMA – i przyjmowane przez Komisję Europejską w celu doprecyzowania aktów ramowych;
- Poziom 3 – konwergencja nadzorcza i *soft law*, takie jak wytyczne, zalecenia czy dokumenty Q&A, wydawane przez europejskie organy nadzoru (w przypadku rynku kapitałowego w szczególności przez ESMA), które wspierają jednolite stosowanie prawa w państwach członkowskich, mimo że nie mają charakteru wiążącego;
- Poziom 4 – egzekwowanie przepisów, obejmujące działania Komisji Europejskiej monitorującej prawidłową transpozycję prawa unijnego.

Szczególne znaczenie dla regulacji giełdowych instrumentów indeksowych ma poziom 2 procedury Lamfalussy'ego, w ramach którego definiowane są w unijnym systemie prawnym m.in. instrumenty typu ETC i ETN. Akty tego poziomu, wydawane na podstawie art. 290 i 291 TFUE, przyjmują postać aktów delegowanych oraz wykonawczych, które – jako akty nieustawodawcze – mogą występować w formie

[672] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit., s. 8.
[673] *Regulatory process in financial services*, European Commission b.d., https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/regulatory-process-financial-services_en, dostęp: 22.12.2024.
[674] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 21.

rozporządzeń, dyrektyw lub decyzji zgodnie z art. 288 TFUE[675], różniąc się zakresem regulacji[676]. Akty delegowane służą uzupełnianiu lub zmianie mniej istotnych elementów aktu podstawowego, natomiast akty wykonawcze ustanawiają szczegółowe warunki jego stosowania. W literaturze różnicę między nimi ujmuje się czasem syntetycznie: akty delegowane uzupełniają akt podstawowy w warstwie merytorycznej, podczas gdy akty wykonawcze doprecyzowują sposób jego praktycznego stosowania [677].

Dla potrzeb niniejszej analizy kluczowe są akty przygotowywane przez ESMA, która choć nie pełni funkcji nadzorczej wobec emitentów czy platform obrotu, opracowuje projekty Regulacyjnych Standardów Technicznych (RTS) oraz Wykonawczych Standardów Technicznych (ITS). RTS, jako akty delegowane, są formalnie przyjmowane przez Komisję Europejską (przy czym wymagają też zatwierdzenia przez Parlament Europejski oraz Radę, które mogą zgłosić sprzeciw w określonym terminie)[678] i po wejściu w życie obowiązują w całej Unii bez potrzeby dodatkowej implementacji krajowej[679]. Przykładem takiego aktu jest RTS 2[680], wydany na podstawie MiFIR, szczegółowo regulujący wymogi przejrzystości transakcyjnej. Jest to dokument wyjątkowo istotny z perspektywy analiz regulacji dotyczących giełdowych instrumentów indeksowych, ponieważ stanowi jedyny akt prawa unijnego, w którym zdefiniowano instrumenty typu ETC i ETN, przesądzono o ich charakterze jako instrumentów dłużnych oraz wyraźnie rozgraniczono je od klasycznych obligacji. Nie jest to definicja ogólnosystemowa (w przeciwieństwie np. do funduszy ETF, których definicję zawiera akt poziomu 1 – dyrektywa MiFID II), lecz definicja

[675] A. Lefterov, *The Single Rulebook: legal issues and relevance in the SSM context*, „Legal Working Paper Series", 15/2015. W nagłówku takich aktów dodaje się przymiotnik „delegowane" albo „delegowana".
[676] P.J. Loewenthal, *Article 290 TFEU* [w:] *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights: A Commentary*, op. cit., s. 1919, https://doi.org/10.1093/oso/9780198759393.003.434.
[677] Ibidem.
[678] Aty te wymagają też zatwierdzenia przez Parlament Europejski oraz Radę, które mogą zgłosić sprzeciw w określonym terminie. Założenie jest jednak takie, że to ESMA ma wiedzę ekspercką w danym temacie i brak zatwierdzenia danego RTS-u powinien ograniczać się do sytuacji wyjątkowych.
[679] P. Craig, *Delegated and Implementing Acts* [w:] *Oxford Principles Of European Union Law: The European Union Legal Order: Volume I*, R. Schütze, T. Tridimas (red.), Oxford University Press 2018, s. 742, https://doi.org/10.1093/oso/9780199533770.003.0026.
[680] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/583 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie przejrzystości dla systemów obrotu i firm inwestycyjnych w odniesieniu do obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji oraz instrumentów pochodnych (tekst mający znaczenie dla EOG) (Dz.U. L 87 z 31.03.2017, str. 229).

techniczna przyjęta wyłącznie na potrzeby analizowanego aktu prawnego. Systemowe skutki takiego ujęcia wyżej wymienionej regulacji omówione będą w dalszej części pracy, w szczególności w podrozdziale 1.3 rozdziału 6.

Wykonawcze Standardy Techniczne (ITS) są natomiast aktami wykonawczymi. W odróżnieniu od RTS akty ITS mają charakter bardziej proceduralny, ustanawiając szczegółowe i jednolite warunki wykonywania przepisów już zawartych w aktach poziomu 1. Procedura wydawania ITS jest uproszczona: wymaga co prawda udziału Komisji Europejskiej, ale nie jest konieczne zatwierdzenie przez Parlament Europejski czy Radę. Odbywa się to jednak w ramach tzw. procesu komitologii[681], przewidzianego w art. 291 TFUE[682]. Przykładem ITS-ów są akty związane z raportowaniem transakcji na podstawie rozporządzenia EMIR[683].

Zarówno RTS, jak i ITS pełnią kluczową funkcję w zapewnieniu precyzji i spójności regulacji w obszarze rynku finansowego Unii Europejskiej, ograniczając ryzyko niejednolitej interpretacji czy implementacji przepisów w państwach członkowskich. Umożliwiają Komisji Europejskiej, we współpracy z europejskimi organami nadzoru (ESMA, EBA, EIOPA), dostosowywanie regulacji do zmieniających się warunków rynkowych, przy czym ich zakres powinien pozostawać wyłącznie techniczny i wynikać z upoważnień zawartych w aktach ustawodawczych[684]. P. Craig zwraca jednak uwagę, że w praktyce często wywołują one skutki wykraczające poza kwestie czysto techniczne[685]. Również w przywołanym już wcześniej raporcie *Less is More* wskazano liczne przykłady sytuacji, w których proces opracowywania

[681] Komitologia (*comitology*) to system procedur kontrolnych, w ramach których państwa członkowskie – za pośrednictwem specjalnych komitetów złożonych z ich przedstawicieli – sprawują nadzór nad wykonywaniem uprawnień wykonawczych przez Komisję Europejską. Procedura ta, uregulowana obecnie w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 182/2011 z dnia 16 lutego 2011 r. ustanawiającym przepisy i zasady ogólne dotyczące trybu kontroli przez państwa członkowskie wykonywania uprawnień wykonawczych przez Komisję (Dz.U. L 55 z 28.02.2011, str. 13), obejmuje dwa tryby: procedurę doradczą oraz procedurę sprawdzającą. W przypadku ITS w sektorze finansowym zastosowanie znajduje z reguły procedura sprawdzająca, wymagająca uzyskania kwalifikowanej większości głosów w komitecie.
[682] P. Craig, *Delegated and Implementing Acts*, op. cit., s. 743.
[683] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, centralnych kontrahentów i repozytoriów transakcji (EMIR) (Dz.U. L 201 z 27.07.2012, str. 1).
[684] Art. 10 ust. 1 oraz art. 15 ust. 1 rozporządzenia ESA.
[685] P. Craig, *Delegated and Implementing Acts*, op. cit., s. 742.

standardów technicznych prowadził do przekroczenia granic upoważnień ustawowych[686].

2.5 Jednolity zbiór przepisów (*single rulebook*) – struktura i znaczenie

Wielopoziomowa struktura regulacji, zbudowana m.in. na podstawie założeń procedury Lamfalussy'ego, była istotnym krokiem w kierunku harmonizacji i spójności regulacyjnej w państwach członkowskich. Dla osiągnięcia pełnej integracji rynku finansowego Unii Europejskiej konieczne było jednak wypracowanie podejścia umożliwiającego dalsze ujednolicenie przepisów na wszystkich poziomach regulacji, od ogólnych zasad, przez szczegółowe wymogi techniczne, aż po instrumenty o charakterze *soft law*. Jednolity zbiór przepisów (*single rulebook*) stał się istotnym narzędziem realizacji tego celu. A. Lefterov[687] i K. Navid[688] wskazują, że rozwój tej koncepcji następował po wdrożeniu Planu Działań Komisji Europejskiej na rzecz Usług Finansowych (FSAP) oraz w odpowiedzi na wnioski wyciągnięte z kryzysu finansowego z lat 2007–2008. Punktem wyjścia była ogólna potrzeba zapewnienia jednolitości prawa (*law consistency*) na potrzeby realizacji koncepcji jednolitego rynku unijnego, co miało umożliwić budowę spójnego systemu regulacyjnego i nadzorczego obejmującego cały sektor finansowy. Początkowo koncepcja *single rulebook* odnosiła się przede wszystkim do sektora bankowego[689] i stanowiła odpowiedź na reżim regulacyjny oparty na dyrektywach minimalnej harmonizacji, krytykowany za prowadzenie do rozbieżności w przepisach krajowych[690]. Stopniowo została jednak rozszerzona na pozostałe segmenty rynku finansowego, a dążenie do stworzenia jednolitego zbioru przepisów szczególnie wyraźnie ujawniło się w ramach budowy Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*, CMU)[691], ukierunkowanej na

[686] W szczególności odnotowano przypadki, w których sama Komisja Europejska interweniowała, uznając, że projekty RTS lub ITS przedstawione przez europejskie organy nadzoru nie odzwierciedlają w sposób proporcjonalny potrzeb rynku lub wykraczają poza zakres technicznego doprecyzowania przepisów. Wskazano zwłaszcza, że Komisja przypominała o konieczności zachowania rozróżnienia między decyzjami technicznymi a politycznymi, podkreślając, że standardy techniczne nie mogą obejmować rozstrzygnięć o charakterze strategicznym. Jednocześnie zauważono, że o ile w większości przypadków Komisja przyjmuje projekty w brzmieniu zaproponowanym przez ESMA, o tyle spośród ponad 250 standardów w kilkunastu przypadkach wystąpiła jednak o ich zmianę.
[687] A. Lefterov, *The Single Rulebook…*, op. cit., s. 4.
[688] K. Navid, *How Many Single Rulebooks?…*, op. cit., s. 347–390.
[689] *Polityka w dziedzinie usług finansowych*, op. cit.
[690] V. Babis, *The Single Rulebook and the European Banking Authority* [w:] F. Fabbrini, M. Ventoruzzo, *Research Handbook on EU Economic Law*, Edward Elgar Publishing 2019, s. 262–286.
[691] Unia Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*, CMU) to zainicjowany w 2015 r. przez Komisję Europejską projekt integracyjny, którego celem jest utworzenie jednolitego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej poprzez zniesienie barier transgranicznych w przepływie kapitału,

wzmocnienie harmonizacji maksymalnej oraz – tam, gdzie to możliwe – unifikacji przepisów krajowych na wszystkich poziomach[692].

Koncepcja *single rulebook* odnosi się do jednolitego zbioru przepisów prawa materialnego Unii Europejskiej w obszarze rynków finansowych. W ujęciu Komisji Europejskiej termin ten opisuje zestaw norm mających bezpośrednie i jednakowe zastosowanie do wszystkich uczestników rynku, niezależnie od ich jurysdykcji[693]. Nie stanowi on jednak pojęcia prawnego sensu stricto, lecz raczej konstrukcję o charakterze polityczno-programowym, wyrażającą dążenie do pełnej harmonizacji regulacji w ramach jednolitego rynku finansowego[694]. Struktura tego zbioru ma charakter hierarchiczny:

- Poziom 1 – Dyrektywy i rozporządzenia;
- Poziom 2 – Akty delegowane i wykonawcze Komisji, precyzujące i wdrażające ogólne zasady. Do tej kategorii należą przede wszystkim omówione wcześniej standardy techniczne opracowywane przez europejskie urzędy nadzoru;
- Poziom 3 – Wytyczne i zalecenia opracowywane przez europejskie urzędy nadzoru, które wspierają wdrażanie przepisów, lecz nie mają wiążącej mocy prawnej.

Single rulebook obejmuje również przepisy krajowe implementujące odpowiednie dyrektywy unijne i nadające im moc prawną[695]. A. Lefterov zauważa, że włączenie przepisów krajowych, które określają konkretne obowiązki uczestników

dywersyfikację źródeł finansowania gospodarki oraz wzmocnienie ochrony inwestorów. Zob. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final, Brussels, 30.09.2015. Projekt ten został następnie zaktualizowany w 2020 r.; zob. Communication from the Commission, *A Capital Markets Union for people and businesses — new action plan*, COM(2020) 590 final, Brussels, 24.09.2020.

[692] M. Gargantini, *Chapter 8: Regulatory harmonization and fragmentation in the Capital Markets Union*, 2024, https://www.elgaronline.com/edcollchap/book/9781035302956/book-part-9781035302956-12.xml, dostęp: 17.10.2025, s. 142.

[693] *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów*, Komisja Europejska, 24.09.2020, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590, dostęp: 3.01.2025.

[694] A. Lefterov, *The Single Rulebook…*, op. cit., s. 7.

[695] Ibidem, s. 9.

rynku, jest konieczne z uwagi na zakaz stosowania tzw. odwrotnego skutku bezpośredniego[696].

Single rulebook rozwija zatem omówioną wcześniej hierarchiczną strukturę regulacji zaproponowaną w procedurze Lamfalussy'ego, stanowiąc istotne narzędzie integracji rynku finansowego. Łączy poziomy regulacji unijnych z implementacją krajową, przy założeniu ograniczania fragmentacji prawnej w ramach jednolitego rynku. Jak zauważa N. Moloney, rozwój jednolitego zbioru przepisów prowadzi do systematycznego zbliżania regulacji rynku finansowego w Unii Europejskiej ku pełnemu ujednoliceniu[697]. Warto mieć jednak na uwadze, że koncepcja *single rulebook* nie jest pozbawiona krytyki. W szczególności K. Navid postawił tezę, że reforma regulacyjna Unii Europejskiej po kryzysie finansowym doprowadziła do stworzenia dość złożonego reżimu mozaikowego, obejmującego wiele odrębnych dyrektyw i rozporządzeń, które ostatecznie przyjęły podejście oparte na formie, a nie na treści[698].

Z punktu widzenia analizy regulacji giełdowych instrumentów indeksowych koncepcja *single rulebook* ma znaczenie porządkujące i metodyczne. Umożliwia bowiem umiejscowienie przepisów dotyczących funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN w ramach wielopoziomowej struktury regulacyjnej Unii Europejskiej, obejmującej akty ustawodawcze, wykonawcze oraz instrumenty *soft law*. W przypadku giełdowych instrumentów indeksowych takie ujęcie systemowe ma szczególne znaczenie, ponieważ regulacje odnoszące się do tych produktów są rozproszone, często niesymetryczne i osadzone na różnych poziomach hierarchii prawa. Przyjęcie perspektywy *single rulebook* pozwala zatem na precyzyjne uporządkowanie tych rozwiązań, identyfikację obszarów harmonizacji i asymetrii oraz wskazanie miejsc, w których brak jest pełnej spójności lub proporcjonalności norm prawnych. W dalszej części pracy (w szczególności w rozdziałach 5 i 6) koncepcja ta stanowi podstawę szczegółowej analizy regulacji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, umożliwiając jej przeprowadzenie w sposób konsekwentny i systemowy.

[696] Zakaz ten oznacza, że przepisy prawa unijnego nie mogą być powoływane przez państwo członkowskie przeciwko jednostce w sytuacjach, gdy państwo samo nie implementowało tych przepisów zgodnie z wymaganiami prawa Unii Europejskiej.
[697] N. Moloney, *EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity*, „Yearbook of European Law", 42/2023, s. 169–209.
[698] K. Navid, *How Many Single Rulebooks?…*, op. cit.

3 *Soft law* a ramy regulacyjne giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej

3.1 Definicja, geneza i znaczenie *soft law* w prawie międzynarodowym i unijnym

Zarówno proces opisany przez Lamfalussy'ego, jak i kompozycja *single rulebook* zakładają istotną rolę instrumentów prawnych poziomu 3 – obejmującego w obu przedstawionych powyżej strukturach regulacyjnych akty o charakterze niewiążącym (*soft law*), w tym wytyczne, zalecenia i dokumenty Q&A europejskich urzędów nadzoru. W skład tych instrumentów mogą wchodzić zalecenia, wytyczne, opinie (jako akty prawne przewidziane w art. 288 TFUE), a także dokumenty takie jak Q&A wydawane przez europejskie urzędy nadzoru, w szczególności przez ESMA w przypadku rynku finansowego. Wspólnym mianownikiem tych instrumentów prawnych jest to, że formalnie nie mają one mocy wiążącej, co nie oznacza, że nie wywierają znaczącego wpływu na funkcjonowanie rynku finansowego. Jak zauważa N. Moloney, szeroki wachlarz *soft law*, głównie tworzonego przez ESMA, stał się integralnym elementem jednolitego zbioru zasad, a Komisja Europejska szczególnie często stosuje tego rodzaju środki w obszarze rynków finansowych[699]. Ponadto, jak zauważa J.C. Poulle, *soft law* współdziała z *hard law*, odgrywając kluczową rolę w regulacji sektora bankowego i usług finansowych. Wiele tekstów wydawanych przez europejskie urzędy nadzoru nad sektorem finansowym, choć formalnie nie mają charakteru wiążącego, są obecnie traktowane jako obligatoryjne[700].

Przed omówieniem specyfiki unijnych instrumentów *soft law* warto zwrócić uwagę na szerszy kontekst tej koncepcji. Pojęcie *soft law* wywodzi się z prawa międzynarodowego publicznego i w początkowych ujęciach doktrynalnych było postrzegane jako źródło prawa o niższej randze w stosunku do umów międzynarodowych, czy aktów prawa stanowionego[701]. Nie wchodząc głębiej w kwestie definicji *soft law* w prawie międzynarodowym, należy za T. Nieborakiem zgodzić się z

[699] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 9.
[700] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit., s. 3.
[701] J. d'Aspremont, *Softness in International Law: A Self-Serving Quest for New Legal Materials*, „European Journal of International Law", 19(5)/2008, s. 1075–1093.

poglądem, że z perspektywy regulacji rynku finansowego instrumentom o charakterze *soft law* co prawda nie nadano formalnej mocy prawnej, jednak daleko posunięta konwergencja przyjmowanych standardów, wspólne przesłanki ich akceptacji, czy też brak sprzeciwu uczyniły je istotnym punktem odniesienia w stosowaniu prawa[702]. Pomimo niewiążącego charakteru *soft law* w międzynarodowym prawie finansowym reguły tego typu odgrywają znaczącą rolę[703]. Takie instrumenty posiadają cechy „legalności", ponieważ wywołują wymierne skutki rynkowe, instytucjonalne i reputacyjne, zarówno dla regulatorów, jak i przedsiębiorstw.

Jak podkreśla C. Brummer, reguły te mogą być przestrzegane lub ignorowane, ale w obu przypadkach przynoszą konkretne konsekwencje, co czyni je efektywnym narzędziem regulacyjnym również w obliczu wyzwań współczesnych rynków finansowych[704]. Przykładem jest Basel I[705], który – mimo braku formalnej mocy prawnej – został w krótkim czasie wdrożony w ponad 100 państwach jako de facto międzynarodowy standard nadzorczy[706]. W obecnym piśmiennictwie nie budzi już wątpliwości, że *soft law* odgrywa istotną rolę w regulacji międzynarodowych rynków finansowych. Często podkreśla się również, że jest narzędziem do tego celu optymalnym ze względu na swoje unikalne cechy i właściwości odpowiadające wymogom związanym m.in. z czasową wrażliwością regulacji oraz różnorodnością krajowych systemów regulacyjnych i nadzorczych[707]. Doświadczenia z prawa międzynarodowego stanowią punkt odniesienia, ale unijne instrumenty *soft law* zyskały własną specyfikę, którą należy omówić osobno.

Soft law zajmuje istotne miejsce w prawodawstwie Unii Europejskiej, a sektor rynków finansowych należy do obszarów, w których jego znaczenie jest szczególnie widoczne[708]. T. Möllers stawia nawet tezę, że od momentu wprowadzenia terminu

[702] T. Nieborak, op. cit., s. 161.
[703] K.W. Abbott, D. Snidal, *Hard and Soft Law in International Governance*, „International Organization", 54(3)/2000, s. 421–456.
[704] Ibidem, s. 328.
[705] Porozumienie Bazylejskie z 1988 r. (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*), znane jako Basel I, zostało opracowane przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) działający przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). Porozumienie wprowadziło minimalne wymogi kapitałowe dla banków prowadzących działalność międzynarodową.
[706] D. Arner [w] N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, *The Oxford handbook of financial regulation*, Oxford University Press, Oxford 2015, s. 498.
[707] Y. Aleem, *Soft Law: The Optimal Legal Framework for Global Financial Regulation*, „Emory Corporate Governance and Accountability Review", 9(1)/2022, s. 1.
[708] B. Cappellina [i in.], *Ever more soft law? A dataset to compare binding and non-binding EU law across policy areas and over time (2004–2019)*, „European Union Politics", 23(4)/2022, s. 741–757.

„*soft law*" do europejskiego dyskursu nastąpił niemal inflacyjny wzrost jego zastosowania[709], a w literaturze wskazuje się wręcz na proces „rozmiękczania" wiążących regulacji rynku finansowego Unii Europejskiej[710]. Choć specyfika unijnego porządku prawnego sprawia, że dorobku doktryny z zakresu prawa międzynarodowego nie da się bezpośrednio przełożyć na prawo unijne[711], to warto przypomnieć, że już w wyroku Grimaldi (C-322/88) Trybunał Sprawiedliwości stwierdził, iż zalecenia i opinie – mimo braku mocy wiążącej – powinny być uwzględniane przez organy krajowe przy stosowaniu i interpretacji prawa unijnego[712].

Na gruncie prawa Unii Europejskiej pojęcie *soft law* obejmuje nie tylko instrumenty przewidziane w art. 288 TFUE, takie jak zalecenia czy opinie, ale również szerszą kategorię wytycznych, komunikatów oraz pytań i odpowiedzi (Q&A). Jak zauważa M. Hartlapp, podział ten wymyka się taksonomiom[713]. Część z tych instrumentów prawnych nie posiada jednoznacznej podstawy traktatowej, jednak w praktyce pełnią kluczową funkcję w procesie regulacyjnym. Badania M. Hartlapp i E. Korkea-aho wykazują, że wiele wytycznych zostało z czasem skodyfikowanych w prawie krajowym, a niektóre znalazły bezpośrednie odzwierciedlenie w orzecznictwie sądów krajowych[714]. Co istotne, pomimo braku formalnej mocy wiążącej, instrumenty *soft law* generują skutki rynkowe i reputacyjne, stając się punktem odniesienia dla praktyki nadzorczej.

Z perspektywy tematu niniejszej pracy szczególne znaczenie mają instrumenty wydawane przez ESMA, która posiada szerokie uprawnienia regulacyjne, doradcze i nadzorcze[715]. To właśnie akty tej agencji – zwłaszcza wytyczne i Q&A – tworząc poziom 3 *single rulebook*, wpływają bezpośrednio na funkcjonowanie funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Szczególnie w odniesieniu do tych ostatnich to właśnie Q&A od ESMA stanowią najistotniejsze źródło interpretacyjne pozwalające

[709] T.M.J. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière*, „European Business Organization Law Review", 11(3)/2010, s. 379–407.
[710] T. Nieborak, op. cit., s. 161.
[711] O.A. Stefan [i in.], *EU Soft Law in the EU Legal Order: A Literature Review*, SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network, Rochester, 4.03.2019, https://papers.ssrn.com/abstract=3346629.
[712] Wyrok TSUE z dnia 13 grudnia 1989 r., Grimaldi (C-322/88), ECLI:EU:C:1989:646.
[713] M. Hartlapp, A. Hofmann, *The use of EU soft law by national courts and bureaucrats: how relation to hard law and policy maturity matter*, „West European Politics", 44(1)/2021, s. 134–154.
[714] M. Hartlapp, A. Hofmann, *The use of EU soft law by national courts and bureaucrats…*, op. cit.
[715] M. van Rijsbergen, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level:The Case of the European Securities and Markets Authority*, „Utrecht Law Review", 10(5)/2014, s. 120.

odróżnić pewne aspekty funkcjonowania tych instrumentów od produktów o podobnej konstrukcji, ale w innym reżimie prawnym.

Kluczowa rola ESMA w zakresie aktów poziomu 3 jednolitego zbioru przepisów wynika bezpośrednio z jej mandatu oraz celu, dla którego została powołana[716]. Z perspektywy instrumentów będących przedmiotem niniejszej pracy warto zwrócić uwagę w szczególności na zadania ESMA w zakresie ochrony integralności i stabilności systemu finansowego, przejrzystości rynków i produktów finansowych oraz ochrony inwestorów[717]. Dodatkowo ESMA jest odpowiedzialna za promowanie konwergencji nadzorczej i doradzanie instytucjom Unii Europejskiej w dziedzinach objętych zakresem jej kompetencji, a także za podejmowanie działań związanych z nowymi rodzajami działalności finansowej. ESMA posiada uprawnienia do przyjmowania instrumentów *soft law* zarówno z własnej inicjatywy, jak i na podstawie mandatów nadanych jej w odpowiednich aktach prawnych[718].

3.2 Wytyczne i Q&A ESMA jako kluczowe instrumenty *soft law* dla giełdowych instrumentów indeksowych

Kluczowymi i najmocniej ugruntowanymi w rozporządzeniu ESMA instrumentami *soft law* są wytyczne[719]. Ich analiza ma istotne znaczenie, ponieważ to właśnie w wytycznych sformułowano najważniejsze zasady funkcjonowania funduszy ETF, uszczegóławiając w tym zakresie przepisy dyrektywy UCITS, która sama w sobie do tych instrumentów bezpośrednio się nie odnosi. W tym kontekście rola wytycznych oraz zawartych w nich wymogów i zasad nabiera szczególnego znaczenia w ocenie zgodności polskich przepisów z wymogami unijnymi oraz w analizie konsekwencji wynikających z ich ewentualnego braku. Zdaniem A. Lefterova wytyczne należy jednoznacznie uznać za integralną część jednolitego zbioru przepisów (*single*

[716] A. Lefterov, *The Single Rulebook…*, op. cit.
[717] Do innych wartych odnotowania zadań ESMA należy również zapobieganie arbitrażowi regulacyjnemu, zapewnienie równych warunków konkurencji, a także wzmocnienie międzynarodowej koordynacji nadzoru finansowego.
[718] Co więcej, jak wskazują badania, w porównaniu z instrumentami *soft law* wydawanymi przez inne agencje unijne akty przyjmowane przez ESMA cechują się zasadniczo wysokim poziomem legitymizacji oraz solidnym oparciem proceduralnym w przepisach prawa. Zob. P. Rocca, M. Eliantonio, *European Union soft law by agencies: An analysis of the legitimacy of their procedural frameworks* [w:] *EU executive governance: agencies and procedures*, M. Conticelli, M. De Bellis, G. della Cananea, Giappichelli, Torino 2019, s. 192.
[719] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 46.

rulebook)[720], a M. van Rijsbergen podkreśla wręcz, że stanowią one rdzeń tej jego części, która ma charakter tzw. miękkiego zbioru przepisów (*soft rulebook*) ESMA[721].

Zakres działań ESMA w obszarze wytycznych jest szeroki, a procedury ich przyjmowania mają charakter uproszczony. Zgodnie z art. 16 rozporządzenia 1095/2010[722] wytyczne i zalecenia mogą być kierowane do właściwych organów lub uczestników rynku finansowego i wymagają proporcjonalnych konsultacji oraz oceny skutków. W praktyce wytyczne są najczęściej adresowane do krajowych organów nadzorczych, lecz ich wpływ rozciąga się również na uczestników rynku[723]. Mechanizm „przestrzegaj lub wyjaśnij" (*comply or explain*) zobowiązuje organy krajowe do potwierdzenia zgodności z wytycznymi lub przedstawienia uzasadnienia odstępstw, co dodatkowo wzmacnia presję na ich wdrożenie[724]. Znaczenie wytycznych ESMA potwierdza orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej – w wyroku z 2021 r. w sprawie FBF stwierdzono, że mimo braku mocy wiążącej wytyczne europejskich organów nadzoru wywierają istotny wpływ na praktykę nadzorczą[725]. Jak zauważa N. Moloney, wytyczne ESMA są na tyle szczegółowe, że w wielu obszarach tworzą swoisty „miękki kodeks" regulujący działanie uczestników rynku[726]. Tak też jest w odniesieniu do wytycznych w zakresie funduszy ETF, wobec których zastosowano dodatkowo specyficzny mechanizm; uwarunkowano możliwość posługiwania się terminem „UCITS ETF" od przestrzegania szczegółowych zasad funkcjonowania funduszu w nich zawartych. Zasady te zostaną omówione w rozdziale 5.

Kolejnym istotnym instrumentem *soft law*, mającym znaczenie dla funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, są pytania i odpowiedzi (*questions & answers*, Q&A), także zaliczane do poziomu 3 jednolitego zbioru przepisów. W

[720] A. Lefterov, *The Single Rulebook…*, op. cit., s. 17.
[721] M. van Rijsbergen, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level…*, op. cit.
[722] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmieniające decyzję nr 716/2009/WE i uchylające decyzję Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, str. 84).
[723] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 46.
[724] M. van Rijsbergen, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level…*, op. cit.
[725] Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 15 lipca 2021 r., Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), C-911/19, ECLI:EU:C:2021:599.
[726] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 46.

przeciwieństwie do wytycznych ESMA, szeroko omawianych w literaturze, piśmiennictwo dotyczące Q&A jest skromniejsze, co wynikało początkowo ze słabszego umocowania normatywnego i braku mechanizmów egzekwowania. Niemniej jednak, jak zauważa H. Marjosola, od momentu powstania europejskich urzędów nadzoru w 2011 r. proces Q&A stał się najczęstszą i najbardziej elastyczną formą komunikacji między tymi instytucjami a uczestnikami rynku oraz organami krajowymi w sprawach interpretacji wspólnych zasad regulacyjnych. Co więcej, znaczenie pytań i odpowiedzi stale wzrasta[727]. Obecnie jednak należałoby zgodzić się z M. van Rijsbergen, który umieszcza Q&A w hierarchii instrumentów *soft law* niżej niż wytyczne, ponieważ nie obejmuje ich mechanizm „przestrzegaj lub wyjaśnij" ani obowiązek notyfikacji[728]. Nie oznacza to jednak, że ich wpływ na rynek w praktyce był słabszy – szczególnie w przypadku analizowanych w niniejszej pracy giełdowych instrumentów indeksowych brak regulacji na wyższym poziomie powodował, że to właśnie w dokumentach Q&A rozstrzygano kluczowe kwestie klasyfikacyjne dotyczące instrumentów typu ETC i ETN.

Konkretne umocowanie normatywne pytań i odpowiedzi ESMA zostało wprowadzone dopiero w 2019 r., kiedy to w wyniku reformy europejskich urzędów nadzoru w rozporządzeniu 1095/2010 dodano art. 16b. Przepis ten umożliwia kierowanie pytań do ESMA przez organy, instytucje oraz podmioty prywatne i zobowiązuje urząd do prowadzenia publicznej bazy pytań i odpowiedzi, obecnie wspólnej dla wszystkich europejskich urzędów nadzoru[729]. Jak wskazuje A. Lefterov, Q&A – choć niewiążące – stanowią element jednolitego zbioru przepisów, ułatwiając spójne stosowanie nowych regulacji w całej Unii Europejskiej i wspierając utrzymanie równych warunków działania na rynku (*level playing field*)[730]. W praktyce pełnią funkcję postlegislacyjną, ponieważ są przyjmowane po wejściu w życie aktów prawa unijnego, uzupełniając i doprecyzowując ich stosowanie[731].

[727] H. Marjosola, *Shadow Rulemaking: Governing Regulatory Innovation in the EU Financial Markets*, „German Law Journal", 23(2)/2022, s. 186–203.
[728] M. van Rijsbergen, *Legitimacy and effectiveness of ESMA's soft law*, „Elgar studies in law and regulation", Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2021, s. 17.
[729] *Interactive Single Rulebook*, ESMA, https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook, dostęp: 5.01.2025.
[730] A. Lefterov, *The Single Rulebook: legal issues and relevance in the SSM context*, op. cit., s. 18.
[731] M. van Rijsbergen, *Legitimacy and effectiveness of ESMA's soft law*, op. cit., s. 23.

4 Struktura regulacyjna – kluczowe akty i instrumenty prawne

4.1 Zakres i struktura analizy otoczenia regulacyjnego

Po omówieniu podstawowych zasad funkcjonowania systemu regulacyjnego Unii Europejskiej oraz jego wielopoziomowej struktury – obejmującej zarówno poziomy legislacyjne, jak i instrumenty o charakterze *soft law* – niniejszy podrozdział koncentruje się na wskazaniu, w jakich aktach i instrumentach prawnych zostały scharakteryzowane giełdowe instrumenty indeksowe w ramach zobrazowanego wcześniej systemu.

W dalszej części rozdziału przedstawiono zasadnicze obszary, w których normy unijne kształtują status prawny oraz sposób funkcjonowania funduszy ETF i instrumentów typu ETC oraz ETN, w podziale na regulacje o charakterze produktowym, regulacje dotyczące usług inwestycyjnych i organizacji rynku oraz regulacje o charakterze horyzontalnym. Ujęcie to pozwala zrekonstruować strukturę regulacyjną analizowanych instrumentów poprzez wskazanie obszarów o wysokim stopniu harmonizacji – w szczególności w odniesieniu do funduszy ETF – oraz tych, które pozostają rozproszone lub fragmentaryczne, jak w przypadku instrumentów dłużnych, już w odniesieniu do konkretnych aktów i instrumentów prawnych. Warstwa regulacji wspólnych przedstawiona jest syntetycznie i pogłębiana jedynie w zakresie, w jakim prowadzi do odmiennych skutków praktycznych dla poszczególnych kategorii instrumentów.

Celem przyjętego ujęcia jest uporządkowanie i powiązanie ze sobą poszczególnych warstw regulacyjnych w duchu koncepcji *single rulebook*, co umożliwia systemową analizę zależności między poziomami regulacji unijnej. Ujęcie to stanowi podstawę do rekonstrukcji oraz porównawczej oceny modeli regulacyjnych dotyczących poszczególnych kategorii giełdowych instrumentów indeksowych, pozwalając na identyfikację asymetrii i stopnia ich harmonizacji w ramach jednolitego rynku finansowego.

Tak zarysowana perspektywa stanowi pomost pomiędzy częścią teoretyczno-systemową a analizą konkretnych rozwiązań zawartych w poszczególnych reżimach produktowych i rynkowych, która zostanie przeprowadzona w następnym rozdziale.

Umożliwia ona także ocenę przyczyn utrwalenia się dwóch modeli konstrukcyjnych oraz ich konsekwencji dla realizacji celów regulacyjnych, w szczególności zapewnienia stabilnego rozwoju rynku i ochrony inwestorów.

4.2 Regulacje produktowe

Analizę regulacji właściwych dla giełdowych instrumentów indeksowych należy rozpocząć od poziomu produktowego. To właśnie regulacje produktowe przesądzają o podstawowych cechach danego instrumentu: o jego konstrukcji prawnej, dopuszczalnym zakresie polityki inwestycyjnej, mechanizmach emisji oraz możliwościach dystrybucji do inwestorów. Jak trafnie zauważa N. Moloney, interwencja regulacyjna w obszarze produktu stanowi – zwłaszcza w przypadku instrumentów kierowanych do inwestorów detalicznych – najdalej idącą formę oddziaływania ze strony prawodawcy[732]. Właśnie one w największym stopniu wyznaczają ramy, w których kształtują się pozostałe aspekty funkcjonowania instrumentów, a w konsekwencji determinują ich rolę na rynku finansowym. Model regulacyjny danego instrumentu wynika zatem przede wszystkim z regulacji produktowych albo – w przypadku ich braku – wymaga odtworzenia na podstawie ogólnych ram prawnych.

Analizę regulacji produktowych dotyczących giełdowych instrumentów indeksowych należy rozpocząć od funduszy ETF. Są one najstarszą i największą grupą tego typu instrumentów (co zostało opisane w podrozdziale 2 rozdziału 3), a ich dominująca pozycja rynkowa sprawia, że stanowią naturalny punkt odniesienia dla dalszych rozważań. Jako szczególna kategoria funduszy inwestycyjnych podlegają one reżimowi prawnemu zbiorowego inwestowania, którego podstawę stanowi obecnie dyrektywa UCITS wraz z aktami wykonawczymi oraz instrumentami i praktyką nadzorczą, zwana UCITS IV.

Z perspektywy giełdowych instrumentów indeksowych kluczowe znaczenie ma ewolucja unijnego podejścia do harmonizacji funduszy inwestycyjnych, zapoczątkowana tzw. pierwszą dyrektywą UCITS z 1985 r. Kolejne nowelizacje dyrektywy – wraz ze stopniowym pogłębianiem poziomu harmonizacji – przyczyniły się do wprowadzenia rozwiązań fundamentalnych dla rozwoju funduszy ETF, takich jak:

[732] N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, red., *The Oxford handbook of financial regulation*, op. cit., s. 761.

jednolity europejski paszport, uproszczona dokumentacja informacyjna (KID)[733] oraz precyzyjne standardy polityki inwestycyjnej zawierające pewne uprzywilejowanie funduszy o charakterze indeksowym.

Tabela 4. Proces harmonizacji ustawodawstwa w zakresie funduszy inwestycyjnych na przykładzie UCITS z perspektywy wpływu na rynek ETF

Dyrektywa	Numer i data uchwalenia	Podstawowe założenia
UCITS I	85/611/WE, 20.11.1985	Pierwotna dyrektywa nie zawierała na tym etapie rozwiązań dedykowanych wprost funduszom typu ETF (rynek tych instrumentów rozwinął się później), jednak wprowadzono w niej pierwsze możliwości pozwalające na transgraniczną dystrybucję funduszy UCITS oraz ustalono wspólne zasady lokowania środków w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego.
UCITS II	N/A	Prace nad nią zostały zaniechane (pomimo powstania projektu) z powodu braku kompromisu wśród państw członkowskich.
UCITS III	2001/107/WE i 2001/108/WE, 21–22.01.2003	Kluczowe przepisy dotyczące funduszy typu UCITS. Składa się z dwóch dyrektyw: • dyrektywy produktowej: zwiększa zakres aktywów dozwolonych dla funduszy; • dyrektywy w sprawie zarządzania: wprowadza europejski paszport dla funduszy UCITS (i dodatkowe wymagania dla spółek zarządzających, które dotyczą np. kapitalizacji czy zarządzania ryzykiem). Przepisy te stworzyły podstawy struktury funduszy, z której korzystają europejskie fundusze typu ETF. Oprócz możliwości dystrybucji transgranicznej kluczowe było rozszerzenie zakresu dozwolonych aktywów o instrumenty pochodne (giełdowe i OTC), co umożliwiło rozwój syntetycznych funduszy ETF. Istotne były również zmiany w wymogach dotyczących dywersyfikacji, które pozwoliły na rozwój funduszy śledzących indeksy. Ta wersja dyrektywy przyspieszyła również rozwój europejskich funduszy odwzorowujących indeksy, wprowadzając przepisy zwiększające maksymalne limity ekspozycji na papiery wartościowe jednego emitenta dla funduszy UCITS replikujących skład indeksu (z 5% do 20%, a w wyjątkowych przypadkach do 35% aktywów netto funduszu).

[733] Obecnie wymogi te zostały zastąpione zunifikowanym reżimem wynikającym z rozporządzenia PRIIP.

UCITS IV	2009/65/WE, 13.07.2009	Dyrektywa ta wprowadziła lub zmieniła przepisy dotyczące np. współpracy organów nadzoru, paszportów spółki zarządzającej (funduszem UCITS może odtąd zarządzać spółka nadzorowana w innym kraju UE), struktury i połączenia funduszy. Dodatkowo uprościła proces transgranicznej dystrybucji jednostek funduszu.
UCITS V	2014/91/EU, 23.07.2014	Dostosowuje prawodawstwo dotyczące UCITS do dyrektywy AIFMD w takich obszarach, jak polityka wynagrodzeń zarządzających, wymogi dla depozytariuszy i sankcje administracyjne.
UCITS VI	2024/927/EU, 26.03.2024	Wprowadza obowiązkowe narzędzia zarządzania płynnością (np. zawieszenie umorzeń, *swing pricing*), doprecyzowuje zasady delegowania funkcji zarządzania i obowiązków depozytariuszy, ujednolica wymogi sprawozdawczości oraz podwyższa standardy ochrony inwestorów (w szczególności w zakresie ujawniania informacji i kosztów).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive – UCITS Directive – regulation memo*, BNP Paribas, https://securities.cib.bnpparibas/ucits-directive-eu-regulation/?utm, dostęp: 20.10.2025

Na tych podstawowych regulacjach opierają się także akty niższego rzędu, które doprecyzowują szczegółowe zasady działania zharmonizowanych funduszy UCITS, w tym funduszy ETF. Z perspektywy tych aktów szczególne znaczenie dla funduszy ETF ma dyrektywa 2007/16/WE[734] (tzw. Eligible Assets Directive), która doprecyzowuje kryteria kwalifikowalnych aktywów dla funduszy UCITS, dążąc do ujednolicenia zasad polityki inwestycyjnej we wszystkich państwach członkowskich. W tym kontekście z jednej strony ma ona także wpływ na indeksowe fundusze ETF, umożliwiając m.in. stosowanie łagodniejszych kryteriów dywersyfikacji w przypadku replikacji wyników określonych indeksów, z drugiej natomiast ogranicza możliwy zakres zastosowania w funduszach UCITS ETF katalogu lokat i strategii inwestycyjnych[735]. Z perspektywy jednolitego zbioru przepisów dyrektywa 2007/16/WE jest klasyfikowana jako akt wykonawczy, czyli poziomu 2 w rozumieniu procedury Lamfalussy'ego, i jako taka została przyjęta przez Komisję Europejską. Istotnym elementem regulacyjnego otoczenia funduszy ETF, uzupełniającym akty poziomu 1 i 2 procedury Lamfalussy'ego, są również instrumenty o charakterze

[734] Dyrektywa Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. wykonująca dyrektywę 85/611/EWG Rady w odniesieniu do wyjaśnienia niektórych definicji (Dz.U. L 79 z 20.03.2007, str. 11–19).
[735] Szczegóły w tym zakresie zostaną omówione w podrozdziale 3.2 kolejnego rozdziału.

soft law – w szczególności wytyczne ESMA dotyczące UCITS ETF[736], w których doprecyzowano zwłaszcza: definicje, obowiązki informacyjne, zasady stosowania technik efektywnego zarządzania portfelem oraz kwestie związane ze stosowaniem indeksów jako wzorców odniesienia.

Poza dominującą grupą funduszy UCITS na rynku europejskim funkcjonują również, choć marginalnie, fundusze ETF działające poza tym reżimem, podlegające ogólnym zasadom dyrektywy AIFMD. Ich znaczenie rynkowe jest niewielkie, a stopień harmonizacji wyraźnie niższy niż w przypadku UCITS. Konstrukcja tych funduszy zapewnia jednak większą elastyczność w zakresie polityki inwestycyjnej, co umożliwia stosowanie strategii i obejmowanie aktywów niedostępnych w formule UCITS[737]. Kwestia ta została odnotowana również w dokumentach technicznych ESMA, w których wskazuje się na potencjalne wykorzystanie funduszy zgodnych z dyrektywą AIFMD do udostępniania inwestorom rozwiązań inwestycyjnych wykraczających poza standardy UCITS[738].

Szczególne miejsce zajmuje rozporządzenie 2016/1011 (BMR)[739], które co do zasady ma charakter horyzontalny, lecz w odniesieniu do funduszy ETF i innych giełdowych instrumentów indeksowych spełnia w rzeczywistości funkcję produktową. Wynika to z faktu, że integralność i jakość wskaźnika referencyjnego przesądza o konstrukcji i wiarygodności samego instrumentu. W tym sensie regulacja ta, mimo swojego ogólnego zakresu, w analizowanym kontekście oddziałuje na kształt produktu w sposób podobny do klasycznych regulacji produktowych.

Podsumowując, fundusze ETF – funkcjonujące przede wszystkim w ramach reżimu dyrektywy UCITS – należą obecnie do najbardziej zharmonizowanych

[736] Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie ETF i innych zagadnień dotyczących UCITS*, ESMA/2014/937PL, ESMA, 1.08.2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enpl.pdf, dostęp: 13.09.2025.
[737] Przykładem funduszu utworzonego w Polsce w reżimie AIFMD jest Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, którego strategia inwestycyjna opiera się m.in. na zapewnieniu ekspozycji na kontrakty futures na bitcoina notowane na giełdzie CME (Chicago Mercantile Exchange). Zob. *Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ*, AgioFunds, https://agiofunds.pl/fundusz/beta-etf-bitcoin-portfelowy-fiz/, dostęp: 13.09.2025.
[738] Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Final Report on the Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive*, ESMA34-2087785638-1548, ESMA, 26.06.2025, https://www.esma.europa.eu/document/final-report-technical-advice-european-commission-review-ucits-eligible-assets-directive, dostęp: 13.09.2025.
[739] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych oraz zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.U. L 171 z 29.06.2016, str. 1).

produktów finansowych w Unii Europejskiej. W literaturze podkreśla się, że jednolite ramy prawne stworzone w tym reżimie były jednym z kluczowych czynników, które umożliwiły dynamiczny rozwój europejskiego rynku tych produktów[740].

Odmiennie przedstawia się sytuacja w przypadku instrumentów typu ETC i ETN. Nie zostały one objęte żadnym reżimem produktowym o poziomie harmonizacji zbliżonym do dyrektywy UCITS. Jako instrumenty dłużne nie mieszczą się w modelu regulacji właściwym dla funduszy zbiorowego inwestowania, a tym samym brak jest unijnego aktu prawnego o charakterze produktowym, który kompleksowo określałby ich konstrukcję i zasady emisji. Status prawny tych instrumentów jest rekonstruowany na podstawie przepisów ogólnych prawa rynku kapitałowego, prospektów emisyjnych oraz regulaminów systemów obrotu, na których są notowane. Dopełnienie stanowią ewentualne wymogi prawa krajowego, które mogą różnicować warunki dopuszczenia do obrotu w poszczególnych państwach członkowskich. Jak wskazano w rozdziale 3, brak jednolitej regulacji nie uniemożliwił jednak ukształtowania się praktyki rynkowej, zapewniającej tym instrumentom funkcjonowanie w sposób zbliżony do funduszy ETF.

4.3 Regulacje w zakresie usług inwestycyjnych i organizacji rynku

Pakiet MiFID II, obejmujący dyrektywę MiFID II oraz rozporządzenie MiFIR (wraz z aktami o charakterze wykonawczym), określany jest niejednokrotnie jako zestaw aktów o kluczowym znaczeniu dla europejskiego systemu finansowego. Z uwagi na fakt, że analizowane instrumenty należą do kategorii instrumentów giełdowych, szczególne znaczenie mają właśnie te przepisy, gdyż w największym stopniu regulują one zasady funkcjonowania platform obrotu w Unii Europejskiej. Podobnie jak w przypadku regulacji produktowych analizę regulacji dotyczących usług inwestycyjnych i organizacji rynku należy rozpocząć od funduszy ETF. Właśnie w obecnej wersji dyrektywy MiFID II zawarto bowiem jedyną w prawie unijnym definicję funduszu ETF – ujętą na poziomie aktu o charakterze ustawodawczym – co czyni ten akt punktem wyjścia dla dalszych rozważań nad statusem prawnym tych instrumentów.

Dyrektywa MiFID I przyjęta 21 kwietnia 2004 r., opierała się na modelu tzw. minimalnej harmonizacji, pozostawiając państwom członkowskim szeroki zakres swobody – mogły one wprowadzać rozwiązania bardziej rygorystyczne niż te

[740] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019, s. 82.

określone na poziomie unijnym. Dopiero kolejna regulacja, czyli dyrektywa MiFID II wraz z rozporządzeniem MiFIR, ustanowiła jednolite standardy obowiązujące we wszystkich państwach członkowskich, ograniczając możliwość stosowania odmiennych rozwiązań krajowych. Obecnie dyrektywa MiFID II wyznacza ogólne ramy funkcjonowania rynków finansowych, natomiast MiFIR precyzuje szczegółowe obowiązki, zwłaszcza w zakresie przejrzystości rynku i raportowania transakcji. Z perspektywy funduszy ETF zawarcie w MiFID II ich definicji (zob. art. 4 ust. 1 pkt 46 dyrektywy MiFID II) przesądziło o sposobie funkcjonowania tego instrumentu, stanowiąc przykład regulacji, w której pojedynczy przepis determinuje kluczowe elementy konstrukcji i praktyki obrotu[741].

Fundusze ETF nie zostały uwzględnione w pierwszej wersji dyrektywy MiFID. Można spotkać się ze stanowiskiem, że to kryzys finansowy 2008 r. zmienił podejście europejskich regulatorów, skutkiem czego fundusze typu ETF „zasłużyły" na zadbanie o ich przejrzystość[742]. Uwzględnienie tych funduszy w pakiecie MiFID II spotkało się z dużymi nadziejami na rynku – potraktowano to jako zmianę, która powinna przyczynić się do znacznego zwiększenia popularności tych instrumentów[743]. Jednocześnie pojawiały się głosy krytyczne, wskazujące na ryzyko niekorzystnych skutków regulacyjnych dla funkcjonowania rynku ETF[744]. Obecnie można jednak stwierdzić, że obawy te nie znalazły potwierdzenia w praktyce: jak wykazano w rozdziale 3, rynek europejskich funduszy ETF rozwija się dynamicznie. Część analityków wiąże ten wzrost m.in. z włączeniem funduszy ETF do reżimu MiFID II. W literaturze branżowej podkreśla się bowiem, że regulacja ta zwiększyła ich

[741] Już sama definicja funduszy ETF zawarta w dyrektywie MiFID II implikuje konieczność stosowania mechanizmów charakterystycznych dla giełdowych instrumentów indeksowych, omówionych w rozdziale 3. Dotyczy to zwłaszcza mechanizmu ciągłej kreacji i umorzeń jednostek, obowiązku funkcjonowania animatora rynku oraz zapewnienia zgodności wyceny aktywów funduszu z jego ceną giełdową. Kwestie te zostaną szczegółowo przeanalizowane w podrozdziale 2 kolejnego rozdziału.

[742] P. Stafford, *Europe's Mifid rules on ETFs help to pump up the volume,* Financial Times 29.07.2019, https://on.ft.com/2RGnrCR, dostęp: 9.01.2024.

[743] *ETF providers hope Mifid II will spur European growth,* Financial Times, https://on.ft.com/3haH5BJ, dostęp: 9.01.2024.

[744] T. Eckett, *ETF Insight: ETF industry bemoans 'unintended consequences' from MiFID II*, ETF Stream 9.12.2019, https://www.etfstream.com/articles/etf-insight-etf-industry-bemoans-unintended-consequences-from-mifid-ii, dostęp: 9.05.2021.

rozpoznawalność wśród inwestorów detalicznych, a w efekcie przyczyniła się do wzrostu wartości obrotów tymi funduszami[745].

Rozporządzenie MiFIR to akt prawny, w którym zawarto kluczowe zmiany dla europejskiego rynku funduszy typu ETF. Przed wprowadzeniem tego rozporządzenia trudne lub nawet niemożliwe było całościowe śledzenie płynności tych funduszy, gdyż większość transakcji miała charakter OTC[746] i nie trafiały one do informacji skonsolidowanej. Rozporządzenie MiFIR wprowadziło w tym zakresie fundamentalne zmiany.

Przede wszystkim zaliczono jednostki ETF do szerokiej klasy „instrumentów udziałowych"[747], obok kwitów depozytowych, certyfikatów, podobnych instrumentów finansowych i akcji innych niż te dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Wskazano, że obrót tymi instrumentami odbywa się zasadniczo w ten sam sposób i służy prawie identycznemu celowi gospodarczemu jak obrót akcjami dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym. Uznano zatem, że należy objąć te instrumenty finansowe przepisami w zakresie przejrzystości mającymi zastosowanie do akcji[748].

Uwzględnienie funduszy typu ETF w przedtransakcyjnych[749] i postransakcyjnych[750] wymogach w zakresie przejrzystości skutkowało uwzględnieniem stosownych informacji w tzw. informacji skonsolidowanej, o której mowa w art. 22 rozporządzenia MiFIR, a tym samym ułatwiło porównanie obrotów tytułami uczestnictwa tych funduszy na różnych rynkach i w różnych systemach obrotu[751].

---

[745] *3 Ways MiFID II Has Helped Boost Europe's ETF Market as Passive Investing Rises*, Smartkarma 15.08.2019, https://www.smartkarma.com/home/general/mifid-2-passive-investing-etf/, dostęp: 9.01.2024.
[746] *ETF market in Europe*, Deloitte 06.04.2017, https://www.deloitte.com/ie/en/Industries/financial-services/research/etf-market-in-europe.html, dostęp: 9.05.2021.
[747] Takie zbiorcze określenie tej grupy instrumentów za A. Marszk, E. Lechman*, Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 88.
[748] Zob. motyw 12 rozporządzenia MiFIR.
[749] W zakresie wymogów przejrzystości przedtranskacyjnej w art. 3 rozporządzenia MiFIR określono, że operatorzy rynku oraz firmy inwestycyjne prowadzące system obrotu podają do publicznej wiadomości bieżące ceny kupna i sprzedaży oraz poziom zainteresowania zawarciem transakcji po tych cenach, ogłaszanych za pośrednictwem ich systemów dla funduszy inwestycyjnych typu ETF będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Informacje te powinny być podane do publicznej wiadomości w sposób ciągły w normalnych godzinach handlu.
[750] W odniesieniu do wymogów przejrzystości postransakcyjnej na podstawie art. 6 ust. 1 rozporządzenia MiFIR operatorzy rynku oraz firmy inwestycyjne prowadzące system obrotu podają do publicznej wiadomości cenę, wolumen i czas transakcji zrealizowanych m.in. w odniesieniu do funduszy typu ETF będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Informacje te powinny być podane do publicznej wiadomości w czasie możliwie najbardziej zbliżonym do czasu rzeczywistego.
[751] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-traded funds in Europe*, op. cit., s. 88.

Warto w tym miejscu podkreślić, że analizowane regulacje odnoszą się wprost do funduszy ETF, natomiast nie wszystkie z nich mają zastosowanie do instrumentów typu ETC i ETN[752]. Powoduje to powstanie asymetrii podobnej do tej, którą wskazano w poprzednim punkcie w odniesieniu do regulacji produktowych: podczas gdy fundusze ETF znalazły się w centrum zainteresowania prawodawcy unijnego, instrumenty typu ETC i ETN pozostają poza zakresem definicji aktów o charakterze ustawodawczym. W przypadku regulacji dotyczących organizacji rynku występuje jednak pewna różnica w stosunku do regulacji produktowych. O ile bowiem dyrektywa MiFID II oraz rozporządzenie MiFIR nie obejmują instrumentów typu ETC i ETN wprost, o tyle zostały one uzupełnione licznymi aktami wykonawczymi oraz instrumentami nadzorczymi, które w praktyce oddziałują także na funkcjonowanie tych instrumentów. To właśnie na poziomie aktów wykonawczych można znaleźć bezpośrednie odniesienia do instrumentów typu ETC i ETN.

Na tym tle szczególne znaczenie ma jeden z aktów delegowanych do MiFID II, tj. RTS 2. Akt ten określa wymogi dotyczące przejrzystości przedtransakcyjnej i potransakcyjnej dla szeregu instrumentów finansowych będących w obrocie zorganizowanym. Co istotne, dokument ten zawiera jedyną w prawie unijnym definicję legalną instrumentów typu ETC i ETN. Formułuje ją jednak w sposób specyficzny, dostosowany do określonych potrzeb regulacyjnych.

RTS 2 zostało wydane przez Komisję Europejską[753] w celu wykonania niektórych przepisów rozporządzenia MiFIR. Choć formalnie posiada charakter powszechnie obowiązującego aktu prawnego, procedura jego przyjęcia, zakres zastosowania oraz rola w systemie prawnym Unii Europejskiej są znacząco odmienne od rozporządzeń o charakterze ustawodawczym przyjmowanych przez instytucje ustawodawcze Unii Europejskiej, co zostanie zobrazowane w kolejnym podrozdziale. Jako akt delegowany RTS 2 służy przede wszystkim uzupełnieniu i doprecyzowaniu przepisów zawartych w aktach poziomu 1 w rozumieniu procedury Lamfalussy ego, takich jak MiFIR, poprzez bardziej szczegółowe regulacje techniczne. W praktyce rozporządzenie to zostało opracowane przez ESMA i przedłożone Komisji Europejskiej do

[752] Instrumenty te co prawda również objęte są wymogami przejrzystości transakcyjnej, natomiast nie są zdefiniowane na poziomie dyrektywy.
[753] W przeciwieństwie do aktów ustawodawczych, które zgodnie z art. 289 TFUE przyjmowane są w procedurze ustawodawczej przez Parlament Europejski i Radę (lub jedną z tych instytucji w procedurze szczególnej), akty delegowane przyjmuje Komisja Europejska na podstawie upoważnienia zawartego w akcie ustawodawczym poziomu 1.

formalnego przyjęcia. W związku z powyższym uregulowanie instrumentów ETC i ETN na tym poziomie ma istotne ograniczenia, a przyjęte tam definicje nie mogą mieć uniwersalnego zastosowania. Taki stan rzeczy skutkował m.in. koniecznością rozstrzygania istotnych kwestii regulacyjnych na poziomie instrumentów nadzorczych (o charakterze *soft law*, w szczególności pytań i odpowiedzi, Q&A)[754].

Z perspektywy organizacji rynku istotne jest, że fundusze ETF zostały ujęte bezpośrednio w akcie ustawodawczym, podczas gdy instrumenty typu ETC i ETN pojawiają się dopiero na poziomie aktów wykonawczych – tj. na poziomie 2 z perspektywy *single rulebook*. Tym samym także w obszarze regulacji dotyczących funkcjonowania rynku dostrzegalna jest asymetria regulacyjna między tymi kategoriami instrumentów, odmienna jednak od tej występującej w sferze regulacji produktowych.

4.4 Regulacje horyzontalne

Po przedstawieniu reżimów produktowych (opartych przede wszystkim na dyrektywach UCITS oraz AIFMD) oraz ram organizacji rynku (opartych przede wszystkim na dyrektywie MiFID II oraz rozporządzeniu MiFIR) obraz regulacji wymaga uzupełnienia o akty horyzontalne – akty prawa wtórnego stosowane do wszystkich instrumentów dopuszczonych do obrotu giełdowego, niezależnie od ich specyfiki konstrukcyjnej lub mającego do nich zastosowanie reżimu prospektowego. W niniejszym podrozdziale wskazane zostaną wyłącznie te regulacje, które – choć nie różnicują wprost funduszy ETF od instrumentów typu ETC i ETN – wywierają najistotniejszy wpływ na funkcjonowanie ich rynku.

W tym kontekście należy wymienić w szczególności rozporządzenie nr 1286/2014 (rozporządzenie PRIIPs)[755], na podstawie którego emitenci sporządzają jednolity dokument kluczowych informacji (KID), obowiązujący obecnie dla wszystkich omawianych produktów. Podobny charakter ma rozporządzenie 2019/2088

[754] *Odpowiedź ESMA na pytanie nr 1275*, ESMA, 23.09.2022, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 19.08.2025.
[755] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje dotyczące detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz.U. L 352 z 9.12.2014, str. 1–23).

(rozporządzenie SFDR) [756], nakładające na uczestników rynku finansowego obowiązki ujawniania informacji o zrównoważonym rozwoju na poziomie instytucji oraz poszczególnych produktów. Do regulacji horyzontalnych należy również rozporządzenie 596/2014 (rozporządzenie MAR) [757], ustanawiające mechanizmy przeciwdziałania manipulacjom oraz wykorzystywaniu informacji poufnych w odniesieniu do wszystkich instrumentów dopuszczonych do obrotu, a także rozporządzenie 648/2012 (rozporządzenie EMIR) [758], określające zasady dotyczące transakcji w instrumentach pochodnych, w tym obowiązki związane ze stosowaniem centralnego kontrahenta (CCP) oraz raportowaniem do repozytoriów, co jest istotne m.in. przy replikacji syntetycznej w funduszach ETF. Na poziomie infrastruktury rynku znaczenie mają również przepisy rozporządzenia 909/2014 (rozporządzenie CSDR) [759], regulujące rozrachunek i rozliczenia w systemach depozytowych. Podobnie jak wyżej wymienione regulacje produktowe oraz dotyczące organizacji rynku wskazane akty są uzupełniane przez liczne akty wykonawcze oraz wytyczne organów nadzoru, mające charakter interpretacyjny (*soft law*).

Regulacje horyzontalne obejmują zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETC i ETN, przy czym co do zasady nie prowadzą do zróżnicowania regulacyjnego analizowanych instrumentów. Dlatego w dalszej części będą one przywoływane jedynie wybiórczo – w zakresie, w jakim ich szczegółowe rozwiązania oddziałują bezpośrednio na funkcjonowanie rynku omawianych instrumentów.

4.5 Reżim prospektowy

Przepisy prospektowe, determinujące zakres i sposób ujawniania informacji o produktach inwestycyjnych w związku z dopuszczeniem ich do obrotu, stanowią szczególną podgrupę regulacji horyzontalnych. Należy je jednak omówić odrębnie,

[756] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz.U. L 317 z 9.12.2019, str. 1–16).
[757] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 1–61).
[758] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.07.2012, str. 1–59).
[759] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej oraz centralnych depozytów papierów wartościowych (CSDR) i zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. L 257 z 28.08.2014, str. 1–72).

ponieważ w przypadku giełdowych instrumentów indeksowych reżim ten, choć nie odnosi się do nich wprost, znajduje zastosowanie w zróżnicowany sposób: obie podgrupy są objęte obowiązkami prospektowymi, ale wynikają one z odmiennych podstaw prawnych i mają inny charakter.

Zasadniczo w przypadku papierów wartościowych dopuszczanych do obrotu giełdowego zastosowanie znajdują przepisy rozporządzenia prospektowego. Unijne regulacje w tym zakresie weszły w życie w 2019 r. jako jeden z pierwszych i kluczowych elementów ówczesnej koncepcji tzw. Unii Rynków Kapitałowych[760]. Prospekt emisyjny sporządzany przez emitenta papierów wartościowych ma charakter dokumentu emisyjnego, przygotowywanego na potrzeby oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu giełdowego. Podlega on uprzedniemu zatwierdzeniu przez właściwy organ nadzoru i korzysta z mechanizmu paszportu unijnego. Jego ważność jest ograniczona w czasie i zgodnie z art. 12 ust. 1 rozporządzenia prospektowego wynosi maksymalnie 12 miesięcy. Taki reżim prospektowy znajduje zastosowanie do instrumentów typu ETC i ETN, dla których prospekt emisyjny stanowi podstawowe źródło obowiązków informacyjnych wobec inwestorów.

Rozporządzenie prospektowe przewiduje jednak wyjątek: zgodnie z art. 1 ust. 4 lit. d rozporządzenia prospektowego jego przepisów nie stosuje się do tytułów uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania innych niż typu zamkniętego. Mając na uwadze, że zdecydowana większość unijnych funduszy ETF funkcjonuje jako fundusze inwestycyjne otwarte działające w formule UCITS, są one objęte tym wyłączeniem. Podlegają jednak obowiązkom prospektowym właściwym dla reżimu UCITS, a opracowywany przez nie prospekt ma charakter dokumentu funduszowego, zakorzenionego w regulacji produktowej. Sporządzany jest zgodnie z dyrektywą 2009/65/WE (art. 68 i nast.) i służy przede wszystkim do bieżącego informowania uczestników o polityce inwestycyjnej, ryzykach, opłatach, zasadach wyceny oraz procedurach zbywania i umarzania tytułów uczestnictwa. Dokument ten ma charakter ciągły: jest aktualizowany w razie zmian i obowiązuje tak długo, jak długo fundusz prowadzi działalność i oferuje tytuły uczestnictwa.

Obie kategorie instrumentów podlegają zatem unijnemu reżimowi prospektowemu, lecz w odmiennych formułach normatywnych: dla funduszy UCITS ETF – w

[760] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation…*, op. cit., s. 95.

ramach regulacji produktowej, dla instrumentów typu ETC i ETN – w ramach horyzontalnego rozporządzenia prospektowego. Różnice te nie tworzą asymetrii o porównywalnym znaczeniu do tej zaobserwowanej w odniesieniu do regulacji produktowych czy regulacji organizacji rynku, jednak posiadają istotne znaczenie praktyczne, które zostanie omówione w podrozdziale 4 rozdziału 5 w odniesieniu do funduszy ETF oraz w podrozdziale 5 rozdziału 6 w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN.

Wnioski

Struktura regulacyjna giełdowych instrumentów indeksowych w porządku prawnym Unii Europejskiej, ujmowana w podziale na poszczególne kategorie regulacji, pozwala potwierdzić tezę o występowaniu istotnych różnic w stopniu i charakterze uregulowania poszczególnych instrumentów. Model regulacji tej grupy produktów – które, jak wykazano w poprzednich rozdziałach, stanowią relatywnie jednolitą kategorię z funkcjonalnego punktu widzenia – ma charakter wyraźnie asymetryczny, a rozbieżności między poszczególnymi reżimami są na tyle głębokie, że uzasadnione jest mówienie o współistnieniu dwóch odmiennych modeli regulacyjnych w obrębie tej samej grupy instrumentów giełdowych.

Fundusze ETF funkcjonują w ramach ściśle zharmonizowanego reżimu UCITS, uzupełnionego przepisami pakietu dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR (wraz z odpowiednimi aktami wykonawczymi), które – z perspektywy wielopoziomowej struktury unijnych aktów prawnych w rozumieniu procedury Lamfalussy'ego – należą do poziomu 1. Regulacje te są następnie rozwijane w aktach wykonawczych (poziom 2) oraz w instrumentach *soft law* wydawanych przez ESMA. Taka wielowarstwowa, ale spójna konstrukcja zapewnia funduszom ETF jednolite ramy prawne, wysoki stopień przejrzystości oraz szeroki zakres ochrony inwestorów.

Natomiast instrumenty typu ETC i ETN pozostają poza reżimem funduszowym. W zakresie regulacji stricte produktowych brak jest aktu prawnego o charakterze podstawowym, a w odniesieniu do ich obecności na giełdach – przepisy mają charakter fragmentaryczny i zostały ujęte jedynie w akcie wykonawczym należącym do drugiego poziomu hierarchii w rozumieniu procedury Lamfalussy'ego. Obejmują one wybrane aspekty funkcjonowania tych instrumentów, w szczególności

obowiązki sprawozdawcze oraz zasady przejrzystości transakcyjnej. Instrumenty te działają zatem na podstawie rozproszonych źródeł prawa – przepisów prospektowych, regulaminów giełd oraz aktów technicznych. Warto jednak zauważyć, że mimo braku kompleksowych ram regulacyjnych rynek wykształcił jednolite standardy praktyczne, a segment instrumentów typu ETC i ETN w Unii Europejskiej rozwija się dynamicznie, wykazując coraz większą spójność operacyjną z rynkiem funduszy ETF.

Analiza regulacji giełdowych instrumentów indeksowych z szerszej perspektywy stopniowego urzeczywistniania unijnego rynku finansowego jako części jednolitego rynku wewnętrznego ujawnia jeszcze jedną charakterystyczną cechę. W odróżnieniu od wielu innych segmentów prawa finansowego regulacje dotyczące giełdowych instrumentów indeksowych w znacznym stopniu oparły się ogólnoeuropejskiej tendencji przechodzenia od dyrektyw do rozporządzeń. W przypadku funduszy ETF, zamiast pełnej unifikacji ustawodawczej na poziomie rozporządzenia, zastosowano mechanizm uszczegółowienia standardów w aktach poziomu 2 i 3 – wykonawczych oraz w wytycznych i dokumentach Q&A publikowanych przez ESMA. Analizując rozwój rynku ETF, a następnie dynamiczny wzrost segmentu instrumentów typu ETC i ETN, trudno uznać to rozwiązanie za błędne: regulacyjna elastyczność wynikająca z pozostawienia funduszy ETF w reżimie dyrektywy UCITS okazała się wystarczająca, aby zapewnić stabilność i przejrzystość rynku przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów.

Na tym tle w kolejnym rozdziale zostaną przeanalizowane przyczyny utrwalenia się takiego modelu oraz jego skutki praktyczne. Powstaje pytanie, czy rozproszony układ regulacyjny w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN był wynikiem świadomej decyzji prawodawcy unijnego, czy też stanowi jedynie efekt uboczny specyfiki reżimu UCITS oraz potrzeby rynkowej innowacji. Pojawia się również kwestia, w jakim stopniu zróżnicowanie regulacyjne wpływa na realizację celów regulacji unijnego rynku finansowego, w tym na poziom bezpieczeństwa inwestorów, konstrukcję analizowanych instrumentów oraz funkcjonowanie rynku.

Dokonana w niniejszym rozdziale konceptualizacja modelu regulacyjnego analizowanych instrumentów oraz określenie ich miejsca w wielopoziomowej strukturze prawa unijnego stanowią punkt wyjścia do dalszej części pracy, w której

przeprowadzona zostanie szczegółowa analiza obowiązujących przepisów oraz praktyki nadzorczej – zmierzająca do udzielenia odpowiedzi na postawione wyżej pytania.

ROZDZIAŁ 5. REGULACYJNE UWARUNKOWANIA FUNKCJONOWANIA UNIJNYCH FUNDUSZY ETF

Wprowadzenie

W poprzednim rozdziale wykazano, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN są w prawie Unii Europejskiej regulowane w sposób wyraźnie asymetryczny, zarówno w odniesieniu do umiejscowienia regulacji w strukturze źródeł prawa, jak i do stopnia harmonizacji. Ustalenie tej różnicy nie przesądza jednak samo w sobie o jej znaczeniu z perspektywy kluczowych celów regulacji rynku finansowego. Dla oceny rzeczywistych konsekwencji asymetrii konieczna jest analiza tego, w jaki sposób poszczególne konstrukcje przekładają się na funkcjonowanie instrumentów w praktyce obrotu oraz na standard ochrony inwestorów.

W niniejszym rozdziale przyjęto zatem perspektywę, w której punktem odniesienia jest rekonstrukcja unijnego modelu regulacyjnego funduszy ETF jako największej i najstarszej kategorii giełdowych instrumentów indeksowych w Europie. Rekonstrukcja ta ma znaczenie metodologiczne: umożliwia identyfikację mechanizmów, poprzez które regulacja produktowa i regulacja obrotu współtworzą standard działania instrumentu, co w konsekwencji pozwala na zbudowanie spójnego modelu odniesienia do dalszej oceny instrumentów typu ETC i ETN.

Podstawowym założeniem rozdziału jest teza, że w ujęciu funkcjonalnym definicja funduszy ETF w prawie unijnym stanowi normatywny rdzeń konstrukcji produktu, ponieważ łączy status funduszu inwestycyjnego z wymogami dotyczącymi obrotu zorganizowanego i determinuje praktyczne zasady funkcjonowania instrumentu. Choć sama definicja nie jest obszerna, wynika z niej szereg dodatkowych wymogów realizowanych na poziomie praktyki i regulacji poszczególnych platform obrotu. Wraz z powiązanymi regulacjami i praktykami rynkowymi determinuje ona minimalny standard mechanizmów ochrony inwestorów właściwy dla funduszy ETF. Zostanie to szczegółowo omówione z odwołaniem do praktycznych przykładów, tak aby w kolejnym rozdziale możliwe było zweryfikowanie, czy analogiczne wymogi występują w przypadku instrumentów typu ETC i ETN. To pozwoli na ostateczną ocenę, czy zidentyfikowana asymetria na poziomie modelu regulacji przekłada się na praktykę rynkową.

Celem rozdziału jest zatem rekonstrukcja unijnego modelu regulacyjnego funduszy ETF oraz weryfikacja, w jaki sposób zdefiniowanie tego produktu determinuje jego funkcjonowanie w praktyce rynkowej. Analiza oparta jest na następujących

pytaniach badawczych: (1) w jaki sposób unijna definicja funduszy ETF oraz dominujący w Europie reżim UCITS kształtują model funkcjonowania funduszy ETF w obrocie zorganizowanym, w tym minimalny standard ochrony inwestorów na różnych poziomach oraz (2) które elementy tego modelu mogą zostać wykorzystane jako punkt odniesienia dla oceny instrumentów typu ETC i ETN, w przypadku których standard ochrony inwestorów w jeszcze większym stopniu wynika z rozproszonych źródeł normatywnych i praktyk rynkowych.

Zakres rozdziału obejmuje w pierwszej kolejności analizę źródeł i treści definicji funduszy ETF w prawie Unii Europejskiej. Następnie omówione zostały elementy definicyjne i ich wpływ na praktykę rynkową, w tym znaczenie statusu funduszu inwestycyjnego, obecności w obrocie oraz roli animatorów rynku i obowiązków w zakresie publikacji danych dotyczących funduszu. W kolejnej części zaprezentowano reżim UCITS jako dominujący model produktowy europejskich funduszy ETF wraz z wymogami i ograniczeniami, które w określonych segmentach rynku stanowiły przyczynę rozwoju instrumentów typu ETC i ETN. Rozdział został uzupełniony o analizę wymogów informacyjnych oraz wybranych kierunków rozwoju funduszy ETF.

1 Fundusze ETF w unijnym porządku prawnym – skutki sposobu regulacji

1.1 Definicja funduszy ETF w prawie unijnym

Fundusze ETF, z uwagi na swój dualistyczny charakter, łączą w sobie elementy dwóch porządków prawnych: z jednej strony emitują tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, z drugiej tytuły te są papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego. Jak zauważa D. Papiasse, konstrukcja ta skutkuje równoległym podleganiem reżimowi prawa funduszy inwestycyjnych oraz regulacjom usług inwestycyjnych i organizacji rynku w prawie Unii Europejskiej[761]. W związku z tym – na co wstępnie zwrócono uwagę w poprzednim rozdziale – bezpośrednie odniesienia normatywne dotyczące funduszy ETF występują równolegle

[761] D. Papiasse, M. Kepeneghian, *Exchange-Traded Funds: News and Perspectives on the European UCITS Market*, „Bulletin Joly Bourse", 3/2024, s. 52.

w dwóch odrębnych reżimach prawnych: regulacji funduszy zbiorowego inwestowania oraz regulacji rynku instrumentów finansowych. Tym samym należy je traktować jako konstrukcję funkcjonującą na styku dwóch porządków prawnych, w której elementy obu tych reżimów nakładają się i wzajemnie uzupełniają.

Zagadnienie to ma istotne znaczenie praktyczne, ponieważ definicja funduszu ETF została ukształtowana w sposób odmienny od klasycznych rozwiązań odnoszących się do funduszy inwestycyjnych. Choć – jak wskazano w poprzednim rozdziale – regulacje dotyczące funduszy zbiorowego inwestowania funkcjonują w prawie Unii Europejskiej od lat 80. XX wieku, po raz pierwszy definicję funduszu ETF wprowadzono dopiero w wytycznych ESMA dotyczących funduszy ETF i innych kwestii związanych z UCITS, opublikowanych 18 grudnia 2012 r.[762]. Warto przy tym zauważyć, że praktyka rynkowa w zakresie funduszy ETF była już wówczas rozwinięta – 11 kwietnia 2000 r. na Deutsche Börse uruchomiono obrót pierwszymi w Europie UCITS ETF (na indeksy STOXX[763])[764].

Prawodawca unijny, wprowadzając tę definicję, posłużył się instrumentem *soft law*, a więc niewiążącym prawnie aktem poziomu 3 w ramach scharakteryzowanej w poprzednim rozdziale wielopoziomowej struktury unijnych aktów i instrumentów prawnych, zamiast instrumentu o randze ustawodawczej. Co więcej, początkowo zdefiniowano wyłącznie fundusze ETF działające w formule UCITS, nie obejmując w ogóle zakresem regulacji sytuacji, w których fundusze ETF funkcjonowałyby w innych formach. W szczególności, choć obowiązywała już wtedy dyrektywa AIFMD[765], nie zawarto ani w tej dyrektywie, ani w związanych z nią aktach prawnych niższego rzędu odniesień do funduszy ETF, które mogłyby funkcjonować w charakterze funduszy alternatywnych. Równocześnie jednak nie wprowadzono w tym zakresie zakazów.

---

[762] Stosowanie wytycznych rozpoczęło się 18 lutego 2013 r., po zakończeniu okresu notyfikacji związanej z procesem *comply or explain*. Dla funduszy UCITS istniejących przed tą datą przewidziano roczny okres przejściowy umożliwiający dostosowanie wybranych obszarów działalności, w szczególności zasad dywersyfikacji zabezpieczeń, do 18 lutego 2014 r.

[763] Pierwsze dwa produkty to iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF oraz iShares STOXX Europe 50 UCITS ETF.

[764] Zob. *25 years of ETFs in Europe: Comprehensive set of measures to promote ETF trading on Xetra*, Deutsche Börse, 11.04.2025, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/25-years-of-ETFs-in-Europe-Comprehensive-set-of-measures-to-promote-ETF-trading-on-Xetra-4398524, dostęp: 16.10.2025.

[765] Dyrektywa AIFMD została przyjęta 8 czerwca 2011 r., weszła w życie 21 lipca 2011 r., a termin transpozycji do prawa krajowego upływał 22 lipca 2013 r.

Zdaniem Ch. Schmiesa przyjęcie takiego rozwiązania wynika z samej konstrukcji dyrektywy AIFMD, która ustanawia przede wszystkim reżim regulacyjny zarządzających, a nie reżim regulacyjny produktu[766]. Podobnie wskazuje N. Moloney, zauważając, że konstrukcyjną cechą dyrektywy AIFMD jest brak charakteru produktowego, co w sposób zasadniczy odróżnia ją od dyrektywy UCITS, której model ma wyraźnie taki profil[767]. Autorka podkreśla, że takie ujęcie jest konsekwencją specyfiki funduszy alternatywnych jako klasy aktywów, która w szerokim ujęciu może być kojarzona z portfelami o niższej płynności, z wykorzystaniem w części przypadków struktur o charakterze zamkniętym oraz z pierwotnym przeznaczeniem przede wszystkim dla inwestorów profesjonalnych[768], co uzasadniało mniej szczegółową ingerencję w strukturę samego produktu[769].

Taka perspektywa regulacyjna – dominująca w szczególności w pierwszych latach obowiązywania dyrektywy AIFMD – sprawiła, że nie postrzegano jej wówczas jako potencjalnej podstawy regulacyjnej dla funduszy typu ETF. Wynikało to zarówno z funkcjonalnego profilu dyrektywy, ukierunkowanej na zarządzanie portfelami alternatywnymi przeznaczonymi zasadniczo dla inwestorów profesjonalnych, jak i z charakteru samych funduszy ETF, które od początku rozwijane były jako produkty proste, płynne i przyjazne inwestorom detalicznym. Na tę sytuację nakładały się również uwarunkowania pragmatyczne – w tamtym czasie rynek funduszy ETF był znacznie mniej zróżnicowany pod względem liczby produktów, strategii inwestycyjnych i klas aktywów niż obecnie, liczba funduszy ETF o charakterze innym niż UCITS była w Europie znikoma (głównie były to fundusze tworzone w Szwajcarii na podstawie regulacji lokalnych)[770], a w ówczesnych realiach rynkowych trudno było zakładać, by emitenci wybierali dla tego rodzaju funduszy formę prawną funduszu alternatywnego[771].

---

[766] Ch. Schmies [w:] M. Lehmann, C. Kumpan, European Parliament (red.), *European financial services law: Article-by-Article Commentary*, „International and European business law", Nomos, Beck, Hart, Baden-Baden– München–Oxford–Chicago 2019, s. 1466.
[767] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford University Press, Oxford 2023, s. 294.
[768] Warto jednak zauważyć – co będzie miało istotne znaczenie w dalszej części rozważań – że w samej dyrektywie AIFMD nie zawężono wprost jej adresatów ani nie wprowadzono zakazu dystrybucji tego rodzaju funduszy do inwestorów detalicznych.
[769] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 294.
[770] Zob. *The murky world of non-UCITS ETFs*, ETFGI, 18.04.2012, https://www.etfgi.com/news/press-releases/2012/04/murky-world-non-ucits-etfs, dostęp: 16.10.2025.
[771] Fundusze ETF o charakterze alternatywnym występują w Unii Europejskiej przede wszystkim w Polsce, a pierwszy z nich powstał dopiero w 2019 r.

Uwzględniając wcześniejsze ustalenia o występowaniu definicji funduszy ETF w dwóch reżimach regulacyjnych (na różnych poziomach regulacji), analizę tej definicji funduszy ETF należy rozpocząć od wytycznych ESMA dotyczących UCITS i ETF, ponieważ to w nich po raz pierwszy w prawie unijnym sformułowano definicję funduszu ETF – jeszcze przed przyjęciem przepisów MiFID II. Zgodnie z pkt II pkt 4 wyżej wymienionych wytycznych ESMA ds. ETF[772] definicja funduszu ETF działającego w formule UCITS brzmi: „UCITS typu ETF to UCITS, którego co najmniej jedna kategoria jednostek lub udziałów jest przez cały dzień przedmiotem obrotu na co najmniej jednym rynku regulowanym lub wielostronnej platformie obrotu (MTF, *multilateral trading facility*)[773] z co najmniej jednym animatorem rynku, który podejmuje działania w celu zagwarantowania, żeby wartość giełdowa jego jednostek lub udziałów nie odbiegała znacznie od wartości jego aktywów netto oraz, w stosownych przypadkach, od jego orientacyjnej wartości aktywów netto".

Pierwszym praktycznym skutkiem wprowadzenia tej regulacji jest ustanowienie w wytycznych ESMA ds. ETF wymogu, aby fundusze ETF działające w formule UCITS stosowały identyfikator „UCITS typu ETF"[774]. W kwestii nazewnictwa produktu wprowadzono ponadto zakaz używania przez fundusze UCITS, które nie spełniają wymogów określonych w wytycznych ESMA ds. ETF, nie tylko identyfikatora „UCITS typu ETF", lecz także określeń „ETF" oraz „fundusz inwestycyjny typu ETF". Tym samym fundusz UCITS, którego tytuły uczestnictwa byłyby przedmiotem obrotu giełdowego, a który nie spełniałby wymogów przewidzianych w wytycznych ESMA ds. ETF, nie może posługiwać się w swojej nazwie oznaczeniem „ETF"[775].

---

[772] *Wytyczne dla właściwych organów i spółek zarządzających UCITS: wytyczne dotyczące funduszy ETF i innych kwestii związanych z UCITS*, ESMA/2012/832, ESMA, przyjęte 18.12.2012 r., następnie zaktualizowane i opublikowane jako ESMA/2014/937, obowiązujące od 01.08.2014 r. Zmiany dotyczyły w szczególności pkt 43 lit. e i pkt 48 w zakresie dywersyfikacji zabezpieczeń, nie obejmowały natomiast kwestii definicji funduszu ETF.

[773] MTF (*multilateral trading facility*) – wielostronna platforma obrotu w rozumieniu przepisów dyrektywy MiFID II, na GPW w Warszawie funkcjonująca pod nazwą „Alternatywnego Systemu Obrotu".

[774] Oznaczenie to powinno być używane zarówno w nazwie funduszu, jak i zasadniczo we wszystkich dokumentach rejestracyjnych, marketingowych oraz informacyjnych (zob. pkt 15 wytycznych ESMA ds. ETF).

[775] Zakres wytycznych odnosi się w tym kontekście wyłącznie do funduszy UCITS. Można zatem przyjąć argument, że wskazany zakaz nie obejmuje funduszy innych niż UCITS, w szczególności tych tworzonych na podstawie przepisów implementujących dyrektywę AIFMD, takich jak fundusze inwestycyjne zamknięte (zob. pkt 16 wytycznych ESMA ds. ETF). Wnioski te znajdują potwierdzenie w praktyce rynku polskiego, na którym fundusze tego rodzaju funkcjonują jako fundusze zamknięte (a zatem podlegają regulacjom wdrażającym dyrektywę AIFMD).

Sama definicja zawarta w wyżej wymienionych wytycznych ESMA nie tylko wpłynęła na ukształtowanie modelu funkcjonowania funduszy ETF w Unii Europejskiej, lecz także stanowi przykład tego, w jaki sposób w ramach jednego, syntetycznego ujęcia można oddać zasadnicze cechy konstrukcyjne produktu, zachowując jednocześnie jego ponadczasowy charakter. Pomimo istotnych zmian, jakie w kolejnych latach zaszły w strategiach inwestycyjnych, sposobie funkcjonowania funduszy ETF oraz ich roli w strukturze rynku, opisanych wcześniej m.in. w podrozdziale 4.4 rozdziału 1, definicja przyjęta w 2012 r.[776] zachowuje swoją aktualność.

Jak wskazano w rozdziale 4, definicja funduszu ETF w aktach prawnych poziomu 1 pojawiła się dopiero w ramach dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR[777]. Kwestia ta ma znaczenie zasadnicze nie tylko dlatego, że w ten sposób „podniesiono" rangę tej definicji do poziomu aktu o charakterze ustawodawczym, lecz również dlatego, że – przy zasadniczym zachowaniu jej brzmienia – znacząco rozszerzono zakres jej zastosowania.

Z uwagi na wspomniany wcześniej dualistyczny charakter funduszy ETF ustawodawca unijny, wprowadzając ich definicję do MiFID II, przyjął istotne założenia dotyczące ich funkcjonowania w obrocie wtórnym. W dyrektywie tej posłużono się zasadniczo tą samą definicją co w wytycznych ESMA dotyczących UCITS oraz ETF[778], a co za tym idzie – oparto się na tych samych wymogach w odniesieniu do konstrukcji i funkcjonowania produktu. Uznano jednak, że nie ma potrzeby (przynajmniej na poziomie regulacyjnym) zawężania pojęcia funduszu ETF wyłącznie do produktów spełniających wymogi dyrektywy UCITS. W rezultacie w ramach MiFID II do kategorii funduszy ETF zaliczono również fundusze inwestycyjne inne niż UCITS. Z jednej strony rozwiązanie to otworzyło przestrzeń dla większej różnorodności struktur funduszy ETF, z drugiej jednak oznacza, że wszystkie instrumenty

[776] Jak zwrócono uwagę w rozdziale 1 i 3, fundusze ETF były definiowane w sposób niejednolity, a ich ewolucja przebiegała od funduszy pasywnych, przez rozwiązania indeksowe, aż po fundusze aktywnie zarządzane, w tym określane jako *active non-transparent ETFs*.

[777] Dyrektywa MiFID II została przyjęta 15 maja 2014 r., weszła w życie 2 lipca 2014 r., a termin jej transpozycji do prawa krajowego upływał 3 lipca 2017 r.; przepisy zaczęto stosować od 3 stycznia 2018 r. Równolegle przyjęto rozporządzenie, które weszło w życie 2 lipca 2014 r. i – jako akt o bezpośrednim stosowaniu – zaczęło obowiązywać również od 3 stycznia 2018 r.

[778] Zgodnie z tą definicją „fundusz inwestycyjny typu ETF oznacza fundusz, którego co najmniej jedna jednostka lub klasa akcji jest przedmiotem obrotu przez cały dzień w co najmniej jednym systemie obrotu i z udziałem co najmniej jednego animatora rynku, który podejmuje działania w celu zapewnienia, aby wartość jednostek lub akcji w danym systemie obrotu nie różniła się istotnie od ich wartości aktywów netto, a w stosownych przypadkach – od ich wskaźnikowych wartości aktywów netto".

posiadające charakter funduszu inwestycyjnego i spełniające kryteria definicji funduszu ETF podlegają reżimowi dyrektywy MiFID II i rozporządzenia MiFIR, co ma istotne znaczenie z punktu widzenia ochrony inwestorów oraz zapewnienia przejrzystości obrotu[779].

Analizując zatem całość istniejących regulacji, można zauważyć, że od strony produktowej fundusz ETF może przybierać różne formy prawne. Może on być funduszem typu UCITS, a wówczas – po spełnieniu dodatkowych wymogów określonych w wytycznych ESMA ds. ETF – uzyskuje swoisty „znak jakości" w postaci oznaczenia UCITS ETF. Może jednak funkcjonować również w innej formule prawnej, np. jako alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu dyrektywy AIFMD, oczywiście pod warunkiem, że dana forma organizacyjno-prawna nie wyklucza spełnienia pozostałych wymogów wynikających z definicji zawartej w MiFID II. Choć fundusze ETF funkcjonujące w formule innej niż UCITS nigdy nie stanowiły znaczącego segmentu rynku europejskiego, to sama możliwość ich istnienia ma istotne znaczenie systemowe. Dotyczy to nie tylko praktyki funkcjonowania takich funduszy np. w Polsce – oraz, w ograniczonym zakresie, w niektórych innych państwach członkowskich Unii Europejskiej – lecz także niektórych postulatów *de lege ferenda* odnoszących się do przyszłego kształtu regulacji giełdowych instrumentów indeksowych[780].

1.2 Definicja funduszu inwestycyjnego ETF z perspektywy celów regulacji

Niniejsza praca koncentruje się na funduszach ETF o charakterze indeksowym, które nadal stanowią zdecydowaną na rynku europejskim i światowym[781]. Warto jednak zaznaczyć, że z punktu widzenia wymogów regulacyjnych oraz prawnej definicji funduszu ETF na poziomie prawa unijnego element strategii inwestycyjnej nie stanowi kryterium różnicującego. Pomimo że w ujęciu historycznym zarówno w

[779] Zob. w szczególności art. 8–11 rozporządzenia MiFIR, ustanawiające obowiązki przejrzystości przed- i potransakcyjnej m.in. dla funduszy ETF, a także art. 27 dyrektywy MiFID II dotyczący obowiązku najlepszej realizacji zleceń, jak również wymogi wynikające z definicji funduszu ETF, odnoszące się do zapewnienia inwestorom możliwości zawierania transakcji po cenach odpowiadających wartości aktywów netto (NAV) funduszu.
[780] *Technical Advice to the European Commission on the Review of the UCITS Eligible Assets Directive*, ESMA, 26.06.2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 06.01.2026.
[781] Dane o skali i udziale w rynku przedstawiono m.in. w rozdziale 3.

literaturze przedmiotu, jak i w praktyce rynkowej (m.in. w regulaminach niektórych giełd papierów wartościowych[782]) wielokrotnie wskazywano na pasywny charakter oraz funkcję replikacji indeksu jako cechy definicyjne ETF, podejście to nigdy nie znalazło oparcia w obowiązujących regulacjach prawa unijnego[783]. Można zatem przyjąć, że ustawodawca unijny od początku ukształtował definicję o charakterze szerokim i funkcjonalnym, pozwalającą na objęcie różnorodnych strategii inwestycyjnych. W tym sensie przepisy unijne – przynajmniej na poziomie definicyjnym – nie wyłączają *per se* żadnej z obecnie stosowanych struktur funduszy ETF.

Definicja funduszy ETF nie zawiera zatem wymogu określonej strategii inwestycyjnej, ale z jej treści wynikają kryteria, których spełnienie warunkuje uznanie danego instrumentu za fundusz ETF w rozumieniu prawa unijnego. Ich spełnienie ma charakter warunku koniecznego, a jednocześnie powoduje, że z perspektywy regulacyjnej systemów obrotu instrument, który te kryteria spełnia, powinien przez daną giełdę zostać zaklasyfikowany jako fundusz ETF. Definicja ta została co prawda umieszczona w dyrektywie MiFID II (zob. wspomniany wcześniej art. 4 ust. 1 pkt 46), i jako taka wymaga implementacji do prawa krajowego, częściowo jednak znajduje zastosowanie również wprost, gdyż rozporządzenie MiFIR odsyła do niej w zakresie przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych i niektórych zasad funkcjonowania obrotu wtórnego.

Z analizy tej regulacji wynika, że aby instrument finansowy mógł zostać uznany za fundusz ETF, musi spełniać trzy zasadnicze warunki:

- mieć formę funduszu inwestycyjnego;
- posiadać co najmniej jedną „jednostkę uczestnictwa lub klasę akcji" będącą przedmiotem obrotu przez cały dzień w co najmniej jednym systemie obrotu;
- funkcjonować w ramach struktury, w której działa animator rynku zapewniający, by „wartość jednostek lub akcji" w danym systemie obrotu

[782] Dla przykładu, pierwotna definicja funduszy ETF w regulaminie GPW w Warszawie zakładała możliwość dopuszczenia do obrotu wyłącznie tytułów uczestnictwa funduszy ETF o charakterze indeksowym.

[783] Odnosząc się bowiem do poszczególnych elementów składowych definicji funduszu ETF – tożsamej co do wymogów funkcjonalnych zarówno w wytycznych ESMA dotyczących UCITS i ETF, jak i w dyrektywie MiFID II – ustawodawca unijny nigdy nie ograniczał tego pojęcia wyłącznie do instrumentów o charakterze pasywnym lub indeksowym. Ani definicja UCITS ETF zawarta w wytycznych ESMA, ani szersze ujęcie przyjęte w MiFID II nie odwołują się do obowiązku śledzenia wyników określonego indeksu.

nie odbiegała w sposób istotny od ich wartości aktywów netto (bądź w stosownych przypadkach od wskaźnikowej wartości aktywów netto).

Na uwagę zasługuje fakt, że prawodawca unijny w tej zwięzłej formule ujął wszystkie najistotniejsze elementy mechanizmu działania funduszy ETF, omówione szerzej w rozdziale 3 – tj. status funduszu inwestycyjnego, obecność w obrocie giełdowym oraz funkcjonowanie mechanizmu kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa, który wykorzystuje animatorów rynku.

Jednocześnie takie ujęcie definicji umożliwia realizację kluczowych celów regulacji rynku finansowego, omówionych w rozdziale 4, w szczególności w zakresie ochrony inwestorów. Ochrona ta ma charakter dwupoziomowy: po pierwsze, wymóg struktury funduszowej ogranicza ekspozycję inwestora na ryzyko kontrahenta, typowe dla konstrukcji dłużnych lub syntetycznych; po drugie, wymóg stałej obecności tytułów uczestnictwa w obrocie oraz obowiązki nałożone na animatorów rynku wzmacniają mechanizmy arbitrażowe i informacyjne, które zapewniają płynność i redukują prawdopodobieństwo zawierania transakcji po cenach istotnie odbiegających od rynkowych.

Zasadne jest zatem głębsze przeanalizowanie tych wymogów oraz sposobu ich realizacji w praktyce, aby ustalić, w jaki sposób zostały one wdrożone przez uczestników rynku oraz gdzie – sformułowane na poziomie ogólnym – uległy doprecyzowaniu w regulaminach i praktykach rynkowych, co pozwoliło na ukształtowanie standardów funkcjonowania funduszy ETF. Standardy te nie tylko sprzyjają wysokiemu poziomowi ochrony inwestorów i realizacji celów regulacyjnych, lecz także tworzą warunki dla dynamicznego rozwoju rynku funduszy ETF w Europie.

2 Elementy definicyjne funduszy ETF i ich realizacja w praktyce rynkowej

2.1 ETF jako fundusz inwestycyjny

Po zrekonstruowaniu definicji funduszu ETF zasadne jest przejście od warstwy normatywnej do jej operacjonalizacji, tj. do analizy sposobu, w jaki wymogi „wbudowane" w konstrukcję funduszy ETF i wymuszone przez ich definicję są realizowane w praktyce obrotu giełdowego.

Przesłanka posiadania przez dany instrument finansowy statusu funduszu inwestycyjnego – jako warunek uznania go za fundusz ETF – ma istotne znaczenie systemowe. Zagadnienie to ma dwa zasadnicze aspekty. Po pierwsze, przesłanka ta wyłącza z zakresu pojęcia funduszu ETF instrumenty finansowe o zbliżonym charakterze ekonomicznym – nawet jeśli spełniają one inne elementy definicji ETF i funkcjonują na podobnych zasadach, lecz nie posiadają statusu funduszu inwestycyjnego. Po drugie, jak wskazano wcześniej, definicja zawarta w dyrektywie MiFID II (w odróżnieniu od wcześniejszej wynikającej z wytycznych ESMA ds. ETF) nie wprowadza ograniczeń co do rodzaju funduszu inwestycyjnego, który może występować w formie funduszu ETF. W praktyce unijnej są to zwykle fundusze UCITS, ale przepisy nie wymagają obecnie, aby był to wyłącznie fundusz UCITS czy nawet alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu dyrektywy AIFMD.

Warto podkreślić znaczenie interpretacyjne i praktyczne pierwszego z wymienionych aspektów (tj. wyłączenia podobnych instrumentów o charakterze niefunduszowym). Rozróżnienie na struktury funduszowe i podobne – dziś pozornie oczywiste – nie było takie na początkowym etapie prac nad dyrektywą MiFID II i rozporządzeniem MiFIR. Kwestia ta była przedmiotem konsultacji rynkowych prowadzonych przez ESMA w toku opracowywania regulacyjnych standardów technicznych do tych aktów. Część uczestników rynku argumentowała wówczas, że instrumenty typu ETC oraz ETN – ze względu na zbliżoną konstrukcję prawną i sposób funkcjonowania – powinny podlegać temu samemu reżimowi transparentności co fundusze ETF, gdyż odmienne traktowanie mogłoby prowadzić do zniekształceń rynkowych (*market distortions*)[784]. Jak zauważa A. Chisari, stanowisko to korespondowało z wcześniejszymi wątpliwościami włoskiego organu nadzoru, który rozważał możliwość traktowania instrumentów typu ETC i ETN – z uwagi na ich podobieństwo do funduszy inwestycyjnych – jako instrumentów o charakterze funduszowym[785]. Ostatecznie jednak ESMA zajęła jednoznaczne stanowisko, wskazując, że definicja funduszu ETF zawarta w dyrektywie MiFID II odnosi się wyłącznie do struktur funduszowych (*fund structures*) i tym samym nie ma zastosowania do instrumentów typu ETC i ETN. W

[784] Zob. *Final Report – Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, 28.09.2015, pkt 81, s. 99, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, dostęp: 16.10.2025.
[785] A. Chisari, *Certificati a gestione attiva (actively managed certificates): riflessioni giuridiche e finanziarie tra Italia e Svizzera*, „Rivista di Diritto Bancario", 1/2021, s. 65–98.

konsekwencji, mimo ich funkcjonalnego podobieństwa, instrumenty te zostały wyłączone z zakresu definicji ETF w sensie prawnym[786].

Tymczasem, jak już wskazano, dyrektywa MiFID II nie wprowadza żadnych ograniczeń co do charakteru prawnego funduszu inwestycyjnego, który może pełnić funkcję funduszu ETF. Może to być (przynajmniej teoretycznie) fundusz dowolnego typu – zarówno zharmonizowany, jak i niezharmonizowany – o ile jego konstrukcja prawna umożliwia spełnienie przesłanek określonych w art. 4 ust. 1 pkt 46 dyrektywy MiFID II. Dyrektywa posługuje się bowiem pojęciem „funduszu inwestycyjnego typu ETF", nie definiując jednocześnie pojęcia „funduszu inwestycyjnego" jako takiego. Konieczne jest zatem doprecyzowanie, jak należy rozumieć pojęcie „funduszu inwestycyjnego" na potrzeby wyżej wymienionej definicji. Choć praktyka rynkowa w Unii Europejskiej jest w tym zakresie w dużej mierze ukształtowana, nie przesądza o jednoznaczności wykładni ani o zamkniętym katalogu dopuszczalnych konstrukcji prawnych, dlatego kwalifikacja danego instrumentu wymaga analizy normatywnej, a nie wyłącznie odwołania do praktyki.

W doktrynie unijnego prawa rynku finansowego można spotkać się z ogólną definicją funduszu inwestycyjnego, zgodnie z którą jest to produkt finansowy tworzony w celu pozyskania kapitału od inwestorów i wspólnego lokowania tego kapitału w papiery wartościowe lub inne aktywa, zgodnie z określonym poziomem ryzyka oraz zasadami polityki inwestycyjnej przewidzianymi w dokumentacji funduszu[787]. Nie jest to jednak definicja normatywna. Na rynku Unii Europejskiej funkcjonuje szerokie spektrum struktur zbiorowego inwestowania, a w poszczególnych państwach członkowskich obowiązują krajowe regulacje dopuszczające tworzenie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, które nie mieszczą się wprost w ramach dyrektyw sektorowych[788]. Z uwagi na tę różnorodność konstrukcji prawo Unii Europejskiej nie zawiera jednej, powszechnie obowiązującej, wprost wyrażonej, jednolitej

[786] Zob. *Final Report – Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, 28.09.2015, pkt 82–83, s. 99, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, dostęp: 16.10.2025.
[787] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2024, s. 385.
[788] Obejmuje ono nie tylko fundusze UCITS i fundusze objęte zakresem dyrektywy AIFMD, lecz także inne wyspecjalizowane kategorie, takie jak m.in. ELTIF (European Long-term Investment Fund), EuVECA (European Venture Capital Fund), EuSEF (European Social Entrepreneurship Fund) czy EFIF (European Fund for Infrastructure).

i kompleksowej definicji funduszu inwestycyjnego[789] ani pojęć pokrewnych (tzw. przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (*collective investment undertakings*), czy też schematów zbiorowego inwestowania (*collective investment schemes*))[790]. Możliwe jest natomiast odtworzenie ich elementów konstytutywnych na podstawie dorobku legislacyjnego, doktrynalnego oraz nadzorczego.

Przede wszystkim, jak zauważa N. Moloney, reżim prawny dotyczący funduszy inwestycyjnych opiera się na założeniu, że są one formą wspólnego przedsięwzięcia inwestycyjnego, które gromadzi środki inwestorów w celu dokonywania inwestycji oraz zapewnia im zwrot odpowiadający z góry określonym kryteriom doboru aktywów i zarządzania ryzykiem, proporcjonalny do udziału danego inwestora w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania[791]. Autorka przeciwstawia temu tzw. pakietowe produkty inwestycyjne (*packaged investment products*), które często pełnią funkcję substytutów inwestycji w przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania na rynku detalicznym i oferują zwrot uzależniony od struktury samego produktu, a nie od wspólnego portfela inwestycyjnego. Rozróżnienie to będzie miało istotne znaczenie z perspektywy konstrukcji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN.

Aby właściwie zrozumieć znaczenie tego rozróżnienia, należy odwołać się do sposobu definiowania funduszy inwestycyjnych w prawie Unii Europejskiej. Jak zauważa N. Moloney, przyjęcie dyrektywy AIFMD w 2011 r. było kluczowe dla kształtu unijnego podejścia do regulacji zbiorowego inwestowania. Od tego czasu prowadzenie działalności w takim zakresie podlega w zasadzie reżimowi tej dyrektywy – z wyjątkiem struktur autoryzowanych na podstawie dyrektywy UCITS[792]. W rezultacie dyrektywa AIFMD pełni funkcję horyzontalnego, domyślnego reżimu prawnego dla działalności w zakresie zbiorowego inwestowania w Unii Europejskiej – mimo że sektor UCITS pozostaje większy pod względem skali i znaczenia rynkowego.

Podobne stanowisko zajmuje F. Annunziata, który podkreśla, że dla rekonstrukcji ogólnej definicji funduszu inwestycyjnego w prawie Unii Europejskiej konieczne

[789] Zob. *Scope – Definition of AIF*, Linklaters, https://www.linklaters.com/insights/publications/aifmd/scope--definition-of-aif, dostęp: 28.02.2026.
[790] Pojęcia te można na potrzeby niniejszej pracy za F. Annunziatą uznać za tożsame. Zob. F. Annunziata, *Collective Investment Undertakings in the EU: How to Frame a Definition after the AIFMD*, RTDF, 1/2017, https://ssrn.com/abstract=2956246, dostęp: 20.01.2026.
[791] N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, op. cit., s. 231.
[792] Ibidem, s. 233.

jest uwzględnienie dwóch zasadniczych reżimów normatywnych – dyrektyw UCITS i AIFMD[793]. Autor wskazuje przede wszystkim, że definicja zawarta w dyrektywie UCITS, choć starsza, ma zbyt wąski zakres podmiotowy, dlatego też jako taka nie może stanowić samodzielnej podstawy do formułowania definicji ogólnej, którą można byłoby odnieść do innych form zbiorowego inwestowania[794]. W jego ocenie zasadnicza zmiana w tym zakresie nastąpiła wraz z przyjęciem dyrektywy AIFMD, która – niejako pobocznie wobec swojego głównego celu – doprowadziła do wykształcenia jednolitego, funkcjonalnego rozumienia funduszu inwestycyjnego, który można ekstrapolować na całość unijnego prawodawstwa. F. Annunziata argumentuje, że definicja zawarta w dyrektywie AIFMD[795] w praktyce wchłonęła i rozszerzyła wcześniejsze ujęcie wynikające z dyrektywy UCITS, tworząc wspólny punkt odniesienia dla rozumienia pojęcia funduszu inwestycyjnego w całym systemie regulacyjnym Unii Europejskiej[796]. Kluczowe znaczenie definicji zawartej w tej dyrektywie – również z punktu widzenia kwalifikacji funduszy ETF – podkreślał już wcześniej, bo w 2011 r., E. Wymeersch[797].

Zgodnie z wyżej wymienioną definicją, zawartą w art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy AIFMD, alternatywny fundusz inwestycyjny („AFI") oznacza przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, w tym subfundusze takich przedsiębiorstw, które: (1) pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, z korzyścią dla tych inwestorów oraz (2) nie wymagają

[793] F. Annuziata, *Chapter 16: Investment services and investment funds* [w:] F. Fabbrini, M. Ventoruzzo, *Research handbook on EU economic law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2019, s. 499, https://www.elgaronline.com/edcollchap/edcoll/9781788972338/9781788972338.00025.xml, dostęp: 20.01.2026.

[794] Zdaniem F. Annunziaty definicja zawarta w art. 1 dyrektywy UCITS dostarcza jedynie ograniczonych wskazówek interpretacyjnych pozwalających na rekonstrukcję pojęcia „przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania". Po pierwsze, odnosi się ona do przedmiotu działalności, którym jest zbiorowe lokowanie środków pieniężnych zebranych od inwestorów w papiery wartościowe lub inne płynne aktywa finansowe. Po drugie, wskazuje na zasadę rozproszenia ryzyka, stanowiącą podstawowy element konstrukcyjny tego rodzaju instytucji. Po trzecie, odnosi się do strukturalnych cech przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, polegających na tym, że jego jednostki uczestnictwa lub akcje są – na żądanie uczestników – odkupywane lub umarzane bezpośrednio bądź pośrednio z aktywów tego przedsiębiorstwa. Dyrektywa UCITS nie zawiera jednak dalszych elementów, które pozwalałyby w sposób jednoznaczny określić pełny zakres i naturę przesłanek konstytuujących przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania.

[795] Na podstawie art. 4 ust. 1 lit. A dyrektywy AIFMD, „AFI" oznacza przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, w tym subfundusze takich przedsiębiorstw, które: (1) pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów oraz (2) nie potrzebują zezwolenia na mocy art. 5 dyrektywy 2009/65/WE.

[796] F. Annuziata, *Chapter 16: Investment services and investment funds*, op. cit., s. 501.

[797] E. Wymeersch, *The Regulatory Regime for Exchange-Traded Funds in the European Union*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986852, dostęp: 20.01.2026.

zezwolenia na podstawie art. 5 dyrektywy UCITS. O ile wyłączenie funduszy UCITS z zakresu tej definicji nie budzi wątpliwości, o tyle jej zasadniczy, „funkcjonalny" rdzeń wymaga doprecyzowania interpretacyjnego.

Uszczegółowienie przesłanek definicyjnych dyrektywy AIFMD, a tym samym identyfikacja elementów pozwalających precyzyjnie określić konstytutywne cechy funduszu inwestycyjnego nastąpiły w toku prac ESMA nad wytycznymi dotyczącymi kluczowych koncepcji dyrektywy AIFMD[798]. W dokumencie tym doprecyzowano, że podmiot może zostać uznany za alternatywny fundusz inwestycyjny (a tym samym – zgodnie z argumentacją przytoczoną powyżej – za fundusz inwestycyjny w ogóle), jeżeli:

- posiada status przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania;
- pozyskuje kapitał od inwestorów;
- kapitał ten pochodzi od więcej niż jednego inwestora;
- jest zarządzany zgodnie z określoną polityką inwestycyjną w interesie tych inwestorów (pkt 11 wytycznych ESMA ds. AIFMD).

W dalszej części wytycznych sprecyzowano sposób rozumienia każdej z tych przesłanek, w szczególności: pojęcia przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (pkt VI), pozyskiwania kapitału (pkt VII), wielości inwestorów (pkt VIII) oraz prowadzenia działalności zgodnie z określoną polityką inwestycyjną (pkt IX). Wytyczne te, jako instrument *soft law*, zostały następnie doprecyzowane przez krajowe organy nadzorcze poszczególnych państw członkowskich, które w ramach praktyki interpretacyjnej uszczegóławiały ich zastosowanie na gruncie poszczególnych jurysdykcji[799].

Takie funkcjonalne ujęcie definicji funduszu inwestycyjnego oznacza, że każda instytucja spełniająca powyższe przesłanki jest traktowana jako fundusz inwestycyjny / przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w rozumieniu prawa unijnego i

[798] Zob. *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji dyrektywy ZAFI*, ESMA, 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pl_tra.pdf, dostęp: 16.10.2025.

[799] Zob. np. stanowisko nadzorcy francuskiego: Autorité des Marchés Financiers (AMF), *Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/en/Position/DOC-2013-16/1.0/Key%20concepts%20of%20the%20Alternative%20Investment%20Fund%20Managers%20Directive.pdf, dostęp: 16.10.2025.

mogłaby, przynajmniej teoretycznie, funkcjonować jako fundusz ETF[800]. Dodatkowo taka instytucja podlega reżimowi regulacyjnemu właściwemu dla tej kategorii podmiotów.

Podsumowując, dominacja funduszy UCITS w europejskim segmencie funduszy ETF ma przede wszystkim charakter rynkowy i praktyczny, nie wynika jednak z normatywnego ograniczenia definicji ETF. Definicja ta opiera się na funkcjonalnym ujęciu funduszu inwestycyjnego, ukształtowanym w ramach całości unijnych regulacji w tym zakresie, szczególnie w dyrektywie AIFMD, i doprecyzowanym w wytycznych ESMA. Wnioski te wyznaczają punkt odniesienia dla dalszych rozważań dotyczących kwalifikacji i konstrukcji prawnej instrumentów typu ETC i ETN, a także dla oceny formułowanych w ostatnim czasie postulatów *de lege ferenda* odnoszących się do modelu ich funkcjonowania na rynku unijnym[801].

Analizując reżim funduszy inwestycyjnych jako taki, warto dodatkowo zauważyć, że – niezależnie od ogólnych celów regulacji rynków finansowych omówionych w poprzednim rozdziale – cechuje się on szczególnymi rozwiązaniami w zakresie ochrony inwestorów. Jak zauważa F. Annunziata, wynika to z faktu, że inwestorzy, gdy w tego rodzaju strukturach powierzają środki zarządzającemu, nie mają bezpośredniej kontroli nad jego działalnością, co generuje asymetrię informacyjną i typowe dla relacji agencyjnych ryzyka, wymagające odpowiednich mechanizmów ochronnych[802]. Odpowiadając na te ryzyka, prawodawca europejski ukształtował wielowarstwowy system ochrony inwestorów. W ujęciu zaproponowanym przez F. Annunziatę zasadnicze mechanizmy ochronne w regulacji podmiotów zbiorowego inwestowania można usystematyzować w trzech kategoriach: (1) przejrzystość i ujawnienia (*transparency and disclosure*), (2) ład korporacyjny i kontrola wewnętrzna (*governance and controls*) oraz (3) alokacja ryzyka i nadzór ostrożnościowy (*allocation of risk and prudential supervision*)[803].

Pierwsza z wymienionych kategorii obejmuje przepisy zapewniające inwestorom adekwatną informację o charakterze i ryzykach inwestycji – w tym zakresie

[800] W praktyce dodatkowe wymogi – uwzględnione w definicji funduszu ETF zawartej w dyrektywie MiFID II – wykluczają zdecydowaną większość struktur funduszowych, szczególnie o charakterze zamkniętym.
[801] Zob. dokument ESMA *Technical Advice*, gdzie postawiono tezę o możliwości funkcjonowania instrumentów typu ETC i ETN jako funduszy ETF o charakterze alternatywnym.
[802] F. Annuziata, *Chapter 16: Investment services and investment funds*, op. cit., s. 504.
[803] Ibidem, s. 505.

dotyczyć tego będą wymogi informacyjne i prospektowe, omówione w dalszej części tego rozdziału. Druga kategoria – rozwijana stopniowo wraz z kolejnymi wersjami dyrektywy UCITS, a następnie z dyrektywą AIFMD – obejmuje wymogi dotyczące struktury organów zarządzającego oraz wdrożenia trzech funkcji kontrolnych charakterystycznych dla sektora finansowego: audytu wewnętrznego, zasad zapewnienia zgodności oraz zarządzania ryzykiem. Trzecia kategoria – alokacja ryzyka i nadzór ostrożnościowy – ma charakter najbardziej zróżnicowany i obejmuje szereg technik służących ograniczaniu ryzyka ponoszonego przez inwestorów. Jak wskazuje F. Annunziata, prawodawca unijny posługuje się w tym zakresie w szczególności dwoma instrumentami: ograniczaniem ryzyka oraz zapewnieniem odpowiedniej dywersyfikacji portfela[804]. Ta trzecia kategoria ma szczególne znaczenie z perspektywy niniejszej pracy, ponieważ to na poziomie alokacji ryzyka i nadzoru ostrożnościowego najpełniej ujawniają się różnice konstrukcyjne pomiędzy funduszami ETF a pozostałymi giełdowymi instrumentami indeksowymi, zwłaszcza w zakresie mechanizmów *ex lege* ograniczających ryzyko inwestora (jak np. limity inwestycyjne, dywersyfikacja, rola depozytariusza i wyodrębnienie aktywów).

W reżimie funduszy inwestycyjnych (a w szczególności UCITS) wymogi dywersyfikacji mają charakter obligatoryjny – fundusz UCITS nie może np. koncentrować ekspozycji na pojedynczym emitencie lub wąskiej grupie aktywów. Przepisy dyrektywy określają szczegółowe limity zaangażowania, co zostanie przeanalizowane w podrozdziale 3.2. Odrębnym, choć funkcjonalnie powiązanym mechanizmem, jest ochrona aktywów. To rozwiązanie zwykle realizowane poprzez odseparowanie aktywów funduszu od majątku zarządzającego, określane w literaturze anglosaskiej mianem *ring-fencing* lub *asset partitioning*[805]. Jak wskazuje H.E. Wegman, podstawową funkcją wydzielenia aktywów jest ochrona instytucji finansowej przed obciążeniem zobowiązaniami i ryzykami wynikającymi z upadłości. Mechanizm ten zapewnia ochronę *ex post*, ponieważ aktywa zgromadzone na wyodrębnionym rachunku mogą być chronione przed wierzycielami w przypadku upadłości, co stanowi skuteczny sposób zabezpieczenia majątków inwestorów[806].

[804] Ibidem.
[805] J. Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, „Yale Law Journal", 123/2014, s. 1240.
[806] H.E. Wegman, *Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds?*, Leiden University, https://hdl.handle.net/1887/38038, dostęp: 21.01.2026.

W reżimie UCITS oraz AIFMD segregacja aktywów jest wzmocniona przez kompleksowe wymogi dotyczące przechowywania (funkcja depozytariusza). Jak podkreśla F. Annunziata, aktywa podmiotu zbiorowego inwestowania nie tylko są prawnie odseparowane od majątku zarządzającego – przy czym separacja działa również wertykalnie, między poszczególnymi pulami zarządzanymi przez ten sam podmiot – lecz także są materialnie powierzone niezależnemu depozytariuszowi, który pełni podwójną funkcję: przechowawczą (*safekeeping*) oraz kontrolną (*control*). Takie rozwiązanie redukuje lub eliminuje ryzyko przywłaszczenia aktywów bądź utraty kontroli nad nimi.

Podsumowując, definicyjny wymóg funkcjonowania funduszy ETF w Unii Europejskiej w strukturze funduszowej – który w praktyce najczęściej realizowany jest w formule UCITS, choć nie istnieje taki bezwzględny wymóg prawny – ma istotne konsekwencje dla ochrony inwestorów. Reżim funduszy inwestycyjnych zapewnia bowiem inwestorom ochronę na różnych poziomach, obejmującą w szczególności: obowiązkową dywersyfikację portfela, nadzór sprawowany przez niezależnego depozytariusza oraz wyodrębnienie aktywów funduszu od majątku zarządzającego. W kolejnym rozdziale wymienione elementy ochronne zostaną przeanalizowane w odniesieniu do pozostałych giełdowych instrumentów indeksowych, co pozwoli na identyfikację ewentualnych różnic w poziomie ochrony inwestorów.

2.2 Wymóg obecności tytułów uczestnictwa funduszu ETF w obrocie

Kolejny element definicji funduszu ETF odnosi się do wymogu, aby co najmniej jedna kategoria „jednostek lub udziałów w funduszu" była w ciągu całego dnia przedmiotem obrotu na co najmniej jednym rynku regulowanym lub na wielostronnej platformie obrotu (MTF).

W tym miejscu warto doprecyzować znaczenie zwrotu „jednostki lub udziały w funduszu". Z perspektywy prawa polskiego właściwszym określeniem byłoby pojęcie tytułów uczestnictwa – zbiorczego określenia obejmującego jednostki uczestnictwa oraz certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne[807]. Tytuły uczestnictwa stanowią instrumenty potwierdzające prawa majątkowe uczestnika funduszu do jego aktywów lub dochodów. W nomenklaturze anglojęzycznej,

[807] Takim określeniem zbiorczym posługuje się ustawodawca w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (zob. np. art. 262).

stosowanej w prawie Unii Europejskiej, używa się terminu *units or shares in a fund*, w którym słowo *shares* nie oznacza udziałów kapitałowych w sensie prawa spółek, lecz stanowi odpowiednik polskiego pojęcia „tytuły uczestnictwa". Sformułowanie to ma objąć wielorakie formy prawne funduszy w państwach członkowskich oraz wynikające z nich różnice w konstrukcji i nazewnictwie praw przysługujących uczestnikom. Z tych względów w niniejszej pracy konsekwentnie używane jest pojęcie „tytuły uczestnictwa" jako bardziej właściwe dla rynku polskiego.

Prawodawca unijny, formułując wymóg dopuszczenia do obrotu co najmniej jednej kategorii tytułów uczestnictwa, de facto przewidział możliwość funkcjonowania funduszy inwestycyjnych o strukturze zawierającej wiele kategorii, w szczególności takiej, w której jedna kategoria tytułów uczestnictwa podlega tradycyjnej, pozagiełdowej dystrybucji, natomiast druga stanowi przedmiot obrotu giełdowego, realizując w ten sposób przesłanki definicyjne funduszu ETF. Zjawisko to, choć znane wcześniej, nabiera obecnie szczególnego znaczenia w kontekście ewolucji otoczenia regulacyjnego zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w kluczowych europejskich jurysdykcjach będących głównymi ośrodkami rejestracji funduszy UCITS ETF w Europie, tj. w Irlandii oraz w Luksemburgu[808]. Ten temat z perspektywy najnowszych trendów produktowych zostanie szerzej omówiony w podrozdziale 5.

W pozostałym zakresie analizowana w niniejszym punkcie część definicji funduszu ETF zawartej w dyrektywie MiFID II nie wymaga szczegółowego omówienia ani pogłębionej interpretacji, gdyż pozostaje zasadniczo zgodna z dotychczasowym, historycznie ukształtowanym rozumieniem funduszu ETF jako instrumentu notowanego na giełdach. Niezależnie od tego wskazane jest doprecyzowanie kilku kwestii mających istotne znaczenie z perspektywy praktyki obrotu tymi instrumentami finansowymi.

Po pierwsze, tytuły uczestnictwa w funduszach ETF powinny być przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 24 dyrektywy MiFID II pojęcie to obejmuje każdy rynek regulowany, wielostronną platformę obrotu (MTF) lub

[808] Według danych branżowych Irlandia koncentruje ok. 78% aktywów netto (AuM) europejskich funduszy UCITS ETF, natomiast Luksemburg odpowiada za pozostałe 17–18% AuM, co oznacza, że zdecydowana większość europejskiego rynku UCITS ETF jest skupiona w tych dwóch jurysdykcjach. Zob. *Ireland extends its dominance in the European ETF market*, IrishFunds, https://www.irishfunds.ie/news-knowledge/news/ireland-extends-its-dominance-in-the-european-etf-market-driven-by-active-etfs-commanding-a-96-market-share/, dostęp: 14.12.2025.

zorganizowaną platformę obrotu (OTF, *organised trading facilities*). W praktyce platformy OTF wykorzystywane są przede wszystkim do obrotu instrumentami o charakterze dłużnym, choć występują wyjątki, w szczególności dotyczące handlu aktywami stokenizowanymi[809]. Nie istnieją jednak przeszkody natury prawnej, które uniemożliwiałyby obrót tytułami uczestnictwa funduszy ETF w ramach platform OTF. W odniesieniu do rynku krajowego warto dodać, że na GPW w Warszawie funkcję wielostronnej platformy obrotu pełni Alternatywny System Obrotu (ASO), w którym do obrotu dopuszczone są m.in. tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy ETF (na ASO GlobalConnect), a pierwsze takie fundusze w obrocie pojawiły się 15 grudnia 2025 r.

Warto też zwrócić uwagę na inne istotne sformułowanie zawarte w definicji funduszu ETF w dyrektywie MiFID II, zgodnie z którym „przynajmniej jedna jednostka uczestnictwa" funduszu jest przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Zapis ten ma dwojaki wymiar interpretacyjny. Po pierwsze, odnosi się do wzmiankowanej wcześniej sytuacji współistnienia różnych kategorii tytułów uczestnictwa w ramach jednego subfunduszu, w tym również jednostek wyłączonych z obrotu giełdowego. Po drugie, brak wymogu, aby wszystkie jednostki uczestnictwa danego funduszu były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, ma istotne znaczenie praktyczne. Otwiera to bowiem możliwość, by część jednostek uczestnictwa pozostawała w systemie obrotu, a pozostałe funkcjonowały poza nim.

Z perspektywy praktyki europejskiego rynku ETF kwestia ta ma szczególne znaczenie. Choć oficjalne dane nie są publicznie dostępne, liczne szacunki branżowe wskazują, że ok. 70% transakcji na tytułach uczestnictwa funduszy ETF w Europie realizowanych jest poza giełdami papierów wartościowych, tj. w trybie *over-the-counter* (OTC)[810]. Odmienna struktura występuje w Stanach Zjednoczonych, gdzie

[809] W formule OTF funkcjonuje m.in. platforma OneTrading, zob. *One Trading announces the launch of its perpetual futures trading venue for institutional clients*, OneTrading, https://www.onetrading.com/blog/one-trading-announces-the-launch-of-its-perpetual-futures-trading-venue-for-institutional-clients, dostęp: 26.12.2025.

[810] Z uwagi na brak jednolitego obowiązku raportowania danych dotyczących struktury obrotu tytułami uczestnictwa funduszy ETF w Unii Europejskiej oraz brak instytucji agregującej te informacje, dostępne są jedynie szacunki branżowe. Zob. *ETFs: Characteristics, Overview and Risk Analysis – The Case of the French Market*, Autorité des Marchés Financiers, 14.02.2017, https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/etfs-characteristics-overview-and-risk-analysis-case-french-market; *How to Launch a European ETF*, Citigroup, https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/icpublic/Citi-Securities-Services-European-

większa część obrotu odbywa się w systemach giełdowych (*on-exchange*)[811]. W literaturze i analizach branżowych podkreśla się, że przyczyną tej różnicy jest przede wszystkim znaczna fragmentacja europejskiego rynku kapitałowego oraz związana z tym ograniczona płynność w przypadku większych transakcji, co utrudnia uzyskanie optymalnej ceny na rynku regulowanym[812].

Warto również odnieść się do sformułowania użytego w definicji funduszu ETF w dyrektywie MiFID II w jej różnych wersjach językowych, w szczególności do fragmentu mówiącego, że „przynajmniej jedna jednostka uczestnictwa jest przedmiotem obrotu przez cały dzień" (ang. *throughout the day*, niem. *ganztägig*). Określenie to należy uznać za niefortunne z punktu widzenia precyzji legislacyjnej, ponieważ w praktyce nie odnosi się ono do całej doby / całego dnia, lecz do godzin funkcjonowania danego systemu obrotu. Należy je zatem interpretować jako odniesienie do czasu trwania sesji giełdowej, w ramach której tytuły uczestnictwa funduszu ETF mogą być przedmiotem bieżącego handlu. Takie rozumienie jest zgodne z praktyką europejskich platform obrotu. Z perspektywy polskiego rynku kapitałowego odpowiada mu model funkcjonujący na GPW w Warszawie, gdzie fundusze ETF znajdują się w obrocie zarówno na rynku regulowanym, jak i w Alternatywnym Systemie Obrotu (ASO), w ramach systemu notowań ciągłych.

2.3 Wymóg zapewnienia płynności – obecność animatora rynku i zasady jego funkcjonowania

Trzecim elementem definicji funduszu ETF zawartej w dyrektywie MiFID II jest wymóg działania animatora rynku, którego zadaniem jest zapewnienie, aby wartość tytułów uczestnictwa w danym systemie obrotu nie odbiegała w sposób istotny od wartości aktywów netto funduszu (lub – w stosownych przypadkach – od wskaźnikowej wartości aktywów netto).

ETF-Playbook.pdf; również opracowanie *Growth of off-exchange ETF trading and ETF RFQ networks*, ION Markets, 1.09.2025, https://iongroup.com/blog/markets/growth-of-off-exchange-etf-trading-and-etf-rfq-networks/, dostęp: 10.11.2025.

[811] Zob. AXA Investment Managers, *How Investors Can Trade UCITS ETFs Efficiently*, BNP Paribas Asset Managment, 19.06.2025, https://www.axa-im.co.uk/etf/insights/how-investors-can-trade-ucits-etfs-efficiently, dostęp: 10.11.2025.

[812] A. Thomadakis, *The European ETF Market: What Can Be Done Better?*, CEPS, 24.04.2018, https://www.ceps.eu/ceps-publications/european-etf-market-what-can-be-done-better, dostęp: 21.01.2026.

Choć definicja wprost odnosi się jedynie do animatora rynku, w istocie obejmuje szerszy mechanizm funkcjonowania funduszy ETF, opisany szczegółowo w rozdziale 3, a także sieć instytucji uczestniczących w jego realizacji.

Pojęcie wartości (ceny) tytułów uczestnictwa ETF w obrocie

Analizując wyżej wymienione wymogi, w pierwszej kolejności należy odnieść się do pojęcia „wartości" tytułów uczestnictwa w obrocie. W języku praktyki rynkowej i regulacyjnej nie występuje ono wprost w kontekście notowań giełdowych. Warto w tym zakresie zauważyć różnice w wersjach językowych dyrektywy MiFID II: w wersji angielskiej użyto terminu *price*, a w niemieckiej – *Preis*, które jednoznacznie odpowiadają pojęciu „cena". Określenia te lepiej oddają zakładaną intencję ustawodawcy unijnego i rzeczywiste realia obrotu giełdowego. Wydaje się bowiem, że zamiarem prawodawcy było ustawowe zagwarantowanie funkcjonowania mechanizmu umożliwiającego inwestorom nabywanie i zbywanie tytułów uczestnictwa po cenach zbliżonych do odpowiadającej im wartości aktywów netto funduszu, a tym samym ograniczenie przypadków dokonywania transakcji z istotną premią lub dyskontem wobec tych cen.

W europejskiej praktyce rynkowej dominują systemy obrotu oparte na arkuszu zleceń (Central Limit Order Book, CLOB), w których transakcje zawierane są w wyniku zestawienia ofert kupna i sprzedaży[813]. Najwyższa aktualna oferta kupna (*bid*) wskazuje cenę, jaką nabywca jest gotów zapłacić, natomiast najniższa aktualna oferta sprzedaży (*ask* lub *offer*) oznacza cenę, po której sprzedawca jest gotów zbyć dany instrument finansowy[814]. Kurs transakcyjny odpowiada z kolei cenie, po jakiej zawarto ostatnią transakcję, z zastrzeżeniem odrębnych zasad dotyczących ustalania kursów otwarcia i zamknięcia sesji, mających na celu odzwierciedlenie w kursie możliwej do osiągnięcia równowagi rynkowej. Biorąc to pod uwagę, należy uznać, że bardziej precyzyjne i lepiej odzwierciedlające realia obrotu giełdowego byłoby zastosowanie w definicji pojęcia „cena" lub „kurs", a nie „wartość".

Wymogi regulaminowe dla animatorów rynku

[813] Zob. *The Design of Equity Trading Markets in Europe*, Oxera, s. 20, https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2019/03/design-of-equity-trading-markets-1.pdf, dostęp: 22.11.2025.
[814] Ibidem, s. 21.

Kwestia realizacji przez europejskie giełdy wymogu zapewnienia, aby cena tytułów uczestnictwa nie odbiegała istotnie od wartości aktywów netto funduszu, jest rozwiązywana zazwyczaj na kilku poziomach regulacyjnych. Przede wszystkim w regulaminach poszczególnych giełd mogą zostać nałożone dodatkowe obowiązki bezpośrednio na animatorów danego instrumentu. Przykładem jest tutaj GPW w Warszawie, gdzie w zadaniach animatora funduszy ETF powielono de facto wymogi zawarte w definicji funduszu ETF z dyrektywy MiFID II[815].

Niezależnie od nałożenia wskazanego wyżej obowiązku bezpośrednio w wewnętrznych regulacjach danego systemu obrotu kluczowe są wymogi szczegółowe w zakresie środków, jakie animatorzy zobowiązani są przedsięwziąć, by się z niego wywiązać. Ważne jest też, że sformułowanie „nie odbiegać istotnie" jest nieprecyzyjne – konieczne jest jego uszczegółowienie. Ponieważ jednak na poziomie unijnym nie ma bezpośrednich wskazówek, jak tego dokonać, wykształciła się w tym zakresie praktyka europejskich platform obrotu, która – choć niejednolita – pozwala na zidentyfikowanie pewnego wspólnego standardu opartego na dodatkowych wymogach stawianych animatorom rynku.

Zazwyczaj dotyczą one trzech aspektów ich działalności. Standardem rynkowym jest zawarty w regulaminach giełd wymóg, by emitent, który zamierza wprowadzić do obrotu dany fundusz ETF, zawarł z co najmniej jednym animatorem umowę zobowiązującą go do przestrzegania poniższych wymogów[816]. Warto przy tym zaznaczyć, że są to wymogi minimalne, których utrzymania oczekuje się zawsze, nawet w sytuacji ekstremalnych warunków rynkowych (*market distortions*).

Po pierwsze, określa się wymogi dotyczące minimalnej obecności animatora w arkuszu zleceń, tj. części sesji giełdowej, w której jest on zobowiązany do utrzymywania aktywnych ofert kupna i sprzedaży. Zwykle minimalna regulaminowa

[815] Zob. § 17 pkt 3 Regulaminu Giełdy, który uzależnia dopuszczenie tytułów uczestnictwa funduszy ETF do obrotu od istnienia ważnego zobowiązania animatora rynku do podejmowania działań w celu zapewnienia, aby wartość danych instrumentów na giełdzie nie różniła się istotnie od przypadającej na nie wartości aktywów netto, a w stosownych przypadkach od ich wskaźnikowych wartości aktywów netto.
[816] Podmiot taki określany jest mianem np. Lead Market Maker (w przypadku grupy Euronext) lub Designated Sponsore (w przypadku Deutsche Börse).

obecność animatora podczas sesji wynosi 50%, przy czym w praktyce animatorzy są obecni przez cały czas jej trwania[817].

Po drugie, ustalane są limity dotyczące maksymalnej dopuszczalnej różnicy pomiędzy najlepszą ofertą kupna a najlepszą ofertą sprzedaży (tzw. spreadu)[818]. Im mniejszy (węższy) spread, tym większe prawdopodobieństwo, że transakcje będą zawierane po cenach zbliżonych do wartości aktywów netto (*net asset value*, NAV) przypadającej na jeden tytuł uczestnictwa funduszu. Również i w tym przypadku regulaminy systemów obrotu przewidują spready maksymalne, zwykle ok. 2–3%, których spełnienia oczekuje się niezależnie od warunków rynkowych[819]. Praktyka rynku europejskiego pokazuje, że dla najpopularniejszych funduszy wynoszą one średnio nie więcej niż kilka punktów bazowych[820].

Po trzecie, określa się minimalną wartość ofert, które właściwy animator jest zobowiązany utrzymywać w arkuszu zleceń. Wymóg ten ma na celu zapewnienie rzeczywistej płynności rynku – w przeciwnym razie nawet spełnienie pozostałych kryteriów nie gwarantowałoby inwestorom możliwości dokonania transakcji. Również i w tym przypadku wartości te mogą być ustalone dla całej kategorii instrumentów, bądź dla poszczególnych funduszy ETF[821].

Łącznym celem opisanych wymogów jest zapewnienie inwestorom możliwości nabywania i zbywania tytułów uczestnictwa funduszy ETF w sposób płynny, bez konieczności akceptowania znaczącej premii lub dyskonta względem wartości

---

[817] Takie wymogi są określone m.in. przez poszczególne giełdy europejskie. Zob. np. *Market Making Operating Terms*, Euronext, 14.02.2019, https://www.euronext.com/sites/default/files/market_making_operating_terms_0.pdf; *Designated Sponsor Guide*, Deutsche Börse AG, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/3452202/e6729f34f2329cc50fa7c183dbb1d1f6/data/designated-sponsor-guide.pdf; *Załącznik nr 11 do Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego dla GPW w Warszawie*, GPW w Warszawie, dostęp: 11.11.2025.

[818] W zakresie szerszych rozważań dot. zasad kształtowania się spreadów na giełdach europejskich zob. np. *The Design of Equity Trading Markets in Europe*, Oxera, 03.2019, s. 21, https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2019/03/design-of-equity-trading-markets-1.pdf, dostęp: 22.11.2025.

[819] Przy czym np. dla Deutsche Börse maksymalne wartości spreadów ustalane są odrębnie dla każdego z instrumentów, na GPW w Warszawie jest to stała wartość dla wszystkich funduszy ETF.

[820] Według oficjalnych statystyk Deutsche Börse Xetra za 2024 r. średni spread mierzony wskaźnikiem płynności Xetra (Xetra Liquidity Measure), obliczany dla zlecenia o wartości 100 tys. EUR, wynosił – w przypadku 20 najbardziej płynnych funduszy ETF odwzorowujących indeksy akcyjne – ok. 3,5 punktu bazowego. Zob. *ETF Trading on Xetra*. *Facts & Figures for the Year 2024*, Xetra, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products, dostęp: 22.01.2026.

[821] Zob. zakładkę *Minimum requirements* z wymogami dla poszczególnych instrumentów: https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products, dostęp: 22.01.2026.

aktywów netto. W tym sensie wymogi stawiane animatorom stanowią operacyjne przełożenie ogólnego celu regulacji rynku finansowego – ochrony inwestora – na konkretne parametry funkcjonowania rynku, służące realizacji celu szczegółowego w postaci zapewnienia płynności obrotu.

Praktyka funkcjonowania animatorów funduszy ETF wobec wymogów regulacyjnych

Zobrazowanie sposobu, w jaki w praktyce animatorzy rynku funduszy ETF realizują wskazane wyżej wymogi, czyni koniecznym uprzednie omówienie szerszych uwarunkowań regulacyjnych oraz specyfiki ich funkcjonowania na tym rynku. Pojęcie „animator rynku" zdefiniowane zostało w art. 4 ust. 1 pkt 7 dyrektywy MiFID II – jest to podmiot, który systematycznie działa na rynkach finansowych, prezentując gotowość do zawierania transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych na własny rachunek, z wykorzystaniem własnego kapitału, przy zastosowaniu cen ustalanych samodzielnie. Szczegółowe zasady dotyczące działalności animatorów rynku określone zostały w aktach poziomu 2, tzw. RTS 8[822]. Sama przywołana wyżej definicja legalna animatora, choć formalnie precyzyjna, okazuje się jednak niewystarczająca do uchwycenia rzeczywistej roli oraz specyfiki animatorów w segmencie funduszy ETF.

Z przepisów dyrektywy MiFID II i RTS 8, a także z regulaminów giełdowych (np. platformy Deutsche Börse), wynika, że warunkiem uznania strategii za działalność animatora rynku jest systematyczne składanie ofert kupna i sprzedaży oraz zawieranie transakcji na własny rachunek (*proprietary flow*). Wymóg działania jako strona transakcji na podstawie własnego portfela służy przypisaniu animatorowi odpowiedzialności za składane oferty, nie oznacza jednak obowiązku ponoszenia ryzyka rynkowego sensu stricto. W praktyce model biznesowy animatorów opiera się na przychodach ze spreadu oraz wynagrodzeniu otrzymywanym od emitentów, a utrzymywanie pozycji kierunkowych pozostawałoby z nim w sprzeczności ze względu na ekspozycję na zmienność rynku. W literaturze przedmiotu i praktyce branżowej wskazuje się w konsekwencji, że animatorzy dążą do utrzymywania

[822] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/578 z dnia 13 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi w zakresie umów o realizowanie funkcji animatora rynku i programów dotyczących realizowania funkcji animatora rynku.

portfela neutralnego względem rynku (*delta neutral*)[823], tj. takiego, który nie jest wrażliwy na zmiany wartości indeksu bazowego[824]. W efekcie animatorzy po zrealizowaniu zlecenia kupna ETF zabezpieczają swoją pozycję najczęściej poprzez natychmiastową sprzedaż instrumentów bazowych, kontraktów terminowych lub innych wysoko skorelowanych funduszy ETF[825]. Celem jest unikanie otwartej ekspozycji – zarówno długiej, jak i krótkiej – na indeks odniesienia. Spready oferowane inwestorom są w konsekwencji determinowane głównie przez koszty zabezpieczenia pozycji (hedgingu), a nie wielkość aktywów funduszu czy jego płynność.

W praktyce animatorów rynku zastosowanie znajduje również mechanizm opisany w rozdziale 3, oparty na wykorzystaniu struktury rynku giełdowego do samoczynnego „zbliżania" ceny tytułu uczestnictwa funduszy ETF względem jej wartości aktywów netto. Jeżeli kurs rynkowy istotnie odbiega od tej wartości, podmioty profesjonalne – w szczególności specyficzna kategoria animatorów rynku, jakimi są autoryzowani uczestnicy (*authorized participants*) – mają możliwość natychmiastowego arbitrażu. Polega on na równoległym przeprowadzeniu procesu tworzenia lub umorzenia jednostek uczestnictwa oraz odpowiadającej temu transakcji w instrumentach bazowych.

Przedstawione zasady funkcjonowania animatorów rynku funduszy ETF – zarówno w wymiarze regulacyjnym, jak i operacyjnym – prowadzą do istotnej konsekwencji z punktu widzenia struktury rynku tych instrumentów. Transakcje tytułami uczestnictwa funduszy ETF nie mają charakteru izolowanego, lecz inicjują sekwencję powiązanych zdarzeń rynkowych, które w sposób trwały zwiększają płynność obrotu. Pojedynczemu zleceniu inwestora na rynku wtórnym funduszy ETF towarzyszy zazwyczaj kilka kolejnych transakcji realizowanych w krótkim horyzoncie

[823] Pojęcie *delta neutral*, czyli „pozycji delta neutralnej", odnosi się do sytuacji, w której animator rynku utrzymuje łączną ekspozycję portfela tak, aby jego wrażliwość na zmianę wartości instrumentu bazowego (tzw. delta) była możliwie bliska zeru. W praktyce oznacza to stałe monitorowanie bieżącej ekspozycji wynikającej z posiadanych jednostek ETF oraz jej natychmiastowe równoważenie – np. poprzez transakcje w koszyku papierów bazowych, kontraktach futures lub substytucyjnych funduszy ETF – w celu eliminacji ryzyka kierunkowego.
[824] P. Bagree, *Top ETF misconceptions debunked*, UBS Asset Management Insights, 7.04.2025, https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/etf/articles/top-etf-misconceptions-debunked.html, dostęp: 11.11.2025.
[825] *Master the Mechanics of ETF Trading*, State Street Global Advisors Insights, https://www.ssga.com/us/en/intermediary/insights/master-the-mechanics-of-etf-trading, dostęp: 11.11.2025.

czasowym[826]. W efekcie pojedyncza transakcja na rynku wtórnym generuje obrót zarówno na rynku kasowym, jak i na rynku instrumentów pochodnych.

Mechanizm ten, szeroko opisywany w literaturze naukowej, stanowi jeden z kluczowych kanałów transmisji płynności pomiędzy rynkiem funduszy ETF a rynkami instrumentów bazowych. Wyniki badań w przeważającej mierze wskazują, że aktywność animatorów oraz uprawnionych uczestników sprzyja wzrostowi głębokości rynku, obniżeniu kosztów transakcyjnych oraz szybszemu uwzględnieniu informacji rynkowych w cenach aktywów, zarówno na rynku funduszy ETF, jak i na rynkach referencyjnych[827]. W konsekwencji animatorzy pełnią nie tylko funkcję stabilizującą relację między tytułem uczestnictwa funduszu ETF a wartością aktywów netto funduszu, lecz także funkcję dostawcy płynności w szerszym ekosystemie rynkowym, przy czym skala tego efektu zależy od cech rynku oraz struktury danego segmentu instrumentów bazowych.

Podsumowując rozważania o wymogach i praktykach funkcjonowania animatorów rynku w zakresie funduszy ETF, można powiedzieć, że zasady działania animatora rynku – ujmowane funkcjonalnie, tj. jako element powiązany z mechanizmem kreacji i umorzeń oraz z arbitrażem względem wartości aktywów netto (NAV) oraz uzupełniany szczegółowo przez praktyki rynkowe – sprzyjają ograniczaniu niedoskonałości rynku ujawniających się w obrocie wtórnym, w szczególności ograniczaniu ryzyka trwałych odchyleń ceny rynkowej od wartości ekonomicznej portfela oraz ryzyka utraty płynności. W rezultacie analizowany element definicji przekłada cel ochrony inwestora na kryteria funkcjonowania obrotu wtórnego funduszy ETF: (1) na poziomie transakcyjnym – poprzez mechanizmy utrzymywania relacji ceny do

[826] Po zawarciu transakcji z inwestorem animator zwykle zabezpiecza swoją ekspozycję poprzez transakcje w instrumentach bazowych, kontraktach terminowych lub wysoko skorelowanych funduszach ETF. W dalszej kolejności – jeżeli skala transakcji tego wymaga – następuje proces kreacji lub umorzenia tytułów uczestnictwa, realizowany poprzez wniesienie koszyka aktywów bazowych do funduszu, a następnie odwrócenie wcześniej zajętej pozycji zabezpieczającej.

[827] Zob. np. M. Sağlam, T. Tüzün, R. Wermers, *Do ETFs increase liquidity?*, CFR Working Paper No. 21-03, University of Cologne, Cologne 2021, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/232547/1/175260993X.pdf, dostęp: 14.12.2025. Dla porządku warto zauważyć, że w literaturze przedmiotu identyfikuje się również rezultaty odmienne, zgodnie z którymi wzrost znaczenia funduszy ETF może w określonych warunkach wiązać się z pogorszeniem wybranych miar płynności instrumentów bazowych. Zob. np. S. Hamm, *The Effect of ETFs on Stock Liquidity*, SSRN, 23.04.2014, s. 51, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1687914, dostęp: 14.12.2025.

wartości aktywów netto oraz (2) na poziomie funkcjonowania rynku wtórnego – poprzez wsparcie płynności.

2.4 Praktyka ujawniania wartości aktywów netto funduszu

Przedstawione powyżej mechanizmy zapewniające istnienie wystarczającej płynności oraz zawieranie transakcji po cenach nieodbiegających znacząco od NAV funduszu ETF nie miałyby same w sobie istotnego znaczenia, gdyby nie istniała możliwość bieżącego porównania kursu tytułów uczestnictwa funduszy ETF, obserwowanego w arkuszu zleceń danego systemu obrotu, z wartością aktywów netto funduszu na dany moment. Nie byłoby bowiem podstawowego punktu odniesienia umożliwiającego weryfikację należytego wypełniania przez animatorów rynku powierzonej im roli, zawartej w MiFID II definicji funduszu ETF. Warunkiem funkcjonowania tego mechanizmu jest zatem zapewnienie inwestorom dostępu do informacji o wartości aktywów netto funduszu. W praktyce rynkowej stosowane są w tym zakresie dwa podstawowe rozwiązania: publikacja wartości aktywów netto po zakończeniu sesji giełdowej (na tzw. koniec dnia) oraz jej udostępnianie w trakcie sesji, w określonych odstępach czasowych.

Publikacja wartości aktywów netto funduszu na koniec dnia stanowi utrwalony standard rynkowy i wynika z mechanizmu funkcjonowania tradycyjnych funduszy inwestycyjnych omówionego w rozdziale 3 w odniesieniu do funduszy indeksowych. Dodatkowym elementem wspierającym utrzymywanie cen tytułów uczestnictwa funduszy ETF na poziomie zbliżonym do wartości aktywów netto jest publikowanie w trakcie sesji wskaźnika orientacyjnej wartości aktywów netto (*indicative Net Asset Value*, iNAV). Rozwiązanie to umożliwia inwestorom porównywanie w czasie zbliżonym do rzeczywistego cen w arkuszu zleceń z referencyjną wartością funduszu, a nie jedynie ich *ex post* weryfikację po zakończeniu sesji. Jest to istotne, ponieważ transakcje na tytułach uczestnictwa funduszy ETF są zawierane w sposób ciągły w trakcie sesji, a iNAV pozwala ocenić, czy nie dochodzi do obrotu z istotną premią lub dyskontem względem wartości aktywów netto. W konsekwencji kwestia ta jest ważna z perspektywy ochrony inwestorów oraz realizacji obowiązków nałożonych na animatorów rynku. Zwracano na nią uwagę już w konsultacjach branżowych prowadzonych przez ESMA w związku z opracowywaniem wytycznych dotyczących

funduszy ETF; w szczególności EFAMA wskazywała na rozbieżności między giełdami europejskimi w zakresie zasad publikacji iNAV oraz postulowała harmonizację wymogów w tym obszarze[828].

Pomimo podnoszonych w toku konsultacji postulatów, do ujednolicenia wymogów na szczeblu unijnym nie doszło. Obowiązek publikowania iNAV nie wynika wprost z obowiązujących przepisów prawa Unii Europejskiej; ani dyrektywa UCITS, ani dyrektywa MiFID II nie ustanawiają generalnego wymogu udostępniania orientacyjnej wartości aktywów netto w trakcie sesji. W wytycznych ESMA ds. ETF wprowadzono co prawda definicję iNAV oraz przewidziano obowiązek informacyjny o charakterze pośrednim: fundusze ETF działające w formule UCITS powinny, „w stosownych przypadkach", ujawniać miejsce publikacji iNAV oraz sposób jego kalkulacji[829]. Nie ustanowiono jednak ani obligatoryjnego obowiązku publikowania iNAV, ani jednolitego standardu co do metody i częstotliwości jego wyliczania.

Podobnie jak w innych obszarach funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych brak jednolitych wymogów na poziomie prawa unijnego w praktyce kompensowany jest poprzez regulacje przyjmowane na poziomie największych platform obrotu. Regulaminy giełdowe zaczęły przewidywać szczegółowe obowiązki dotyczące kalkulacji i publikacji iNAV, co z czasem doprowadziło do wykształcenia się względnie jednolitego standardu funkcjonowania produktu na rynku europejskim.

Analiza zasad obowiązujących na kluczowych platformach obrotu wskazuje na znaczną konwergencję praktyk. Na większości giełd grupy Euronext wskaźnik iNAV publikowany jest zwykle co 15 sekund, przy czym obowiązek ten istnieje już od 2011 r.[830] W przypadku Deutsche Börse Xetra regulamin giełdy, w zakresie szczegółowych zasad uczestnictwa w segmencie funduszy ETF i instrumentów typu ETP, nakłada na emitentów obowiązek kalkulacji iNAV co najmniej raz na 60 sekund oraz przekazywania tych danych giełdzie. Z kolei na Borsa Italiana zapewnienie możliwości obliczania i publikacji iNAV stanowi warunek dopuszczenia funduszu ETF do obrotu,

[828] *Odpowiedź EFAMA na dokument konsultacyjny ESMA pt. „ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS"* (ESMA/2011/220), ESMA/2011/4062, EFAMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/11_4062_EFAMA_reply_ESMA_discussion_paper_ETFs_and_Structured_UCITS_1.pdf, dostęp: 11.11.2025.
[829] Zob. sekcja VII, pkt 17–18 wytycznych ESMA dotyczących UCITS ETF
[830] *Odpowiedź EFAMA na dokument konsultacyjny ESMA…*, op. cit.

przy czym publikacja ta powinna następować nie rzadziej niż co 60 sekund[831]. Należy jednak zaznaczyć, że praktyka ta nie ma charakteru całkowicie jednolitego w skali Europy – pewne odstępstwa występują m.in. na giełdach takich jak SIX czy LSEG[832]. Zbiorcze zestawienie praktyk stosowanych przez europejskie platformy obrotu można znaleźć np. w opracowaniach kancelarii Dillon Eustace[833]. Jednocześnie w publikacjach branżowych podkreśla się, że nawet w przypadkach, w których obowiązek publikacji iNAV nie został sformalizowany w pełnym zakresie regulaminowo, częstotliwość 15 sekund ukształtowała się jako de facto standard rynkowy, mający również charakter globalny[834]. Podejście to znajduje odzwierciedlenie także w praktyce największych emitentów funduszy ETF, którzy w prospektach informacyjnych regularnie wskazują zasady kalkulacji i publikacji iNAV, najczęściej przyjmując właśnie interwał 15-sekundowy. W efekcie, mimo braku formalnej harmonizacji regulacyjnej na poziomie unijnym, mechanizm publikacji iNAV funkcjonuje na podstawie ugruntowanej praktyki rynkowej, wzmacnianej równolegle przez regulaminy giełdowe oraz standardy stosowane przez emitentów[835]. Praktyka taka, tj. uzupełnianie luk regulacyjnych na poziomie unijnym poprzez standardy platform obrotu oraz samoregulację emitentów, jest powszechnym zjawiskiem w funkcjonowaniu giełdowych instrumentów indeksowych.

---

[831] Zob. art. 2.2.35 *Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana*, 27.03.2023, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/marketrules-27032023.en.pdf, dostęp: 11.11.2025.

[832] Na LSE publikacja iNAV nie jest wymagana – obowiązuje jedynie dzienny NAV, zob. *ETF Listing and Admission Guide*, London Stock Exchange, 05.2021, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/LSE_ETF_LISTING_%26_ADMISSION_GUIDE_MAY_2021.pdf, dostęp: 22.01.2026. Na SIX iNAV nie jest obowiązkowy dla indeksowych funduszy ETF, ale jego publikacja co 15 sekund jest zalecana; dla aktywnych funduszy ETF – wymagana; zob. *ETF Listing Process – Factsheet*, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/etps-etfs-and-funds/etfs/factsheet-etf-listing-process-en.pdf, dostęp: 22.01.2026.

[833] *Bringing ETFs to Market – Listing in Europe*, Dillon Eustace, https://www.dilloneustace.com/insights/legal-insights/bringing-etfs-to-market-listing-in-europe/, dostęp: 22.01.2026.

[834] B. Johnson, *Investing basics: understanding ETF discounts and premiums during turbulent times*, Morningstar, 24.03.2020, https://www.morningstar.com.au/etfs/investing-basics-understanding-etf-discounts-and-premiums-during-turbulent-times, dostęp: 22.01.2026.

[835] Zob. np. prospekt emisyjny funduszu iShares VII Public Limited Company z dnia 7 listopada 2025 r. Jest to fundusz parasolowy obejmujący blisko 40 subfunduszy funkcjonujących w formacie UCITS ETF i notowanych na europejskich giełdach. W dokumencie tym zawarto szczegółowe informacje dotyczące kalkulacji wskaźnika iNAV, w tym częstotliwości obliczeń w czasie rzeczywistym (co 15 sekund) oraz sposobów jego publikacji; zob. *iShares VII Public Limited Company Prospectus*, iShares, 3.12.2025, https://www.ishares.com/uk/individual/en/literature/prospectus/ishares-vii-plc-prospectus-en.pdf, dostęp: 22.01.2026.

3 Reżim UCITS jako źródło asymetrii regulacyjnej w grupie giełdowych instrumentów indeksowych

3.1 Specyfika europejskiego rynku ETF a reżim UCITS

Chociaż definicja funduszu ETF przyjęta w dyrektywie MiFID II obejmuje zasadniczo szeroki wachlarz instytucji wspólnego inwestowania, analiza europejskiej praktyki rynkowej wskazuje, że w segmencie funduszy ETF dominują obecnie rozwiązania oparte na reżimie UCITS, podczas gdy wykorzystanie konstrukcji alternatywnych ma ograniczone znaczenie. Z tego względu rozważania w niniejszym podrozdziale koncentrują się na funduszach UCITS, traktowanych jako punkt odniesienia dla europejskiego rynku ETF z kilku podstawowych powodów.

Po pierwsze, sam rynek funduszy UCITS jako całość – nie tylko w zakresie funduszy ETF – jest wielokrotnie większy niż rynek funduszy alternatywnych w Unii Europejskiej, zarówno pod względem wartości aktywów, jak i dynamiki napływu aktywów, a dysproporcja ta z czasem się zwiększa[836].

Po drugie, reżim UCITS był bez wątpienia przełomowy dla procesu harmonizacji oraz towarzyszącego jej rozwoju europejskich funduszy inwestycyjnych tworzonych w tej formie, a w konsekwencji również dla rozwoju rynku funduszy ETF. Liczne argumenty potwierdzające tę tezę przedstawiono zarówno we wskazywanych wcześniej publikacjach naukowych, jak i w analizach branżowych. Istotne zalety reżimu UCITS – również z perspektywy globalnej – dostrzegają też organizacje pozaeuropejskie, m.in. Investment Company Institute (ICI)[837]. W jednym z raportów tej instytucji zwrócono uwagę, że harmonizacja ram prawnych przyczyniła się do rozwoju tego rynku, gdyż reżim UCITS stanowi swoisty znak jakości, kojarzony z bezpieczeństwem regulacyjnym, wysokimi standardami zarządzania aktywami,

[836] Z danych opublikowanych przez EFAMA za 2024 r. wynika, że rynek funduszy UCITS pozostaje istotnie większy niż segment funduszy alternatywnych, zarówno pod względem wartości aktywów, jak i dynamiki napływu aktywów. Na koniec 2024 r. aktywa netto funduszy UCITS były niemal dwukrotnie wyższe niż aktywa funduszy alternatywnych. Różnica ta jest jeszcze bardziej widoczna w ujęciu przepływów netto: w 2024 roku wartość środków napływających do funduszy UCITS była ponad 12-krotnie wyższa niż w przypadku funduszy alternatywnych.

[837] Investment Company Institute (ICI) to założone w 1940 r. amerykańskie stowarzyszenie branżowe z siedzibą w Waszyngtonie, zrzeszające fundusze inwestycyjne, fundusze ETF, ich zarządzających oraz podmioty powiązane. Zgodnie z danymi własnymi organizacji, ICI reprezentuje podmioty zarządzające aktywami o łącznej wartości ponad 36 bln USD. Zob. https://www.ici.org/about-ici, dostęp: 28.02.2026.

umożliwiający transgraniczną dystrybucję i zapewniający wysoki poziom ochrony inwestorów[838]. Na bezpośredni wpływ tych uwarunkowań na rozwój europejskiego rynku funduszy ETF wskazuje m.in. A. Marszk, podkreślając, że reżim UCITS nie tylko przyczynił się do ekspansji tych produktów, lecz w istocie ją umożliwił[839].

Po trzecie, na rynku europejskim – a w szczególności w ramach Unii Europejskiej – fundusze ETF działające poza reżimem UCITS mają charakter marginalny. Obejmują produkty funkcjonujące na podstawie ogólnych zasad dyrektywy AIFMD, przeznaczonych głównie dla inwestorów profesjonalnych. Ich stopień harmonizacji regulacyjnej jest wyraźnie niższy niż w przypadku funduszy UCITS[840]. Obecnie jedynym państwem członkowskim Unii Europejskiej, w którym liczba funduszy ETF nieobjętych reżimem UCITS i notowanych na rynku regulowanym przekracza liczbę funduszy UCITS ETF, jest Polska, co wynika ze specyficznych uwarunkowań krajowych, omówionych w rozdziale 7. W Unii Europejskiej funkcjonuje ponadto niewielka liczba funduszy ETF non-UCITS notowanych na rynku Nasdaq Stockholm w Szwecji, obejmujących głównie strategie wykorzystujące dźwignię finansową[841].

Po czwarte, jak wskazano już w rozdziałach 2 i 3, żadna z największych europejskich platform obrotu – w szczególności Xetra, London Stock Exchange oraz Euronext – nie prowadzi, poza nielicznymi wyjątkami, notowań funduszy ETF niebędących UCITS. Specyficzna sytuacja występuje w Szwajcarii, gdzie w obrocie znajduje się niewielka liczba funduszy ETF utworzonych w oparciu o prawo krajowe, a tym samym z perspektywy unijnej mających status funduszy non-UCITS. Nawet jednak tam ponad 93%[842] funduszy notowanych na rynku SIX stanowią fundusze UCITS ETF.

---

[838] *Ongoing Charges for UCITS in the European Union 2023*, Investment Company Institute, „ICI Research Perspective", 30(10)/2024, https://www.ici.org/system/files/2024-12/per30-10.pdf, dostęp: 12.11.2025.

[839] A. Marszk, E. Lechman, *Exchange-Traded Funds in Europe*, Academic Press, London 2019, s. 82.

[840] Historycznie w dystrybucji na rynku europejskim obecne były również inne fundusze ETF o charakterze non-UCITS, pochodzące przede wszystkim z rynku amerykańskiego, jednak ich sprzedaż w Unii Europejskiej ustała po wejściu w życie rozporządzenia PRIIPs, ponieważ produkty te przestały spełniać wymogi m.in. w zakresie dokumentu (KIID) – szerzej na ten temat w podrozdziale 4.

[841] 30 grudnia 2025 r. notowanych było pięć takich funduszy, zob. *Exchange Traded Funds*, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/european-market-activity/etf, dostęp: 22.01.2026.

[842] Według danych SIX Swiss Exchange na 30 grudnia 2024 r. spośród 2099 funduszy ETF ujętych w bazie SIX ETF Explorer 1954 stanowiły UCITS ETF, co odpowiadało ok. 93,1% wszystkich funduszy ETF notowanych na tej giełdzie. Zob. *ETF Explorer*, SIX Group, https://www.six-group.com/en/market-data/etf/etf-explorer.html, dostęp: 30.12.2024.

Mając powyższe na uwadze, dalsze rozważania w niniejszym podrozdziale koncentrują się na regulacjach mających zastosowanie do funduszy UCITS ETF, które stanowią najbardziej reprezentatywną formę giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej. Reżim UCITS, dzięki wysokiemu standardowi regulacyjnemu i harmonizacji na poziomie unijnym, ukształtował zasady funkcjonowania funduszy ETF, w szczególności tych o charakterze indeksowym (które nadal stanowią zdecydowaną większość rynku). W dalszej części tego podrozdziału przedstawione zostaną kluczowe zasady i rozwiązania reżimu UCITS determinujące funkcjonowanie unijnych funduszy ETF, istotne z perspektywy ich modelu regulacyjnego oraz wpływu na rozwój europejskiego rynku giełdowych instrumentów indeksowych. Analiza ta stanowi również punkt odniesienia dla zrozumienia ewolucji instrumentów typu ETC i ETN, które – jak zostanie wykazane w dalszej części pracy – rozwinęły się w obecnej formule m.in. w następstwie rozwiązań przyjętych w ramach reżimu UCITS. Najszersza grupa unijnych funduszy ETF działających w formule non-UCITS, czyli funduszy polskich, zostanie natomiast szczegółowo omówiona w rozdziale 7.

3.2 Wymogi reżimu UCITS w zakresie polityki inwestycyjnej

Zamknięty katalog dozwolonych lokat funduszu

Daleko idąca harmonizacja europejskich funduszy ETF funkcjonujących w formule UCITS przyczyniła się do rozwoju unijnego rynku tych funduszy oraz zapewniła wysoki poziom ochrony inwestorów. Ogranicza ona jednak zakres instrumentów i aktywów bazowych, w które może inwestować fundusz UCITS. Warto mieć przy tym na uwadze, że – jak zauważono w podrozdziale 2.1 – ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej funduszu są często celowe i pożądane, ponieważ zapewniają, obok rozwiązań w zakresie ochrony aktywów, dodatkowy poziom ochrony inwestorów, szczególnie detalicznych.

Z perspektywy konstrukcji UCITS ETF zasadnicze znaczenie ma zamknięty katalog lokat, który ograniczono już na poziomie definicji celu funkcjonowania UCITS[843]. Katalog ten obejmuje: zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego dopuszczone do obrotu, depozyty w instytucjach kredytowych,

[843] M. Lehmann, C. Kumpan, European Parliament (red.), *European financial services law…*, op. cit., s. 1316.

kwalifikowalne instrumenty pochodne (w tym OTC przy spełnieniu warunków dotyczących m.in. wyceny i zarządzania ryzykiem), jednostki UCITS lub innych przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz płynne aktywa pomocnicze[844]. Jednocześnie dyrektywa ustanawia m.in. maksymalny limit dla inwestycji w instrumenty inne niż wymienione powyżej w wysokości 10% aktywów[845].

Katalog ten nie przewiduje w ogóle towarów jako przedmiotu inwestycji, a w przypadku derywatów towarowych wprowadza również daleko idące ograniczenia. Co więcej, ten sam przepis w art. 50 ust. 2 wyżej wymienionej dyrektywy przewiduje wprost zakaz nabywania przez fundusz metali szlachetnych oraz świadectw odnoszących się do metali szlachetnych.

Doprecyzowanie zakresu poszczególnych kategorii lokat zapewnia dyrektywa Komisji 2007/16/WE z 19 marca 2007 r. (powszechnie określana jako dyrektywa w sprawie aktywów kwalifikowalnych, Eligible Assets Directive), która ujednolica rozumienie m.in. „zbywalnych papierów wartościowych" i „instrumentów rynku pieniężnego" oraz kryteriów płynności, wiarygodnej wyceny i „zbywalności", a także kwalifikacji ekspozycji indeksowych.

Uzupełniająco, na poziomie *soft law* funkcjonują omawiane już wcześniej wytyczne ESMA ds. ETF oraz Q&A ESMA, które uszczegóławiają stosowanie przepisów w praktyce – w szczególności w zakresie wykorzystania instrumentów pochodnych i technik efektywnego zarządzania portfelem, jakości i przejrzystości indeksów oraz ujawnień dla funduszy śledzących indeks.

Wreszcie, dokument Technical Advice ESMA z 26 czerwca 2025 r. (po szerokich konsultacjach rynkowych) wskazuje na niejednolite stosowanie zasad kwalifikowalności aktywów w państwach członkowskich i rekomenduje dalszą harmonizację. Dokument ten obejmuje m.in. kwestie ekspozycji bezpośrednich i pośrednich, zasadę *look-through*, techniki efektywnego zarządzania portfelem oraz ramy dla indeksów i potencjalnie „nowych" klas aktywów[846].

---

[844] D. Zetschcke [w:] J.B. Poulle [i in.], *EU banking and financial regulation*, op. cit., s. 390.
[845] Zob. w szczególności art. 50 ust. 1 dyrektywy UCITS.
[846] Zasada *look-through* polega na obowiązku „przeglądania" struktury instrumentu bazowego w celu oceny rzeczywistej ekspozycji funduszu – np. fundusz UCITS inwestujący w inny fundusz powinien uwzględniać aktywa bazowe tego funduszu przy ocenie zgodności z limitami dywersyfikacji. Techniki efektywnego zarządzania portfelem (*efficient portfolio management*, EPM) obejmują m.in. pożyczki papierów wartościowych oraz transakcje repo, stosowane w celu generowania dodatkowego dochodu lub redukcji kosztów, pod warunkiem zgodności z wymogami ochrony inwestorów.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że tak sformułowane wymogi dywersyfikacji uniemożliwiają bezpośrednią inwestycję funduszu w fizyczne towary bądź kruszce, a w przypadku inwestycji w instrumenty mogące taką ekspozycję zapewnić, wymagają dywersyfikacji emitentów. Ograniczenia te, które w podstawowej formie istniały od pierwszej wersji dyrektywy UCITS, oznaczają w praktyce, że fundusz ETF oparty na indeksie towarowym w Unii Europejskiej musi mieć charakter syntetyczny, tj. taki, w którym ekspozycja na aktywo bazowe dokonywana jest nie przez bezpośrednią inwestycję w dany towar, ale z wykorzystaniem instrumentów pochodnych[847]. Nie jest bowiem możliwe utworzenie funduszu ETF w formule UCITS, który śledziłby np. niezdywersyfikowane indeksy surowcowe lub byłby zabezpieczony złotem fizycznym.

Zasady dotyczące dywersyfikacji ryzyka

Drugim filarem ograniczeń polityki inwestycyjnej UCITS są zasady dywersyfikacji ryzyka, a w ich ramach maksymalne limity inwestycyjne oraz ich modyfikacja dla funduszy indeksowych. W literaturze często spotkać można skrótowe określenie tych zasad, przewidzianych w art. 52 dyrektywy UCITS, jako „zasady 5/10/40"[848]. W pewnym uproszczeniu zasada ta nakłada wymóg dywersyfikacji lokat według tzw. reguły 5/10/40: ekspozycja wobec jednego emitenta co do zasady nie powinna przekraczać 5% aktywów funduszu, przy czym dopuszczalne jest zwiększenie tego limitu do 10% w odniesieniu do pojedynczego emitenta, z zastrzeżeniem, że łączna wartość lokat wobec emitentów, w przypadku których ekspozycja przekracza 5% aktywów funduszu, nie może przekroczyć 40% wartości aktywów funduszu. Zasada ta została zmodyfikowana w odniesieniu do funduszy replikujących wyniki indeksów, a zatem w stosunku do większości funduszy UCITS ETF. Zgodnie z art. 53 ust. 1 i 2 dyrektywy UCITS w takim przypadku podniesiono maksymalne limity inwestycyjne w aktywa danego emitenta do 20%, a w przypadkach wyjątkowych warunków rynkowych (i tylko dla jednego emitenta) – do 35%. Rozwiązanie to znajduje zastosowanie

Pojęcie „nowych" klas aktywów odnosi się w kontekście tego dokumentu do kategorii aktywów dotychczas nieobjętych lub niedostatecznie uregulowanych w ramach dyrektywy w sprawie kwalifikowalnych aktywów (2007/16/WE), takich jak kryptoaktywa, uprawnienia do emisji.

[847] D. Busch, G. Ferrarini, *Regulation of the EU financial markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford 2017, s. 708.

[848] F. Annunziata, *The regulation of EU capital markets*, Cacucci Editore, Bari 2025, s. 148.

w szczególności do rynków, na których niektóre papiery wartościowe mają pozycję wysoce dominującą.

Ograniczenia strategii inwestycyjnych

Uzupełnieniem powyższych wymogów są ograniczenia dotyczące dopuszczalnych strategii inwestycyjnych UCITS, w szczególności w zakresie ekspozycji odwrotnych oraz dźwigni finansowej. Dyrektywa UCITS wprost ustanawia w art. 89 zakaz sprzedaży niepokrytej (*uncovered sales*) zbywalnych papierów wartościowych oraz instrumentów rynku pieniężnego, a wytyczne nadzorcze (konkretnie – wytyczne poprzednika ESMA, czyli CESR, będące aktem poziomu 3) doprecyzowują, że fizyczna krótka sprzedaż – niezależnie od tego, czy jest połączona z pożyczką papierów wartościowych – nie jest zgodna z reżimem UCITS[849].

Natomiast w zakresie pozostałych form krótkiej sprzedaży zakaz ten wynika systemowo z konstrukcji przepisów dyrektywy 2009/65/WE, które określają m.in. przedmioty lokat funduszu (art. 50–54), zasady pomiaru ekspozycji na ryzyko z instrumentów pochodnych (art. 51 ust. 3) oraz że fundusz może nabywać aktywa wyłącznie w ramach swojej polityki inwestycyjnej i nie może dokonywać transakcji generujących ryzyko o potencjalnie nieograniczonym charakterze.

Możliwe jest jednak syntetyczne odwzorowanie ekspozycji odwrotnej przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych, takich jak swapy, kontrakty terminowe futures czy opcje, przy zachowaniu wymogów dywersyfikacyjnych oraz zasad pomiaru ryzyka.

Jednocześnie art. 51 ust. 3 dyrektywy 2009/65/WE nakłada na UCITS obowiązek zapewnienia, aby ogólne narażenie na ryzyko odnoszące się do instrumentów pochodnych nie przekraczało całkowitej wartości netto portfela („*global exposure* ≤ NAV"), co ogranicza poziom dźwigni finansowej możliwej do zastosowania[850]. W

[849] Zob. art. 89 dyrektywy UCITS, a także: *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, (CESR/07-044b; zmiana z 30.09.2008 r. na wniosek Komisji Europejskiej), pkt wskazujący, że „*physical short selling, whether or not backed by stock borrowing, is not compatible with UCITS Directive*", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_044b.pdf, dostęp: 4.01.2026. Zob. również *How to Launch a UCITS Fund*, Citigroup Securities Services, s. 5, https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/icpublic/Citi-Securities-Services-UCITS-Playbook.pdf, dostęp: 4.01.2026.

[850] Dyrektywa (UCITS), art. 51 ust. 3. Zob. *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, w szczególności wyjaśnienie pojęcia *global exposure* z art. 51 ust. 3 oraz metody jego kalkulacji *(commitment* / VaR), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_108.pdf, dostęp: 6.01.2026.

praktyce, przy stosowaniu metody zaangażowania (*commitment approach*), ograniczenia te umożliwiają osiągnięcie ekspozycji lewarowanej do ok. 200% wartości aktywów netto (tzw. 2×) oraz analogicznie w zakresie ekspozycji odwrotnej[851]. Praktyka rynkowa potwierdza tę interpretację: na giełdach europejskich istnieje szereg funduszy ETF o dźwigni 2×, zarówno lewarowanych, jak i odwrotnych. Nie funkcjonują natomiast instrumenty UCITS o wyższej dźwigni[852]. Takie ekspozycje są dostępne w ramach pozostałych instrumentów indeksowych, tj. instrumentów typu ETC lub ETN.

3.3 Wymogi w odniesieniu do indeksów bazowych

Ograniczenia reżimu UCITS dotyczące dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, omówione w poprzednim podrozdziale, ulegają – jak wzmiankowano – złagodzeniu w przypadku funduszy o charakterze indeksowym, dla których limit koncentracji na jednego emitenta zwiększono do 20% (lub nawet 35%). Stosowanie tak podwyższonych limitów dywersyfikacji obwarowane jest dodatkowymi wymogami, o których mowa w dyrektywie UCITS, przepisach dyrektywy w sprawie kwalifikowalnych aktywów oraz wytycznych ESMA ds. ETF. Dodatkowo osobne wymogi – niezależne od reżimu UCITS – wprowadzone są na podstawie rozporządzenia BMR[853]. Mają one jednak charakter horyzontalny i dotyczą co do zasady wskaźników referencyjnych wykorzystywanych na rynku Unii Europejskiej, a nie wyłącznie indeksów

[851] Uwzględniając metody pomiaru ryzyka przewidziane w wytycznych CESR/10-788 oraz w aktach wykonawczych poziomu 2, limit „*global exposure* ≤ NAV" może być kalkulowany w szczególności na podstawie metody zaangażowania (*commitment approach*) albo metody VaR. Wniosek o możliwości uzyskania ekspozycji rzędu ok. 200% wartości aktywów netto (2×) odnosi się do praktycznego zastosowania metody zaangażowania, w której *global exposure* jest wyznaczane z uwzględnieniem kompensacji i zabezpieczeń (netting i hedging) zgodnie z kryteriami określonymi w wytycznych. Metoda VaR stanowi alternatywny sposób pomiaru ryzyka i nie przekłada się bezpośrednio na prosty mnożnik dźwigni w ujęciu nominalnym.

[852] Instrumenty te wykorzystują indeksowe instrumenty pochodne w celu odwzorowania ekspozycji lewarowanej lub odwrotnej w ramach limitów określonych w dyrektywie UCITS. Zob. Xtrackers S&P 500 2x Inverse Daily Swap UCITS ETF 1C (ISIN: LU0411078636, ticker: XT2D LN) – fundusz zapewniający codzienną odwrotną ekspozycję −2× na indeks S&P 500; Amundi EURO STOXX 50 Daily (−2x) Inverse UCITS ETF Acc (ISIN: FR0010424143, ticker: BX4 FP) – fundusz zapewniający codzienną odwrotną ekspozycję −2× na indeks Euro Stoxx 50; Xtrackers S&P 500 2x Leveraged Daily Swap UCITS ETF 1C (ISIN: LU0411078553, ticker: XSPU LN) – fundusz zapewniający codzienną długą ekspozycję +2× na indeks S&P 500.

[853] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych oraz zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014.

stosowanych przez fundusze UCITS; z tego względu nie są one w niniejszym rozdziale omawiane szczegółowo.

Dyrektywa UCITS, jako akt prawny o charakterze najbardziej ogólnym, w art. 53 warunkuje wykorzystanie łagodniejszych limitów inwestycyjnych od tego, aby dany fundusz UCITS odzwierciedlał skład indeksu giełdowego lub papierów dłużnych, spełniających następujące kryteria:

- indeks ma wystarczająco zróżnicowany skład;
- przedstawia odpowiedni wzorzec dla rynku, do którego się odnosi;
- opublikowany jest we właściwy sposób.

Dyrektywa w sprawie kwalifikowalnych aktywów uszczegóławia te wymogi. Zgodnie z jej postanowieniami przez odzwierciedlenie składu indeksu giełdowego lub papierów dłużnych rozumie się odzwierciedlanie składu aktywów leżących u podstaw indeksu, w tym przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych lub innych metod i instrumentów dozwolonych przez dyrektywę UCITS. W kontekście wymogu wystarczającego zróżnicowania składu indeksu dyrektywa w sprawie kwalifikowalnych aktywów stanowi, że wymóg ten należy rozumieć jako odniesienie do indeksu zgodnego z zasadami dywersyfikacji ryzyka wprowadzonymi przez dyrektywę UCITS. W kwestii odpowiedniego wzorca dla rynku kluczowe jest natomiast, aby oferent danego indeksu stosował uznaną metodologię, która generalnie nie powoduje wykluczenia z rynku największego emitenta na rynku, do którego się odnosi.

Bardziej szczegółowe wymogi dotyczące indeksów bazowych zawierają wytyczne ESMA ds. ETF. Wymogi te zawarto w rozdziale XIII tych wytycznych. Przede wszystkim, w przypadku korzystania przez fundusze UCITS z podwyższonych limitów dywersyfikacji, konieczne jest wyraźne ujawnienie tego w prospekcie emisyjnym wraz z opisem wyjątkowych warunków rynkowych, które to uzasadniają.

W wytycznych ESMA wymieniono również indeksy, w które fundusz UCITS nie powinien inwestować[854]. Obejmują one w szczególności: indeksy niespełniające wymogów dywersyfikacyjnych (z ekspozycją na pojedynczy składnik, przekraczającą progi 20% lub 35%), indeksy towarowe nieuwzględniające wystarczającego zróżnicowania towarów, a także indeksy o strukturze lub metodologii

[854] Zob. pkt 50–51 oraz 55–61 wytycznych ESMA.

uniemożliwiającej ich wierną replikację. Do tej grupy zaliczono również indeksy, w przypadku których emitent nie ujawnia pełnej metodyki obliczania, zestawu składników i ich wag, bądź co do których metodologia dopuszcza zmiany z mocą wsteczną (tzw. *backfilling*). Wytyczne ESMA ds. ETF nakładają również na fundusze UCITS obowiązki o charakterze swoistego *due dilligence* w odniesieniu do indeksów, z których korzystają[855].

3.4 Wymogi i ograniczenia reżimu UCITS jako przyczynek powstania instrumentów typu ETC i ETN

Przedstawione wyżej uwarunkowania potwierdzają dwoisty charakter reżimu UCITS. Z jednej strony, po ponad czterech dekadach od przyjęcia pierwszej dyrektywy, UCITS jest powszechnie uznawany za jeden z najbardziej udanych projektów harmonizacyjnych w obszarze regulacji usług finansowych w Unii Europejskiej[856]. Z drugiej strony jego spójność i „marka regulacyjna" zostały osiągnięte kosztem istotnych ograniczeń konstrukcji produktów inwestycyjnych (lub – w zależności od perspektywy – dzięki takim ograniczeniom), w szczególności w zakresie katalogu dopuszczalnych aktywów, zasad dywersyfikacji oraz dopuszczalnych technik uzyskiwania ekspozycji inwestycyjnej w odniesieniu do określonych klas aktywów i strategii.

W praktyce ograniczenia te skutkowały powstaniem swoistej luki produktowej w segmencie giełdowych instrumentów indeksowych. Inwestorzy mieli bowiem szeroki dostęp do funduszy ETF oferujących ekspozycję na indeksy akcji i obligacji, natomiast w odniesieniu do metali szlachetnych, wybranych indeksów towarowych, kryptoaktywów oraz bardziej zaawansowanych strategii inwestycyjnych brak było porównywalnych instrumentów, które pozwalałyby w prosty sposób uzupełnić portfel zbudowany z funduszy ETF. Teoretycznie część tego zapotrzebowania mogłyby zaspokajać instrumenty strukturyzowane. Należy jednak podkreślić, że ich funkcje oraz sposób działania w obrocie – jak wykazano w podrozdziale 2.2 rozdziału 2 – istotnie różnią się od funduszy ETF, ze względu zarówno na odmienną konstrukcję prawną, jak i na odmienny profil ekonomiczny produktu. Co więcej, instrumenty

[855] Zob. w szczególności pkt 52 oraz pkt 61–62 wytycznych ESMA.
[856] Ch. Mai, *UCITS at 40 – what's next for eligible assets?*, European Commission, 27.10.2025, https://finance.ec.europa.eu/news/ucits-40-whats-next-eligible-assets-2025-10-27_en#:~:text=Building%20on%20ESMA%E2%80%99s%20input%2C%20the,listen%20to%20all%20stakeholders%2C%20including%C2%A0citizens, dostęp: 24.01.2026.

strukturyzowane co do zasady nie są fizycznie zabezpieczone, a w przypadku odwzorowywania indeksów towarowych zazwyczaj wykorzystują instrumenty pochodne (w szczególności kontrakty terminowe), co może skutkować istotnymi odchyleniami odwzorowania względem zamierzonej ekspozycji[857]. W konsekwencji dostępna paleta instrumentów giełdowych nie zapewniała odpowiedników funduszy ETF umożliwiających uzyskanie ekspozycji na aktywa takie jak np. złoto w formule zbliżonej do „funduszowej" i łatwej do włączenia do portfela inwestycyjnego.

Na tym tle ograniczenia reżimu UCITS – rozumiane łącznie jako konsekwencja zarówno samej dyrektywy UCITS, jak i tzw. dyrektywy w sprawie kwalifikowalnych aktywów – należy uznać za jeden z czynników sprzyjających rozwojowi instrumentów podobnych funkcjonalnie do funduszy ETF, lecz ukształtowanych poza reżimem UCITS, tj. instrumentów typu ETC i ETN. Znajduje to potwierdzenie w literaturze branżowej oraz opracowaniach instytucjonalnych[858]. Zbieżną ocenę formułuje także ESMA, podkreślając, że instrumenty typu ETC – co do zasady kwalifikowane jako dłużne, a nie funduszowe – mogą odwzorowywać pojedyncze towary lub koszyki towarów w sposób bardziej elastyczny w ramach europejskich regulacji, zwłaszcza wobec ograniczeń UCITS dotyczących bezpośrednich inwestycji w towary[859].

Wreszcie, w stanowiskach branżowych podkreśla się, że w warunkach utrzymania restrykcyjnego podejścia do katalogu aktywów UCITS zaspokajanie popytu inwestorów na ekspozycję na towary lub kryptoaktywa odbywa się przede wszystkim poprzez instrumenty typu ETP funkcjonujące poza UCITS[860], przy czym rozwiązanie to bywa oceniane łatwiejsze w praktyce niż szeroka zmiana reżimu UCITS.

W rezultacie obserwuje się mechanizm „rynkowego domknięcia" luki regulacyjno-produktowej: potrzeba inwestorów jest zaspokajana przez alternatywne

---

[857] A. Blümke, *How to invest in structured products: a guide for investors and investment advisors*, John Wiley and Sons, Chichester 2009, s. 194.
[858] Zob. *EU: ESMA technical advice on UCITS eligible assets*, Eversheds Sutherland, 20.10.2025, https://www.eversheds-sutherland.com/en/global/insights/esma-technical-advice-on-ucits-eligible-assets, dostęp: 4.01.2026; *The ETF universe is expanding, and investors need to pay attention*, CACEIS Investor Services, 8.12.2021, https://www.caceis.com/whats-new/news/spotlight/article/the-etf-universe-is-expanding-and-investors-need-to-pay-attention/detail.html, dostęp: 4.01.2026.
[859] *Final Report. Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive*, ESMA, 26.06.2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 24.01.2026.
[860] *EU: ESMA technical advice on UCITS eligible assets*, op. cit.

konstrukcje notowane na giełdzie, co z jednej strony ogranicza presję na natychmiastową reformę UCITS, z drugiej prowadzi jednak do rozwoju równoległego segmentu instrumentów o odmiennym standardzie regulacyjnym. Ten wątek – w szczególności z perspektywy ochrony inwestora oraz spójności modelu regulacyjnego giełdowych instrumentów indeksowych – będzie podstawą szczegółowej analizy regulacji instrumentów typu ETC i ETN w kolejnym rozdziale.

4 Wymogi informacyjne dotyczące unijnych funduszy ETF

4.1 Odrębny reżim prospektowy jako element modelu UCITS

Fundusze UCITS ETF nie podlegają bezpośrednio przepisom rozporządzenia prospektowego z uwagi na wyraźne wyłączenie przewidziane w art. 1 ust. 2 lit a tego rozporządzenia. Przepis ten stanowi, że rozporządzenie nie znajduje zastosowania do jednostek uczestnictwa emitowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania inne niż typu zamkniętego. Definiując przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, nie posłużono się co prawda bezpośrednim odesłaniem do dyrektywy UCITS, definicja takiego podmiotu oraz emitowanych przez niego tytułów uczestnictwa[861] nie pozostawia jednak wątpliwości co do tego, że zasadniczo większość funduszy typu ETF spełni wskazane przez nie kryteria.

Wyłączenie funduszy UCITS z reżimu rozporządzenia prospektowego wynika przede wszystkim z tego, że odmienne zasady dotyczące sporządzania prospektu emisyjnego przewidziane są bezpośrednio w dyrektywie UCITS, a w przypadku funduszy UCITS ETF dodatkowe wymogi w tym zakresie zawierają wytyczne ESMA ds. ETF.

Dyrektywa UCITS, nakładając obowiązek prospektowy, przewiduje wyraźnie, że spółka inwestycyjna bądź spółka zarządzająca publikują m.in. prospekt emisyjny oraz sprawozdania roczne i półroczne[862]. W dyrektywie wprost określono również podstawowe wymogi dotyczące treści prospektu ze wskazaniem, że ma on zawierać w szczególności[863]:

[861] Zawarte w art. 2 lit. p oraz q rozporządzenia prospektowego.
[862] Art. 68 ust. 1 dyrektywy UCITS.
[863] Art. 70 dyrektywy UCITS.

- informacje niezbędne inwestorom w celu wyrobienia sobie poglądu na temat proponowanych im inwestycji i – w szczególności – ryzyka z nimi związanego;
- niezależnie od instrumentów, w które lokowane są aktywa, jasne i zrozumiałe wyjaśnienie profilu ryzyka funduszu;
- szczegółowe oraz skrótowe informacje na temat polityki wynagrodzeń;
- wskazanie kategorii aktywów, w które fundusz jest uprawniony inwestować, a w przypadku gdy obejmuje to instrumenty pochodne – informację, czy takie transakcje mogą być zawierane w celu zabezpieczenia czy w celu realizacji celów inwestycji;
- stosowną informację o tym, że wartość aktywów netto UCITS może wykazywać wysoką niestabilność ze względu na skład portfela lub techniki zarządzania nim.

W dyrektywie UCITS stwierdzono również wprost, że w przypadku, w którym fundusz UCITS odzwierciedla indeks giełdowy lub papierów dłużnych, jego prospekt emisyjny (oraz ewentualne informacje reklamowe) powinny zawierać wyraźne stwierdzenie zwracające uwagę na politykę inwestycyjną. Szczegółową zawartość prospektu w odniesieniu do wszystkich funduszy UCITS określono dodatkowo w załączniku do dyrektywy UCITS.

Wyłączenie funduszy UCITS ETF z reżimu rozporządzenia prospektowego nie oznacza zatem obniżenia standardu ochrony informacyjnej inwestora – przeciwnie: skutkuje zastosowaniem reżimu lepiej dostosowanego do specyfiki produktu. Wymogi prospektowe dyrektywy UCITS uwzględniają bowiem elementy istotne z perspektywy inwestora lokującego kapitał w fundusz o charakterze indeksowym, w szczególności obowiązek jasnego przedstawienia profilu ryzyka, polityki inwestycyjnej oraz – w przypadku funduszy śledzących indeks – wyraźnego wskazania jego charakterystyki. W tym sensie model informacyjny funduszy UCITS ETF stanowi kolejny przejaw „wbudowania" mechanizmów ochronnych w samą konstrukcję regulacyjną produktu.

4.2 Rozporządzenie PRIIPs – skutki dla dostępności funduszy ETF

Po omówieniu regulacyjnych i rynkowych mechanizmów ochrony inwestora właściwych dla funduszy ETF konieczne jest wskazanie dodatkowego poziomu regulacyjnego, który oddziałuje na dostępność tych instrumentów dla inwestorów detalicznych, tj. reżimu PRIIPs Jedną z najbardziej kontrowersyjnych zmian na rynku europejskich funduszy ETF wprowadziło rozporządzenie PRIIPs, w szczególności w odniesieniu do dystrybucji pozaunijnych funduszy typu ETF – przede wszystkim funduszy ze Stanów Zjednoczonych, z uwagi na wielkość tego rynku i popularność tego typu produktów.

Rozporządzenie PRIIPs weszło w życie 1 stycznia 2018 r. W odniesieniu do funduszy UCITS było w pewnym zakresie czasowo zawieszone i w pełni znalazło zastosowanie od 1 stycznia 2025 r.[864] Spośród licznych zmian, które wprowadziło, w zakresie funduszy ETF szczególnie istotna okazała się ta, zgodnie z którą żadne detaliczne produkty zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne („produkty PRIIP") wytwarzane przez podmioty z państw trzecich nie mogą być dystrybuowane na terenie Unii Europejskiej bez jednoczesnego udostępnienia potencjalnemu inwestorowi kluczowych informacji o produkcie w postaci dokumentu KID.

Konieczność zastosowania rozporządzenia PRIIP do funduszy ETF nie budziła nigdy wątpliwości. Wynika to wprost z art. 2 ust. 1 w związku z art. 4 pkt 1 tego rozporządzenia, na podstawie których ma ono zastosowanie do twórców detalicznych produktów zbiorowego inwestowania (produktów PRIIP) i osób doradzających w zakresie tych produktów lub je sprzedających. Produkt PRIP zdefiniowano natomiast jako inwestycję, w ramach której – bez względu na jej formę prawną – wysokość kwoty przypadającej do zwrotu inwestorowi indywidualnemu podlega wahaniom z powodu zależności od wartości referencyjnych albo zmian wartości jednego aktywa lub większej liczby aktywów, których inwestor indywidualny bezpośrednio nie zakupił.

Ponieważ rozporządzenie PRIIPs znajduje zastosowanie zarówno do funduszy ETF, jak i instrumentów typu ETC i ETN, kwestie wspólne z niego wynikające

[864] W odniesieniu do funduszy UCITS w okresie przejściowym obowiązywało czasowe wyłączenie z obowiązku sporządzania dokumentu KID.

zostaną omówione w rozdziale kolejnym, porównującym aspekty regulacyjne poszczególnych grup giełdowych instrumentów indeksowych. W tym miejscu należy natomiast wskazać na skutek specyficzny dla europejskiego rynku funduszy ETF: po wprowadzeniu przepisów związanych z PRIIPs nie ma możliwości publicznej dystrybucji funduszy ETF pochodzących z państw trzecich bez jednoczesnego udostępnienia potencjalnemu inwestorowi dokumentu KID. Z uwagi na fakt, że największe amerykańskie fundusze ETF nie zdecydowały się na spełnienie wymogów rozporządzenia PRIIP i na przygotowanie dokumentów KID, nie są one dostępne dla inwestorów indywidualnych w Unii Europejskiej za pośrednictwem standardowych kanałów dystrybucji. Podkreśla się, że w przypadku tych funduszy decyzja o nieudostępnieniu dokumentów KID podyktowana była m.in. sprzecznymi wymogami regulacyjnymi na rynku amerykańskim i europejskim[865], potencjalnymi kosztami sporządzenia takich dokumentów oraz wielkością rynku europejskiego[866]. W efekcie rozporządzenie PRIIPs, choć formalnie neutralne produktowo, w praktyce ogranicza dostęp inwestorów detalicznych w Unii Europejskiej do części pozaunijnych funduszy ETF, co wpływa na strukturę oferty dostępnej na rynku unijnym.

5 Struktury mieszane i kierunki rozwoju funduszy ETF – uwarunkowania regulacyjne

Struktury mieszane, rozumiane w niniejszym podrozdziale jako współistnienie w ramach jednego subfunduszu UCITS kategorii tytułów uczestnictwa dopuszczonych do obrotu giełdowego (*listed share class* o charakterze funduszu ETF) oraz kategorii nienotowanych (*unlisted share class*), stanowią praktyczny przykład tego, w jaki sposób *soft law* oraz praktyka nadzorcza mogą wzmacniać albo ograniczać rozwój innowacji produktowych w ramach reżimu UCITS. W ujęciu systemowym konstrukcja ta wskazuje, że granice pomiędzy funduszami ETF a tradycyjnymi funduszami

[865] Zob. m.in. T. Eckett, *European investors set to be impacted by KID requirements*, ETF Stream, 4.11.2019, https://www.etfstream.com/articles/etf-insight-european-investors-set-to-be-impacted-by-kid-requirements, dostęp: 9.05.2021.
[866] Zob. D. Riedl, *US-domiciled ETFs: why they are no longer available from many online brokers*, justETF, 28.03.2018, https://www.justetf.com/uk/news/etf/us-domiciled-etfs.html, dostęp: 9.05.2021.

otwartymi są w praktyce wyznaczane nie tylko przez przepisy poziomu 1, lecz także przez instrumenty typu *soft law* oraz praktykę nadzorczą.

Koncepcja ta została zapoczątkowana na rynku amerykańskim, gdy w 2000 r. spółka Vanguard Group uzyskała ochronę patentową dla konstrukcji określanej jako „*ETF as a share class of a mutual fund*”[867]. Po wygaśnięciu tego patentu w maju 2023 r. do amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zaczęły napływać wnioski o wydanie decyzji umożliwiających stosowanie analogicznych rozwiązań[868], przy czym w trakcie tego procesu nastąpiła zmiana niektórych amerykańskich regulacji, co skomplikowało proces wydawania decyzji nadzorczych[869]. Przełomem było obwieszczenie SEC z 29 września 2025 r. dotyczące wniosku Dimensional Fund Advisors, w którym zapowiedziano dopuszczenie funkcjonowania różnych kategorii tytułów uczestnictwa – tradycyjnych i ETF – w ramach jednego funduszu[870]. W literaturze branżowej podkreśla się znaczenie zapowiedzianej decyzji SEC[871], w

[867] Zob. dokumentację patentową dostępną za pośrednictwem bazy danych patentowych Google: https://patents.google.com/patent/US6879964B2/en, dostęp: 9.11.2025. Model ten umożliwiał funkcjonowanie funduszu inwestycyjnego posiadającego równolegle tradycyjne kategorie tytułów uczestnictwa oraz kategorie notowane na giełdzie (tj. o charakterze ETF), przy zachowaniu wspólnego portfela aktywów. Rozwiązanie to okazało się efektywne pod względem kosztowym i podatkowym, a zarazem trudne do replikacji z uwagi na obowiązującą ochronę patentową.

[868] W tym Fidelity Investments, Dimensional Fund Advisors, J.P. Morgan Asset Management oraz Capital Group.

[869] U.S. Securities and Exchange Commission, Exchange-Traded Funds (tzw. ETF Rule), Release No. 33-10695; IC-33646 (2019) – regulacja ustanawiająca jednolity reżim prawny dla większości funduszy ETF i co do zasady eliminująca konieczność uzyskiwania indywidualnych zwolnień (*exemptive relief*) dla standardowych struktur ETF; nie obejmuje jednak konstrukcji *ETF as a share class*, która nadal wymaga odrębnych zwolnień na podstawie Investment Company Act; tekst decyzji i uzasadnienie: https://www.sec.gov/files/rules/final/2019/33-10695.pdf, dostęp: 9.11.2025.

[870] Zob. Securities and Exchange Commission, Notice of an application under section 6(c) of the Investment Company Act of 1940 for an exemption from certain provisions of the Act, Investment Company Act Release No. 35770, File No. 812-15484, 29.09.2025, https://www.sec.gov/files/rules/ic/2025/ic-35770.pdf, dostęp: 9.11.2025. W dokumencie zapowiedziano wydanie zarządzenia zwalniającego (*exemptive order*) i przewidziano m.in. zwolnienia umożliwiające emisję przez jeden fundusz zarówno tytułów uczestnictwa w formie ETF, jak i tytułów uczestnictwa tradycyjnego funduszu otwartego, mimo różnic w prawach inwestorów i sposobie obrotu tymi kategoriami tytułów uczestnictwa. Formalna decyzja w tej sprawie została wydana 17 listopada 2025 r., zob. S. McGee, *SEC approves Dimensional Fund Advisors launch of ETF share class for 13 mutual funds*, Reuters, 2.12.2025, https://www.reuters.com/markets/wealth/sec-approves-dimensional-fund-advisors-launch-etf-share-class-13-mutual-funds-2025-11-17/, dostęp: 24.01.2026.

[871] S. Roy, *SEC Opens Door to ETF Share Classes, Dimensional First in Line*, ETF.com, 29.09.2025, https://www.etf.com/sections/features/sec-opens-door-etf-share-classes-dimensional-first-line, dostęp: 9.11.2025.

szczególności wagę efektywności podatkowej[872] oraz szybsze osiąganie efektu skali poprzez wykorzystanie historii wyników i bazy aktywów funduszu macierzystego[873].

Po przedstawieniu tła historycznego warto przejść do analizy unijnego reżimu prawnego. Na poziomie dyrektywy UCITS oraz wytycznych ESMA ds. ETF brak jest przepisów wprost ograniczających możliwość funkcjonowania różnych kategorii tytułów uczestnictwa w ramach jednego funduszu. Należy jednak zauważyć, że w praktyce istnieją ograniczenia o charakterze operacyjnym, które przez długi czas utrudniały stosowanie takiej konstrukcji. W szczególności punkt VII ppkt 15 wytycznych ESMA ds. ETF nakłada na emitentów tytułów uczestnictwa funduszy ETF obowiązek, aby identyfikator „UCITS ETF" był zawarty w nazwie funduszu, jego regulaminie, akcie założycielskim oraz w prospekcie informacyjnym. Kwestia ta została doprecyzowana w dokumencie Q&A opublikowanym przez ESMA w odniesieniu do funduszy parasolowych, w którym stanowisko w sprawie konieczności uwzględniania identyfikatora w nazwie funduszu nie było już tak kategoryczne[874].

Jak wskazuje literatura branżowa, przez długi czas Centralny Bank Irlandii (CBI) – jako organ nadzoru w największej europejskiej jurysdykcji funduszy ETF – stosował ścisłą, literalną wykładnię wytycznych ESMA. Przyjmowano, że jeśli choć jedna kategoria tytułów uczestnictwa w danym subfunduszu była dopuszczona do obrotu giełdowego, cały subfundusz musiał w nazwie zawierać oznaczenie „UCITS ETF". Takie podejście, w praktyce wymuszające rebranding funduszu na ETF, zniechęcało wielu zarządzających do wprowadzania kategorii ETF w ramach istniejących funduszy tradycyjnych[875]. Dodatkowymi powodami braku zgody CBI na emisję

[872] Z tej perspektywy warto mieć jednak na uwadze specyficzne rozwiązania stosowane na rynku amerykańskim i preferencje podatkowe w zakresie dokonywania umorzeń w naturze (*in-kind redemptions*), które nie występują na rynku europejskim.
[873] J. Weinberg, S. Cullinane, *ETF Share Class Relief: A Major Step Forward, and Making Sense of What's Next*, ICI, 8.10.2025, https://www.ici.org/ici-viewpoints/etf-share-class-relief-a-major-step-forward, dostęp: 24.01.2026.
[874] Kwestia ta została doprecyzowana w dokumencie Q&A wydanym przez ESMA w odniesieniu do funduszy parasolowych. W odpowiedzi na pytanie nr 2 wskazano, że jeżeli wszystkie subfundusze danego funduszu mają status UCITS ETF, oznaczenie „UCITS ETF" może być stosowane zarówno na poziomie subfunduszy, jak i – fakultatywnie – na poziomie funduszu parasolowego. Gdy natomiast jedynie część subfunduszy posiada taki status, obowiązek oznaczenia dotyczy wyłącznie tych subfunduszy, które są funduszami ETF. Zob. *Questions and Answers: Application of the UCITS Directive*, 9.01.2015, ESMA/2015/12, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-12_qa_etf_guidelines_january_update.pdf, dostęp: 9.11.2025.
[875] T. Andrew, *Why Ireland, Luxembourg Diverge on ETF Share Class Naming Rules*, ETF Stream, 22.06.2023, https://www.etf.com/sections/features/ireland-luxembourg-diverge-etf-share-class-naming-rules, dostęp: 9.11.2025.

różnych kategorii tytułów uczestnictwa były też kwestie operacyjne i dotyczące równego traktowania uczestników funduszy[876].

Podejście irlandzkiego organu nadzoru uległo zasadniczej zmianie w 2024 r. W wyniku konsultacji z sektorem funduszy inwestycyjnych Centralny Bank Irlandii (CBI) znowelizował wytyczne, dopuszczając możliwość tworzenia kategorii tytułów uczestnictwa o charakterze ETF w ramach funduszu nieposiadającego statusu ETF, bez konieczności zmiany jego klasyfikacji na „UCITS ETF"[877]. Zgodnie z nową interpretacją identyfikator „UCITS ETF" może być stosowany na poziomie danej kategorii tytułów uczestnictwa lub – fakultatywnie – na poziomie subfunduszu, w zależności od przyjętego modelu organizacyjnego. W konsekwencji fundusz parasolowy UCITS może obejmować subfundusze, w których tylko wybrane kategorie tytułów uczestnictwa są przedmiotem obrotu giełdowego[878]. Rozwiązanie to uznawane jest w praktyce za istotne uelastycznienie ram regulacyjnych, pozwalające zachować ciągłość wyników inwestycyjnych i efekt skali przy równoczesnym poszerzeniu kanałów dystrybucji o rynek regulowany[879].

Odmienne podejście ukształtowało się w Luksemburgu, który – obok Irlandii – stanowi drugi co do znaczenia europejski ośrodek rejestracji funduszy UCITS, w tym funduszy ETF. Luksemburski organ nadzoru – La Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) – od wielu lat prezentuje bardziej elastyczną wykładnię przepisów dotyczących kategorii tytułów uczestnictwa o charakterze ETF. W ramach tej praktyki CSSF dopuścił możliwość współistnienia kategorii tytułów uczestnictwa notowanych i nienotowanych w obrębie jednego subfunduszu UCITS. Co istotne,

[876] Zob. *Feedback Statement on Exchange Traded Funds Published*,CBI, 14.09.2018, https://www.centralbank.ie/news/article/feedback-statement-exchange-traded-funds-14-september-2018, dostęp: 11.11.2025. Oświadczenie prasowe CBI odsyła do dwóch dokumentów tzw. Feedback Statement, w których aspekty te są szerzej omówione w odniesieniu do konsultacji z branżą. W szczególności wyjaśniono, że praktyka CBI wynikała również z obaw dotyczących aspektów operacyjnych oraz zasady równego traktowania uczestników – inwestorzy kategorii ETF dokonują transakcji w ciągu dnia na giełdzie i co do zasady nie mają prawa odkupu jednostek bezpośrednio przez fundusz, podczas gdy inwestorzy kategorii tradycyjnej składają zlecenia odkupienia bezpośrednio raz dziennie.

[877] Zob. *Remarks by Patricia Dunne, Director of Securities and Markets Supervision at Irish Funds Annual UK Symposium*, CBI, 21.11.2024, https://www.centralbank.ie/news/article/speech-patricia-dunne-director-securities-markets-supervision-at-irish-funds-annual-uk-symposium-21-nov-2024, dostęp: 9.11.2025.

[878] Zob. pytanie i odpowiedź o oznaczeniu ID 1088 w *UCITS Questions and Answers 42nd Edition*, CBI, 17.04.2025, https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/industry-market-sectors/funds/ucits/guidance/42nd-edition-ucits-qa.pdf, dostęp: 24.01.2026.

[879] L. Gibbons, *CBI to amend ETF share class naming stance*, 24.10.2024, https://www.etfstream.com/articles/cbi-to-amend-etf-share-class-naming-stance, dostęp: 24.01.2026.

CSSF odmiennie niż irlandzki nadzór zinterpretował wytyczne ESMA w zakresie nazewnictwa. Uznano, że obowiązek stosowania oznaczenia „UCITS ETF" odnosi się wyłącznie do poziomu, na którym wszystkie kategorie tytułów uczestnictwa mają charakter ETF. W konsekwencji, gdy tylko część kategorii w danym subfunduszu jest notowana na giełdzie, identyfikator „UCITS ETF" umieszcza się w nazwie tych kategorii, natomiast w nazwie całego subfunduszu jest on pominięty[880]. Takie rozwiązanie eliminuje konieczność zmiany tożsamości całego funduszu w przypadku dodania kategorii o charakterze ETF, a jednocześnie – zdaniem CSSF – zapewnia przejrzystość struktury, ponieważ inwestorzy mogą w prosty sposób rozróżnić poszczególne kategorie tytułów uczestnictwa na podstawie ich nazwy[881]. Dzięki sprzyjającemu otoczeniu regulacyjnemu w Luksemburgu rozwinęła się znacząca liczba funduszy o strukturze mieszanej. Według szacunków branżowych łączna wartość aktywów subfunduszy UCITS posiadających równocześnie kategorie notowane i nienotowane wynosiła we wrześniu 2025 r. ok. 80 mld EUR[882]. Liczba ta – choć znacząca w wartości nominalnej – jest z perspektywy całości europejskiego rynku nieznaczna. Biorąc pod uwagę całość aktywów w europejskich funduszach ETF (dane ETFGI na wrzesień 2025 r.) stanowi ona mniej niż 3%.

W świetle wskazywanych powyżej w analizach branżowych zalet możliwości tworzenia dodatkowych kategorii tytułów uczestnictwa o charakterze ETF w ramach istniejących funduszy inwestycyjnych – zarówno z perspektywy inwestorów, jak i zarządzających – należy zauważyć, że przedstawione dane wskazują na bardzo ograniczony rozwój tego segmentu rynku w Europie. Nawet przy założeniu, że czynniki prawne nie były jedyną barierą tego rozwoju, z pewnością znacząco się do niego przyczyniły. Skoro bowiem istotna część aktywów europejskich funduszy inwestycyjnych w ogóle oraz zdecydowana większość aktywów ETF dotyczy podmiotów

[880] CSSF w interpretacji wytycznych ESMA dotyczących nazewnictwa funduszy UCITS uznał, że wymóg stosowania określenia „UCITS ETF" odnosi się do poziomu, na którym wszystkie jednostki uczestnictwa są notowane. W konsekwencji: (1) jeżeli jedynie część klas jednostek w ramach danego subfunduszu jest notowana na rynku, oznaczenie „UCITS ETF" powinno znaleźć się wyłącznie w nazwach tych konkretnych klas, a nie w nazwie całego subfunduszu; (2) w sytuacji, gdy wszystkie klasy jednostek danego subfunduszu mają charakter ETF, oznaczenie to może być stosowane w nazwie subfunduszu; (3) natomiast na poziomie funduszu parasolowego – jedynie wówczas, gdy wszystkie subfundusze i ich klasy są ETF.
[881] T. Andrew, *Why Ireland and Luxembourg diverge on ETF share class naming rules*, op. cit.
[882] *ETF: Accessing new distribution channels by launching listed and unlisted share classes*, CASEIS Investors Services, 18.09.2025, https://www.caceis.com/whats-new/news/spotlight/article/etf-accessing-new-distribution-channels-by-launching-listed-and-unlisted-share-classes/detail.html, dostęp: 24.01.2026.

zarejestrowanych w Irlandii[883], a w tym kraju przez długi czas nie dopuszczano pełnej możliwości tworzenia tytułów uczestnictwa ETF w subfunduszach UCITS, trudno uznać, że uwarunkowania regulacyjne nie miały wpływu na zaobserwowany stan rzeczy. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że niepewność regulacyjna stanowi jeden z kluczowych czynników ograniczających rozwój rynków finansowych[884] – można zatem zaryzykować stwierdzenie, że sytuacja taka właśnie tutaj miała miejsce. Rozbieżne interpretacje wytycznych oraz dokumentu Q&A ESMA przez głównych nadzorców czołowych jurysdykcji europejskich stały się faktyczną przeszkodą dla rozwoju nowego segmentu produktów w ramach europejskich funduszy ETF. Stanowi to przykład, jak brak jednoznaczności regulacyjnej na poziomie unijnym może blokować rozwój rynku. W praktyce nigdy nie istniały zasadnicze bariery materialne uniemożliwiające tworzenie różnych kategorii tytułów uczestnictwa w funduszach ETF działających w ramach UCITS. Kluczowe okazały się natomiast dwie kwestie: po pierwsze, niejednoznaczność przepisów typu *soft law* dotyczących zasad nazewnictwa funduszy i kategorii tytułów uczestnictwa w strukturach parasolowych (dominujących w europejskim modelu funduszy); po drugie, znaczenie praktyki nadzorczej. Podejście jednego z organów nadzoru (CBI), odpowiedzialnego za kontrolę nad większością aktywów europejskich funduszy ETF, okazało się w praktyce czynnikiem hamującym rozwój całego segmentu rynku.

Wnioski

Przeprowadzona w niniejszym rozdziale analiza umożliwia sformułowanie wniosków stanowiących odpowiedź na postawione pytania badawcze oraz weryfikację założonej tezy o konstrukcyjnym – a nie jedynie klasyfikacyjnym – charakterze unijnej definicji funduszy ETF.

W rozdziale przeanalizowano praktyczne skutki przyjętego modelu regulacyjnego funduszy ETF jako kategorii stanowiącej podstawowy punkt odniesienia dla oceny funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych w Unii Europejskiej.

[883] Tj. 21% aktywów europejskich funduszy UCITS zarządzanych jest z Irlandii, w przypadku ekspozycji akcyjnych odsetek ten wynosi 29%, natomiast w segmencie funduszy ETF przekracza 70% (dane na koniec 2024 r., EFAMA *Factbook 2025*).
[884] Zob. m.in. H. Marjosola, *Regulating financial markets under uncertainty: theEU approach*, „European Law Review", 39(3)/2014, s. 338–361, https://eprints.lse.ac.uk/68717/1/Marjosola_Regulating%20fiancail%20markets1.pdf, dostęp: 24.01.2026.

Podstawą analizy było ustalenie, że sama identyfikacja asymetrii regulacyjnej pomiędzy funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN (wykazanej w rozdziale poprzednim) nie przesądza o jej istotności z perspektywy realizacji celów regulacji rynku finansowego. W niniejszym rozdziale skoncentrowano się na pytaniu, w jaki sposób unijna definicja funduszy ETF oraz dominujący w Europie reżim UCITS kształtują model funkcjonowania tych instrumentów w obrocie zorganizowanym, w tym minimalny standard mechanizmów ochrony inwestorów (na różnych poziomach), a także które elementy tego modelu mogą służyć jako punkt odniesienia dla dalszej oceny instrumentów typu ETC i ETN.

Po pierwsze, analiza źródeł i treści definicji funduszy ETF w prawie Unii Europejskiej potwierdza tezę, że definicja ta – ukształtowana pierwotnie w wytycznych ESMA dotyczących funduszy ETF z 2012 r., a następnie inkorporowana do dyrektywy MiFID II – stanowi normatywny rdzeń konstrukcji produktu. Trzy elementy definicyjne – wymóg struktury funduszu inwestycyjnego, wymóg obecności tytułów uczestnictwa w obrocie zorganizowanym oraz wymóg działania animatora rynku zapewniającego zbieżność ceny rynkowej z wartością aktywów netto – nie pełnią wyłącznie funkcji delimitacyjnej względem innych kategorii instrumentów finansowych. Elementy te determinują minimalny standard funkcjonowania w obrocie i ochrony inwestorów, realizowanej na trzech komplementarnych poziomach: (1) na poziomie struktury produktu (ochrona przed ryzykiem niewypłacalności emitenta) – poprzez reżim zbiorowego inwestowania implikujący segregację aktywów, nadzór depozytariusza czy restrykcje w zakresie polityki inwestycyjnej; (2) na poziomie zasad funkcjonowania w obrocie (ochrona inwestora przed utratą płynności i nabyciem po cenie skrajnie nierynkowej) – poprzez wymogi stawiane animatorom rynku w zakresie obecności w arkuszu zleceń, maksymalnego spreadu oraz minimalnej wartości kwotowań, a także poprzez mechanizm publikacji orientacyjnej wartości aktywów netto (iNAV); (3) na poziomie informacyjnym – poprzez odrębny reżim prospektowy dyrektywy UCITS oraz wymogi rozporządzenia PRIIPs. Tak rozumiana definicja funduszu ETF stanowi zatem nie tyle opis cech istniejącej kategorii produktów, ile normatywną ramę kształtującą sposób ich funkcjonowania. W tym sensie istotne znaczenie ma nie sama definicja, ale to, że jej treść determinuje minimalny standard funkcjonowania funduszy ETF, w szczególności w obszarach istotnych z perspektywy ochrony inwestora.

Po drugie, dominacja reżimu UCITS wśród europejskich funduszy ETF ma charakter faktyczny, a nie normatywny – definicja zawarta w MiFID II nie zawęża pojęcia funduszu ETF do funduszy objętych tym reżimem. Niemniej jednak w praktyce ograniczenia właściwe dla UCITS wyznaczają granice konstrukcyjne produktów możliwych do zaoferowania w tej formule. Ograniczenia te stworzyły przestrzeń rynkową dla kolejnej grupy giełdowych instrumentów indeksowych, tj. instrumentów typu ETC i ETN, które umożliwiają uzyskanie ekspozycji na klasy aktywów niedostępne w strukturze funduszowej. Relacja między reżimem UCITS a powstaniem instrumentów typu ETC i ETN ma zatem charakter funkcjonalny: restrykcyjność pierwszego stanowiła czynnik stymulujący rozwój drugich.

Po trzecie, przeprowadzona analiza ujawnia charakterystyczny dla europejskiego rynku giełdowych instrumentów indeksowych mechanizm uzupełniania ram regulacyjnych przez praktykę platform obrotu. W obszarach, w których prawo unijne nie ustanawia szczegółowych wymogów, wykształciła się praktyka europejskich giełd papierów wartościowych i samych emitentów[885]. Praktyka ta, choć formalnie niewiążąca i zróżnicowana między poszczególnymi platformami, tworzy faktycznie jednolity standard funkcjonowania funduszy ETF na rynku europejskim, stanowiący dopełnienie harmonizacji realizowanej na poziomie prawa unijnego.

Po czwarte, w obszarze wymogów informacyjnych wykazano, że wyłączenie funduszy UCITS ETF spod reżimu rozporządzenia prospektowego nie oznacza obniżenia standardu ochrony informacyjnej, lecz skutkuje zastosowaniem obowiązków prospektowych i sprawozdawczych właściwych dla struktury funduszowej oraz uzupełniających wymogów wynikających z wytycznych ESMA. Jednocześnie omówiono znaczenie reżimu PRIIP jako regulacji wpływającej na dostępność instrumentów dla inwestorów detalicznych.

Tak zidentyfikowany model regulacyjny funduszy ETF jako głównej grupy giełdowych instrumentów indeksowych stanowi punkt odniesienia dla analizy instrumentów typu ETC i ETN, która zostanie przeprowadzona w rozdziale następnym. Zasadnicze pytanie, na które analiza ta ma udzielić odpowiedzi, dotyczy tego, czy wymienione instrumenty – funkcjonujące w odmiennej strukturze prawnej i przy

[885] Dotyczy to w szczególności parametrów działania animatorów rynku w odniesieniu do szczegółowych zasad kwotowania mających na celu dążyć do zgodności ceny tytułów uczestnictwa funduszy ETF na giełdach z odpowiadającą im wartością aktywów netto funduszu.

braku zharmonizowanego reżimu produktowego – zapewniają porównywalny standard ochrony inwestora, czy też asymetria regulacyjna zidentyfikowana w rozdziale 4 przekłada się na rzeczywiste różnice w konstrukcji i funkcjonowaniu tych produktów na rynku. Odpowiedź na to pytanie wymaga zastosowania do instrumentów typu ETC i ETN schematu analitycznego wypracowanego w niniejszym rozdziale, obejmującego kolejno: kwalifikację prawną instrumentu, wymogi dotyczące obrotu i płynności, standard informacyjny oraz praktyki stosowane przez platformy obrotu i emitentów.

ROZDZIAŁ 6. INSTRUMENTY TYPU ETC I ETN NA TLE UNIJNEGO MODELU REGULACYJNEGO FUNDUSZY ETF

Wprowadzenie

W rozdziale 5 zrekonstruowano unijny model regulacyjny funduszy ETF oraz poddano analizie charakter definicji tej kategorii instrumentów w prawie Unii Europejskiej. Analiza ta pozwoliła zidentyfikować normatywny „rdzeń" tego modelu regulacyjnego, obejmujący elementy strukturalne (forma funduszu inwestycyjnego) oraz elementy rynkowe (dopuszczenie do obrotu zorganizowanego i funkcjonowanie w tym obrocie z wykorzystaniem animatora rynku odpowiedzialnego za utrzymywanie relacji ceny rynkowej do wartości aktywów netto). W konsekwencji wskazano, że minimalny standard ochrony inwestora w segmencie funduszy ETF jest realizowany komplementarnie przede wszystkim na trzech poziomach: (1) konstrukcji produktu; (2) organizacji obrotu i struktury rynku oraz (3) standardów informacyjnych.

Powyższe ustalenia prowadzą do zasadniczego pytania niniejszego rozdziału: w jakim stopniu instrumenty typu ETC i ETN – będące obok funduszy ETF drugą podgrupą kategorii giełdowych instrumentów indeksowych – mimo odmiennej kwalifikacji prawnej i braku zharmonizowanego reżimu produktowego zapewniają standard ochrony inwestora zbliżony do standardu wyznaczanego przez model regulacyjny funduszy ETF? Innymi słowy, czy asymetria regulacyjna przekłada się na asymetrię w poziomie ochrony inwestorów, a w szczególności – jakie konsekwencje dla inwestora detalicznego ma posiadanie instrumentu typu ETC lub ETN w porównaniu z posiadaniem funkcjonalnie zbliżonego funduszu ETF?

Punktem wyjścia analizy jest obserwacja, że w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN standard ochrony inwestora nie wynika z jednolitej, konstrukcyjnej definicji produktowej o charakterze zharmonizowanym. O ile w przypadku funduszy ETF funkcjonuje spójny model regulacyjny, oparty przede wszystkim na dyrektywie UCITS oraz aktach powiązanych i ugruntowanej praktyce nadzorczej, o tyle w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN brak jest tak ukształtowanego jednolitego reżimu. Ich status prawny i zasady funkcjonowania wymagają rekonstrukcji na podstawie rozproszonych przepisów prawa wtórnego, regulacyjnych standardów technicznych i wytycznych organów nadzoru, uzupełnianych regulaminami platform obrotu, prawem krajowym oraz dokumentacją emisyjną poszczególnych emitentów.

Teza główna niniejszego rozdziału zakłada, że asymetria regulacyjna między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN nie oznacza braku standardu

ochrony inwestorów, lecz prowadzi do odmiennego modelu jego realizacji. Ochrona inwestora w funduszach ETF jest „wbudowana" w normatywną definicję produktu – wynika *ex lege* z samego faktu zakwalifikowania instrumentu do tej kategorii. Ochrona w instrumentach typu ETC i ETN jest natomiast rekonstruowana z rozproszonych źródeł: postanowień dokumentacji emisyjnej, wymogów regulaminowych platform obrotu oraz standardów wykształconych w praktyce rynkowej. Weryfikacji podlegają ponadto tezy pomocnicze: po pierwsze, że praktyka rynkowa wykształciła de facto mechanizmy funkcjonalne instrumentów typu ETC i ETN zbliżone do rozwiązań stosowanych w funduszach ETF (obecność animatora rynku, mechanizm kreacji i umorzeń, zabezpieczenie aktywów), przy czym ich stosowanie wynika z decyzji emitentów i operatorów platform, a nie z obowiązku prawnego o charakterze zharmonizowanym; po drugie, że różnica w poziomie regulacji przekłada się na odmienne stopnie przewidywalności i egzekwowalności standardów ochrony.

Przyjęta metoda analizy ma charakter funkcjonalno-porównawczy. Instrumenty typu ETC i ETN są analizowane w układzie odpowiadającym schematowi zastosowanemu w rozdziale 5, obejmującym: kwalifikację prawną i strukturę produktu, mechanizmy funkcjonowania w obrocie oraz standardy informacyjne.

Struktura rozdziału jest następująca. W pierwszej kolejności analizie poddane jest definicyjno-klasyfikacyjne ujęcie instrumentów typu ETC i ETN w prawie Unii Europejskiej. Następnie zasadniczą część rozdziału stanowi analiza ochrony inwestorów na dwóch poziomach: konstrukcji produktu oraz obrotu zorganizowanego. W dalszej części przedstawione jest znaczenie praktyczne zidentyfikowanej asymetrii regulacyjnej, z uwzględnieniem stanowisk organów nadzoru oraz organizacji branżowych. Odrębnej analizie poddane zostaną standardy informacyjne, obejmujące przede wszystkim zróżnicowanie wymogów prospektowych oraz zasady zastosowania rozporządzenia PRIIPs. Rozdział zamykają wnioski, w których następuje weryfikacja postawionych tez oraz sformułowanie konkluzji dotyczących relacji między asymetrią regulacyjną a ochroną inwestorów w segmencie giełdowych instrumentów indeksowych.

1 Instrumenty typu ETC i ETN w prawie unijnym

1.1 Definicja instrumentów typu ETC i ETN i jej znaczenie normatywne

Podobnie jak w poprzednich rozdziałach, również i w tym instrumenty typu ETC i ETN zostaną omówione z perspektywy regulacyjnej w odniesieniu do istniejących dłużej na rynku oraz stanowiących jego wielokrotnie większą część funduszy ETF[886]. W rozdziale 4 wskazano na odmienny poziom oraz sposób regulacji tych kategorii instrumentów. W szczególności instrumenty typu ETC i ETN nie zostały wyodrębnione w prawie unijnym jako odrębne kategorie produktowe ani na poziomie dyrektyw, ani rozporządzeń, co oznacza brak jednolitego reżimu normatywnego odnoszącego się do ich konstrukcji[887]. Praktyka funkcjonowania europejskiego rynku giełdowych instrumentów indeksowych doprowadziła jednak do ukształtowania się standardu rynkowego funkcjonowania analizowanych instrumentów, co wykazano m.in. na podstawie analiz przedstawionych w rozdziałach 2 i 3.

Z perspektywy prawa unijnego odniesienia do instrumentów typu ETC i ETN mają charakter szczątkowy i pojawiają się przede wszystkim w unijnych aktach prawnych dotyczących obrotu instrumentami finansowymi w ramach dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR, co zostało zasygnalizowane w rozdziale 4 – w związku z definicjami tych instrumentów oraz konsekwencjami ich ujęcia w RTS 2 jako akcie poziomu 2. Doniosłe są jednak nie tylko skutki wynikające z takiej kwalifikacji RTS 2 w systemie źródeł prawa Unii Europejskiej, lecz także sposób, w jaki instrumenty te zostały w nim ujęte. Już na poziomie motywów RTS 2 widoczne jest bowiem, że ustawodawca unijny dostrzega podobieństwo instrumentów typu ETC i ETN do funduszy ETF oraz wiąże tę kategorię instrumentów z analogicznym kontekstem obrotu, co pozostaje spójne z dotychczasowymi ustaleniami dotyczącymi podobieństw między tymi instrumentami. W szczególności w motywie 5 RTS 2 wskazano, że skoro obrót instrumentami typu ETC i ETN jest prowadzony w sposób zbliżony do obrotu funduszami inwestycyjnymi typu ETF, zasadne jest zastosowanie wobec nich porównywalnych wymogów w zakresie przejrzystości jak w przypadku

[886] Szczegółowe dane na temat rynku obu grup produktów i ich rozwoju przedstawiono w rozdziale 3.

[887] W literaturze oraz w inicjatywach rynkowych formułowano postulaty harmonizacji regulacji analizowanych produktów, jednak dotychczas nie znalazły one odzwierciedlenia w wiążących aktach prawa unijnego. Przykłady takich inicjatyw zostaną omówione bardziej szczegółowo w podrozdziale 4.1.

funduszy ETF. Jednocześnie konkretne definicje instrumentów typu ETC i ETN nie zostały zamieszczone w treści samego RTS 2, lecz zostały ujęte dopiero w załączniku[888], w którym zakwalifikowano je jako podtyp obligacji. W zakresie definicji szczegółowych instrumenty typu ETC określono jako instrumenty dłużne emitowane w zamian za bezpośrednią inwestycję emitenta w towary lub w kontrakty pochodne na towary, przy czym cena instrumentu ETC jest powiązana z wynikami instrumentu bazowego i w sposób pasywny podąża za wynikami towaru lub indeksu towarowego, do którego instrument ten się odnosi.

W tym miejscu należy zwrócić uwagę na nieścisłość występującą w polskiej wersji językowej RTS 2. Pojęcie „towary" – użyte w pierwszej części definicji instrumentów typu ETC – zostało w polskiej wersji językowej przetłumaczone jako „kontrakty towarowe". Odmienne brzmienie tego fragmentu definicji produktowej można znaleźć w innych wersjach językowych RTS 2. Przykładowo, w języku angielskim i niemieckim posłużono się odpowiednio określeniami *commodities* oraz *Waren*, które odpowiadają pojęciu „towary". Przyjęcie wykładni opartej na polskim brzmieniu mogłoby prowadzić do wniosku, że do instrumentów typu ETC nie można zaliczyć instrumentów opartych na bezpośredniej ekspozycji na towary, a kwalifikacji podlegałyby wyłącznie konstrukcje bazujące na instrumentach pochodnych (tj. o charakterze syntetycznym). Taka interpretacja byłaby jednak nieuprawniona. Przeczą jej zarówno inne oficjalne wersje językowe RTS 2, jak i praktyka funkcjonowania europejskich giełd, omówiona w rozdziałach 2 i 3, w ramach której instrumenty typu ETC występują jako instrumenty rynku kasowego. Kontrakty na towary należy natomiast kwalifikować jako instrumenty pochodne.

Instrumenty typu ETN w tym samym RTS, w którym zdefiniowano instrumenty typu ETC, a także na poziomie wspomnianego wcześniej załącznika zostały scharakteryzowane jako instrumenty dłużne emitowane w zamian za bezpośrednią inwestycję emitenta w instrumenty bazowe lub w kontrakty pochodne na instrumenty bazowe[889]. Zaznaczono przy tym, że cena instrumentu ETN jest bezpośrednio lub pośrednio związana z wynikami instrumentu bazowego oraz pasywnie za nimi podąża.

[888] Zob. tabelę 2.4 w załączniku III do RTS 2.
[889] Zob. 2.4 w załączniku do RTS 2.

Niezależnie od faktu, że szczegółowe definicje instrumentów typu ETC i ETN zostały zamieszczone dopiero w załączniku do RTS 2, ich treść nie pozostawia wątpliwości co do kwalifikacji tych produktów jako instrumentów dłużnych. Już na poziomie motywów tego rozporządzenia delegowanego[890] podkreślono, że instrumenty typu ETC oraz ETN powinny być traktowane jako instrumenty dłużne ze względu na ich strukturę prawną. Zaznaczono jednocześnie, iż obrót nimi jest prowadzony w sposób zbliżony do obrotu funduszami ETF, co ma uzasadniać objęcie ich porównywalnym reżimem przejrzystości. Konsekwentnie klasyfikacja instrumentów sporządzona na potrzeby RTS 2 ujmuje instrumenty typu ETC i ETN w ramach klasy aktywów „obligacje" jako wyodrębnione podtypy. W samym tekście RTS 2 przewidziano ponadto rozróżnienie pomiędzy obligacjami a obligacjami typu ETC i ETN, co odzwierciedlają m.in. sformułowania w rodzaju „obligacje, z wyjątkiem instrumentów typu ETC i ETN"[891]. Takie ujęcie – tj. zaliczenie instrumentów typu ETC i ETN do instrumentów dłużnych przy jednoczesnym wyodrębnieniu ich względem kategorii tradycyjnie rozumianych obligacji – można uzasadnić praktyką obrotu. W szczególności w przypadku obligacji cena standardowo jest podawana w procentach wartości nominalnej (tzw. cena czysta), natomiast instrumenty typu ETC, jako instrumenty zerokuponowe i oferowane bez dyskonta, są co do zasady notowane według wartości rynkowej, która powinna odzwierciedlać wartość aktywa bazowego.

Podejście to zostało podtrzymane w ramach prowadzonych przez ESMA w 2024 r. prac przeglądowych nad RTS 2. W finalnym raporcie ESMA z 16 grudnia 2024 r., będącym następstwem szerokich konsultacji rynkowych, wskazano, że w świetle informacji zwrotnej uzyskanej od uczestników rynku ESMA utrzymuje klasyfikację instrumentów typu ETC i ETN jako typ obligacji oraz podtrzymuje propozycję traktowania ich jako instrumenty nieposiadające płynnego rynku na potrzeby reżimu przejrzystości[892]. Jednocześnie w raporcie odnotowano, że część respondentów – przy akceptacji kwalifikacji prawnej – wskazywała, iż z perspektywy

[890] Zob. motyw 6 RTS 2.
[891] Zob. np. art. 13 ust. 1 lit. b, art. 18 ust. 3 RTS 2.
[892] Zob. pkt 183 dokumentu *MiFIR review Final Report: Review of RTS 2 on transparency for bonds, structured finance products and emission allowances and RTS on reasonable commercial basis*, ESMA, 16.12.2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA74-2134169708-7775_MiFIR_Review_Final_Report_on_amendment_of_RTS_2_and_RTS_on_RCB.pdf, dostęp: 03.02.2026/

transakcyjnej instrumenty te są przedmiotem obrotu w sposób zbliżony do funduszy ETF, co przemawia za podobnym ich traktowaniem[893].

Istotnym elementem definicyjnym instrumentów typu ETC i ETN w RTS 2 jest wymóg, aby ich cena „pasywnie podążała" za wynikami instrumentu bazowego lub odpowiednich indeksów. W konsekwencji na potrzeby stosowania RTS 2 instrumenty typu ETC i ETN są ujmowane jako konstrukcje o charakterze pasywnym, tj. takie, których cena jest funkcjonalnie powiązana z ekspozycją na określony instrument bazowy albo indeks. Jest to istotna różnica na poziomie definicyjnym w stosunku do funduszy ETF. Jak bowiem wykazano w rozdziale 5, definicja funduszy ETF nie odnosi się w ogóle do ich polityki inwestycyjnej, a w szczególności nie ogranicza funduszy ETF wyłącznie do strategii indeksowych.

1.2 Instrumenty ETC a produkty strukturyzowane i derywaty towarowe

W przypadku instrumentów ETC z uwagi na ekspozycję towarową, jaką najczęściej można dzięki nim uzyskać, pojawia się jeszcze jedna wątpliwość. Omówione powyżej przepisy unijne definiujące instrumenty typu ETC, jakkolwiek ograniczone w zastosowaniu, przyczyniły się do sformułowania pewnego standardu rynkowego oraz były podstawą dla unijnych organów nadzoru do sformułowania wskazówek pomocnych przy właściwej klasyfikacji i rozróżnieniu pomiędzy instrumentami typu ETC a innymi instrumentami giełdowymi, również funkcjonującymi jako instrumenty dłużne. W literaturze przedmiotu pojawiały się bowiem stanowiska, że instrumenty typu ETC należałoby zaliczyć do kategorii tzw. *securitised derivatives* z uwagi na podobieństwa z niektórymi instrumentami pochodnymi[894]. Podobnie, z uwagi na fakt, że część instrumentów typu ETC umożliwia inwestorom wystąpienie do emitenta o wydanie aktywa bazowego, istniała potrzeba rozstrzygnięcia, czy na gruncie regulacyjnym nie ma do instrumentów typu ETC zastosowania reżim dotyczący derywatów towarowych.

Powyższe kwestie nie były jasne m.in. dlatego, że omawiany we wcześniejszym punkcie RTS 2 odnosi się zasadniczo do instrumentów innych niż instrumenty

[893] Ibidem, pkt 177–179.
[894] F.O. Cugia, *A Legal Analysis of Exchange-traded Products*, „Journal of Business and Economics", 6(12)/2015, s. 2118–2127.

typu ETC, przy czym instrumenty typu ETC wymieniono w nim tylko pobocznie. W szczególności w dokumencie tym mowa o tzw. *securitised derivatives* (błędnie przetłumaczonych w polskiej wersji rozporządzenia jako „sekurytyzowane instrumenty pochodne", gdyż w polskiej praktyce instrumenty te odpowiadałyby raczej instrumentom strukturyzowanym) zdefiniowanych w załączniku nr III w tabeli 4.1. Głębsza analiza przepisów RTS 2 prowadzi jednak do wniosku, że instrumenty typu ETC, pomimo niektórych cech wspólnych z instrumentami strukturyzowanymi, nie zaliczają się do instrumentów pochodnych.

Taki podział klasyfikacyjny papierów wartościowych potwierdzała ESMA w jednym z dokumentów Q&A[895], w którym wyjaśniono różnicę pomiędzy instrumentami typu ETC a *securitised derivatives*, stwierdzając jednoznacznie, że instrumenty typu ETC to odrębna kategoria, która nie jest objęta definicją towarowych instrumentów pochodnych. ESMA zajęła jednoznaczne stanowisko, zgodnie z którym instrumenty typu ETC należy zakwalifikować jako zbywalne papiery wartościowe, takie jak obligacje i inne formy sekurytyzowanych wierzytelności w rozumieniu przepisu art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. b dyrektywy MiFID II. W ocenie ESMA kwalifikacji tej nie zmienia powiązanie wartości instrumentu typu ETC z wartością aktywa bazowego ani to, że instrument ten pasywnie naśladuje dany indeks towarowy.

W wymienionym wyżej dokumencie ESMA wskazano dodatkowo kryteria pomocne w identyfikacji i klasyfikacji danego instrumentu jako instrumentu typu ETC i odróżnieniu go od innych instrumentów pochodnych, zaznaczając, że instrumenty typu ETC zazwyczaj posiadają następujące cechy:

- istnieje rynek pierwotny, który jest dostępny tylko dla upoważnionych uczestników rynku;
- nie są to fundusze inwestycyjne, przez co ich profil ekspozycji może być niezgodny z wymaganiami dywersyfikacji funduszy;
- są przedmiotem obrotu w systemach obrotu i poza nimi w znaczących wolumenach;
- cena instrumentu odpowiada lub jest wielokrotnością ceny bazowej danego towaru;

[895] *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, ESMA, 23.09.2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-36_qas_commodity_derivatives.pdf, dostęp: 03.02.2026.

- emitent pobiera opłatę za zarządzanie;
- instrumenty te mogą być emitowane przez instytucje niebankowe;
- nie mają daty wygaśnięcia;
- mogą zapewniać oddzielenie aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta;
- często są kierowane do inwestorów profesjonalnych.

Przytoczone wyjaśnienia ESMA rozstrzygają pewne wątpliwości interpretacyjne i kwalifikacyjne w kontekście instrumentów typu ETC, co ułatwia harmonizację ich klasyfikacji w obrocie. Zastrzeżenia można mieć jedynie do stwierdzenia, że instrumenty typu ETC są przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych. Znaczna część tych instrumentów będących w obrocie na europejskich giełdach jest przeznaczona również (a nierzadko przede wszystkim) dla inwestorów indywidualnych, a emitenci tych instrumentów spełniają stosowne wymogi regulacyjne, np. dotyczące dokumentacji produktowej. Warto mieć na uwadze, że powyższe przedstawione wyliczenie ma charakter przykładowy i pomocniczy.

Podsumowując, instrumenty typu ETC należy traktować na gruncie pakietu dyrektywy MiFID II i rozporządzenia MiFIR jako instrumenty dłużne, różne jednak od klasycznych obligacji. Nie ma też podstaw, by zaliczać je do kategorii instrumentów strukturyzowanych czy też derywatów towarowych. Taka interpretacja, potwierdzona przez ESMA, znajduje także odzwierciedlenie w praktyce obrotu. Największe giełdy europejskie wyraźnie rozróżniają instrumenty pochodne (w tym towarowe) oraz instrumenty typu ETC, zaliczając te ostatnie do odrębnej kategorii.

1.3 Konsekwencje sposobu zdefiniowania instrumentów typu ETC i ETN w prawie unijnym

Przeprowadzona analiza pozwala sformułować wnioski dotyczące charakteru oraz zakresu zastosowania definicji instrumentów typu ETC i ETN w prawie Unii Europejskiej. Przede wszystkim okoliczność, że definicje instrumentów typu ETC i ETN zawarte w RTS 2 znajdują bezpośrednie zastosowanie wyłącznie w ramach rozporządzenia MiFIR oraz w zakresie, w jakim zagadnienia objęte tym rozporządzeniem zostały uszczegółowione w regulacyjnych standardach technicznych, skutkuje odmiennością konsekwencji normatywnych w porównaniu z funduszami ETF. W przeciwieństwie do tego rodzaju funduszy sama kwalifikacja instrumentu jako ETC albo

ETN nie wiąże się bowiem – na poziomie zharmonizowanym – z ustanowieniem odrębnego, dedykowanego reżimu produktowego po stronie emitenta. Praktyczne znaczenie definicji zawartej w RTS 2 sprowadza się zasadniczo do klasyfikacji instrumentu na potrzeby wymogów przejrzystości oraz sprawozdawczości przewidzianych w MiFIR, nie zaś do wyznaczania elementów konstrukcyjnych produktu. Tak określony zakres zastosowania definicji stanowi zarazem częściowe wyjaśnienie wybranych zjawisk obserwowanych w praktyce rynkowej, w tym braku jednolitego nazewnictwa instrumentów typu ETC i ETN oraz występowania rozbieżności klasyfikacyjnych w ujęciach stosowanych przez emitentów i platformy obrotu.

Analiza definicji instrumentów typu ETC i ETN przyjętych w RTS 2 pozwala ponadto wstępnie potwierdzić tezę – sformułowaną w rozdziale 2 i zweryfikowaną analizą rynku – o zacieraniu się różnic pomiędzy tymi instrumentami. Również na poziomie regulacyjnym zasadniczo jedynym elementem różnicującym pozostaje charakter aktywa bazowego, podczas gdy definicje nie wprowadzają zróżnicowania w zakresie podstawowych wymogów konstrukcyjnych ani nie ustanawiają odrębnych zasad obrotu lub raportowania transakcji, ujmując te instrumenty w tym samym reżimie wynikającym z MiFIR oraz RTS 2. Ocena, czy i w jakim zakresie praktyka platform obrotu utrwala bądź modyfikuje ten obraz, zostanie podjęta w kolejnych podrozdziałach.

Powyższe ustalenia stanowią punkt wyjścia do dalszej analizy, której przedmiotem będzie ustalenie, czy brak konstrukcyjnego charakteru definicji instrumentów typu ETC i ETN przekłada się na odmienność mechanizmów realizacji celów regulacji rynku finansowego – w szczególności w zakresie ochrony inwestorów – w obu kategoriach giełdowych instrumentów indeksowych.

2 Wymogi w zakresie konstrukcji produktu

2.1 Punkt odniesienia i próba badawcza

Na potrzeby porównania mechanizmów ochrony inwestorów w giełdowych instrumentach indeksowych za punkt odniesienia przyjęto standard ochrony wynikający z kwalifikacji funduszy ETF w prawie Unii Europejskiej, rozumiany łącznie z reżimem zbiorowego inwestowania właściwym dla tej kategorii (co do zasady UCITS). W

perspektywie konstrukcji produktu standard ten koncentruje się na dwóch mechanizmach o charakterze strukturalnym.

Po pierwsze, reżim UCITS przewiduje rozwiązania dotyczące wyodrębnienia aktywów oraz ustanowienia depozytariusza, które ograniczają ekspozycję inwestora na ryzyko niewypłacalności podmiotu uczestniczącego w strukturze produktu. Po drugie, UCITS ustanawia ograniczenia polityki inwestycyjnej, w szczególności w zakresie dywersyfikacji, koncentracji oraz dopuszczalnych aktywów bazowych i sposobów uzyskiwania ekspozycji, które mają ograniczać możliwość ukształtowania profilu ryzyka nieadekwatnego do charakteru produktu oferowanego inwestorom, zwłaszcza detalicznym. Mechanizmy te mają charakter normatywny: są konsekwencją kwalifikacji funduszu ETF w prawie unijnym i nie sprowadzają się do fakultatywnych praktyk rynkowych.

W odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN – wobec braku zharmonizowanego reżimu produktowego powiązanego z samą kwalifikacją instrumentu – ocenie podlegać będzie, w jakim stopniu rozwiązania przyjmowane w dokumentacji emisyjnej oraz standardy wynikające z regulaminów platform obrotu odtwarzają funkcje ochronne właściwe dla funduszy ETF, w szczególności w zakresie: (1) ograniczania ekspozycji inwestora na ryzyko emitenta oraz (2) konsekwencji braku zharmonizowanych zasad dotyczących polityki inwestycyjnej.

W zakresie regulaminów platform obrotu analizie poddano wymogi największych europejskich giełd notujących instrumenty typu ETC i ETN: Deutsche Börse, Börse Stuttgart, SIX Swiss Exchange oraz giełd wchodzących w skład grupy Euronext. Wybór ten jest uzasadniony wysoką koncentracją obrotu na wskazanych platformach, zidentyfikowaną w badaniu empirycznym przedstawionym w rozdziale 2[896]. Z uwagi na powszechną praktykę równoległego notowania tych samych instrumentów na wielu giełdach analiza regulacji wskazanych platform pozwala objąć badaniem zdecydowaną większość europejskiego rynku instrumentów typu ETC i ETN.

[896] Przy doborze próby badawczej zastosowano kryteria analogiczne do przyjętych w badaniu empirycznym opisanym w rozdziale 2 do objęcia analizą regulacji tych platform obrotu, które – ze względu na skalę i znaczenie rynkowe – koncentrują większość europejskiego obrotu analizowanymi instrumentami.

W zakresie dokumentacji emisyjnej analizie poddano prospekty bazowe reprezentatywnej próby emitentów i instrumentów. Z uwagi na praktykę, w ramach której jeden prospekt bazowy obejmuje z reguły większą liczbę instrumentów i realizowanych przez nie strategii inwestycyjnych, wnioski dotyczące mechanizmów ochrony inwestorów odnoszą się do rozwiązań projektowanych na poziomie programu emisyjnego i powielanych w kolejnych instrumentach. Jako punkt odniesienia przyjęto trzy instrumenty typu ETC zapewniające ekspozycję na złoto – aktywo bazowe dominujące w tym segmencie pod względem zgromadzonych aktywów. Są to: iShares Physical Gold ETC (SGLN) emitowany przez podmiot z grupy BlackRock; XetraGold jako instrument o najwyższych obrotach na największym europejskim rynku instrumentów ETC i ETN, czyli na Deutsche Börse; Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (RMAU) jako instrument notowany również na GPW w Warszawie. Dobór trzech instrumentów o tożsamym aktywie bazowym, lecz emitowanych przez różne podmioty, umożliwia identyfikację ewentualnych rozbieżności w przyjmowanych rozwiązaniach konstrukcyjnych. Uzupełniająco analizie poddano prospekt WisdomTree Multi Asset Issuer PLC jako przykład programu obejmującego instrumenty z replikacją syntetyczną i dźwignią finansową oraz prospekt CoinShares Digital Securities Limited jako przykład programu obejmującego instrumenty oparte na kryptoaktywach.

2.2 Regulacje kluczowych europejskich platform obrotu

Deutsche Börse

Zdecydowanie największą platformą obrotu giełdowymi instrumentami indeksowymi (zarówno pod względem liczby produktów, jak i poziomu obrotu), a tym samym największym europejskim rynkiem dla instrumentów typu ETC i ETN, jest Deutsche Börse[897]. Regulamin tej giełdy posługuje się ogólną kategorią produktów typu ETP, w ramach której instrumenty typu ETC i ETN ujmuje się jako podtypy instrumentów dłużnych (obligacji) notowanych na giełdzie we Frankfurcie, odzwierciedlających notowania określonego aktywa bazowego[898]. Z grupy ETP na Deutsche

[897] Dane na podstawie raportu *Annual Statistical Report* opracowywanego corocznie przez FESE; zob. *Annual Statistical Report*, FESE, https://www.fese.eu/statistics/fese-annual-statistical-report/, dostęp: 31.01.2026.
[898] Zob. załącznik nr 1 do dokumentu *Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse* z 1 grudnia 2025 r.; zob. *Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse*, Deutsche Börse, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/rules-and-regulations-for-the-

Börse wyłączone są natomiast fundusze ETF[899]. Dodatkowe wytyczne dla segmentu ETF/ETP doprecyzowują definicje instrumentów typu ETC i ETN, wskazując klasy aktywów, w odniesieniu do których instrument odzwierciedla określony wskaźnik bazowy: w przypadku instrumentów typu ETC są to w szczególności towary, indeksy towarowe oraz towarowe instrumenty pochodne, natomiast w przypadku instrumentów typu ETN – indeksy (bez bliższego określenia ich rodzaju) z dodatkowymi wymogami odnoszącymi się do indeksów walutowych[900].

Regulacje segmentu ETP na Deutsche Börse zasadniczo nie wprowadzają dodatkowych wymogów konstrukcyjnych w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN. W szczególności nie zawarto w nich obowiązku ustanowienia zabezpieczenia ani mechanizmów kontroli dotyczących wyodrębnienia aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta. Wymagane jest natomiast, aby w dokumentacji składanej wraz z wnioskiem o dopuszczenie do obrotu emitent wskazał, czy instrument jest zabezpieczony, a jeśli tak – jaki jest rodzaj zabezpieczenia[901].

Podsumowując, choć analiza rynku Deutsche Börse przedstawiona w rozdziałach 2 i 3, jak również badanie empiryczne (w tym wywiady z przedstawicielami segmentu ETF tej giełdy) wskazują, że na tej platformie w praktyce nie występują instrumenty typu ETC i ETN o charakterze niezabezpieczonym, to stan ten wynika przede wszystkim z praktyk rynkowych, a nie z przepisów regulujących zasady funkcjonowania rynku. Regulacje te nie wprowadzają bowiem szczegółowych wymogów dotyczących struktury instrumentu, które ograniczałyby ryzyko emitenta.

Börse Stuttgart

Börse Stuttgart – inaczej niż Deutsche Börse – ujmuje instrumenty typu ETC i ETN w szerszej kategorii instrumentów typu ETP, obejmującej również fundusze ETF. Z perspektywy wymogów regulaminowych kluczowe znaczenie mają: ogólny

fwb, dostęp: 28.02.2026. Co istotne, w tym samym dokumencie, definiując instrumenty strukturyzowane, wyraźnie wskazano, że wyłączone są z tej kategorii instrumenty typu ETC.

[899] Szerszą analizę na ten temat zawarto w rozdziale 2.

[900] *Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation*, Deutsche Börse AG, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/252856/96b230485fe4c16e33ddde40db2b9506/data/conditions-of-participation-to-the-etf-etp-segment.pdf, dostęp: 31.12.2025.

[901] Informacje te są ogólnie dostępne na stronie internetowej Deutsche Börse i zostały wykorzystane do przeprowadzenia badania empirycznego dotyczącego zabezpieczenia instrumentów typu ETC i ETN notowanych na tej platformie, przedstawionego w rozdziałach 2 i 3.

regulamin giełdy[902] oraz wymogi szczegółowe dotyczące organizacji obrotu i zasad wprowadzania instrumentów do obrotu[903].

Analiza tych regulacji prowadzi do wniosku, że warunki dopuszczenia instrumentów do obrotu mają przede wszystkim charakter formalno-proceduralny oraz organizacyjny i nie narzucają określonej konstrukcji produktu. Wymogi koncentrują się na elementach funkcjonowania w obrocie (w szczególności na dokumentach informacyjnych oraz warunkach rozliczania i zapewnienia płynności), nie ustanawiając – jako przesłanki dopuszczenia – obowiązku zabezpieczenia roszczeń inwestorów ani prawnego wyodrębnienia aktywów odpowiadających wyemitowanym instrumentom.

W konsekwencji, podobnie jak na Deutsche Börse, regulacje Börse Stuttgart nie przewidują dodatkowych wymogów dotyczących ochrony przed ryzykiem emitenta, pozostawiając tę kwestię głównie rozwiązaniom przyjmowanym w dokumentacji emisyjnej.

SIX Swiss Exchange

Rynek szwajcarski – mimo że Szwajcaria nie jest państwem członkowskim Unii Europejskiej – w obszarze organizacji obrotu giełdowego w wielu aspektach stosuje rozwiązania zbliżone do standardów unijnych[904]. SIX Swiss Exchange stanowi jednocześnie istotny rynek dla instrumentów typu ETC i ETN[905], które – obok funduszy ETF – są ujmowane w odrębnej grupie produktowej. Na poziomie klasyfikacyjnym charakterystyczne jest to, że giełda formalnie nie rozróżnia instrumentów typu ETC i ETN jako dwóch odrębnych kategorii, lecz stosuje zbiorczą kategorię instrumentów typu ETP, odmienną od funduszy ETF.

Zasady wprowadzania do obrotu instrumentów typu ETP na SIX Swiss Exchange określają w szczególności dwa dokumenty: (1) tzw. dodatkowe wymogi

[902] *Exchange Rules of the Stuttgart Stock Exchange*, 15.12.2025, https://www.boerse-stuttgart.de/media/us2jqtmw/2025-12-15_exchange-rules_clean.pdf, dostęp: 5.02.2026.
[903] W szczególności znaczenie mają dwa następujące dokumenty: *Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Markett the Stuttgart Stock Exchange* z 1 stycznia 2024 r. (zob. https://www.boerse-stuttgart.de/media/kgbkzrd5/2024-01-01_terms-and-conditions-for-trading-regulated-unofficial-market.pdf, dostęp: 2.01.2026) oraz *Conditions for Trading on the Stuttgart Stock Exchange* z 3 kwietnia 2023 r. (https://www.boerse-stuttgart.de/media/cpbnhu4s/conditions-for-trading_03-april-2023-clean.pdf, dostęp: 2.01.2026.
[904] Ponadto – zgodnie z analizą w rozdziałach 2 i 3 – istotna część instrumentów notowanych na SIX jest emitowana w strukturach opartych na rozwiązaniach europejskich.
[905] Czyli instrumentów typu ETP, które obok funduszy ETF tworzą na szwajcarskiej giełdzie odrębną grupę produktową zawierającą na 30 grudnia 2025 r. łącznie ponad 2360 produktów, z czego 266 jest zakwalifikowanych jako ETP.

dotyczące notowania instrumentów typu ETP[906] oraz (2) dokument proceduralny regulujący tryb dopuszczenia tych instrumentów do obrotu[907]. W regulacjach tych zawarto liczne wymogi, w tym mające na celu ograniczenie ryzyka emitenta analizowanych instrumentów. W szczególności w dokumencie określającym dodatkowe wymogi dotyczące notowania instrumentów typu ETP przewidziano wyraźnie, że wszystkie instrumenty typu ETP muszą być zabezpieczone[908]. Określono przy tym wielowariantowy model takiego zabezpieczenia, dopuszczając jego ustanowienie: (1) aktywem bazowym (w tym poprzez jego zdeponowanie w formie fizycznej lub – w zależności od konstrukcji – poprzez ekspozycję realizowaną z użyciem instrumentów pochodnych); (2) portfelem płynnych aktywów dopuszczonych do obrotu na SIX lub na rynku uznanym za równoważny (m.in. akcji, obligacji, tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, instrumentów towarowych) albo (3) środkami pieniężnymi lub metalami szlachetnymi.

Jednocześnie wymagane jest, aby zabezpieczenie pokrywało co najmniej wartość wyemitowanych instrumentów ETP (*outstanding amount*). Aktywa stanowiące zabezpieczenie powinny pozostawać w przechowaniu podmiotu trzeciego niezależnego od emitenta, którego emitent wyznaczy, co w ujęciu funkcjonalnym ogranicza ryzyko operacyjne związane z utrzymywaniem i rozliczaniem zabezpieczenia. Dodatkowe wymogi są sformułowane wobec instrumentów z ekspozycją na kryptoaktywa. Równolegle na etapie dopuszczenia do obrotu emitent powinien zapewnić, aby w dokumentach informacyjnych znalazł się opis rodzaju i specyfiki zabezpieczenia oraz związanych z nim ryzyk.

Niezależnie od wymogów dotyczących zabezpieczenia regulacje SIX obejmują również wymagania odnoszące się do konstrukcji ekspozycji na instrument bazowy (w tym do odzwierciedlania wartości indeksu bądź innego wskaźnika referencyjnego) oraz do dopuszczalnych klas aktywów bazowych. W zależności od rodzaju aktywa przewidziano dodatkowe wymogi służące zapewnieniu dostępności wiarygodnej wyceny oraz minimalnego poziomu płynności.

---

[906] *Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products*, SIX Exchange Regulation AG, 1.09.2024, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/aretp-en.pdf#page=4.62, dostęp: 31.12.2025.
[907] *Directive on the Procedures for Exchange Traded Products*, SIX Exchange Regulation AG, 1.11.2025, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/dpetp-en.pdf#page=4.42, dostęp: 3.02.2026.
[908] Zob. art. 14 dokumentu *Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products*, op. cit.

Wnioski z tej analizy są zbieżne z ustaleniami wynikającymi z opisanego wcześniej badania rynku: na SIX Swiss Exchange model ochrony inwestora w instrumentach typu ETP opiera się na wymogu istnienia zabezpieczenia wierzytelności inwestorów wobec emitenta. Nie jest przy tym konieczne – przynajmniej na poziomie regulaminu obrotu – wydzielenie przez emitenta odrębnej, prawnie autonomicznej masy majątkowej (*ring-fencing*) w rozumieniu właściwym dla funduszy ETF. Dalsze ograniczenie ryzyka niewypłacalności emitenta zależy od rozwiązań przewidzianych w dokumentacji emisyjnej. W efekcie reżim SIX należy ocenić jako dalej idący – na poziomie wymogów regulaminowych – niż rozwiązania identyfikowane na Deutsche Börse, gdzie większy nacisk kładzie się na obowiązki ujawnieniowe, a nie na sam obowiązek zabezpieczenia. Jednocześnie, mimo tej różnicy w odniesieniu do Deutsche Börse, zakres ochrony inwestora w instrumentach typu ETP wymagany regulaminami platformy obrotu na SIX Swiss Exchange nie osiąga poziomu zabezpieczeń jak w funduszach ETF.

Giełdy grupy Euronext

W zakresie dopuszczania do obrotu instrumentów o charakterze ETP istotne znaczenie mają platformy grupy Euronext, m.in. z uwagi na częściowe zharmonizowanie wymogów stosowanych w różnych jurysdykcjach. Z perspektywy giełdowych instrumentów indeksowych szczególne znaczenie praktyczne mają giełdy w Amsterdamie, Paryżu i Brukseli[909]. Rynek w Mediolanie omówiono odrębnie z uwagi na odmienność reguł właściwych dla segmentu ETFplus. Ponadto 30 września 2025 r. grupa Euronext uruchomiła platformę Euronext ETF Europe, której celem jest zapewnienie jednolitego modelu dostępu do obrotu funduszami ETF w ramach infrastruktury Euronext[910].

W zakresie regulacyjnym Euronext stosuje model harmonizacji reguł obrotu poprzez częściowo wspólny regulamin funkcjonowania giełd. Dokument ten

[909] Grupa Euronext obejmuje giełdy w Paryżu, Amsterdamie, Brukseli, Dublinie, Lizbonie, Mediolanie, Oslo i w Atenach. Analiza koncentruje się na platformach najistotniejszych dla obrotu instrumentami ETC i ETN, tj. na takich, na których w obrocie znajduje się najwięcej tego rodzaju instrumentów.

[910] Zgodnie z informacjami publikowanymi przez Euronext platforma Euronext ETF Europe oferuje jednolite notowania dostępne dla wszystkich członków Euronext, jeden wspólny arkusz zleceń, scentralizowane dane rynkowe oraz zintegrowane rozwiązania post-transakcyjne, zob. *Euronext ETF Europe*, Euronext, https://www.euronext.com/en/listing/etfs, dostęp: 2.02.2026.

obejmuje regulacje zharmonizowane[911] oraz regulacje lokalne odnoszące się do poszczególnych rynków krajowych i zatwierdzane przez właściwe organy nadzoru.

W dokumencie ustanawiającym zasady zharmonizowane przewidziano definicje instrumentów typu ETN i ETV oraz funduszy ETF, nie posługując się jednak zbiorczym określeniem „ETP" ani nie wyodrębniając kategorii ETC[912]. Terminologia ta nie jest jednak konsekwentnie stosowana w materiałach informacyjnych giełd grupy Euronext, na co zwracano uwagę w rozdziale 2. Instrumenty typu ETN zdefiniowano jako nieoprocentowane instrumenty dłużne emitowane przez instytucję kredytową albo firmę inwestycyjną, zapewniające ekspozycję na wskaźnik referencyjny wyceniany w trakcie dnia oraz przewidujące możliwość regularnych umorzeń. Instrumenty typu ETV ujęto analogicznie, przy czym mogą być emitowane przez spółkę specjalnego przeznaczenia[913].

W ramach wyżej wymienionych wymogów zharmonizowanych nie przewidziano dodatkowych warunków dopuszczenia do obrotu instrumentów typu ETN ani ETV (a pośrednio także instrumentów typu ETC), w szczególności mechanizmów konstrukcyjnych służących ograniczaniu ryzyka emitenta, takich jak obowiązek wyodrębnienia aktywów lub ustanowienia zabezpieczenia instrumentu. Co prawda zasady zharmonizowane przewidują, że część szczegółowych warunków dopuszczania do obrotu może zostać określona w odrębnych dokumentach wykonawczych (tzw. *notices*), jednak weryfikacja dokumentów publicznie dostępnych nie wykazała, aby wprowadzały one obowiązkowe mechanizmy ograniczające ryzyko emitenta na poziomie konstrukcji produktu[914].

---

[911] Tzw. *Book I: Harmonised Rules*.

[912] *Euronext Rule Book. Book I: Harmonised Rules*, rozdział I (definicje instrumentów), Euronext Regulated Markets, 31.10.2025, https://www.euronext.com/en/regulation/euronext-regulated-markets, dostęp: 2.01.2026. Części lokalne (*Book II*) są zatwierdzane przez właściwe organy nadzoru poszczególnych państw.

[913] Dla porównania – warto zwrócić uwagę, że przewidziano również własną definicję funduszy ETF, za które uznawane są otwarte fundusze inwestycyjne zapewniające ekspozycję na transparentny i codziennie wyceniany w trakcie dnia indeks lub portfel aktywów oraz przewidujące możliwość codziennej kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa.

[914] Zob. *Euronext Notice No. 6-04. Documentation to be supplied at the time of the application for an admission to listing of ETFs, ETNs and ETVs*, Euronext, 8.07.2025, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-07/Notice%206-04%20-%20Information%20requirements%20for%20listing%20ETPs%20-%209%20July%202025_1.pdf, dostęp: 3.02.2026. Dokument przewiduje wyłącznie wymogi dokumentacyjne związane z pierwszym dopuszczeniem do obrotu. Nie wskazano natomiast wymogów konstrukcyjnych odnoszących się do ograniczania ryzyka emitenta (np. obowiązku zabezpieczenia wierzytelności inwestorów czy segregacji aktywów).

Z uwagi na to, że znaczna część obrotu instrumentami ETP odbywa się na platformach typu MTF, w grupie Euronext sformułowano odrębne wymogi dopuszczania tych instrumentów do obrotu na tego rodzaju platformach. Różnią się one od wymogów zharmonizowanych już na poziomie definicji produktów. Przykładowo, w regulacjach platformy MTF prowadzonej w Paryżu fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN ujmuje się łącznie jako instrumenty typu ETP, przy czym kategoria ETC i ETN jest identyfikowana przez odesłanie do instrumentów wymienionych w dyrektywie MiFID II lub aktach wykonawczych (w praktyce do definicji z RTS 2 scharakteryzowanej w podrozdziale 1.1)[915]. Jednocześnie regulacje platform MTF nie odwołują się do definicji instrumentów typu ETV przyjętej w zasadach zharmonizowanych. Mimo wyodrębnienia osobnego rozdziału dotyczącego dopuszczenia instrumentów ujmowanych jako ETP regulacje te nie ustanawiają wymogów konstrukcyjnych służących ograniczeniu ryzyka emitenta.

Na tle pozostałych analizowanych platform w ramach grupy Euronext najbardziej rozbudowane i jednocześnie najdalej ingerujące w konstrukcje instrumentu podejście do dopuszczania instrumentów typu ETC i ETN przyjęto na rynku ETFplus prowadzonym przez Borsa Italiana. Regulacje rynku ETFplus zostały ukształtowane na dwóch poziomach: podstawowym[916] oraz wykonawczym[917] (dalej łącznie: regulacje ETFplus) i przewidziano w nich kilka rozwiązań w zakresie ochrony inwestorów w instrumentach typu ETC i ETN.

Po pierwsze, zawarto wymagania dotyczące emitenta, w tym w szczególności wymóg prowadzenia emisji przez podmiot celowy oraz spełnienia określonych standardów sprawozdawczych (m.in. przedstawienia zbadanych sprawozdań finansowych), a także informacji na potrzeby ocen adekwatności sytuacji finansowej emitenta i rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem.

---

[915] Zob. *Euronext Access Rule Book II. MTF operated by Euronext Paris*, Euronext, 14.04.2025, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-04/Rulebook%20II%20-%20Euronext%20Access%20Paris%20-140425.pdf, dostęp: 2.01.2026.

[916] Zob. *Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A.*, rozdział 7, art. 2.2.20–2.2.22, Borsa Italiana, 8.12.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/marketrules-08122025.en.pdf, dostęp: 3.02.2026.

[917] *Instructions Accompanying the Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A.*, tytuł IC.1, art. IC.1.1 (katalog dopuszczalnych aktywów bazowych), Borsa Italiana, 5.10.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/instructions-15102025.en.pdf, dostęp: 3.02.2026.

Po drugie, ograniczono swobodę konstrukcji ekspozycji poprzez odwołanie do katalogu dopuszczalnych aktywów bazowych określonego w przepisach wykonawczych oraz zawarto wymóg zapewnienia publicznie dostępnej, wiarygodnej informacji cenowej dotyczącej aktywa bazowego. W praktyce oznacza to, że dopuszczalność instrumentu jest powiązana nie tylko z jego formą prawną i dokumentacją, lecz także z weryfikowalnością i przejrzystością wyceny ekspozycji.

Po trzecie, z perspektywy niniejszej analizy – kluczowe, wprowadzono warunek wydzielenia majątkowego środków pozyskanych z emisji: aktywa nabyte ze środków uzyskanych z subskrypcji mają tworzyć odrębną pulę aktywów oddzieloną od majątku emitenta, przeznaczoną wyłącznie na zaspokojenie praw z danych instrumentów typu ETC lub ETN (oraz ewentualnie kosztów transakcji), przy co do zasady wyłączonej możliwości kierowania egzekucji do tych aktywów przez wierzycieli innych niż posiadacze danych instrumentów.

Podsumowując, w ramach analizowanych regulacji grupy Euronext nie zidentyfikowano – z wyjątkiem rynku ETFplus prowadzonego przez Borsa Italiana – uniwersalnych wymogów, które na poziomie regulaminów obrotu ustanawiałyby obowiązkowe mechanizmy ograniczania ryzyka emitenta w instrumentach typu ETC i ETN, w szczególności w postaci obowiązku zabezpieczenia wierzytelności inwestorów, segregacji aktywów lub prawnego wydzielenia puli aktywów odpowiadającej wyemitowanym instrumentom. W praktyce oznacza to, że ochrona inwestora w tym zakresie nie jest „wbudowana" w model regulaminowy grupy, lecz zależy od przyjętej konstrukcji prawnej konkretnej emisji i jej dokumentacji. Odmienność reżimu ETFplus ma w dużej mierze podłoże historyczne, gdyż segment ten i zasady jego funkcjonowania zostały ukształtowane przed włączeniem Borsa Italiana do grupy Euronext, co nastąpiło w 2021 roku.

2.3 Rozwiązania stosowane przez emitentów produktów

Instrumenty z fizyczną replikacją ceny złota

Po omówieniu wymogów w zakresie konstrukcji instrumentów typu ETC i ETN na poziomie platform obrotu kolejnym krokiem jest analiza rozwiązań przyjmowanych przez samych emitentów. Przedmiotem badania będą w szczególności: struktura i charakter zabezpieczenia roszczeń inwestorów, zasady wyodrębnienia aktywów odpowiadających wyemitowanym instrumentom oraz rola podmiotów pełniących

funkcje powiernicze lub depozytowe, a więc mechanizmy służące ograniczeniu ekspozycji inwestora na ryzyko niewypłacalności emitenta. W tym podrozdziale analizie poddano na początek dwa modele konstruowania zabezpieczenia oparte odpowiednio na prospekcie ETC iShares, na podstawie którego emitowany jest m.in. iShares Physical Gold ETC (SGLN)[918], oraz na prospekcie ETC HANetf[919], na podstawie którego emitowany jest Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (RMAU).

W obu przypadkach emitenci wykorzystują konstrukcje kwalifikowane w dokumentacji prospektowej jako zabezpieczone zobowiązania o ograniczonych roszczeniach względem majątku emitenta (*secured, undated, limited recourse debt obligations*)[920]. Ochrona inwestora przed ryzykiem emitenta realizowana jest przede wszystkim poprzez: (1) umowne ustanowienie zabezpieczenia na rzecz podmiotu pełniącego funkcje powiernicze (*trustee*, dalej określanego jako „powiernik") w interesie inwestorów; (2) wydzielenie puli aktywów (określanej w obu prospektach jako *Secured Property*) powiązanej z daną serią/emisją instrumentów typu ETC oraz (3) postanowienia umożliwiające posiadaczom instrumentów zaspokojenie roszczeń z tej puli aktywów, przy jednoczesnym wyłączeniu możliwości dochodzenia niezaspokojonej części roszczeń z pozostałego majątku emitenta[921].

W obu instrumentach zabezpieczenie zostało powiązane z wydzieloną pulą aktywów obejmującą fizyczne złoto przechowywane oddzielnie oraz przypisane do danej serii instrumentów typu ETC[922]. Takie ukształtowanie przechowywania

---

[918] Zob. *iShares Physical Metals plc. Base Prospectus (Secured Precious Metal Linked Securities Programme)*, BlackRock, 12.05.2025, https://www.blackrock.com/pl/doradcy-i-dystrybutorzy/literature/prospectus/ishares-physical-metals-plc-prospectus-base-prospectus-en.pdf, dostęp: 7.01.2026. Prospekt obejmuje możliwość emisji instrumentów typu ETC opartych również na innych metalach szlachetnych niż złoto; w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETC iShares".

[919] Zob. *HANetf ETC Securities plc. Base Prospectus for the Issue of Metal Securities*, HANetf, 10.09.2025, https://etp.hanetf.com/HANetf-Metals-Programme-Base-Prospectus-2025?_gl=1*y1oaek*_gcl_au*MjY1MjAwOTQuMTc2NTM1NDAzMw, dostęp: 7.01.2026. Prospekt stanowi podstawę emisji różnych klas instrumentów typu ETC replikujących cenę złota, również w wariantach z zabezpieczeniem walutowym; w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETC HANetf".

[920] W prospekcie ETC iShares określone jako „*Securities constitute secured, undated, limited recourse obligations of the Issuer and will be issued in Series*". Podobnie w prospekcie ETC HANetf instrumenty typu ETC wyemitowane na jego podstawie określa się jako „(…) *secured limited recourse debt obligation of the Issuer*".

[921] Zob. postanowienia wyłączające możliwość skutecznego dochodzenia niezaspokojonej części roszczeń z majątku emitenta poza pulą aktywów przypisaną do danej serii/klasy w prospekcie ETC iShares, warunki emisji: *Condition 6(f)* (*Shortfall after Application of Proceeds*) oraz w prospekcie ETC HANetf, warunki emisji: *Condition 6.4* (*Limited recourse and non-petition*).

[922] W prospekcie ETC iShares jest to widoczne przede wszystkim w wymogach w stosunku do depozytariusza. W szczególności „*Allocated Account (Custodian)*"*:* „*the segregated account held* (…) *in the name of the Issuer* (…) *for the account of such Series*". Podobnie w prospekcie HANetf (pkt 1.9)

umożliwia identyfikację aktywów przypisanych do określonej serii/klasy oraz ogranicza ryzyko nieuprawnionego włączenia tych aktywów do puli odnoszącej się do innych emisji lub do majątku innych podmiotów. Z punktu widzenia ochrony inwestora rozstrzygające znaczenie ma jednak ustanowienie zabezpieczenia na prawach emitenta do tej puli aktywów na rzecz powiernika działającego w interesie posiadaczy instrumentów[923]. To on jest formalnoprawnym adresatem zabezpieczenia i wykonuje uprawnienia z nim związane, w szczególności, w razie ziszczenia się przesłanek jego realizacji, dokonuje spieniężenia aktywów oraz zapewnia dystrybucję uzyskanych wpływów zgodnie z kolejnością zaspokojenia wynikającą z dokumentacji emisyjnej.

Różnice pomiędzy prospektem ETC iShares i prospektem ETC HANetf dotyczą przede wszystkim warstwy instytucjonalnej przechowywania aktywów bazowych (sztabek złota) oraz wybranych rozwiązań szczegółowych związanych z obsługą i realizacją zabezpieczenia. W SGLN funkcję podmiotu przechowującego metal pełni londyński oddział JPMorgan Chase Bank N.A., natomiast w RMAU rolę tę odgrywa brytyjska mennica państwowa Royal Mint. W płaszczyźnie konstrukcyjnej oba instrumenty pozostają jednak oparte na tym samym schemacie: zabezpieczenie jest powiązane z pulą przypisaną do danej emisji, a wykonanie uprawnień z niego zostało powierzone powiernikowi działającemu w interesie posiadaczy instrumentów typu ETC.

Z perspektywy ochrony inwestora kluczową konsekwencją omawianej konstrukcji jest to, że w razie niewypłacalności emitenta zaspokojenie roszczeń posiadaczy instrumentów ETC następuje z aktywów objętych zabezpieczeniem, natomiast niezaspokojona część roszczeń nie może być dochodzona z pozostałego majątku emitenta.

W porównaniu z modelem reprezentowanym przez SGLN i RMAU konstrukcja Xetra-Gold (4GLD) ma odmienny charakter prawny i podlega prawu niemieckiemu[924]. W prospekcie zakwalifikowano zobowiązania emitenta jako

„*Gold Securities are backed by physical Gold which is identified* (…) *in and recorded on the Issuer's account with the Custodian*".

[923] Zob. pkt 6 (*Security*) prospektu ETC iShares oraz w pkt 1.28 (*Security*) prospektu ETC HANetf.

[924] Zob. *Deutsche Börse Commodities GmbH. Programme for the Issuance of up to 10,000,000,000 Xetra-Gold® Bearer Notes*, Xetra-Gold, 27.05.2025, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/user_upload/xetra/Downloads_English/Prospectus/XetraGoldProspekt2025EN.pdf, dostęp:

niezabezpieczone i niepodporządkowane, a ponadto równorzędne (*pari passu*) z innymi zobowiązaniami tego rodzaju[925]. W dokumentacji programu nie występuje element właściwy dla prospektów ETC iShares lub ETC HANetf w postaci ustanowienia zabezpieczenia wierzytelności na wyodrębnionej puli aktywów ani odpowiadające mu ograniczenie odpowiedzialności majątkowej emitenta do takiej puli. Status prawny roszczeń posiadaczy instrumentów jest kwalifikowany jako roszczenia wierzycieli niezabezpieczonych.

Jednocześnie w prospekcie określono rdzeń uprawnienia inwestora w sposób odmienny niż w analizowanych wcześniej prospektach ETC iShares i ETC HANetf: każdy instrument inkorporuje roszczenie o dostawę 1 grama złota, z alternatywą rozliczenia pieniężnego w sytuacjach, w których dostawa jest prawnie niedopuszczalna[926]. Rozwiązanie to odróżnia 4GLD od konstrukcji iShares i HANetf, w których fizyczna dostawa złota co do zasady nie jest przewidywana albo podlega istotnym ograniczeniom.

W prospekcie 4GLD przewidziano ponadto tzw. mechanizm pokrycia o wymiarze operacyjno-ekonomicznym: wpływy z emisji mogą być lokowane wyłącznie w złoto fizyczne oraz – do określonego limitu – w roszczenia o dostawę złota, przy założeniu utrzymywania relacji pomiędzy pokryciem a liczbą wyemitowanych instrumentów. Utrzymanie pokrycia monitoruje agent depozytowy (Clearstream Banking AG). Mechanizm ten nie skutkuje jednak powstaniem zabezpieczenia na rzecz inwestorów, a w prospekcie nie przewidziano instytucji powiernika jako formalnego adresata zabezpieczenia i podmiotu wykonującego uprawnienia egzekucyjne w interesie posiadaczy instrumentów.

W analizowanym prospekcie zaakcentowano również wyraźnie, że w razie niewypłacalności emitenta posiadacze instrumentów typu ETC mogą dochodzić roszczeń wyłącznie na zasadach przewidzianych przez niemiecki reżim prawa upadłościowego, a świadczenie im należne zależy od proporcji, w jakich możliwe będzie

7.01.2026. Prospekt stanowi podstawę emisji instrumentu typu ETC: Xetra-Gold® (4GLD); w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETC 4GLD".

[925] Zob. pkt 10.1.5 prospektu ETC 4GLD, w którym przewidziano wprost, że „*The obligations under the Notes constitute unsecured and unsubordinated obligations of the Issuer ranking pari passu with all other unsecured and unsubordinated obligations of the Issuer*".

[926] Zob. sekcję C prospektu ETC 4GLD, w której zawarto następująca informację „*Holders may exercise rights in the Notes* (…) *and request delivery of one gram of Gold for each of the Notes* (…)*. If holders of the Notes are prevented from receiving delivery of Gold for legal reasons, they may request payment* (…) *instead*".

zaspokojenie wierzycieli, i może istotnie odbiegać od wartości zainwestowanego kapitału, włącznie z ryzykiem jego całkowitej utraty[927]. W konsekwencji, mimo że 4GLD jest instrumentem „fizycznie pokrytym" złotem w sensie ekonomicznym, konstrukcja ta nie tworzy dla inwestorów ochrony porównywalnej z przewidzianą w prospektach iShares czy też HANetf w postaci prawnego wyodrębnienia aktywów i uprzywilejowania roszczeń z tytułu instrumentów względem pozostałych wierzycieli emitenta.

Podsumowując, konstrukcję Xetra-Gold można traktować jako swoisty kontrmodel wobec SGLN/RMAU: ryzyko emitenta jest ograniczane przede wszystkim przez wąski profil działalności emitenta oraz operacyjne utrzymywanie pokrycia, natomiast nie poprzez konstrukcję zabezpieczenia wierzytelności na wyodrębnionej masie majątkowej i powierniczą egzekucję zabezpieczenia. Okoliczność, że w ramach analizowanego prospektu emitowany jest zasadniczo jeden instrument, ogranicza praktyczne znaczenie braku wydzielenia aktywów bazowych w relacji między seriami, nie eliminuje jednak ryzyka wynikającego z kwalifikacji roszczeń posiadaczy instrumentów jako roszczeń wierzycieli niezabezpieczonych w razie niewypłacalności emitenta.

Instrumenty z replikacją syntetyczną

Po analizie instrumentów typu ETC fizycznie replikujących cenę złota zasadne jest zestawienie ich z konstrukcją, w której ekspozycja na aktywo bazowe jest budowana syntetycznie (zwykle poprzez transakcje swap) i może być dodatkowo zwielokrotniona przez zastosowanie dźwigni. W tej kategorii mieści się m.in. WisdomTree WTI Crude Oil 3x Daily Leveraged (3OIL), emitowany przez WisdomTree Multi Asset Issuer plc w ramach programu emisyjnego obejmującego wiele kategorii (określanych w prospekcie mianem „klas") instrumentów notowanych (w prospekcie posłużono się pojęciem „ETP Securities")[928].

[927] Zob. pkt 2.1.1 lit. a prospektu ETC 4GLD.

[928] Zob. *WisdomTree Multi Asset Issuer plc. Base Prospectus (Collateralised ETP Securities Programme)*, WisdomTree, 25.09.2025, https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/key-documents/prospectus/boost/wisdomtree-multi-asset-prospectus-2025.pdf?sc_lang=en-gb, dostęp: 7.01.2026. Prospekt stanowi podstawę emisji wielu kategorii instrumentów typu ETC/ETP (ETP Securities), w tym instrumentów z ekspozycją syntetyczną i z zastosowaniem dźwigni; w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETP WisdomTree".

Konstrukcja przyjęta w prospekcie WisdomTree jest – w warstwie podstawowej – zbliżona do modeli zawartych w prospektach iShares i HANetf w tym sensie, że ochrona inwestora przed ryzykiem emitenta opiera się na wyodrębnieniu (*ring-fencing*) aktywów oraz praw przypisanych do określonej kategorii instrumentów[929]. Ma to znaczenie praktyczne, ponieważ w ramach jednego prospektu bazowego emitowana jest znaczna liczba instrumentów o różnych ekspozycjach, a kategoria wyznacza granice puli zabezpieczenia oraz zakres zaspokojenia roszczeń. W tym ujęciu instrumenty danej kategorii mają charakter zobowiązań zabezpieczonych o ograniczonych roszczeniach względem majątku emitenta (*limited recourse*), przy czym w ramach tej samej kategorii roszczenia posiadaczy mają status równorzędny (*pari passu*)[930]. Konsekwentnie zaspokojenie posiadaczy instrumentów danej kategorii jest ograniczone do puli przypisanej tej kategorii, z wyłączeniem kierowania roszczeń do aktywów i praw przypisanych innym kategoriom.

Z uwagi na syntetyczny charakter ekspozycji konstrukcja zabezpieczenia ma wymiar wielopoziomowy. Na pierwszym poziomie – zasadniczo analogicznie do rozwiązań przyjmowanych w modelach RMAU i SGLN – emitent ustanawia na podstawie umowy powierniczej (Trust Deed) zabezpieczenie na rzecz powiernika, obejmujące prawa majątkowe emitenta związane z obsługą danej kategorii instrumentów. Powiernik jest formalnym adresatem zabezpieczenia i wykonuje uprawnienia egzekucyjne w interesie wierzycieli tej kategorii. Równolegle w programie wyodrębniono funkcję administratora zabezpieczenia (Collateral Administrator), wykonywaną przez The Bank of New York Mellon, wobec którego emitentowi przysługują prawa związane z prowadzeniem rachunków i utrzymywaniem aktywów przekazywanych jako zabezpieczenie.

Elementem kluczowym i specyficznym dla modelu WisdomTree jest jednak drugi poziom, właściwy dla replikacji syntetycznej. Ponieważ zdolność emitenta do spełnienia świadczeń na rzecz posiadaczy instrumentów zależy od wykonania zobowiązań przez kontrahenta swapowego (w ramach transakcji swap, za pomocą których uzyskiwana jest odpowiednia ekspozycja), zasadniczego znaczenia nabiera ograniczenie ryzyka niewykonania tych zobowiązań. W tym celu dokumentacja programu

[929] Zob. pkt *Overview of the Programme* prospektu ETP WisdomTree.
[930] Zob. pkt *Constitution and Status*, w którym określono m.in., że „*The ETP Securities of each Class are secured, limited recourse obligations of the Issuer, at all times ranking pari passu and without any preference among themselves* (…)".

przewiduje ustanowienie odrębnego zabezpieczenia w związku z każdą transakcją swapową[931]. Przedmiotem tego zabezpieczenia są z jednej strony prawa emitenta wynikające z właściwej umowy swapowej, a z drugiej – aktywa przekazywane przez kontrahenta swapowego tytułem zabezpieczenia jego zobowiązań (spełniające kryteria zgodnie z wystandaryzowaną dokumentacją ISDA). Te ostatnie powinny być płynnymi aktywami wysokiej jakości i mogą obejmować m.in. obligacje skarbowe lub akcje dopuszczone do obrotu zorganizowanego[932].

Podsumowując, model WisdomTree wykazuje istotne podobieństwa do konstrukcji przyjętej w SGLN i RMAU w zakresie wydzielania puli aktywów i praw przypisanych do danej kategorii instrumentów oraz ograniczenia możliwości zaspokojenia roszczeń posiadaczy instrumentów do tej puli. Najistotniejsza odmienność polega na tym, że w przypadku replikacji syntetycznej ochrona inwestora nie opiera się na zabezpieczeniu ustanowionym na fizycznym aktywie bazowym, lecz na zabezpieczeniu ustanawianym na prawach wynikających z dokumentacji kontraktowej oraz na przekazywaniu zabezpieczenia przez kontrahenta transakcji swapowej. W konsekwencji poziom ochrony inwestora jest w większym stopniu uzależniony od jakości i wykonalności mechanizmów zabezpieczenia (w tym zasad wyceny, uzupełniania oraz realizacji zabezpieczenia) niż od „materialnego" wyodrębnienia aktywa bazowego.

Instrumenty oparte na kryptoaktywach

Instrumenty zapewniające ekspozycję na kryptoaktywa stanowią – obok instrumentów zapewniających ekspozycję na metale szlachetne - najdynamiczniej rosnący segment europejskiego rynku instrumentów typu ETN i ETC w ostatnich latach[933]. Na

[931] Jest to dokonywane na podstawie odrębnej umowy, tzw. *Collateral Pool Security Deed.*
[932] Zasady te opisane są szczegółowo w pkt 6 (*Security*) prospektu ETP WisdomTree, który precyzuje m.in. wymogi dotyczące umowy powierniczej.
[933] Według danych Deutsche Börse w 2024 r. obroty instrumentami ETN z ekspozycją na kryptoaktywa w systemie Xetra wzrosły o 239% r/r, a wartość aktywów pod zarządzaniem o 115% (do 11,4 mld EUR). Z kolei w 2025 r. w segmencie instrumentów typu ETC odnotowano szczególnie wysoką dynamikę w instrumentach opartych na metalach szlachetnych: obrót instrumentami typu gold ETC wzrósł o 245% r/r (do 16,4 mld EUR), a instrumentami typu silver ETC o 407% r/r (do 4,4 mld EUR). Zob. *Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow*, Deutsche Börse, 30.01.2025, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 2.02.2026 oraz *Xetra ETF & ETP Statistics 2025: Deutsche Börse Continues Growth Trend, Posts most Successful Year since Market Launch*, Deutsche Börse, 28.01.2026, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/newsroom/press-releases/Xetra-ETF-ETP-Statistics-2025-Deutsche-B-rse-Continues-Growth-Trend-Posts-most-Successful-Year-since-Market-Launch-4924926, dostęp: 2.02.2026.

potrzeby niniejszej analizy badaniu poddano program CoinShares Digital Securities Limited[934], w ramach którego emitowane są instrumenty określane w dokumentacji prospektowej jako nieoprocentowane, bezterminowe, zabezpieczone zobowiązania dłużne o ograniczonych roszczeniach względem majątku emitenta[935]. Na podstawie analizowanego prospektu emitowane są zasadniczo wszystkie instrumenty oferowane przez CoinShares, obejmujące zróżnicowane aktywa bazowe i strategie inwestycyjne oparte na szeroko rozumianych kryptoaktywach[936]. Zastosowano w tym przypadku mechanizm analogiczny do rozwiązania przyjętego w programie WisdomTree – w ramach danej klasy instrumenty mają status równorzędny, a wydzielenie pul aktywów przypisanych do poszczególnych klas nabiera istotnego znaczenia dla ochrony inwestorów[937].

W warstwie konstrukcyjnej instrumenty CoinShares opierają się na architekturze zasadniczo tożsamej z omówionymi wcześniej SGLN, RMAU oraz WisdomTree. Ochrona inwestora przed ryzykiem emitenta realizowana jest poprzez: wydzielenie puli aktywów przypisanej do danej klasy instrumentów, ustanowienie zabezpieczenia na rzecz powiernika działającego w interesie posiadaczy papierów oraz ograniczenie możliwości dochodzenia roszczeń do tej wydzielonej puli[938]. W prospekcie dopuszczono emisję kolejnych klas i ustanawianie dla nich odrębnych pul aktywów przy jednoczesnym zastrzeżeniu, że każda klasa ma regres wyłącznie do własnej puli, a nie do aktywów przypisanych innym klasom[939].

Cechą wyróżniającą instrumenty CoinShares jest charakter aktywów bazowych. W odróżnieniu od fizycznego złota (SGLN, RMAU) czy praw wynikających z transakcji swapowych (WisdomTree) mechanizm zabezpieczenia odnosi się do kryptoaktywów oraz do praw i roszczeń związanych z ich posiadaniem i rozporządzaniem nimi. Kontrola nad możliwością transferu tych aktywów jest realizowana

[934] Zob. prospekt CoinShares Digital Securities Limited (podmiot utworzony i zarejestrowany w Jersey zgodnie z Companies (Jersey) Law 1991 (nr rejestracyjny 127061), *Exchange Traded Products Programme for the issue od Coin Shares Digital Individual Securities*, CoinShares, 11.04.2025, https://coinshares.com/en/d/etp/prospectus/csds-2025/, dostęp: 9.01.2026; w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETP CoinShares".
[935] Określane w prospekcie jako *undated secured limited recourse debt obligations*.
[936] Na 31 stycznia 2026 r. CoinShares oferował 59 różnych krypto-ETP w Europie (obejmujących m.in. ETP fizyczne na bitcoina, Ether, indeksy kryptowalut oraz ETP ze stakingiem) – wszystkie one funkcjonują na podstawie jednego prospektu bazowego, zob. https://coinshares.com/en/d/etp/product-list/.
[937] Zob. w szczególności pkt 2 prospektu ETP CoinShares *Status of Digital Securities*.
[938] Zob. w szczególności pkt 3.1 prospektu ETP CoinShares *SECURITY*.
[939] Zob. w szczególności pkt 3.2 prospektu ETP CoinShares *Limited Recourse*.

poprzez klucze prywatne[940], które są przechowywane w imieniu emitenta przez wyspecjalizowany podmiot w zabezpieczonej infrastrukturze depozytowej; dokumentacja emisyjna akcentuje przy tym wydzielenie tak przechowywanych zasobów oraz ich rozłączność względem innych aktywów obsługiwanych przez ten podmiot[941]. W ujęciu funkcjonalnym rozwiązanie to stanowi odpowiednik instytucji depozytariusza metalu znanej z instrumentów typu ETC na złoto, lecz wiąże się z odmiennym profilem ryzyk operacyjnych i prawnych.

W porównaniu z SGLN i RMAU konstrukcja CoinShares zachowuje podstawowe zasady ustanawiania i realizacji zabezpieczenia roszczeń inwestorów, natomiast różnica dotyczy charakteru ryzyka, które przesuwa się z obszaru przechowywania metalu w kierunku ryzyka utraty kryptoaktywów. Szczególne znaczenie mają tutaj ewentualne incydenty bezpieczeństwa z uwagi na ograniczone możliwości odzyskania utraconych aktywów. W prospekcie wprost zakwalifikowano instrumenty wyemitowane na jego podstawie jako obarczone wysokim ryzykiem[942], włącznie z ryzykiem całkowitej utraty zainwestowanego kapitału, a także wskazano, że podmiot przechowujący aktywa może, lecz nie musi, zapewniać ich ubezpieczenie od ryzyk operacyjnych (np. z zakresu cyberbezpieczeństwa)[943].

Dodatkowym źródłem niepewności, niewystępującym w przypadku instrumentów zabezpieczonych metalami szlachetnymi, jest status prawny samego aktywa cyfrowego. W prospekcie wyraźnie zastrzeżono, że umowa zabezpieczenia nie stanowi zapewnienia, iż kryptowaluta jest przedmiotem własności w rozumieniu prawa angielskiego ani że zabezpieczenie będzie egzekwowalne jako prawo rzeczowe wobec aktywa cyfrowego[944]. Okoliczność tę dodatkowo komplikuje dwoistość reżimów prawnych właściwych dla dokumentacji programu: umowa powiernicza (Trust

[940] Klucz prywatny jest parametrem kryptograficznym służącym do składania podpisu kryptograficznego, który w praktyce stanowi podstawę kontroli nad kryptoaktywem (tj. umożliwia autoryzację transferu aktywa przypisanego do danego adresu). Utrata albo przejęcie klucza prywatnego zasadniczo skutkuje utratą możliwości wykonywania tej kontroli.
[941] Szczegóły na temat zasad przechowywania kryptoaktywów przez podmiot pełniący funkcje depozytariusza zawarte są w szczególności w części 8 prospektu ETP CoinShares.
[942] Zob. w szczególności część dotyczącą opisu ryzyk związanych z instrumentami ETP emitowanymi na podstawie prospektu ETP CoinShares – *Risk factors relating to Digital Currencies*.
[943] Zob. w szczególności część dotyczącą opisu instrumentów finansowych emitowanych na podstawie prospektu (*DESCRIPTION OF THE DIGITAL SECURITIES*), a w szczególności ppkt *Insurance of Digital Currency*.
[944] Zob. w szczególności część dotyczącą opisu ryzyk związanych z instrumentami ETP emitowanymi na podstawie prospektu ETP CoinShares – *Status of Digital Currency as property under English law*.

Instrument) podlega prawu Jersey, natomiast umowa zabezpieczenia (Security Deed) – prawu angielskiemu i jurysdykcji sądów angielskich. To rozszczepienie może utrudnić dochodzenie roszczeń w przypadku konieczności egzekucji zabezpieczenia.

2.4 Wymogi w zakresie polityki inwestycyjnej

Ryzyko koncentracji ekspozycji

W poprzednich podrozdziałach analizie poddano mechanizmy urzeczywistniające zasady ochrony inwestorów w instrumentach typu ETC i ETN z perspektywy ograniczania ryzyka ewentualnej niewypłacalności emitenta. Odrębnym elementem ochrony inwestora pozostaje polityka inwestycyjna, w szczególności reguły dywersyfikacji portfela (koncentracji ekspozycji). Dyrektywa UCITS określa w tym zakresie limity koncentracji co do zasady na poziomie 5% aktywów wobec jednego emitenta, z możliwością podwyższenia do 10% przy spełnieniu warunku agregatowego 40% (tzw. reguła 5/10/40), natomiast w przypadku funduszy ETF o charakterze indeksowym – spełniających przesłanki właściwe dla strategii indeksowej – dopuszcza podwyższenie limitu do 20% [945]. Instrumenty typu ETC i ETN, jako dłużne papiery wartościowe funkcjonujące poza reżimem zbiorowego inwestowania, nie podlegają tego rodzaju ograniczeniom. Okoliczność ta ma dwoistą naturę: z jednej strony stanowi funkcjonalne domknięcie luki produktowej wynikającej z ograniczeń UCITS[946], z drugiej oznacza przesunięcie ciężaru ochrony inwestora z ograniczeń *ex lege* na adekwatność konstrukcji produktu oraz jakość ujawnień ryzyka w dokumentacji emisyjnej.

Taki brak dywersyfikacji skutkuje istotnym ryzykiem koncentracji: wartość instrumentu jest w całości uzależniona od wyników jednego rynku lub jednego aktywa, co zwiększa zmienność i potencjalne straty[947]. Portfel oparty na pojedynczym aktywie może bowiem odnotować gwałtowne spadki wartości (aż do całkowitej utraty

[945] W wybranych sytuacjach i w stosunku do maksymalnie jednego emitenta możliwe jest zastosowanie wyjątku i ekspozycji do 35% wartości aktywów. Zasady te szerzej opisano w rozdziale 5, podrozdział 3.2.2 niniejszej rozprawy.
[946] Zob. rozdział 5, podrozdział 3.4.
[947] W materiałach Charles Schwab zwrócono uwagę, że wiele instrumentów typu ETN śledzi wyspecjalizowane indeksy skoncentrowane np. na jednym metalu szlachetnym lub niewielkiej grupie spółek – wszelkie wahania wartości takiego indeksu w pełni przenoszą się na wycenę instrumentu, co może skutkować dotkliwymi stratami dla inwestora. Zob. E. Doak, *Exchange-Traded Notes: The Facts and the Risks*, Charkel Schwab, 20.11.2025, https://www.schwab.com/learn/story/exchange-traded-notes-facts-and-risks, dostęp: 4.02.2026.

wartości inwestycji), które w portfelu zdywersyfikowanym mogłyby zostać skompensowane przez inne pozycje.

Praktycznym przykładem materializacji ryzyka koncentracji był krach instrumentów ETN opartych na indeksie VIX w lutym 2018 r. EFAMA zwróciła uwagę w materiałach informacyjnych, że kilka odwróconych funduszy ETN na indeks VIX odnotowało wówczas spadki wartości przekraczające 90%, co zmusiło emitenta do zamknięcia produktów[948]. Innym przykładem materializacji ryzyka koncentracji był krach cen ropy naftowej WTI w kwietniu 2020 r. W dniu 20 kwietnia 2020 r. cena kontraktów futures na ropę WTI po raz pierwszy w historii spadła do wartości ujemnych, osiągając poziom −40,32 USD za baryłkę[949]. Tego samego dnia Barclays Bank ogłosił zamknięcie jednego z największych instrumentów typu ETN na ropę – iPath Series B S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN – notowanego na NYSE Arca[950]. Różnica między tymi instrumentami a tradycyjnymi funduszami ETF polegała w szczególności na unikalnej konstrukcji i braku dywersyfikacji. Zdarzenia to pokazały, że skoncentrowane, złożone instrumenty typu ETC lub ETN mogą przynieść gwałtowne straty, których wielu inwestorów nie przewiduje, myląc je z mniej ryzykownymi funduszami ETF.

Warto mieć na uwadze, że ryzyko koncentracji ekspozycji nie jest w przypadku instrumentów typu ETC i ETN wynikiem niedoskonałości konstrukcyjnej, lecz świadomym wyborem umożliwiającym realizację funkcji niedostępnych w ramach reżimu UCITS. Z perspektywy ochrony inwestora wymaga to jednak wyjątkowej uwagi w zakresie obowiązków informacyjnych, tak aby inwestorzy – w szczególności detaliczni – byli świadomi charakterystyki instrumentu i związanych z nim ryzyk.

---

[948] *Demystifying ETPs: an EFAMA guide for the European investor*, EFAMA, 18.11.2020, https://www.efama.org/newsroom/news/demystifying-etps-efama-guide-european-investor, dostęp: 30.10.2023.

[949] *Low liquidity and limited available storage pushed WTI crude oil futures prices below zero*, U.S. Energy Information Administration, 27.04.2020., https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=43495, dostęp: 2.01.2026.

[950] *Barclays Announces the Redemption of the iPath® Series B S&P GSCI® Crude Oil Total Return Index ETNs and the Suspension of Further Sales and Issuance of the ETNs*, Barclays Bank PLC, komunikat prasowy z 20 kwietnia 2020 r., Business Wire, https://ipathetn.cib.barclays/cms/static/files/ipath/press/Barclays%20suspends%20further%20creations%20for%20OIL%20ETN.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Zastosowanie i specyfika dźwigni finansowej

Odrębną kategorią ryzyk związanych z polityką inwestycyjną instrumentów typu ETC i ETN są te wynikające z zastosowania dźwigni finansowej. Na rynku dostępne są liczne instrumenty lewarowane (z dźwignią) oraz odwrócone (*short, inverse*), zarówno w formie funduszy ETF, jak i instrumentów typu ETC i ETN. Podczas gdy fundusze UCITS podlegają ograniczeniom poziomu dźwigni – wynikającym z art. 51 ust. 3 dyrektywy UCITS oraz przepisów wykonawczych, co w praktyce umożliwia osiągnięcie ekspozycji lewarowanej jedynie do ok. 200% wartości aktywów netto[951] – instrumenty typu ETC i ETN funkcjonujące poza reżimem funduszowym nie są ograniczone tymi przepisami. W konsekwencji na rynku europejskim dostępne są instrumenty oferujące ekspozycję trzykrotnie lewarowaną (3×) lub nawet wyższą.

Instrumenty lewarowane i odwrotne z reguły stosują mechanizm codziennego resetowania dźwigni (*daily reset*), co oznacza, że dążą do uzyskania określonej krotności stopy zwrotu bazowego indeksu lub aktywa w horyzoncie jednego dnia handlowego, po czym pozycja jest codziennie rebalansowana[952]. Taka konstrukcja powoduje nieliniowy efekt kompozycji przy przetrzymywaniu instrumentu dłużej niż jedną sesję: stopa zwrotu z dłuższego okresu nie będzie równa prostej krotności zmiany indeksu bazowego, ponieważ dzienne zmiany wartości mnożą się przez siebie w procesie kapitalizacji – dotyczy to zarówno zysków, jak i strat[953]. Zjawiska do tego prowadzące, określane w literaturze anglojęzycznej jako *volatility decay* lub *beta slippage*, mogą prowadzić do istotnej erozji wartości instrumentu nawet w sytuacji, gdy indeks bazowy w analizowanym okresie nie zmienił się lub zmienił się nieznacznie[954]. Sami emitenci tego rodzaju produktów w informacyjnych dokumentach dla inwestorów wyraźnie ostrzegają, że utrzymywanie produktu dłużej niż jeden

[951] Zob. rozdział 5, podrozdział 3.2 niniejszej rozprawy; zob. także *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, CESR/10-788, CESR, 28.07.2010.
[952] Zob. M. Cheng, A. Madhavan, *The Dynamics of Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds*, „Journal of Investment Management", 7(4)/2009, s. 43–62 oraz T. Miziołek, *Lewarowane i odwrotne fundusze ETF*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia", 46(1)/2012, s. 295–305.
[953] Zob. przykłady funkcjonowania tego rodzaju produktów opublikowane prze emitentów, np. *Understanding Daily Leveraged and Short ETPs: A Comprehensive Guide*, HANetf, 1.04.2025, https://hanetf.com/news-insights/understanding-daily-leveraged-and-short-etps/, dostęp: 4.02.2026.
[954] Zob. L.H. Chan, *Alpha Dark Horse or Trojan Horse? A Comprehensive Analysis of Leverage Financial Products*, SSRN, 17.10.2025, https://ssrn.com/abstract=5631373, dostęp: 4.02.2026. W swojej pracy autor zwraca również uwagę na inne istotne ryzyka związane z tymi produktami, szczególnie w okresie podwyższonej zmienności aktywów bazowych.

dzień prawdopodobnie spowoduje zwrot inny niż zwrot indeksu odniesienia w danym okresie posiadania, co jest spowodowane m.in. codziennym równoważeniem dźwigni produktu i zwykle ma negatywny wpływ na stopę zwrotu przy wyższej zmienności i dłuższym okresie jego utrzymywania[955].

WisdomTree, jeden z czołowych emitentów instrumentów lewarowanych w Europie, podkreśla w swoich materiałach informacyjnych, że instrumenty z dźwignią należą do najbardziej ryzykownych produktów na rynku, a ich wykorzystanie wymaga od inwestorów zaawansowanej wiedzy oraz stałego monitoringu pozycji[956]. W prospektach i dokumentach KID instrumenty te otrzymują zwykle najwyższe oceny ryzyka (zazwyczaj 7 w skali 1–7), a grupa docelowa jest definiowana wąsko: jako inwestorzy doświadczeni, rozumiejący mechanizm codziennego resetowania i akceptujący ryzyko utraty całości zainwestowanego kapitału[957]. W aspekcie dostępności dla inwestorów detalicznych szeroko rozumianych giełdowych instrumentów indeksowych z dźwignią (zarówno funduszy ETF, jak i instrumentów ETC bądź ETN) istnieją liczne stanowiska organów nadzoru, które zostaną przytoczone w podrozdziale 4.2.

Rozszerzony katalog aktywów bazowych – specyfika kryptoaktywów

Brak ograniczeń właściwych dla reżimu UCITS skutkuje nie tylko możliwością oferowania skoncentrowanych ekspozycji czy wykorzystania dźwigni, lecz również rozszerzeniem katalogu dopuszczalnych aktywów bazowych. Instrumenty typu ETC i ETN mogą zapewniać ekspozycję na klasy aktywów, które – z uwagi na zamknięty katalog lokat przewidziany w art. 50 dyrektywy UCITS oraz na zakaz nabywania m.in. metali szlachetnych – pozostają niedostępne dla funduszy UCITS ETF[958]. Rozszerzenie to rodzi jednak specyficzne ryzyka, których charakter wykracza poza samą koncentrację ekspozycji.

[955] Zob. np. charakterystykę docelowego inwestora indywidualnego w dokumencie KID dla produktu wyemitowanego przez Leverage Shares plc: Leverage Shares 5x Long Nasdaq 100 ETP, https://leverageshares.com/documents/kid/0126_5x_qqq_kid_pl.pdf, dostęp: 10.01.2026.
[956] Zob. opis ryzyk produktowych na stronie jednego z tego rodzaju produktów wyemitowanego przez WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/equities/wisdomtree-sp-500-3x-daily-leveraged, dostęp: 4.02.2026.
[957] Zob. np. charakterystykę docelowego inwestora indywidualnego w dokumencie KID dla produktu wyemitowanego przez Leverage Shares plc: Leverage Shares 5x Long Nasdaq 100 ETP https://leverageshares.com/documents/kid/0126_5x_qqq_kid_pl.pdf, dostęp: 10.01.2026.
[958] Zob. rozdział 5, podrozdział 3.2 niniejszej rozprawy.

Po pierwsze, część aktywów bazowych charakteryzuje się ograniczoną płynnością w porównaniu z tradycyjnymi klasami aktywów. Choć emitenci instrumentów typu ETC i ETN stosują mechanizmy animacji rynku oraz kreacji i umarzania jednostek, płynność instrumentu pozostaje ostatecznie pochodną płynności aktywa bazowego[959].

Po drugie – co z perspektywy ochrony inwestora ma znaczenie istotniejsze – niektóre klasy aktywów bazowych, w szczególności kryptoaktywa, charakteryzują się odmiennym oraz wyraźnie podwyższonym profilem ryzyka w porównaniu z tradycyjnymi klasami aktywów. W literaturze przedmiotu szeroko omawia się zarówno ryzyka specyficzne dla kryptoaktywów, jak i zasadność ujmowania ich jako odrębnej klasy aktywów[960]. Z uwagi na kompleksowe ujęcie problematyki oraz aktualność ustaleń zasadne jest odwołanie się do raportu *Financial Stability Review* Europejskiego Banku Centralnego z maja 2025 r., w którym wyodrębniono cztery główne kategorie ryzyk związanych z kryptoaktywami: (1) rosnące powiązania z tradycyjnym sektorem finansowym; (2) wysoka zmienność cen oraz brak przejrzystości; (3) niedopasowania płynnościowe i terminowe oraz (4) koncentracja i stosowanie dźwigni finansowej[961]. W raporcie przedstawiono przykłady i porównania z tradycyjnymi klasami aktywów wskazujące na istotnie wyższy poziom ryzyka inwestowania w kryptoaktywa[962]. Jednocześnie w literaturze wskazuje się także na potencjalne

[959] Zob. *ETC – Exchange Traded Commodities*, Borsa Italiana, 2009, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/tuttelepubblicazioni/etcinglbr.en.pdf, dostęp: 10.01.2026 (opis kreacji i umorzeń *in-kind* oraz wskazanie, że zapewnia to substytucyjność instrumentów typu ETC wobec aktywa bazowego także w aspekcie płynności).

[960] Zob. w szczególności: E.T. Cheah, J. Fry, *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin*, „Economics Letters", 130/2015, s. 32–36, DOI: 10.1016/j.econlet.2015.02.029; E. Bouri [i in.], *On the hedge and safe haven properties of Bitcoin. Is it really more than a diversifier?*, „Finance Research Letters", 20/2017, s. 192–198, DOI: 10.1016/j.frl.2016.10.007; A.H. Dyhrberg, *Hedging capabilities of bitcoin. Is it the virtual gold?*, „Finance Research Letters", 16/2016, s. 139–144, DOI: 10.1016/j.frl.2015.10.025; D.G. Baur, K. Hong, A.D. Lee, *Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets?*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 54/2018, s. 177–189, https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042443117300720, dostęp: 10.01.2026.

[961] S. Aerts [i in.], *Just another crypto boom? Mind the blind spots*, EBC, Financial Stability Review, May 2025, sekcja 1, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202505_01~62255f2625.en.html, dostęp: 10.01.2026.

[962] W szczególności podkreślono, że w 2024 r. zmienność cen bitcoina była ok. dwukrotnie wyższa niż zmienność cen złota oraz niemal trzykrotnie wyższa niż zmienność indeksu S&P 500 przy jednoczesnej wysokiej korelacji z aktywami ryzykownymi, co ogranicza deklarowane przez niektórych emitentów korzyści dywersyfikacyjne, zob. *Just another crypto boom?…*, op. cit., sekcja 2, wykres A.2.

korzyści dywersyfikacyjne wynikające z włączenia ograniczonej ekspozycji na kryptoaktywa do portfela, co może zwiększać jego efektywność inwestycyjną[963].

Na zbliżone ryzyka zwraca uwagę Rada Stabilności Finansowej (FSB), która w przeglądzie tematycznym z października 2025 r. stwierdziła, że implementacja globalnych standardów regulacyjnych dla kryptoaktywów pozostaje „niekompletna, nierównomierna i niespójna", co stwarza możliwości arbitrażu regulacyjnego i utrudnia sprawowanie nadzoru nad globalnym rynkiem kryptoaktywów[964].

Z perspektywy ochrony inwestorów detalicznych istotne jest, że dopuszczenie instrumentów typu ETN opartych na kryptoaktywach do obrotu na platformach regulowanych nie eliminuje ryzyk właściwych dla samego rynku bazowego. Okoliczność tę ilustruje ewolucja stanowiska brytyjskiego Financial Conduct Authority (FCA). W styczniu 2021 r. organ ten wprowadził zakaz sprzedaży instrumentów typu ETN opartych na kryptoaktywach inwestorom detalicznym, wskazując na „ekstremalną zmienność" oraz „trudności w wiarygodnej wycenie kryptoaktywów"[965]. W sierpniu 2025 r. instytucja FCA uchyliła zakaz, dopuszczając od 8 października 2025 r. sprzedaż detaliczną instrumentów typu ETN notowanych na uznanych giełdach, przy jednoczesnym utrzymaniu ograniczeń wobec instrumentów pochodnych na kryptoaktywa[966]. Warto odnotować, że jedna z największych organizacji konsumenckich sprzeciwiła się tej decyzji, wskazując na niewystarczające ograniczenie ryzyk: wysokiej zmienności, trudności wyceny, niskiego zrozumienia produktu oraz przestępstw finansowych[967].

---

[963] Zob. np. E. Platanakis, A. Urquhart, *Should investors include Bitcoin in their portfolios? A portfolio theory approach*, „The British Accounting Review", 52(4)/2020, art. 100837, DOI: 10.1016/j.bar.2019.100837; A. Kajtazi, A. Moro, *The role of bitcoin in well diversified portfolios: A comparative global study*, „International Review of Financial Analysis", 61/2019, s. 143–157, DOI: 10.1016/j.irfa.2018.10.003 (wyniki wskazują na poprawę miar efektywności portfela po uwzględnieniu bitcoina, przy czym efekt wiąże się w szczególności ze wzrostem stóp zwrotu).

[964] *Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities*, FSB, 10.2025, s. 2, https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/, dostęp: 10.01.2026.

[965] *PS20/10: Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets*, FCA, 10.2020, https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps20-10-prohibiting-sale-retail-clients-investment-products-reference-cryptoassets, dostęp: 4.02.2026.

[966] *FCA opens retail access to crypto ETNs*, FCA, 1.08.2025, https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-opens-retail-access-crypto-etns, dostęp: 4.02.2026. Zob. także *Conduct of Business (Cryptoasset Products) Instrument 2025*, Handbook Notice 132, FCA, 31.07.2025. https://www.fca.org.uk/publication/handbook/handbook-notice-132.pdf, dostęp: 4.02.2026.

[967] *Response to FCA Consultation CP25/16*, FCA Financial Services Consumer Panel, 7.07.2025, https://www.fca.org.uk/panels-assets/consumer-panel/publication/20250707fscpresponsetofcacp25-16-liftingthebanonretailaccesstocertaincryptoassetexchangetradednotes.pdf, dostęp: 4.02.2026; C. Flood, *Crypto ETNs present new risks for naive retail investors*, ETF Stream, 8.08.2025,

W Unii Europejskiej ramy regulacyjne dla kryptoaktywów kształtuje rozporządzenie MiCA, które w pełni weszło w życie 30 grudnia 2024 r. Ustanawia ono zharmonizowane wymogi dla emitentów kryptoaktywów oraz dostawców usług związanych z kryptoaktywami (CASP), obejmujące m.in. obowiązki informacyjne, wymogi kapitałowe oraz zasady ochrony klientów[968]. Na temat skutków wprowadzenia tego rozporządzenia dla rynku – zarówno z perspektywy ekonomicznej, jak i prawnej – wypowiadali się liczni eksperci. Z rynku polskiego przytoczyć można przykładowo publikacje m.in. J. Byrskiego[969] oraz A. Bilskiego[970], którzy podkreślali newralgiczność przyjętych rozwiązań oraz fakt, że rozporządzenie to zastępuje dotychczasowe rozproszone regulacje odnoszące się do kryptoaktywów nowym, dedykowanym i bezpośrednio stosowalnym reżimem prawnym. Rozporządzenie MiCA nie znajduje jednak bezpośredniego zastosowania do instrumentów typu ETC czy ETN opartych na kryptoaktywach – jako dłużne papiery wartościowe podlegają one odrębnym przepisom. ESMA w ostrzeżeniu z grudnia 2024 r. przypomniała, że mimo wejścia w życie MiCAR kryptoaktywa pozostają inwestycjami o wysokim ryzyku, a zmienność ich cen może prowadzić do znaczących strat[971].

Warto też zwrócić uwagę na specyficzne ryzyka konstrukcyjne uwidocznione w instrumentach typu ETN opartych na kryptoaktywach. Charakterystyka technologii blockchain jako narzędzia rejestracji i rozliczania kryptoaktywów otworzyła możliwości stosowania praktyk, które – przy braku odpowiednich regulacji – mogły zwiększać ekspozycję inwestorów na ryzyko kontrahenta mimo formalnego fizycznego zabezpieczenia instrumentu. Zjawisko to, obejmujące m.in. wykorzystywanie mechanizmów zbliżonych do pożyczek papierów wartościowych w odniesieniu do zabezpieczających kryptoaktywów, zostało szerzej omówione w rozdziale 3[972]. Dyskusja branżowa, jaka nastąpiła po tej publikacji, potwierdziła potrzebę wypracowania

https://www.etfstream.com/news/crypto-etns-present-new-risks-for-naive-retail-investors, dostęp: 4.02.2026.

[968] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów (MiCA) (Dz.U. L 150 z 9.06.2023, str. 40).

[969] J. Byrski, *Perspektywy prawnej rewolucji rynków kryptoaktywów*, „Parkiet", 5.02.2021, https://www.parkiet.com/felietony/art19640391-perspektywy-prawnej-rewolucji-rynkow-kryptoaktywow, dostęp: 1.03.2026.

[970] A. Bilski, R. Kiełbus, *Kryptoaktywa i blockchain. Technologia, prawo, biznes*, Wolters Kluwer, Warszawa 2024, s. 118.

[971] *Warning on crypto assets: Crypto-assets on the rise but remaining very risky*, ESMA, 12.2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA35-1872330276-1971_Warning_on_crypto-assets.pdf, dostęp: 4.02.2026.

[972] Zob. uwagi w tym zakresie w podrozdziale 3.3 rozdziału 3.

szczegółowych standardów – zarówno rynkowych, jak i regulacyjnych – w zakresie specyfiki funkcjonowania europejskich instrumentów giełdowych opartych na kryptoaktywach.

3 Wymogi w zakresie obrotu zorganizowanego

3.1 Wymóg obecności animatora rynku

Zidentyfikowane w rozdziale 5 mechanizmy ochrony inwestorów w zakresie funkcjonowania funduszy ETF w obrocie zorganizowanym można pogrupować według dwóch kategorii odpowiadających dwóm odrębnym celom regulacyjnym[973]. Pierwsza obejmuje mechanizmy ochrony przed utratą płynności, tj. zapewnienie inwestorom możliwości nabycia i zbycia tytułów uczestnictwa w trakcie sesji giełdowej. Cel ten realizują: (1) wymóg obecności animatora rynku zobowiązanego do ciągłego kwotowania ofert kupna i sprzedaży oraz (2) mechanizm kreacji i umorzeń instrumentów przez uprawnionych uczestników, który wykorzystuje arbitraż między rynkiem pierwotnym a wtórnym i ogranicza utrzymywanie się trwałej premii lub dyskonta. Druga kategoria obejmuje mechanizmy ochrony przed istotnym odchyleniem ceny rynkowej od wartości aktywów netto, w szczególności poprzez obowiązki animatora dotyczące parametrów kwotowań (w tym maksymalnego spreadu) oraz obowiązek publikacji orientacyjnej wartości aktywów netto (iNAV) jako punktu odniesienia dla oszacowania rynkowości ceny.

W przypadku funduszy ETF cele te mają umocowanie normatywne: wymóg funkcjonowania animatora rynku wynika wprost z art. 4 ust. 1 pkt 46 dyrektywy MiFID II i stanowi element konstrukcyjny produktu. Z analizy przedstawionej w rozdziałach 2 i 3 wynika, że instrumenty typu ETC i ETN – z perspektywy organizacji obrotu – wykazują funkcjonalne podobieństwo do funduszy ETF (rynek pierwotny dostępny dla autoryzowanych uczestników oraz rynek wtórny z zapewnianiem płynności przez animatorów). Ponieważ jednak w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN na poziomie prawa Unii Europejskiej brak jest obowiązku działania animatora rynku, konieczne jest ustalenie podstawy, na jakiej animatorzy funkcjonują: czy jest

[973] Szerzej zob. podrozdział 2 rozdziału 5.

to wyłącznie praktyka rynkowa i standard przyjęty przez emitentów, czy też wiążący wymóg wynikający np. z regulaminów obrotu.

Analiza regulaminów największych europejskich giełd wskazuje, że wymóg obecności animatora rynku jest w praktyce stosowany również w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN. Na platformie Deutsche Börse Xetra warunki uczestnictwa w segmencie ETF i ETP określone są w tym samym dokumencie regulaminowym i nie różnicują wymogów w zależności od typu instrumentu[974]. Emitent zamierzający wprowadzić do obrotu zarówno fundusz ETF, jak i instrument typu ETC lub ETN zobowiązany jest do zawarcia umowy z co najmniej jednym animatorem rynku (określanym jako Designated Sponsor), który przyjmuje na siebie obowiązki wynikające z regulaminu giełdy[975].

Analogiczne rozwiązania stosowane są na pozostałych głównych platformach europejskich. W grupie Euronext wymóg wyznaczenia animatora rynku (Lead Market Maker) obejmuje zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETN i ETV[976] oraz instrumenty notowane w segmencie ETFplus na giełdzie w Mediolanie. Na London Stock Exchange obowiązek zawarcia umowy z animatorem rynku stanowi warunek dopuszczenia instrumentu do segmentu funduszy ETF i instrumentów typu ETP[977]. Również SIX Swiss Exchange przewiduje obligatoryjną obecność animatora dla całej kategorii produktów ETP, tak samo jak dla funduszy ETF[978].

Uzupełniająco zweryfikowano, czy standard obecności animatora rynku znajduje potwierdzenie także w dokumentacji emisyjnej instrumentów typu ETC i ETN. W tym celu przeprowadzono analizę prospektów tych samych emisji, które wykorzystano uprzednio do oceny podejścia emitentów do konstrukcji produktu opisanej w podrozdziale 2.1, tj. prospektu ETC iShares, prospektu ETC HANetf, prospektu

[974] Zob. przywoływany już wcześniej dokument *Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products Segment – Conditions for Participation*, op. cit.
[975] Zob. pkt 2 *Designated Sponsor Guide*, Deutsche Börse AG, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/3452202/e6729f34f2329cc50fa7c183dbb1d1f6/data/designated-sponsor-guide.pdf, dostęp: 4.02.2026.
[976] Dokument w sprawie wymogów dopuszczeniowych dla instrumentów określanych jako ETV i ETN zawiera wprost wymóg zadeklarowania podmiotu pełniącego funkcję Liquidity Provider. Zob. *Warning on Crypto assets…*, ESMA, op. cit.
[977] *ETF/ETP Admission and Disclosure Standards*, London Stock Exchange, pkt 3.5, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/admission-and-disclosure-standards.pdf, dostęp: 4.02.2026.
[978] Zob. art. 19 przywoływanego już wcześniej dokumentu *Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products*, op. cit.

4GLD, prospektu WisdomTree oraz prospektu CoinShares. Analiza wykazała, że dokumentacja emisyjna co do zasady przewiduje istnienie (i określa rolę) podmiotów pełniących funkcje odpowiadające mechanizmowi znanemu z funduszy ETF: autoryzowanych uczestników, uprawnionych do kreacji i umorzeń na rynku pierwotnym, oraz podmiotów zapewniających płynność na rynku wtórnym (animatorów rynku, względnie podmiotów pełniących funkcję równoważną w nomenklaturze danej giełdy).

W prospekcie CoinShares wprost wskazano Flow Traders B.V. jako animatora rynku przy jednoczesnym zadeklarowaniu dążenia emitenta do wyznaczenia również innych animatorów na właściwych giełdach; równolegle enumeratywnie wymieniono autoryzowanych uczestników[979]. W prospekcie 4GLD nie posłużono się pojęciem „autoryzowanego uczestnika" ani „animatora rynku", przy czym przyjęte rozwiązania zostały powiązane z wymogami regulaminowymi Deutsche Börse Xetra oraz stosowanym tam nazewnictwem. W szczególności w prospekcie odwołano się do umowy o animowanie rynku zawartej z Deutsche Bank AG, obejmującej świadczenie usług Designated Sponsor w systemie Xetra, tj. funkcji odpowiadającej zadaniom animatora rynku[980]. W dokumentacji WisdomTree wskazano BNP Paribas Financial Markets jako pierwotnego autoryzowanego uczestnika (Initial Authorised Participant), dopuszczono możliwość funkcjonowania dodatkowych autoryzowanych uczestników oraz przedstawiono zasady ich działania, co do istoty odpowiadające standardowemu mechanizmowi rynku pierwotnego obserwowanemu w funduszach ETF[981]. Analogicznie w prospekcie ETC HANetf zdefiniowano autoryzowanych uczestników jako instytucje finansowe związane z emitentem stosowną umową, przy utrzymaniu rozróżnienia między rolą autoryzowanego uczestnika a rolą animatora; jednocześnie wyraźnie wskazując, że wyłącznie autoryzowani uczestnicy mogą dokonywać transakcji na rynku pierwotnym, podczas gdy pozostali inwestorzy nabywają instrumenty jedynie na rynku wtórnym[982]. Również w prospekcie ETC

[979] Zob. również sekcję *General Description of Digital Securities* w prospekcie CoinShares, w której opisano zasady funkcjonowania autoryzowanych uczestników – w istocie tożsame z zasadami działania takich podmiotów w funduszach ETF.
[980] Zob. pkt 10.5 *Admission to Trading and Dealing Arrangements* w prospekcie 4GLD.
[981] Zob. w szczególności opis roli autoryzowanego uczestnika działającego jako animator rynku w sekcji *Market-making by Authorised Participants*, jak również schemat działania instrumentu z opisaną funkcją autoryzowanego uczestnika (sekcja *Structure of the transaction*) w prospekcie WisdomTree.
[982] Zob. pkt 1.5 prospektu HANetf, w którym stwierdzono, że „*Metal Securities are being made available by the Issuer for Subscription only to Authorised Participants. Prospective Non-AP*

iShares przewidziano funkcjonowanie autoryzowanych uczestników oraz animatorów rynku, akcentując znaczenie sieci autoryzowanych uczestników oraz zobowiązanie emitenta do dołożenia starań, aby dla każdej serii działały co najmniej dwa takie podmioty[983].

Podsumowując, pomimo braku wymogu na poziomie unijnej definicji produktu, odnoszącego się do istnienia animatora rynku oraz autoryzowanych uczestników, mechanizm funkcjonowania rynku pierwotnego i wtórnego na podstawie tych podmiotów w przypadku instrumentów typu ETC i ETN nie ma wyłącznie charakteru praktyki rynkowej. Zapewnienie płynności oraz sprawności mechanizmu kreacji i umorzeń w instrumentach typu ETC i ETN ma charakter dwutorowy: z jednej strony wynika z warunków dopuszczenia do obrotu określanych przez platformy obrotu (na analizowanych platformach obrotu wymóg ten ma charakter powszechny), z drugiej – z kontraktowych zobowiązań emitentów ujawnianych w prospektach. W rezultacie organizacja obrotu instrumentami typu ETC i ETN w zakresie zapewniania płynności oraz powiązania rynku wtórnego z rynkiem pierwotnym wykazuje istotne podobieństwo do standardu właściwego dla funduszy UCITS ETF, co ma znaczenie z perspektywy ochrony inwestora.

3.2 Zasady zapewnienia płynności

Sama obecność animatora rynku nie przesądza o poziomie ochrony oferowanym inwestorom – kluczowe znaczenie mają szczegółowe wymogi dotyczące parametrów jego działalności. W przypadku funduszy UCITS ETF wymogi te obejmują zazwyczaj trzy aspekty bliżej opisane w poprzednim rozdziale: minimalną obecność animatora w arkuszu zleceń, maksymalną dopuszczalną różnicę między ofertą kupna a ofertą sprzedaży (spread) oraz minimalną wielkość utrzymywanych ofert[984]. Przeanalizowano zatem zasady funkcjonowania kluczowych platform obrotu, aby zweryfikować, czy wymogi stawiane animatorom instrumentów typu ETC i ETN różnią się od wymogów dotyczących funduszy ETF. Platformy dobrano według tych samych

Securityholders can buy and sell Metal Securities through the trading of securities listed on a Relevant Stock Exchange or in the OTC Market".

[983] Zob. np. schemat *Overview of the programme*, w którym opisano rolę autoryzowanego uczestnika.

[984] Zob. podrozdział 2 rozdziału 5.

kryteriów co w podrozdziale 2 niniejszego rozdziału, tak aby analiza obejmowała te same giełdy[985].

Analiza regulaminów platform obrotu wskazuje, że giełdy europejskie zasadniczo stosują identyczne lub zbliżone wymogi wobec animatorów rynku zarówno dla funduszy ETF, jak i dla instrumentów typu ETC i ETN. Rozpoczynając analizę szczegółową od największego w Europie rynku notowań funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN – Deutsche Börse – należy stwierdzić, że *Designated Sponsor Guide* nie różnicuje zasadniczych parametrów animacji w zależności od tego, czy jej przedmiotem jest fundusz ETF czy instrument typu ETC lub ETN (ujęte łącznie jako ETFs & ETPs)[986]. W szczególności kryteria regulaminowe obejmują wszystkie trzy wymienione powyżej podstawowe wymiary działalności animatora. W odniesieniu do minimalnej obecności przewidziano zarówno dla funduszy ETF, jak i instrumentów typu ETC i ETN (na tych samych ogólnych zasadach) obowiązek zapewniania płynności w obrocie ciągłym przez co najmniej 80% efektywnego czasu obrotu[987]. Jednocześnie parametry jakościowe kwotowań – maksymalny spread oraz minimalna wartość ofert – są w przypadku instrumentów typu ETC i ETN tak samo jak dla funduszy ETF określane indywidualnie dla danego instrumentu oraz wykorzystywane jako progi oceny prawidłowości kwotowań w ramach pomiaru wykonania obowiązków animatora[988]. Na podstawie zestawienia progów maksymalnych spreadów (tj. wartości granicznych określanych w dokumentacji regulaminowej jako parametry oceny wykonania obowiązków animatora) opublikowanych dla wszystkich instrumentów z segmentu ETF & ETP notowanych na dzień 31 stycznia 2026 r. średnie wartości progowe wyniosły 2,24% dla funduszy ETF oraz 4,55% dla instrumentów typu ETC i ETN (obliczenia własne autora)[989]. Oznacza to, że regulaminowo dopuszczalne progi maksymalnego spreadu dla instrumentów typu ETC i ETN są przeciętnie wyższe niż dla funduszy ETF. Zróżnicowanie to pozostaje spójne z niższą

[985] Z uwagi na ograniczoną dostępność porównywalnych danych dla Börse Stuttgart w zakresie szczegółowych parametrów animacji rynku przeanalizowano wymogi London Stock Exchange Group (LSEG).
[986] *Designated Sponsor Guide*, Deutsche Börse AG, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/3452202/e6729f34f2329cc50fa7c183dbb1d1f6/data/designated-sponsor-guide.pdf, dostęp: 4.02.2026.
[987] Tj. z wyłączeniem m.in. aukcji intraday, przerw wywołanych podwyższoną zmiennością itp.
[988] Regulacje przewidują przy tym mechanizmy dostosowawcze w warunkach nadzwyczajnych (w szczególności modyfikację progów w okresach podwyższonej zmienności rynkowej oraz możliwość wyłączenia pomiaru w ściśle określonych sytuacjach).
[989] Zob. zakładkę *Minimum requirements* z wymogami dla poszczególnych instrumentów na stronie: https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products.

płynnością lub wyższą zmiennością części aktywów bazowych (w tym kryptoaktywów), przy czym obserwowane spready rynkowe są zazwyczaj istotnie niższe od progów regulaminowych, które pełnią funkcję graniczną w systemie oceny jakości animowania.

Analogiczny wniosek wynika z analizy rozwiązań przyjętych na rynkach grupy Euronext. W dokumencie *Market Making Operating Terms* fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN zostały ujęte łącznie jako jedna kategoria instrumentów, dla której określono jednolity zestaw obowiązków animatora rynku[990]. Podobnie jak na platformie Deutsche Börse, wymogi te obejmują trzy kluczowe parametry: obecność arkusza zleceń, spread, wartość ofert. Euronext nie różnicuje tych parametrów ze względu na „typ" produktu (fundusz ETF vs. instrument typu ETC lub ETN), lecz ze względu na charakter aktywa bazowego. W obrocie ciągłym animator zobowiązany jest do zapewnienia obecności kwotowań przez co najmniej 50% czasu handlu (z wyłączeniem aukcji otwarcia i zamknięcia), przy czym maksymalny spread wynosi 2% dla standardowej ekspozycji opartej na europejskich akcjach lub obligacjach skarbowych oraz 3% dla pozostałych aktywów bazowych, a minimalna wartość ofert została ustalona na poziomie 100 tys. EUR. W obrębie grupy Euronext utrzymano jednolity schemat obowiązków, przy czym wartości parametrów mogą być doprecyzowywane w dokumentach właściwych dla danego rynku (tzw. *market-specific rulebooks*). Wyżej wymienione zasady nie różnią się istotnie także na rynku ETFplus, prowadzonym przez Euronext Milan (Borsa Italiana), przy czym wartości tych parametrów są różnicowane w zależności od podsegmentu i charakteru ekspozycji instrumentu[991]. Warto dodatkowo zauważyć, że Euronext stosuje bodźce ekonomiczne powiązane z jakością zapewnianej płynności, w szczególności poprzez uzależnienie wysokości wybranych opłat (lub ulg w opłatach) od spełniania wyżej wymienionych wymogów płynnościowych[992].

[990] *Market Making Operating Terms*, Euronext, 14.02.2019, w brzmieniu udostępnianym przez Euronext na 31.01.2026, https://www.euronext.com/sites/default/files/market_making_operating_terms_0.pdf, dostęp: 31.01.2026.
[991] *Guide to the Parameters for trading on the markets organised and managed by Borsa Italiana. Version 79*, Borse Italiana, 29.09.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/guide/guide-v79-29092025.en.pdf, dostęp: 31.01.2026.
[992] *Market Maker & Liquidity Provider Trading Fee Guide*, Euronext Cash Markets, 1.12.2025, obowiązujący od 1.01.2026, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-12/Market%20Maker%20Liquidity%20Provider%20Trading%20Fee%20Guide%20Euronext%20Cash%20Markets_Effective%2001JAN2026_v4.pdf, dostęp: 31.01.2026.

Rozwiązania szwajcarskie przyjęte na SIX Swiss Exchange nie odbiegają zasadniczo od schematu przedstawionego dla Deutsche Börse oraz Euronext, ponieważ również opierają się na trójparametrowej konstrukcji obowiązków animatora rynku: minimalnej obecności kwotowań, maksymalnym dopuszczalnym spreadzie oraz minimalnym wolumenie ofert. Na poziomie regulacji dotyczących wprowadzenia instrumentów do obrotu emitent instrumentów ETP (jak na SIX określane są instrumenty typu ETC i ETN) składa wobec giełdy zobowiązanie zapewnienia funkcjonowania animatora rynku, przy czym przewidziano możliwość doprecyzowania tych obowiązków w przepisach wykonawczych. Na poziomie regulacji obrotu parametry te zostały skonkretyzowane w dokumencie *Trading Parameters Guideline*[993], w którym przewidziano, że animator zobowiązuje się do obecności w arkuszu zleceń przez 90% oficjalnego czasu obrotu (w ujęciu miesięcznym), a maksymalny spread jest ustalony na 2% w przypadku otwarcia obrotu na rynku krajowym dla co najmniej 50% instrumentów bazowych (lub w przypadku istnienia sprawnego rynku OTC) oraz 5% w pozostałych przypadkach, przy minimalnym wolumenie kwotowania po obu stronach (*bid* i *ask*) na poziomie 50 tys. EUR.

Analogiczny wniosek wynika z rozwiązań przyjętych na London Stock Exchange, gdzie maksymalny dopuszczalny spread w ramach obowiązków animatora dla ETF i ETP został ujęty w reżimie pasmowym obejmującym pięć progów (1,5%, 3%, 5%, 15% oraz 25%), a przypisanie instrumentu do konkretnego progu następuje poprzez jego zakwalifikowanie do właściwego sektora w klasyfikacji segmentów i sektorów dla funduszy ETF lub instrumentów typu ETP. Reżim ten odnosi się zarówno do funduszy ETF, jak i do instrumentów typu ETC i ETN, przy czym kwalifikacja do sektora (a w konsekwencji do pasma spreadu) wynika z cech instrumentu i zasad obrotu właściwych dla danego segmentu, a nie z jego kwalifikacji prawnej jako funduszu lub instrumentu dłużnego. W ramach tych obowiązków stosuje się ponadto wymóg utrzymania kwotowań przez 90% czasu sesji oraz minimalny rozmiar kwotowania równy co najmniej minimalnemu wolumenowi kwotowania wyznaczanemu dla danego instrumentu przez giełdę (*exchange market size*)[994].

[993] *Trading Parameters Guideline*, SIX Swiss Exchange AG, 16.05.2025, obowiązujący od 1.12.2025, s. 50, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/trading/directives/gtp-en.pdf, dostęp: 4.02.2026.
[994] *ETF & ETP Market Maker Obligations Factsheet*, London Stock Exchange, 18.05.2022, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/Market%20Maker%20Obligations%20Factsheet_18.05.2022.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Podsumowując, analiza regulaminów kluczowych europejskich platform obrotu prowadzi do wniosku, że wymogi stawiane animatorom rynku w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN nie różnią się strukturalnie od wymogów obowiązujących dla funduszy ETF. Wszystkie analizowane giełdy stosują ten sam trójparametrowy schemat obowiązków animatora. Różnice między poszczególnymi platformami dotyczą konkretnych parametrów animowania oraz szczegółów technicznych ich pomiaru, nie zaś samej konstrukcji obowiązków. Co istotne, tam, gdzie występuje zróżnicowanie parametrów w ramach jednej platformy, jego podstawą jest zwykle charakter aktywa bazowego (np. europejskie akcje vs. kryptoaktywa) lub profil płynności instrumentu, a nie kwalifikacja prawna produktu jako funduszu ETF lub instrumentu typu ETC albo ETN. Ustalenia te są spójne z obserwacjami poczynionymi we wcześniejszych rozdziałach. Również w zakresie zasad zapewniania płynności nie zidentyfikowano wyraźnych różnic między instrumentami typu ETC a instrumentami typu ETN, co stanowi kolejny argument za brakiem istotnych – poza charakterem aktywa bazowego – podstaw do rozróżniania między tymi kategoriami instrumentów.

3.3 Obowiązek ujawnienia wartości ekonomicznej instrumentu

Mechanizmy opisane powyżej nie miałyby pełnej skuteczności, gdyby inwestorzy nie dysponowali możliwością bieżącej weryfikacji, czy ceny kwotowane przez animatora odpowiadają wartości ekonomicznej instrumentu. W przypadku funduszy ETF funkcję tę pełni publikacja wartości aktywów netto (NAV) oraz – w trakcie sesji giełdowej – wskaźnikowej wartości aktywów netto (iNAV). W odniesieniu do iNAV praktyka publikacji co 15–60 sekund w konsekwencji stała się standardem rynkowym wspieranym przez regulaminy największych platform obrotu[995].

W przypadku instrumentów typu ETC i ETN odpowiednikiem funkcjonalnym NAV i iNAV są wartości określane jako Closing Indicative Note Value (CINV) oraz Intraday Indicative Note Value (IINV). Wskaźnik CINV przedstawia orientacyjną wartość instrumentu na koniec dnia, obliczaną na podstawie zmian wartości aktywa bazowego z uwzględnieniem kosztów zarządzania. Wskaźnik IINV odzwierciedla

[995] Zob. rozdział 5, podrozdział 2.4.

bieżącą szacunkową wartość instrumentu w trakcie sesji, wyznaczaną na podstawie notowań aktywa bazowego[996].

Należy jednak odnotować, że wymogi regulaminowe dotyczące ujawniania wartości referencyjnych są w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN zasadniczo mniej rygorystyczne niż w przypadku funduszy ETF. Analiza regulacji wewnętrznych platform obrotu uwzględnionych w próbie badawczej przyjętej dla całego rozdziału prowadzi do wniosku, że żadna z badanych giełd nie ustanawia – jako warunku dopuszczenia do obrotu instrumentów typu ETC i ETN – obowiązku publikacji śródsesyjnej wartości referencyjnej w modelu odpowiadającym iNAV. Wobec powyższego zasadne było zweryfikowanie, w jaki sposób kwestia ta jest ujmowana w dokumentacji emisyjnej. W tym celu – wzorem poprzednich analiz w niniejszym rozdziale oraz przy zastosowaniu identycznych kryteriów doboru próby – przeanalizowano te same prospekty, które stanowiły podstawę oceny rozwiązań konstrukcyjnych w podrozdziale 2.1, tj. prospekt ETC iShares, prospekt ETC HANetf, prospekt 4GLD, prospekt WisdomTree oraz prospekt CoinShares.

Analiza wskazanych prospektów prowadzi do wniosku, że dokumentacja emisyjna instrumentów typu ETC i ETN posługuje się pojęciami odnoszącymi się do wartości ekonomicznej instrumentu (m.in. jako Coin Entitlement[997], Metal Entitlement[998] lub Price per ETP Security[999]), jednak nie zidentyfikowano postanowień przewidujących śródsesyjny obowiązek raportowania wartości referencyjnej w reżimie częstotliwości charakterystycznej dla iNAV. Dominują rozwiązania o charakterze raportowania dziennego (np. kalkulacja uprawnienia albo ceny na dzień wyceny), natomiast odniesienia do „wartości/ceny indykatywnej" pojawiają się ewentualnie jako instrument informacyjny wykorzystywany w szczególnych okolicznościach (np. w sytuacji zakłóceń rynku). Na tym tle wyróżnia się prospekt CoinShares, który przewiduje publikację wartości indykatywnej na podstawie indeksów obliczanych w cyklu godzinowym[1000], przy jednoczesnym zastrzeżeniu, że wartość ta ma charakter orientacyjny i nie musi odpowiadać kwocie rozliczenia przy umorzeniu instrumentu.

[996] Zob. podrozdział 2.1 rozdziału 3.
[997] Miara ta służy określeniu wartości jednostki instrumentu w rozwiązaniach opartych na prospekcie CoinShares.
[998] W ten sposób wartość jednostki instrumentu określana jest w prospektach HANetf i iShares.
[999] Do takiej miary odnosi się prospekt WisdomTree.
[1000] Zob. w szczególności sekcję *Description of the Compass Crypto Reference Indices* w prospekcie CoinShares.

W rezultacie na poziomie zobowiązań prospektowych nie ukształtował się dla instrumentów typu ETC i ETN standard śródsesyjnej publikacji wartości referencyjnej odpowiadający iNAV.

Nie oznacza to jednak, że w przypadku wszystkich instrumentów typu ETC i ETN inwestor jest pozbawiony praktycznego punktu odniesienia dla oceny rynkowości ceny instrumentu na giełdzie. W stosunku do części instrumentów opartych na pojedynczych aktywach bazowych emitenci określają jednostkowe uprawnienie przypadające na papier wartościowy, wyrażone jako ułamek jednostki bazowej (np. ułamek uncji trojańskiej metalu albo ułamek jednostki kryptoaktywa)[1001]. Przy założeniu dostępności bieżącej ceny referencyjnej aktywa bazowego oraz – gdy wymaga tego waluta notowania – właściwego kursu walutowego uprawnienie to pozwala oszacować przybliżoną wartość ekonomiczną instrumentu jako iloczyn aktualnego uprawnienia jednostkowego i ceny referencyjnej aktywa bazowego. Jednocześnie uprawnienie jednostkowe może ulegać zmianie w czasie, w szczególności w ramach mechaniki kosztów bieżących.

Powyższy mechanizm ma jednak istotne ograniczenia. Po pierwsze, ma on zastosowanie przede wszystkim do prostych ekspozycji jednoskładnikowych, dla których istnieje wiarygodna, bieżąca cena referencyjna (np. złoto, wybrane kryptoaktywa), nie stanowi natomiast funkcjonalnego odpowiednika iNAV dla konstrukcji złożonych (np. koszykowych, syntetycznych, lewarowanych) ani dla ekspozycji, w których istotny komponent wartości zależy od czynników innych niż cena pojedynczego aktywa bazowego. Po drugie, oszacowanie wartości ekonomicznej oparte na cenie aktywa bazowego nie zapewnia takiego samego poziomu weryfikacji zgodności ceny z wartością ekonomiczna instrumentu jak iNAV w funduszach ETF, gdyż iNAV odnosi się do wartości aktywów netto portfela funduszu (z uwzględnieniem jego struktury i kosztów), podczas gdy w instrumentach typu ETC i ETN kalkulacja inwestora ma w praktyce charakter pośredni i może nie odzwierciedlać w pełni elementów strukturalnych instrumentu.

Podsumowując, w zakresie ujawniania śródsesyjnej wartości referencyjnej instrumenty typu ETC i ETN nie osiągają poziomu standaryzacji charakterystycznego dla funduszy ETF – jest to jeden z nielicznych aspektów obrotu zorganizowanego, w

[1001] Na przykład Metal Entitlement per Security w przypadku instrumentów typu ETC na metale szlachetne, bądź Coin Entitlement w przypadku instrumentów typu ETN/ETP na kryptoaktywa.

którym asymetria regulacyjna przekłada się na faktyczną różnicę w poziomie ochrony informacyjnej inwestora.

4 Praktyczne konsekwencje asymetrii regulacyjnej dla inwestorów

4.1 Przejrzystość kategorii produktowych jako problem praktyczny

Przeprowadzona w poprzednich podrozdziałach analiza porównawcza wskazuje, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN wykazują wysoki stopień zbieżności funkcjonalnej, co uzasadnia ich łączne ujmowanie jako giełdowych instrumentów indeksowych w sensie ekonomicznym. Jednocześnie podobieństwo funkcjonalne nie przesądza o równoważności konstrukcyjno-regulacyjnej: odmienne pozostają podstawy prawne reżimu produktowego oraz mechanizmów ochrony inwestora, a różnice te mają znaczenie praktyczne.

Wniosek ten uzasadnia przesunięcie akcentu analizy na pytanie o przejrzystość kategorii produktowych: w jakim stopniu inwestorzy – w szczególności inwestorzy detaliczni – są w stanie prawidłowo identyfikować charakter prawny nabywanego instrumentu oraz konsekwencje tej kwalifikacji dla profilu ryzyka i zakresu ochrony? A tym samym w jakim stopniu obecny model funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych, obejmujący różne kategorie produktów oraz wynikający z tego model regulacji realizują cele regulacji wskazane w podrozdziale 1 rozdziału 4, w szczególności cel zapewnienia bezpieczeństwa uczestników rynku? Pytanie to jest zasadne, ponieważ nawet podmioty profesjonalne nie zawsze dostrzegają i należycie komunikują różnice dotyczące tych instrumentów. Przykładowo, na polskim rynku istnieją nawet biura maklerskie, które swoją ofertę zagranicznych funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN nazywają zbiorczo „listą funduszy ETF”[1002] lub „ofertą instrumentów ETF[1003]”, co stanowi uproszczenie zbyt daleko idące. Problem ten nabiera znaczenia wraz z rozwojem segmentu produktów złożonych

[1002] *Lista akcji z giełd zagranicznych oraz funduszy ETF dostępnych w ofercie Biura maklerskiego*, mBank Biuro maklerskie, 26.01.2026, https://www.mbank.pl/pdf/ind/inwestycje/lista-funduszy-etf.pdf, dostęp: 4.02.2026.
[1003] *Wyszukiwarka funduszy ETF*, Bossa, https://bossa.pl/oferta/rynek-zagraniczny/kid, dostęp: 4.02.2026.

(w szczególności instrumentów lewarowanych, odwrotnych lub opartych na kryptoaktywach), które – mimo zasadniczo indeksowego charakteru – mogą odtwarzać ryzyka typowe dla instrumentów pochodnych oraz produktów strukturyzowanych. Zasygnalizowany problem nie ogranicza się do polskiego rynku: ma charakter systemowy i stanowi przedmiot zainteresowania organizacji międzynarodowych oraz podmiotów branżowych.

Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) odnosi się do problemu rozróżnialności funduszy ETF i innych instrumentów notowanych w kontekście standardów ujawnień kierowanych do inwestorów detalicznych. W raporcie końcowym z maja 2023 r. wskazano, że właściwe organy oraz podmioty odpowiedzialne za produkt powinny rozważyć takie wymogi informacyjne, które umożliwią inwestorom jednoznaczne odróżnienie funduszy ETF od innych produktów typu ETP oraz od pozostałych form zbiorowego inwestowania. Zwrócono również uwagę, że uproszczenia terminologiczne w przekazach medialnych mogą sprzyjać dezorientacji inwestorów[1004]. Niezależnie od tego w dokumencie konsultacyjnym IOSCO z kwietnia 2022 r. odnotowano, że instrumenty o węższej dywersyfikacji lub wykorzystujące strategie złożone (w tym dźwignię i strategie odwrócone) w okresach napięć rynkowych wykazywały podwyższoną zmienność oraz trudności operacyjne, co uzasadnia podwyższone standardy ujawnień oraz szczególną dbałość o adekwatność i zrozumiałość informacji o ryzykach[1005].

Na gruncie europejskim istotnym punktem odniesienia są materiały Europejskiego Stowarzyszenia Zarządzających Funduszami i Aktywami (EFAMA), które podejmuje problem niejednorodności kategorii ETP w perspektywie edukacyjnej i dystrybucyjnej. W przewodniku *Demystifying ETPs: A simple guide for the European Investor* EFAMA wskazuje, że pojęcie „ETP" pełni funkcję skrótowego oznaczenia instrumentów notowanych i nabywanych w trakcie sesji giełdowej, może jednak zacierać różnice wynikające z konstrukcji prawnej produktu oraz profilu ryzyka[1006].

[1004] *Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds. Final Report*, FR/07/23, IOSCO, 5.2023, Zalecenie nr 9, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD733.pdf, dostęp: 11.01.2026.

[1005] *Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration. Consultation Report*, CR04/22, IOSCO, 4.2022, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf, dostęp: 11.01.2026.

[1006] *Demystifying ETPs: A simple guide for the European Investor*, EFAMA, 11.2020, https://www.efama.org/sites/default/files/publications/20%2011%20EFAMA%20ETP%20Investor%20education%20guide_0.pdf, dostęp: 11.01.2026.

EFAMA w szczególności odróżnia fundusze ETF od instrumentów niefunduszowych (w tym instrumentów typu ETC i ETN), zwracając uwagę, że w tych ostatnich mechanizmy ograniczania ryzyk mają inny charakter i mogą wynikać z dokumentacji emisyjnej oraz rozwiązań organizacyjnych. W konsekwencji EFAMA akcentuje, że ocena produktu w ramach szeroko ujmowanej kategorii ETP wymaga każdorazowo weryfikacji elementów konstrukcyjnych istotnych dla profilu ryzyka (w tym ryzyk strukturalnych) oraz jakości ujawnień na etapie dystrybucji, zwłaszcza gdy różne produkty są oferowane inwestorowi w porównywalnym „interfejsie rynkowym" (np. na platformach brokerskich). W tym zakresie zaproponowano zestaw kryteriów oraz pytań pomocniczych służących ocenie produktu przed podjęciem decyzji inwestycyjnej[1007]. W ramach publikacji towarzyszących przewodnikowi *Demystifying ETPs…* przedstawiciel EFAMA, Keshava Shastry, akcentował, że celem inicjatywy jest wsparcie inwestorów europejskich w rozumieniu różnic pomiędzy poszczególnymi kategoriami giełdowych produktów indeksowych oraz w dokonywaniu bardziej świadomych wyborów inwestycyjnych[1008]. W odpowiedzi na konsultacje ESMA, które dotyczyły funduszy ETF i strukturyzowanych UCITS, EFAMA wskazała wprost, że rozważania w zakresie ochrony inwestorów oraz wymogów ujawnieniowych powinny obejmować zarówno fundusze, jak i produkty niefunduszowe, a działania w tym zakresie powinny być rozpatrywane w duchu podejścia horyzontalnego oraz z uwzględnieniem spójności z ramami dyrektywy MiFID II, rozporządzenia MiFIR i rozporządzenia PRIIPs.

Wreszcie na szereg ryzyk wskazuje Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) – amerykańska organizacja branżowa sprawująca nadzór nad podmiotami prowadzącymi działalność maklerską – która w materiale edukacyjnym dotyczącym instrumentów typu ETN podkreśla, że mogą one mieć charakter złożony oraz wiązać się z ryzykami niedostatecznie rozumianymi przez inwestorów detalicznych[1009]. Nie

[1007] Wśród zagadnień, które EFAMA uznaje za kluczowe z punktu widzenia inwestora, znajdują się w szczególności: (1) stopień dywersyfikacji ekspozycji (ekspozycja szeroka albo skoncentrowana na pojedynczym instrumencie); (2) dywersyfikacja ryzyka rynkowego wynikającego z ekspozycji bazowej; a także (3) identyfikacja dodatkowych ryzyk strukturalnych (m.in. ryzyka kontrahenta, płynności, kredytowego) oraz mechanizmów ich ograniczania.

[1008] *3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor"*, EFAMA, 7.12.2020, https://www.efama.org/newsroom/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor, dostęp: 10.01.2026.

[1009] *Exchange-Traded Notes – Avoid Unpleasant Surprises*, Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), 20.10.2022, https://www.finra.org/investors/insights/exchange-traded-notes-avoid-unpleasant-surprises, dostęp: 11.01.2026.

wszystkie spostrzeżenia FINRA mogą zostać wprost przeniesione na warunki rynku europejskiego, na którym instrumenty typu ETN są zasadniczo zabezpieczone przed ryzykiem emitenta. W realiach europejskich aktualne pozostają natomiast sygnalizowane przez FINRA ryzyka wynikające z potencjalnych konfliktów interesów pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w strukturze produktu oraz ryzyko działań emitenta (lub innych podmiotów kluczowych dla struktury), które mogą wpływać na wycenę instrumentu.

Problem niejednolitego nazewnictwa oraz klasyfikacji produktów z kategorii ETP został dostrzeżony również przez największych uczestników rynku. W 2015 r. BlackRock oraz State Street – czołowi globalni zarządzający aktywami w segmencie funduszy ETF – podjęli wspólną inicjatywę ukierunkowaną na wypracowanie jednolitych standardów rynkowych, odnoszących się do obrotu funduszami ETF oraz powiązanych praktyk rynkowych. Inicjatywa ta obejmowała w szczególności postulaty dotyczące: (1) ujednolicenia terminologii wykorzystywanej do opisu produktów z kategorii ETP; (2) standaryzacji wymogów w zakresie przejrzystości obrotu oraz publikacji wartości referencyjnych; (3) harmonizacji praktyk animacji rynku[1010]. Choć inicjatywa ta nie doprowadziła do wypracowania wiążących standardów branżowych, stanowiła istotny sygnał ze strony kluczowych uczestników rynku, że brak spójnej taksonomii oraz jednolitych standardów informacyjnych i obrotowych może generować ryzyka praktyczne, w tym w obszarze ochrony inwestorów.

4.2 Stanowiska europejskich organów nadzoru

Zagadnienie rozróżnialności kategorii produktowych oraz związane z nim ryzyka dla inwestorów detalicznych stanowią przedmiot rosnącego zainteresowania organów nadzoru w Europie i na świecie. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje stanowisko brytyjskiego Financial Conduct Authority (FCA), przywoływane jako punkt odniesienia ze względu na rozwiniętą praktykę nadzorczą dotyczącą złożonych produktów giełdowych. W wydanym jesienią 2025 r. stanowisku wskazuje, że lewarowane instrumenty typu ETP mogą oferować zwielokrotnienie zmienności oraz

[1010] A. Marsh, *BlackRock, State Street Seeking ETF Standards for Trading Boost*, Bloomberg, 27.07.2015, https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-27/blackrock-state-street-seeking-etf-standards-for-trading-boost, dostęp: 10.01.2026.

posiadać złożone cechy typowe dla instrumentów pochodnych[1011]. Organ ten w szczególności podkreśla, że konstrukcja lewarowanych instrumentów typu ETP – oparta na codziennym rebalansowaniu z wykorzystaniem instrumentów pochodnych – wiąże się z ryzykami charakterystycznymi dla kontraktów na różnicę (CFD), przy jednoczesnym braku analogicznych ograniczeń produktowych, takich jak limity dźwigni czy specyficzne ostrzeżenia o ryzyku. FCA wskazuje na asymetrię regulacyjną w obrębie kategorii ETP, podkreślając, że produkty funkcjonujące pod zbliżonymi oznaczeniami mogą podlegać zasadniczo odmiennym reżimom ochronnym, a inwestorzy detaliczni nie zawsze są świadomi znaczenia tych różnic.

Również francuski organ nadzoru – Autorité des Marchés Financiers (AMF) – prowadzi aktywną politykę w zakresie ochrony inwestorów detalicznych przed złożonymi instrumentami finansowymi. W raporcie *Retail Investor ETF Activity* z listopada 2024 r. AMF przeanalizował charakterystykę inwestycji francuskich inwestorów detalicznych w fundusze ETF, uwzględniając m.in. inwestycje w produkty lewarowane, oraz zwrócił uwagę na ryzyka związane z rozwojem tej aktywności inwestycyjnej[1012]. Na tym tle istotne jest także podejście tej instytucji do instrumentów powiązanych z kryptoaktywami. W komunikacie z 11 grudnia 2025 r. AMF poinformował o dostosowaniu swojej polityki dotyczącej złożonych instrumentów finansowych do rosnącej obecności w Europie produktów finansowych opartych na kryptoaktywach, nawiązując przy tym do rozpoczęcia stosowania rozporządzenia MiCA od 30 grudnia 2024 r.[1013]. Organ wskazał, że instrumenty typu ETN powiązane z kryptoaktywami mogą być oferowane inwestorom detalicznym bez stosowania zniechęcającego ostrzeżenia właściwego dla produktów złożonych, o ile spełnione są cztery kumulatywne warunki dotyczące jakości i płynności kryptoaktywa bazowego, konstrukcji produktu (w szczególności braku dźwigni i komponentu uznaniowego), charakteru ekspozycji oraz zasad przechowywania kryptoaktywów. Wymóg braku dźwigni jako warunku dopuszczalności takiej dystrybucji wzmacnia wniosek, że w ocenie

[1011] *Expanding Consumer Access to Investments. Discussion Paper DP25/3*, FCA, 2025, https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp25-3-expanding-consumer-access-investments, dostęp: 10.01.2026.
[1012] Zob. *Retail Investor ETF Activity*, AMF, 11.2024, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-11/etude-clientele-detail-etf_versionanglaise.pdf, dostęp: 11.01.2026.
[1013] *The AMF adapts its policy on complex financial products in response to the rise of crypto-assets*, AMF, 11.12.2025, https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-adapts-its-policy-complex-financial-products-response-rise-crypto-assets, dostęp: 11.01.2026.

AMF instrumenty lewarowane w segmencie ETP wiążą się z podwyższonym ryzykiem dla inwestorów nieprofesjonalnych i wymagają bardziej rygorystycznego podejścia w zakresie komunikacji ryzyka oraz doboru grupy docelowej.

Na poziomie unijnych organów nadzoru ESMA wielokrotnie akcentowała potrzebę wyraźnego rozróżnienia funduszy ETF działających w reżimie UCITS od instrumentów typu ETC i ETN. Problem ten był sygnalizowany już na etapie konsultacji poprzedzających przyjęcie wytycznych ESMA dotyczących funduszy ETF. Warto zwrócić przy tym uwagę w szczególności na stanowiska Amundi[1014], EDHEC-Risk Institute[1015] czy też EFAMA[1016]. Instytucje te wskazywały na wysokie ryzyko mylenia funduszy ETF z instrumentami typu ETC i ETN, mimo odmienności ich konstrukcji prawnej oraz profilu ryzyka. Podkreślano również obawy dotyczące zdolności inwestorów detalicznych do zrozumienia różnic w rodzajach produktów, strategiach inwestycyjnych i ryzykach.

Na szczególną uwagę zasługuje opinia techniczna ESMA z czerwca 2025 r. dotycząca przeglądu dyrektywy o aktywach kwalifikowanych dla funduszy UCITS[1017]. W dokumencie tym ESMA powiązała problem ekspozycji na aktywa alternatywne „opakowane" w papiery wartościowe (w tym m.in. poprzez instrumenty delta-one, ETN lub ETC) z ryzykiem obchodzenia ograniczeń właściwych dla reżimu UCITS. ESMA wskazała jednocześnie, że ekspozycje na dużą skalę na tego rodzaju aktywa, z uwagi na ich specyficzne ryzyka, mogłyby być adekwatniej realizowane w ramach reżimu AIFMD, uwzględniając jego rozwiązania w zakresie zarządzania ryzykiem, wyceny oraz przechowywania aktywów. W pewnym zakresie zbliżone

---

[1014] *AMUNDI Reply to ESMA Discussion Paper "ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS"*, Amundi, 9.2011, s. 5–7, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/AMUNDI_reply_to_ESMA_Discussion_paper_ETF_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

[1015] *What are the Risks of European ETFs?* (załącznik do pisma w odpowiedzi na konsultacje ESMA, ESMA/2012/44), EDHEC-Risk Institute, 25.03.2012, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/120325_letter_esma_consultation_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

[1016] *EFAMA Reply to ESMA Discussion Paper: ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS*, (ESMA/2011/220), w szczególności postulat podejścia horyzontalnego do ujawnień i ochrony inwestora), 2011, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/11_4062_EFAMA_reply_ESMA_discussion_paper_ETFs_and_Structured_UCITS_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

[1017] *Technical Advice to the European Commission on the Review of the UCITS Eligible Assets Directive*, ESMA34-2087785638-1548, ESMA, 26.06.2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 6.01.2026.

podejście jest implementowane w polskich rozwiązaniach dotyczących funduszy ETF, co zostanie omówione w kolejnym rozdziale. Zasadność ewentualnego „przekwalifikowania" istniejących instrumentów typu ETC i ETN na konstrukcje o charakterystyce funduszowej budzi jednak istotne zastrzeżenia. Zagadnienie to zostanie podjęte we wnioskach końcowych rozprawy. Dodatkowo należy odnotować, że w dokumentach Q&A ESMA wyjaśniała status instrumentów typu ETC i ETN na gruncie rozporządzenia MiFIR, kwalifikując je na potrzeby reżimu przejrzystości jako szczególną podkategorię obligacji. Wyjaśnienia te mają jednak charakter przede wszystkim klasyfikacyjny i nie przesądzają kwestii istotnych z perspektywy inwestorów.

Po analizie stanowisk europejskich organów nadzoru warto odnotować także podejście amerykańskiej Securities and Exchange Commission (SEC), mające wartość porównawczą ze względu na znaczenie rynku Stanów Zjednoczonych w szeroko rozumianym segmencie funduszy ETF i różnego rodzaju instrumentów typu ETP. SEC wielokrotnie wskazywała, że produkty te – mimo podobieństwa nazewnictwa do tradycyjnych funduszy ETF – mogą charakteryzować się zasadniczo odmiennym profilem ryzyka, a inwestorzy detaliczni mogą nie rozumieć w pełni ich specyfiki[1018]. Dotyczy to przede wszystkim tzw. złożonych instrumentów typu ETP (w tym z dźwignią oraz wysoką koncentracją ekspozycji)[1019]. SEC podejmowała też działania egzekucyjne dotyczące praktyk dystrybucyjnych i rekomendacyjnych związanych ze sprzedażą takich produktów w segmencie detalicznym[1020].

5 Zróżnicowanie wymogów prospektowych i innych wymogów informacyjnych

[1018] J. Clayton, D. Blass, W. Hinman, B. Redfearn, *Joint Statement Regarding Complex Financial Products and Retail Investors*, U.S. Securities and Exchange Commission, 28.10.2020, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/clayton-blass-hinman-redfearn-complex-financial-products-2020-10-28, dostęp: 11.01.2026.
[1019] G. Gensler, *Statement on Complex Exchange-Traded Products*, U.S. Securities and Exchange Commission, 4.10.2021, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-complex-exchange-traded-products-100421, dostęp: 11.01.2026.
[1020] *Statement on Recent Enforcement Matters Involving "VIX-Related" and Other Complex Exchange Traded Products (ETPs) from the SEC Office of Compliance Inspections and Examinations*, U.S. Securities and Exchange Commission (OCIE), 16.11.2020, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/ocie-vix-matters-2020-11-16, dostęp: 11.01.2026.

5.1 Asymetria reżimów prospektowych

Fundusze ETF funkcjonujące w reżimie UCITS nie podlegają bezpośrednio przepisom rozporządzenia prospektowego z uwagi na wyraźne wyłączenie przewidziane w art. 1 ust. 2 lit. a tego aktu. Przepis ten stanowi, że rozporządzenie nie znajduje zastosowania do jednostek uczestnictwa emitowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania inne niż typu zamkniętego. Definicja takiego podmiotu oraz emitowanych przez niego jednostek (zawarta w art. 2 lit. p oraz q rozporządzenia prospektowego) nie pozostawia wątpliwości, że zasadniczo większość funduszy typu ETF spełnia wskazane kryteria wyłączenia. Wyłączenie funduszy UCITS z reżimu rozporządzenia prospektowego wynika przede wszystkim z tego, że odmienne zasady dotyczące sporządzania prospektu emisyjnego przewidziane są bezpośrednio w dyrektywie UCITS (art. 68 i nast.), a w przypadku funduszy UCITS typu ETF dodatkowe wymogi w tym zakresie zawierają wytyczne ESMA w sprawie ETF.

Instrumenty typu ETC i ETN – jako dłużne papiery wartościowe – podlegają natomiast pełnemu reżimowi rozporządzenia prospektowego, co rodzi istotne konsekwencje praktyczne. Po pierwsze, prospekt sporządzany na podstawie rozporządzenia prospektowego ma strukturę i treść opracowaną z myślą o jednorazowych ofertach papierów wartościowych – takich jak akcje czy obligacje – i koncentruje się głównie na informacjach o emitencie, danych finansowych oraz warunkach oferty. Prospekt taki pozostaje ważny maksymalnie przez 12 miesięcy (art. 12 ust. 1 rozporządzenia prospektowego), po czym wymaga odnowienia. W odmienny sposób ukształtowano sytuację funduszy typu UCITS, dla których podstawą jest prospekt sporządzany zgodnie z wymogami dyrektywy UCITS. Prospekt UCITS ma charakter dokumentu ciągłego i zawiera informacje o strategii inwestycyjnej, poziomie ryzyka, opłatach, procedurach zbywania i umarzania jednostek uczestnictwa oraz podmiotach zarządzających – informacje *prima facie* bardziej relewantne dla oceny instrumentu o charakterze inwestycji długoterminowej. Po drugie, różnica ta przekłada się na objętość i złożoność dokumentacji. Prospekty bazowe programów emisyjnych instrumentów typu ETC lub ETN – sporządzane zgodnie z załącznikami do rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2019/980 – liczą nierzadko kilkaset stron, podczas gdy prospekt funduszu UCITS jest z reguły znacznie krótszy i bardziej ustandaryzowany.

5.2 Rozporządzenie PRIIPs – jednolity standard informacyjny

Jak wykazano w rozdziale 5, fundusze ETF podlegają wymogom rozporządzenia PRIIPs. Analogiczna kwalifikacja dotyczy instrumentów typu ETC i ETN. Zarówno fundusze ETF, jak i instrumenty typu ETC i ETN podlegają identycznym wymogom w zakresie dokumentu KID określonym w rozporządzeniu PRIIPs. Oznacza to, że ich dystrybucja wśród inwestorów detalicznych wymaga uprzedniego udostępnienia im dokumentu zawierającego kluczowe informacje (dokumentu KID). Obowiązek ten spoczywa na osobie doradzającej w zakresie tych produktów lub je sprzedającej i musi zostać zrealizowany z należytym wyprzedzeniem, zanim inwestor zostanie związany umową lub ofertą. W praktyce oznacza to, że emitent instrumentu typu ETC lub ETN, który nie sporządza dokumentu KID, faktycznie wyklucza możliwość dystrybucji swojego produktu wśród inwestorów detalicznych na terytorium Unii Europejskiej. Wymogi w zakresie dokumentu KID obejmują jednolitą strukturę dokumentu, tożsame kategorie ujawnień (w tym dotyczące charakteru produktu, profilu ryzyka i zysku, kosztów oraz rekomendowanego okresu utrzymywania inwestycji), a także zunifikowaną metodologię prezentacji scenariuszy wyników oraz syntetycznego wskaźnika ryzyka. Ujednolicenie standardu dokumentu KID stanowi wyraz przyjęcia przez unijnego prawodawcę funkcjonalnego podejścia do ochrony inwestorów detalicznych – podejścia abstrahującego od różnic w kwalifikacji prawnej poszczególnych kategorii instrumentów na rzecz koncentracji na tożsamości funkcji ekonomicznej i podobieństwie z perspektywy inwestora końcowego. W tym sensie w rozporządzeniu PRIIPs przyjęto rozwiązania odpowiadające postulatowi porównywalności ujawnień w obrębie kategorii giełdowych instrumentów indeksowych.

Zgodnie z art. 7 ust. 1 rozporządzenia PRIIPs dokument KID sporządza się w języku urzędowym państwa członkowskiego, w którym są dystrybuowane instrumenty typu ETC lub ETN, chyba że właściwy organ nadzoru zaakceptuje inny język. Warto zwrócić w tym miejscu uwagę na pewną specyfikę krajową. W Polsce KNF – decyzją z 3 grudnia 2021 r. – dopuściła język angielski dla KID dotyczących funduszy ETF w rozumieniu dyrektywy MiFID II[1021]. Jednocześnie decyzja ta nie obejmuje produktów niebędących funduszami ETF, co oznacza, że w zakresie dystrybucji detalicznej instrumentów typu ETC i ETN na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej

[1021] Zob. decyzja KNF nr DIF-DIFZNR.456.2.2021, https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/legalact/2021/31/, dostęp: 13.01.2026.

wymagany jest KID w języku polskim. Rozwiązanie to można oceniać z dwóch perspektyw. Z jednej strony emitenci instrumentów typu ETC i ETN, którzy nie sporządzają dokumentów KID w języku polskim, nie mogą dystrybuować swoich produktów wśród polskich inwestorów detalicznych, co ogranicza dostępność niektórych instrumentów na polskim rynku. Z drugiej strony instrumenty typu ETC i ETN charakteryzują się odmiennym profilem ryzyka. W tym kontekście wymóg sporządzenia dokumentu KID w języku polskim można postrzegać jako element ochrony inwestora: zapewnia on, że polski inwestor detaliczny zapoznaje się z informacjami o specyficznych ryzykach produktu w języku ojczystym, co sprzyja właściwemu zrozumieniu charakterystyki instrumentu.

5.3 Zróżnicowanie treści dokumentów KID a ochrona inwestorów

Skoro poprzednio w rozdziale wykazano, że asymetria regulacyjna pomiędzy funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN ma znaczenie praktyczne – w szczególności w obszarze polityki inwestycyjnej (mniejsza dywersyfikacja, bardziej złożone strategie oraz ekspozycje na alternatywne aktywa bazowe) oraz w zakresie ochrony przed ryzykiem emitenta (stosowane mechanizmy istnieją, lecz co do zasady nie zapewniają poziomu ochrony właściwego dla funduszy ETF) – to ciężar ochrony inwestorów w większym stopniu przesuwa się na rzetelne i zrozumiałe ujawnienie ryzyk związanych z konstrukcją instrumentu. Z perspektywy inwestora detalicznego kluczową rolę pełni tu dokument KID, ponieważ jego wystandaryzowana struktura oraz zwięzła, trzystronicowa forma mają umożliwiać identyfikację podstawowych kategorii ryzyka w sposób możliwie przystępny. Dlatego analizie poddano próbę dokumentów KID odnoszących się do instrumentów typu ETC i ETN omawianych wcześniej w rozdziale, tj. emitowanych na podstawie prospektów iShares, HANetf, XetraGold, WisdomTree oraz CoinShares. Dla celów porównawczych wybrano również przykładowe dokumenty KID funduszy ETF notowanych na GPW w Warszawie – zarówno na rynku głównym, jak i w systemie GlobalConnect – przy doborze emitentów zagranicznych w celu zachowania porównywalności i możliwie reprezentatywnego charakteru próby.

Pomimo zunifikowanej struktury dokumentu KID w treści ujawnień widoczne są różnice odpowiadające odmiennościom konstrukcyjnym pomiędzy funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN, sygnalizowanym w podrozdziałach 2-4

niniejszego rozdziału. Różnice te są szczególnie czytelne w sekcji dotyczącej skutków niewypłacalności twórcy produktu[1022].

W odniesieniu do instrumentów typu ETC, na przykładzie The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC Securities, w dokumencie KID nie zawarto szerszego opisu konstrukcji produktu ani zastosowanych rozwiązań w zakresie zabezpieczenia, wskazano natomiast, że w razie niewykonania zobowiązań przez spółkę roszczenia inwestorów będą zaspokajane zgodnie z kolejnością pierwszeństwa płatności określoną w warunkach emisji. W konsekwencji inwestor musi liczyć się z możliwością poniesienia straty w wysokości części albo całości zainwestowanej kwoty[1023]. W przypadku SGLN w dokumencie KID we fragmencie dotyczącym niewypłacalności emitenta przedstawiono szerzej konstrukcję instrumentu, w tym role depozytariusza oraz powiernika, oraz wyraźnie wskazano, że metal bazowy jest przechowywany w depozycie prowadzonym przez niezależny wyspecjalizowany podmiot. Jednocześnie podkreślono, że ewentualna niewypłacalność emitenta lub powiernika nie wpływa na aktywa bazowe przechowywane przez depozytariusza, a więc nie narusza samego mechanizmu zabezpieczenia[1024]. W tym zakresie inwestorzy iShares już na etapie lektury dokumentu KID uzyskują podstawowy obraz funkcjonowania rozwiązań zabezpieczających przewidzianych na wypadek niewypłacalności emitenta. Zestawienie obu przykładów – instrumentów o zbliżonej konstrukcji (fizyczne zabezpieczenie złotem), lecz o odmiennej szczegółowości ujawnień – ilustruje, że nawet w obrębie tej samej podkategorii produktów jakość komunikacji ryzyka w dokumencie KID może się istotnie różnić, co utrudnia inwestorowi porównanie poziomu ochrony.

[1022] W tym zakresie w dokumentach KID występuje wystandaryzowane pytanie: „Co się stanie, jeśli [emitent] nie ma możliwości wypłaty?".

[1023] W dokumencie KID zawarto następującą informację: „ETC są przeznaczone dla inwestorów indywidualnych, którzy: (1) są w stanie ponieść straty do kwoty zainwestowanej w ETC, nie dążą do zachowania zainwestowanej kwoty i nie oczekują gwarancji w odniesieniu do zainwestowanej kwoty; (2) mają konkretną wiedzę lub doświadczenie w zakresie inwestycji w tego typu ETC lub na rynkach finansowych, a także wiedzę teoretyczną i dotychczasowe doświadczenia w zakresie produktów PRIIP; (3) poszukują ETC, który zapewni ekspozycję na wyniki aktywów bazowych, a ich horyzont inwestycyjny odpowiada zalecanemu okresowi utrzymywania podanemu niżej" Zob. https://hanetf.com/wp-content/assets/upload/kid-RMAU-XS2115336336-pl-PL.pdf, dostęp: 05.02.2026.

[1024] W dokumencie zapisano: „*The underlying precious metal of the ETC is held in safekeeping by the Company's Custodian, JPMorgan Chase Bank N.A. London Branch, and/or sub-custodians (appointed by the Custodian). In the event of the insolvency of the Arranger or Trustee, the ETC's underlying metal in thesafekeeping of the Custodian and/or sub-custodians will not be affected*". Zob. https://www.ishares.com/uk/individual/en/literature/kiid/uk_priips-ishares-physical-gold-etc-gb-ie00b4nd3602-en.pdf, dostęp: 05.02.2026.

Odmienną formułę zastosowano w dokumencie KID dla Xetra-Gold, w którym wskazano, że inwestor ponosi ryzyko niewypłacalności emitenta, przy czym w ramach zasad funkcjonowania instrumentu przepisy ustanawiające te zasady nie przyznają prawa do zdeponowanego złota ani roszczeń o jego dostawę, pozostających wyłącznie po stronie emitenta, co oznacza możliwość całkowitej utraty zainwestowanego kapitału w razie niewystarczalności tych aktywów[1025]. W przypadku lewarowanych produktów WisdomTree opartych na replikacji syntetycznej sekcja KID dotycząca skutków niewypłacalności zwięźle opisuje mechanizm funkcjonowania instrumentu i wykorzystania swapów. Wskazano, że emitent jest spółką celową, a roszczenia inwestorów są zaspokajane według kolejności płatności określonej w warunkach produktu oraz – w razie niewystarczalności wpływów z realizacji zabezpieczonego majątku – mają charakter ograniczony do tych wpływów[1026]. Jednocześnie podkreślono możliwość utraty części albo całości zainwestowanej kwoty. W przypadku CoinShares dokument KID wskazuje, że mimo ustanowienia zabezpieczenia instrumentu, inwestor ponosi ryzyko niewypłacalności emitenta, który jest spółką celową i nie prowadzi działalności innej niż związana z emisją tych instrumentów. W razie niewypłacalności aktywa stanowiące zabezpieczenie mogą zostać zrealizowane, a uzyskane wpływy pieniężne zostaną rozdysponowane zgodnie z kolejnością pierwszeństwa właściwą dla produktu, przy czym mogą okazać się niewystarczające, co oznacza możliwość nieodzyskania pełnej wartości inwestycji, łącznie z ryzykiem całkowitej utraty kapitału[1027].

Odmiennie przedstawia się treść analogicznej sekcji w dokumentach KID dla funduszy ETF. Na przykład w dokumencie KID dla Amundi Core S&P 500 Swap UCITS ETF Acc podkreślono wyodrębnienie majątku subfunduszu oraz brak odpowiedzialności krzyżowej względem innych subfunduszy i podmiotów świadczących usługi na rzecz funduszu, co implikuje, że ewentualna niewypłacalność spółki zarządzającej lub usługodawcy nie obciąża majątku subfunduszu. Komunikat ten odzwierciedla funduszową konstrukcję produktu oraz ustawową segregację aktywów

[1025] Zob. sekcję 3 dokumentu KID dla Xetra-Gold, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/backup/en/DE000A0S9GB0.pdf, dostęp: 05.02.2026.
[1026] Zob. np. dokument KID dla WisdomTree WTI Crude Oil 3x Daily Leveraged, https://dataspanapi.wisdomtree.com/pdr/documents/PRIIP_KID/WTMA/PL/PL-PL/IE00BMTM6B32/, dostęp: 31.01.2026.
[1027] Zob. dokument KID dla CoinShares Bitcoin ETP, https://kid.ttmzero.com/coinshares/GB00BLD4ZL17_latest_en_PL.pdf, dostęp: 5.02.2026.

właściwą dla reżimu UCITS[1028]. Jeszcze inną formułę zastosowano w dokumentach KID dla funduszy z rodziny Vanguard (w tym notowanego na GPW w Warszawie Vanguard LifeStrategy® 60% Equity UCITS ETF), w których akcent położono na rolę depozytariusza jako podmiotu przechowującego aktywa funduszu. Wskazano przy tym, że niewypłacalność podmiotu z grupy Vanguard nie powinna wpływać na aktywa przechowywane przez depozytariusza, natomiast rezydualne ryzyko może powstać w razie niewypłacalności samego depozytariusza albo podmiotu działającego w jego imieniu, co potencjalnie może skutkować stratą po stronie funduszu[1029]. W dokumentach KID funduszy z rodziny iShares (BlackRock) stosowana jest ujednolicona formuła, odwołująca się do wspólnej struktury prawnej programu, w której wskazuje się, że aktywa funduszu są przechowywane przez depozytariusza State Street Custodial Services (Ireland) Limited, a ewentualna niewypłacalność zarządzającego nie narusza tych aktywów. Jednocześnie zamieszczane jest dodatkowe zastrzeżenie dotyczące rezydualnego ryzyka związanego z potencjalną niewypłacalnością depozytariusza[1030].

Wracając do instrumentów typu ETC i ETN o zaawansowanych strategiach inwestycyjnych, warto też zwrócić uwagę na sekcję dokumentu KID dotyczącą wskazania, dla jakiego inwestora produkt jest odpowiedni („Docelowy inwestor indywidualny"), która ma szczególne znaczenie w przypadku instrumentów o podwyższonym profilu ryzyka. W odniesieniu do instrumentów opartych na kryptoaktywach, na przykładzie CoinShares, wprost wskazano, że produkt jest przeznaczony dla inwestorów posiadających odpowiednią wiedzę i/lub doświadczenie w zakresie produktów finansowych, którzy są zdolni zaakceptować całkowitą utratę inwestycji oraz nie przywiązywać wagi do ochrony kapitału. Z kolei w przypadku instrumentów lewarowanych, na przykładzie WisdomTree WTI Crude Oil 3x Daily Leveraged, emitent wskazuje, że produkt jest adresowany wyłącznie do inwestorów zaawansowanych, rozumiejących specyfikę mechanizmu dźwigni finansowej i akceptujących ryzyko utraty znacznej części albo całości zainwestowanego kapitału.

[1028] Dokument dostępny na stronie: https://www.amundietf.pl/en/professional/resources/document-library, dostęp: 5.02.2026.
[1029] Zob. dokument KID dla notowanego na GPW w Warszawie GlobalConnect Vanguard LifeStrategy® 60% Equity UCITS ETF, https://fund-docs.vanguard.com/ie00bmvb5p51_priipskid_pl.pdf, dostęp: 5.02.2026.
[1030] Zob. https://www.blackrock.com/pl/doradcy-i-dystrybutorzy/literature/kiid/eu-priips-ishares-core-sp-500-ucits-etf-usd-acc-ie00b5bmr087-pl.pdf, dostęp: 5.02.2026.

Przytoczone przykłady pokazują, że dokumenty KID – mimo zunifikowanej struktury – w odmienny sposób komunikują ryzyko związane z niewypłacalnością emitenta lub innych kluczowych uczestników struktury. Częściowo może to wynikać z odmienności konstrukcyjnych pomiędzy funduszami ETF (opartymi na ustawowej segregacji aktywów i reżimie depozytariusza) a instrumentami typu ETC i ETN (opartymi na kontraktowych mechanizmach zabezpieczenia oraz regułach pierwszeństwa zaspokojenia roszczeń). Warto jednak zauważyć, że także w obrębie kategorii funduszy ETF występują różnice w formule komunikacyjnej, choć same mechanizmy ochronne są zasadniczo zharmonizowane na poziomie unijnym i funkcjonują w sposób porównywalny.

Uzupełniająco, także inne elementy KID – w tym syntetyczny wskaźnik ryzyka (1–7) oraz scenariusze wyników – mogą w pewnym zakresie wspierać ocenę profilu produktu, choć ich funkcja polega przede wszystkim na standaryzacji prezentacji ryzyka, a nie na pełnej rekonstrukcji ryzyk konstrukcyjnych. Z perspektywy ochrony inwestora kluczowe znaczenie zachowuje zatem nie tyle sama „forma" KID, ile treść ujawnień w sekcjach, które odnoszą się do ryzyk prawnych i strukturalnych.

Odrębną kwestią pozostaje faktyczna zdolność oraz skłonność inwestorów detalicznych do prawidłowej interpretacji ujawnień zawartych w dokumentach KID. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że sama dostępność informacji – nawet przy zachowaniu wymogów formalnych co do jej zakresu i struktury – nie przesądza jeszcze o tym, że informacja ta zostanie przez adresatów wykorzystana w sposób efektywny, zwłaszcza gdy konstrukcja produktu jest złożona, a istotne ryzyka ujawniają się przede wszystkim w scenariuszach skrajnych. W tym kontekście wyniki badań T. Walthera[1031] sugerują, że w przypadku produktów inwestycyjnych dokument KID bywa postrzegany jako dokument bardziej informacyjny, bardziej zrozumiały i bardziej użyteczny niż prospekt, co potwierdza zasadność kierunku przyjętego w rozporządzeniu PRIIPs z perspektywy „czytelności" informacji dla inwestora detalicznego. Jednocześnie T. Paredes zwraca uwagę na istotne ograniczenie klasycznego modelu regulacji informacyjnej: proces ochrony inwestora nie kończy się na samym ujawnieniu informacji, lecz wymaga jeszcze, aby użytkownicy tej informacji potrafili ją

[1031] T. Walther, *Key investor documents and their consequences on investor behavior*, „Journal of Business Economics", 85(2)/2015, s. 129–156.

skutecznie wyszukiwać, przetwarzać i wykorzystywać w decyzjach inwestycyjnych[1032].

Mając na uwadze, że w analizowanych dokumentach KID złożone mechanizmy funkcjonowania instrumentów – w tym w szczególności rozwiązania służące ograniczaniu ryzyka emitenta oraz skutki ich zastosowania – bywają przedstawiane w odmienny sposób nawet w produktach zbliżonych konstrukcyjnie, zasadne staje się pytanie o to, w jakim stopniu inwestorzy detaliczni, do których produkty te są adresowane, są w stanie na podstawie zwięzłej informacji zawartej w dokumencie KID trafnie ocenić rzeczywisty charakter ryzyk związanych z instrumentem. Zagadnienie to ma charakter empiryczny i wykracza poza ramy niniejszej analizy normatywnej, może jednak stanowić punkt wyjścia do dalszych, wartościowych badań nad efektywnością standardu informacyjnego PRIIPs.

Przeprowadzona analiza pozwala sformułować trzy wnioski istotne z perspektywy tezy o zróżnicowaniu modeli ochrony inwestorów w giełdowych instrumentach indeksowych. Po pierwsze, rozporządzenie PRIIPs stanowi jedyny obszar, w którym ochrona inwestorów instrumentów typu ETC i ETN ma charakter w pełni „wbudowany" – wynika *ex lege* z samego faktu dystrybucji detalicznej i nie zależy od decyzji emitenta ani operatora platformy obrotu. W tym sensie rozporządzenie PRIIPs częściowo niweluje asymetrię regulacyjną zidentyfikowaną na poziomie konstrukcji produktu i mechanizmów obrotu. Po drugie, zunifikowana struktura dokumentu KID, choć służy porównywalności ujawnień, nie gwarantuje porównywalności percepcji ryzyka przez inwestora. Jak wykazała analiza, nawet produkty o zbliżonej konstrukcji komunikują ryzyko niewypłacalności w odmienny sposób, co może utrudniać trafną ocenę rzeczywistego charakteru ochrony. Po trzecie, ustalenia te potwierdzają tezę, że regulacja informacyjna ma charakter komplementarny, nie substytucyjny wobec ochrony na poziomie konstrukcji produktu. Standard PRIIPs może wspierać świadome decyzje inwestycyjne, lecz nie zastępuje mechanizmów ochronnych właściwych dla reżimu UCITS. W przypadku instrumentów typu ETC i ETN inwestor zasadniczo otrzymuje informację o odmiennym charakterze ochrony, jednak ciężar właściwej interpretacji tej informacji spoczywa na nim samym.

[1032] T. Paredes*, Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, SSRN, 1.06.2003, https://ssrn.com/abstract=413180, dostęp: 5.02.2026.

Wnioski

Przeprowadzona w tym rozdziale analiza porównawcza umożliwia weryfikację tezy głównej o asymetrii regulacyjnej między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN, która została potwierdzona również co do zakresu regulacji na poziomie prawa Unii Europejskiej. Asymetria ta nie oznacza braku standardu ochrony inwestorów, lecz prowadzi do odmiennego modelu jego realizacji.

Na poziomie konstrukcji produktu kluczowe znaczenie mają mechanizmy ochrony inwestorów przed ryzykiem niewypłacalności emitenta, w tym zasady wydzielenia aktywów oraz mechanizm ograniczenia roszczeń posiadaczy instrumentów wyłącznie do aktywów z wyodrębnionej puli. Jest to rozwiązanie o dwoistym charakterze: z jednej strony chroni pulę przed roszczeniami innych wierzycieli emitenta, z drugiej jednak wyłącza możliwość dochodzenia zaspokojenia z pozostałego majątku emitenta. Zasadnicza różnica względem funduszy ETF dotyczy źródła ochrony: w funduszach ETF segregacja aktywów i ich wyłączenie z masy upadłości następują *ex lege*, natomiast w instrumentach typu ETC i ETN ochrona ma charakter kontraktowy, a jej skuteczność zależy od prawa właściwego oraz przyjętej konstrukcji zabezpieczenia. Standard ochrony cechuje się zatem większą heterogenicznością wynikającą z różnic między reżimami prawnymi właściwymi dla poszczególnych emisji.

Odmiennie przedstawia się sytuacja na poziomie polityki inwestycyjnej. Instrumenty typu ETC i ETN nie podlegają ograniczeniom w zakresie dywersyfikacji, dopuszczalnych klas aktywów ani poziomu dźwigni finansowej. Okoliczność ta nie musi być oceniana negatywnie, ponieważ instrumenty te umożliwiają uzyskanie ekspozycji niedostępnych w formule UCITS. Kluczowe pozostaje jednak zapewnienie, aby inwestorzy mieli świadomość specyficznych ryzyk, co w praktyce zależy od adekwatności ujawnień zawartych w dokumentacji produktowej.

Na poziomie obrotu zorganizowanego różnica między funduszami ETF a instrumentami typu ETC i ETN dotyczy przede wszystkim źródeł obowiązków. W przypadku funduszy ETF wynikają one z przepisów zharmonizowanych prawa unijnego, uzupełnianych regulacjami platform obrotu oraz rozwiązaniami przyjmowanymi przez emitentów. W przypadku instrumentów typu ETC i ETN – wobec braku

zharmonizowanej podstawy normatywnej – podstawowe znaczenie mają regulaminy platform oraz postanowienia dokumentacji emisyjnej. W wymiarze materialnym mechanizmy stosowane w instrumentach typu ETC i ETN w znacznej mierze zapewniają funkcjonalną ekwiwalentność względem funduszy ETF w zakresie funkcjonowania w obrocie zorganizowanym, a odstępstwa parametryczne (w szczególności szersze spready dla instrumentów opartych na mniej płynnych aktywach) odzwierciedlają uwarunkowania rynkowe, a nie lukę regulacyjną. Odmienność dotyczy natomiast publikacji wskaźników wartości referencyjnej, w szczególności w ujęciu śródsesyjnym, co utrudnia inwestorom weryfikację (choć jej nie wyklucza), czy transakcja zawierana jest po cenie odpowiadającej wartości ekonomicznej instrumentu.

W obszarze wymogów informacyjnych rozporządzenie PRIIPs ustanawia jednolity standard dokumentu KID dla obu kategorii produktów, stanowiąc zarazem jedyny obszar, w którym instrumenty typu ETC i ETN są uregulowane w sposób tożsamy z funduszami ETF na poziomie prawa unijnego. Analiza treści dokumentów KID wskazuje jednak, że zunifikowana struktura formalna nie eliminuje zróżnicowania w sposobie komunikowania ryzyk konstrukcyjnych, co potwierdza komplementarny – a nie substytucyjny – charakter regulacji informacyjnej wobec mechanizmów ochrony na poziomie konstrukcji produktu.

Powyższe ustalenia prowadzą do odpowiedzi na zasadnicze pytanie rozdziału: w jakim stopniu instrumenty typu ETC i ETN zapewniają standard ochrony zbliżony do funduszy ETF? Na poziomie funkcjonalnym – w znacznym stopniu; na poziomie prawnym – w stopniu ograniczonym. Różnica ujawnia się w sytuacjach kryzysowych, takich jak niewypłacalność emitenta i potrzeba egzekucji roszczeń. Funkcjonalna ekwiwalentność nie oznacza bowiem prawnej ekwiwalentności. Instrument ETC zabezpieczony fizycznym złotem może funkcjonować identycznie jak ETF, lecz w przypadku upadłości emitenta pozycja inwestora jest zasadniczo odmienna: inwestor ETF ma roszczenie do wydzielonej masy majątkowej funduszu chronionej *ex lege*, inwestor ETC – roszczenie wynikające z przyjętego przez emitenta mechanizmu kontraktowego i warunków emisji.

Praktyczną konsekwencją tego stanu rzeczy jest przesunięcie ciężaru *due diligence* na inwestora. W modelu ETF inwestor może polegać na „etykiecie" UCITS jako gwarancji minimalnego standardu. W modelu ETC/ETN musi samodzielnie

zweryfikować: czy instrument jest zabezpieczony, jaki jest charakter zabezpieczenia, jakie prawo jest właściwe oraz jakie są jego prawa w przypadku niewypłacalności emitenta. Okoliczność ta nabiera znaczenia wobec podobieństwa oznaczeń produktowych (ETF, ETC, ETN, ETP), które może sugerować inwestorom detalicznym większe podobieństwo konstrukcyjne i regulacyjne, niż ma to miejsce w rzeczywistości.

Na końcu można zauważyć, odnosząc się do tez postawionych w rozdziale 3 i częściowo zweryfikowanych na podstawie badań rynku, że po analizie dotyczącej regulacji nie ma podstaw do odróżniania instrumentów typu ETC od instrumentów typu ETN – w zakresie tych instrumentów, które znajdują się w obrocie na europejskich giełdach. Jedyną istotną różnicą pomiędzy tymi instrumentami jest charakter aktywa bazowego, przy czym – co wykazano w rozdziale 3 – kwalifikacja do poszczególnych kategorii na tej podstawie nie jest stosowana jednolicie.

ROZDZIAŁ 7. GIEŁDOWE INSTRUMENTY INDEKSOWE NA RYNKU POLSKIM – STAN OBECNY I OGRANICZENIA STRUKTURALNE

Wprowadzenie

Po przeprowadzeniu analizy giełdowych instrumentów indeksowych na głównych rynkach europejskich oraz określeniu standardów ich funkcjonowania – które, pomimo niepełnych i niejednolitych regulacji, umożliwiły dynamiczny rozwój tych instrumentów w ostatnich dwóch dekadach – możliwe jest przejście do omówienia rynku polskiego oraz krytycznej analizy regulacji mających do niego zastosowanie. Przez rynek polski należy rozumieć instrumenty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Polscy brokerzy umożliwiają inwestorom dostęp do szerokiej gamy instrumentów zagranicznych, podobnie jak zagraniczni brokerzy prowadzą działalność w Polsce, oferując zbliżone usługi. W takich przypadkach transakcje są jednak realizowane na rynkach zagranicznych i w większości sytuacji wymagają pośrednictwa brokera zagranicznego posiadającego członkostwo w danej giełdzie. Żaden z polskich brokerów nie jest bowiem członkiem kluczowych giełd europejskich analizowanych w poprzednich rozdziałach, takich jak Deutsche Börse, London Stock Exchange, Euronext czy Börse Stuttgart. Z tego względu rozwiązania polegające na oferowaniu w Polsce instrumentów notowanych na innych rynkach zostały w niniejszym rozdziale pominięte, gdyż nie mogą być uznane za element budowy lokalnego rynku analizowanych instrumentów w rozumieniu rynku funkcjonującego na zasadach przedstawionych w rozdziale 1.

W niniejszym rozdziale zostaną zatem omówione instrumenty będące w obrocie na GPW w Warszawie jako jedynej giełdzie działającej w Polsce. Instrumenty te można podzielić na dwie kategorie: (1) instrumenty wyemitowane lokalnie, na podstawie prawa polskiego oraz (2) instrumenty wyemitowane na podstawie prawa obcego, wprowadzone do obrotu na GPW w Warszawie w trybie tzw. *dual listing*. Rynek polski, młodszy i mniejszy od największych europejskich rynków giełdowych instrumentów indeksowych, nie obejmuje wszystkich kategorii tych produktów, w szczególności brak na nim lokalnie wyemitowanych instrumentów typu ETC oraz ETN, a ponadto występują na nim specyficzne rozwiązania w zakresie emisji i funduszy ETF.

Celem analizy przeprowadzonej w tym rozdziale jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie: jakie wnioski wynikają z porównania modelu regulacyjnego funkcjonowania polskiego rynku giełdowych instrumentów indeksowych ze standardami

rynkowymi omówionymi w rozdziałach 2 i 3 oraz z europejskimi standardami regulacyjnymi przedstawionymi w rozdziałach 4, 5 i 6? Analiza przedstawiona w niniejszym rozdziale przyczyni się także do weryfikacji tezy zakładającej, że krajowe uregulowania dotyczące giełdowych instrumentów indeksowych stwarzają liczne ograniczenia dla ich emitentów, co stawia ich w gorszej sytuacji niż podobne podmioty funkcjonujące na rynku europejskim, a stan ten nie uległ zasadniczym zmianom pomimo dotychczasowych reform.

W tym celu zostanie przedstawiony obraz rynku lokalnego, obejmujący dostępne instrumenty i zasady ich funkcjonowania. Następnie, ze względu na specyficzny i powszechnie krytykowany model funkcjonowania funduszy ETF emitowanych lokalnie – tj. funduszy portfelowych działających w formule funduszy inwestycyjnych zamkniętych – zostanie przeanalizowane, w jakim stopniu model ten realizuje standard europejski opisany w poprzednich rozdziałach, z uwzględnieniem jego ograniczeń oraz potencjalnych zalet. W dalszej części zostanie omówiona również perspektywa instrumentów typu ETC i ETN, a w szczególności krajowe rozwiązania dotyczące funduszy portfelowych, które częściowo kompensują brak lokalnie wyemitowanych instrumentów tego typu na rynku polskim. Analiza zawarta w tym rozdziale dostarcza podstaw do szczegółowej oceny polskich rozwiązań regulacyjnych, a wynikające z niej wnioski i propozycje zmian legislacyjnych zostały przedstawione w zakończeniu niniejszej rozprawy.

1 Polski rynek giełdowych instrumentów indeksowych

1.1 Geneza i początkowy etap rozwoju rynku

Polski rynek giełdowych instrumentów indeksowych jest relatywnie młody. Przez długi czas brakowało odpowiednich podstaw prawnych, które umożliwiałyby tworzenie tego rodzaju instrumentów na rynku regulowanym – na co zwraca uwagę m.in. W. Nawrot, podkreślając instytucjonalne ograniczenia występujące w krajowym systemie prawnym, szczególnie przed wejściem w życie osobnej ustawy regulującej funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych[1033]. Historię prób wprowadzenia funduszy

[1033] W. Nawrot, *Exchange-traded funds (ETF): nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2023.

ETF na polski rynek szczegółowo analizuje T. Miziołek, wskazując na konkretne przeszkody o charakterze regulacyjnym, które przez wiele lat uniemożliwiały ich implementację[1034]. Autor ten zauważa, że choć teoretyczna możliwość utworzenia funduszu ETF istniała co prawda już od wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych w 1998 r. (przy czym brakowało przepisów umożliwiających obrót jego tytułami uczestnictwa na giełdzie), to jednak pierwsze oficjalnie komunikowane starania zmierzające do wprowadzenia tego typu instrumentu na GPW w Warszawie podjęto w 2002 r.[1035].

Pierwszy fundusz ETF ostatecznie został wprowadzony na warszawską giełdę dopiero 22 września 2010 r. Zarząd GPW dopuścił wówczas do obrotu giełdowego 900 tys. tytułów uczestnictwa wyemitowanych w lutym przez wchodzący w skład funduszu MULTI UNITS Luxembourg (SICAV) z siedzibą w Luksemburgu subfundusz MULTI UNITS LUXEMBOURG Lyxor ETF WIG20[1036]. Jak zauważa T. Miziołek, podobnie jak w innych państwach, w których fundusze ETF pojawiły się wcześniej, również w Polsce pierwszym etapem rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego było uruchomienie akcyjnego funduszu ETF replikującego najważniejszy indeks lokalnego rynku[1037]. Fundusz ten cieszył się największym zainteresowaniem inwestorów w pierwszych latach, pomimo wprowadzenia kolejnych instrumentów, co zdaniem U. Gierałtowskiej odzwierciedla preferencje inwestorów obecne również na innych rynkach, na których po pojawieniu się nowych instrumentów wybiera się ekspozycję o charakterze lokalnym z uwagi na lepszą znajomość rynku i silniejsze przywiązanie do niego (*home bias*)[1038]. Osiem miesięcy po debiucie Lyxor ETF WIG20, czyli 31 maja 2011 r. do obrotu giełdowego na GPW w Warszawie zostały wprowadzone tytuły uczestnictwa dwóch kolejnych funduszy ETF zarządzanych przez Lyxor Asset Management: Lyxor ETF S&P 500 oraz Lyxor ETF DAX (również

[1034] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
[1035] Zamiar taki miało w szczególności CA IB TFI, które zawarło nawet stosowną umowę z GPW w Warszawie, jednak od debiutu odstąpiono z uwagi na znikome zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych. Zob. U. Gierałtowska, *ETF w warunkach polskich*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia", 49(4)/2015.
[1036] Konieczne było m.in. wprowadzenie zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, która wcześniej nie przewidywała możliwości wprowadzenia tego rodzaju instrumentów do obrotu na rynku regulowanym, a następnie dostosowanie Regulaminu Giełdy. Zob. T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit.
[1037] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit.
[1038] U. Gierałtowska, *ETF w warunkach polskich*, op. cit.

subfundusze wchodzące w skład funduszu parasolowego MULTI UNITS LUXEMBOURG)[1039]. Za zapewnienie płynności obrotu ich tytułów uczestnictwa odpowiada animator rynku – funkcję tę pełnił początkowo Société Générale Corporate & Investment Bank[1040].

Odnosząc tę sytuację do innych rynków – jak zwrócił uwagę T. Miziołek, powołując się m.in. na analizy firmy BlackRock – w czasie wprowadzenia do obrotu funduszy zarządzanych przez Lyxor GPW w Warszawie była jednym z najmłodszych i najmniejszych rynków funduszy ETF w Europie – mniej instrumentów tego rodzaju (biorąc pod uwagę całkowitą liczbę funduszy znajdujących się w obrocie – *total listings*) notowano jedynie na giełdach w Finlandii (1), na Węgrzech (1), w Rosji (1) i w Słowenii (1), zaś tyle samo w Grecji (3) i w Portugalii (3)[1041]. Również liczba zawieranych transakcji pozostawała bardzo niska – wynosiła średnio ok. 35 dziennie. Fundusze Lyxora pozostawały jedynymi funduszami ETF notowanymi na GPW w Warszawie przez niemal dekadę. Warto przy tym odnotować, że od 2018 r. fundusz oparty wcześniej na indeksie WIG20 bazował na indeksie dochodowym WIG20TR, uwzględniającym dywidendy[1042]. W kwietniu 2021 r. nastąpił jednak istotny zwrot: Lyxor podjął decyzję o likwidacji funduszu ETF na WIG20TR, powołując się na postanowienia statutu funduszu, które umożliwiały takie działanie w przypadku spadku wartości aktywów poniżej określonego poziomu[1043]. Dwa pozostałe fundusze ETF Lyxor (na indeksy DAX i S&P 500) pozostały w obrocie na GPW w Warszawie, choć po przejęciu emitenta przez Amundi w 2022 r. funkcjonują już pod nową nazwą[1044].

[1039] *Debiut ETF-ów LYXOR ETF DAX oraz LYXOR ETF S&P500*, GPW, 31.05.2011, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=46003&title=Debiut+ETF-%C3%B3w+LYXOR+ETF+DAX+oraz+LYXOR+ETF+SP500, dostęp: 8.07.2025.
[1040] T. Kondrakiewicz, *Fundusze ETF na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia", 47(3)/2013, s. 293–304.
[1041] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit.
[1042] *ETF na indeks WIG20TR (ETFW20L)*, GPW, 6.12.2018, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107835&title=ETF+na+indeks+WIG20TR+(ETFW20L), dostęp: 5.07.2025.
[1043] Decyzję tłumaczono niewystarczającą skalą aktywów oraz małym zainteresowaniem inwestorów, zwłaszcza w obliczu dostępności konkurencyjnych produktów. Fundusz został wycofany z obrotu 28 kwietnia 2021 r. Zob. *Informacja GPW dla uczestników Subfunduszu LYXOR WIG 20 UCITS ETF*, GPW, 26.04.2021, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=110910&title=Informacja+GPW+dla+uczestnik%C3%B3w+Subfunduszu+LYXOR+WIG+20+UCITS+ETF, dostęp: 5.07.2025.
[1044] Przykładem jest Amundi S&P 500 UCITS ETF – EUR (Dist) (dawniej Lyxor ETF S&P 500), notowany na głównych giełdach europejskich. Zob. szczegółowe informacje produktowe na stronie emitenta: https://www.amundietf.pl/en/professional/products/equity/amundi-sp-500-ii-ucits-etf-eur-dist/lu0496786574, dostęp: 15.07.2025.

1.2 Rozwój lokalnych funduszy ETF i dywersyfikacja oferty produktowej GPW (2019–2025)

Swoisty przełom w rozwoju rynku funduszy ETF w Polsce nastąpił w 2019 r., wraz z pojawieniem się pierwszych funduszy tego rodzaju emitowanych zgodnie z prawem krajowym. 7 stycznia 2019 r. na GPW w Warszawie zadebiutował Beta ETF WIG20TR – pierwszy fundusz ETF emitowany lokalnie[1045]. Został on utworzony przez AgioFunds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. we współpracy z Beta Securities Poland SA[1046] i przyjął formę portfelowego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, dostosowanego do codziennego obrotu. Wybór tej formuły wynikał z przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, które nie przewidywały odrębnej kategorii funduszy ETF. Celem funduszu było odwzorowywanie indeksu dochodowego WIG20TR (obejmującego komponenty indeksu WIG20 wraz z uwzględnieniem wypłacanych dywidend) przy wykorzystaniu pełnej replikacji fizycznej portfela akcji. Cena emisyjna jednego certyfikatu inwestycyjnego serii A na starcie wynosiła 38,77 zł, co odpowiadało jednej dziesiątej wartości indeksu WIG20TR.

W kolejnych latach AgioFunds TFI i Beta Securities Poland systematycznie rozszerzały ofertę, wprowadzając fundusze Beta ETF zapewniające ekspozycję na nowe segmenty rynku. Obejmowały one zarówno indeksy mniejszych spółek, jak i indeksy zagraniczne, strategie lewarowane oraz odwrotne, a także fundusze replikujące wyniki inwestycyjne indeksów obligacji. W 2025 r. uruchomiono ponadto fundusze o charakterze tematycznym, obejmujące m.in. instrument oparty na notowaniach kryptowaluty bitcoin oraz fundusz dywidendowy oparty na specjalnie opracowanym indeksie obejmującym spółki z GPW w Warszawie, które charakteryzują się regularną polityką dywidendową. Istotną nowością na rynku regulowanym było również wprowadzenie do obrotu pierwszego zagranicznego funduszu ETF o charakterze tematycznym – Future of Defence UCITS ETF – emitowanego przez HANetf ICAV.

[1045] *Debiut pierwszego polskiego ETF-a*, GPW, 7.01.2019, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107839&title=Debiut+pierwszego+polskiego+ETF-a, dostęp: 5.07.2025.
[1046] Fundusze Beta ETF są formalnie zarządzane przez AgioFunds TFI S.A., natomiast inicjatorem i podmiotem odpowiedzialnym za rozwój marki jest Beta Securities Poland S.A. (zob. https://betasecurities.pl). Dla uproszczenia przekazu w dalszej części pracy stosowane będzie określenie „fundusze Beta ETF", rozumiane jako fundusze zarządzane przez AgioFunds TFI S.A., funkcjonujące pod tą marką handlową.

Fundusz zapewnia ekspozycję na sektor zaawansowanych technologii obronnych, w tym na segment cyberbezpieczeństwa[1047].

W analizowanym okresie doszło także do pierwszego wprowadzenia funduszy ETF do obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu (ASO) na rynku GlobalConnect. 15 grudnia 2025 r. był dniem debiutu trzech zagranicznych funduszy ETF: iShares AI Infrastructure UCITS ETF, iShares MSCI EM UCITS ETF oraz Vanguard LifeStrategy 60% Equity UCITS ETF[1048]. W przeciwieństwie do Głównego Rynku GPW w Warszawie rynek GlobalConnect funkcjonujący jako Alternatywny System Obrotu (ASO) opiera się na odrębnej konstrukcji dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu. Papiery wartościowe nie są tam wprowadzane na wniosek emitenta, lecz na podstawie działania tzw. wprowadzającego animatora rynku[1049], który – zgodnie z regulaminem ASO – zobowiązuje się do zapewniania płynności obrotu oraz pełnienia funkcji animatora rynku dla danego instrumentu[1050].

Po uwzględnieniu wymienionych trzech funduszy na dzień 28 lutego 2026 r. na GPW w Warszawie notowanych było 19 funduszy ETF, z czego 13 to fundusze Beta ETF. Są to jedyne fundusze reprezentujące lokalny rynek funduszy ETF, podczas gdy pozostałe instrumenty są oferowane przez podmioty zagraniczne[1051]. W strukturze oferty funduszy Beta ETF widoczna jest stopniowa dywersyfikacja tematyczna, geograficzna oraz dotycząca strategii inwestycyjnych. Istotnym krokiem w rozwoju było także przekroczenie w 2025 r. progu 1 mld zł aktywów netto –

[1047] *Pierwszy tematyczny ETF NATO debiutuje na GPW*, GPW, 27.08.2025, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=117247&title=Pierwszy+tematyczny+ETF+NATO+debiutuje+na+GPW, dostęp: 7.02.2026.
[1048] *Warszawska Giełda rozszerza ofertę rynku GlobalConnect o segment zagranicznych ETF-ów*, GPW, 15.12.2025, https://www.gpw.pl/pl-ri-komunikaty-prasowe?ph_main_01_start=show&cmn_id=117650&title=Warszawska+Gie%C5%82da+rozszerza+ofert%C4%99+rynku+GlobalConnect+o+segment+zagranicznych+ETF-%C3%B3w, dostęp: 7.02.2026.
[1049] Funkcję wprowadzającego animatora rynku dla omawianych funduszy ETF na GlobalConnect pełni Biuro Maklerskie Santander Bank Polska S.A.
[1050] Zasady te zostały określone w § 2 pkt 4 i 6 Załącznika nr 8 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu pt. *Zasady ogólne działania w alternatywnym systemie obrotu na rynku GlobalConnect*.
[1051] Na początku 2026 r. TFI PZU zapowiedziało wprowadzenie do obrotu giełdowego własnych funduszy ETF – towarzystwo złożyło do KNF wnioski dotyczące trzech takich funduszy. Zapowiedź ta świadczy o rosnącym zainteresowaniu krajowych zarządzających segmentem funduszy ETF, który dotychczas rozwijany był w Polsce niemal wyłącznie przez jeden podmiot. Zob. *TFI PZU wchodzi w ETF-y. Pierwszy fundusz już w marcu*, PZU Inwestycje, 29.01.2026, https://in.pzu.pl/aktualnosci/szczegoly/tfi-pzu-wchodzi-w-etfy, dostęp: 7.02.2026.

osiągnięcie to zostało uznane za symboliczny kamień milowy potwierdzający stabilizację działalności rynkowej[1052].

Rozwojowi oferty towarzyszyły jednak istotne ograniczenia regulacyjne, wynikające z przyjętej konstrukcji prawnej funduszy ETF emitowanych w Polsce oraz dodatkowych przeszkód o charakterze administracyjnym, o których będzie mowa w podrozdziale 3. Wszystkie fundusze Beta ETF działają w formule portfelowych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Odmienność tej konstrukcji w stosunku do funduszy UCITS, wykorzystywanych przez zagranicznych emitentów takich jak Lyxor (a potem Amundi), przekładała się (i stan ten nadal nie uległ znaczącym zmianom) na zasadniczo mniej korzystne warunki działania krajowych podmiotów. Polscy emitenci, operujący wyłącznie w ramach dostępnych rozwiązań krajowych, funkcjonowali w warunkach bardziej restrykcyjnych, co ograniczało ich możliwości rozwoju i konkurowania na równych zasadach z funduszami zarządzanymi przez podmioty zagraniczne[1053].

Mimo tych barier fundusze Beta ETF zdołały zbudować stabilną pozycję rynkową oraz pozyskać znaczące aktywa, bazując wyłącznie na inwestorach krajowych. Warto przy tym odnotować, że w niektórych obszarach konstrukcja portfelowego funduszu inwestycyjnego zamkniętego dopuszcza szerszy zakres dozwolonych aktywów i strategii inwestycyjnych niż reżim UCITS – umożliwiło to utworzenie funduszy odwzorowujących ceny pojedynczych aktywów (takich jak bitcoin) lub stosujących dźwignię finansową wykraczającą poza limity UCITS[1054], co zostanie szczegółowo omówione w dalszej części tego rozdziału.

[1052] *1 mld zł aktywów w funduszach BETA ETF*, Beta ETF, 26.06.2025, https://betaetf.pl/aktualnosci/1-mld-zl-aktywow-w-funduszach-beta-etf, dostęp: 7.02.2026.
[1053] Zob. M. Opoka, *Fundusz ETF jako fundusz portfelowy: ocena polskich wymogów regulacyjnych z perspektywy przepisów europejskich i uwarunkowań rynkowych*, „Przegląd Prawa Handlowego", 2021, s. 26–34; T. Miziołek, *Zmieńmy regulacje dla funduszy ETF [OPINIA]*, Gazeta Prawna, 8.03.2023, https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/8676902,regulacje-fundusz-etf-zmiany.html, dostęp: 30.10.2023; D. Bąbol, *Portfelowy FIZ, czyli najbardziej otwarty fundusz inwestycyjny*, Parkiet, https://www.parkiet.com/felietony/art37816121-portfelowy-fiz-czyli-najbardziej-otwarty-fundusz-inwestycyjny, dostęp: 8.07.2025.
[1054] W przypadku innych rynków europejskich zasadniczo takie ekspozycje oferowane są inwestorom w formie instrumentów typu ETC lub ETN.

1.3 Pozostałe instrumenty indeksowe na GPW w Warszawie – instrumenty typu ETC i ETN

Polski rynek giełdowych instrumentów typu ETC i ETN jest jeszcze młodszy i znacznie mniej rozwinięty. W przypadku instrumentów typu ETC 30 sierpnia 2023 r. na GPW w Warszawie zadebiutował pierwszy instrument tego typu[1055]. Wprowadzenie go wymagało uprzedniego dostosowania ram regulacyjnych, w tym zmiany Regulaminu Giełdy oraz Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego (SZOG) celem umożliwienia notowania instrumentów tego rodzaju na rynku regulowanym. Debiutującym instrumentem był The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (RMAU) – produkt oferowany przez europejską platformę HANetf.

Zapewnia on ekspozycję na fizyczne złoto przechowywane w brytyjskiej Mennicy Królewskiej (The Royal Mint) zgodnie ze standardem *Good Delivery* London Bullion Market Association (LBMA)[1056]. Na GPW w Warszawie jest notowany w polskich złotych pod nazwą ETCGLDRMAU i funkcjonuje w systemie notowań ciągłych. Jego konstrukcja odpowiada modelowi instrumentów typu ETC opisanemu szczegółowo w rozdziale 3 niniejszej rozprawy.

Do 25 lutego 2026 r. na GPW w Warszawie nie były notowane żadne instrumenty typu ETN, mimo że Regulamin Giełdy przewidywał możliwość ich dopuszczenia i wprowadzenia do obrotu. W tym dniu wprowadzono cztery instrumenty typu ETN wyemitowane przez szwedzką spółkę Virtune AB, której instrumenty są notowane również na Nasdaq Stockholm, Nasdaq Helsinki, Euronext Amsterdam i Paris oraz Xetra[1057]. Wprowadzone instrumenty zapewniają ekspozycję na wybrane kryptoaktywa (bitcoin, ethereum, solana oraz XRP). Instrumenty te są notowane w złotych polskich, a płynność obrotu zapewnia Raiffeisen Bank International AG jako animator rynku. Debiut ten stanowi istotne rozszerzenie krajowej infrastruktury inwestycyjnej o nową kategorię instrumentów indeksowych, integrując aktywa cyfrowe z nadzorowaną strukturą rynku regulowanego.

[1055] *HANetf wprowadzi na GPW pierwszy produkt typu ETC na fizyczne złoto*, GPW, 21.08.2023, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=114234&title=HANetf+wprowadzi+na+GPW+pierwszy+produkt+typu+ETC+na+fizyczne+z%C5%82oto, dostęp: 8.07.2025.
[1056] *The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC*, HANetf, https://hanetf.com/fund/rmau-physical-gold-etc/, dostęp: 8.07.2025.
[1057] *GPW rozszerza ofertę o nowy typ instrumentów ETN*, komunikat prasowy GPW, 25.02.2026, https://www.gpw.pl/aktualnosci?ph_main_01_start=show&ph_main_01_cmn_id=117957, dostęp: 28.02.2026.

Pod względem infrastruktury rynkowej zarówno instrumenty typu ETN wprowadzone do obrotu przez Virtune AB, jak i The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (RMAU) zostały włączone do obrotu na rynku kasowym – rozrachunek prowadzony jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), a rozliczenia realizuje KDPW_CCP, przy zastosowaniu standardowego cyklu rozrachunkowego T+2[1058].

1.4 Dynamika rynku, stan obecny oraz perspektywy dalszego rozwoju

Przedstawiona w poprzednich podrozdziałach oferta giełdowych instrumentów indeksowych na GPW w Warszawie – obejmująca na 28 lutego 2026 r. 16 funduszy ETF, 1 instrument typu ETC oraz 4 instrumenty typu ETN na Głównym Rynku, a także 3 fundusze ETF w alternatywnym systemie obrotu GlobalConnect – pozostaje skromna w porównaniu z głównymi rynkami europejskimi. Mimo to ostatnie lata przyniosły wyraźną dynamikę wzrostową jeśli chodzi o aktywność inwestorów. W 2023 r. obroty tytułami uczestnictwa funduszy ETF wyniosły 1,12 mld zł, w 2024 r. osiągnęły 1,48 mld zł, a w 2025 r. przekroczyły 3 mld zł[1059]. Równolegle rósł poziom aktywów netto – w czerwcu 2025 r. fundusze Beta ETF przekroczyły łącznie 1 mld zł, a rok zamknęły z aktywami na poziomie 1,56 mld zł[1060]. Poniżej zaprezentowano zestawienie funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC będących w obrocie na GPW w Warszawie oraz roczne statystyki obrotów wraz z liczbą notowanych instrumentów od wprowadzenia pierwszego funduszu typu ETF w 2010 r. do końca 2025 r.

Warto także zwrócić uwagę na działania GPW w Warszawie ukierunkowane na wspieranie rozwoju tego segmentu rynku. Giełda okresowo znosiła opłaty od obrotu funduszami ETF oraz instrumentami typu ETC i ETN dla domów maklerskich

[1058] *Gold ETC cleared by KDPW_CCP*, KDPW_CCP, 28.08.2023, https://www.kdpwccp.pl/en/news-and-events/gold-etc-cleared-by-kdpw-ccp/121.html, dostęp: 8.07.2025.
[1059] Dane na podstawie statystyk publikowanych przez GPW w Warszawie na stronie https://www.gpw.pl/statystyki-gpw, dostęp 26.01.2026.
[1060] A. Zalewska, *BETA ETF: Podsumowanie 2025 i plany na 2026 rok*, Analizy.pl, 12.01.2026, https://www.analizy.pl/puls-rynku/39014/beta-etf-podsumowanie-2025-plany-na-2026, dostęp: 7.02.2026.

wprowadzających promocyjne warunki dla klientów, a także opłaty za dopuszczenie nowych instrumentów do obrotu[1061].

Tabela 5. Fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC notowane na GPW w Warszawie w latach 2010–2025 – chronologiczny wykaz instrumentów

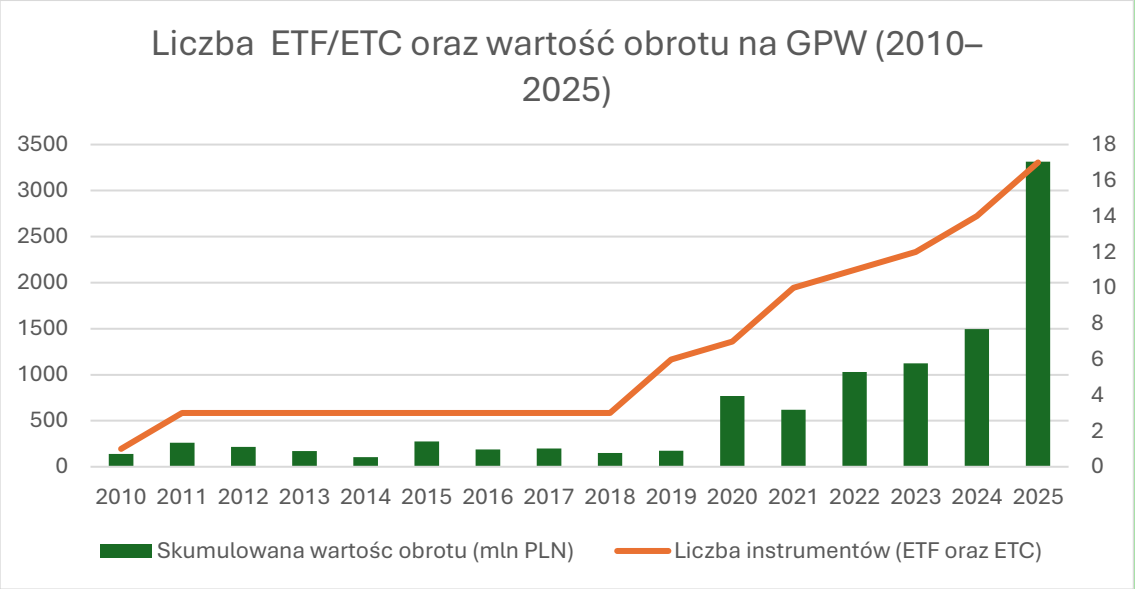
Nazwa instrumentu	Skrót (GPW)	Indeks odniesienia / ekspozycja	Data debiutu giełdowego
Lyxor WIG 20 UCITS ETF*	ETFW20L	WIG20 (od 06.12.2018: WIG20TR)	22.09.2010
Amundi DAX III UCITS ETF Acc	ETFDAX	DAX (TR)	31.05.2011
Amundi S&P 500 II UCITS ETF EUR Dist	ETFSP500	S&P 500	31.05.2011
Beta ETF WIG20TR	ETFBW20TR	WIG20TR	07.01.2019
Beta ETF mWIG40TR	ETFBM40TR	mWIG40TR	05.09.2019
Beta ETF WIG20short	ETFBW20ST	WIG20short	27.11.2019
Beta ETF WIG20lev	ETFBW20LV	WIG20lev	25.02.2020
Beta ETF Nasdaq-100 PLN-Hedged	ETFBNDXPL	NASDAQ-100 NTR	08.02.2021
Beta ETF S&P 500 PLN-Hedged	ETFBSPXPL	S&P 500 NTR	15.03.2021
Beta ETF WIGtechTR**	ETFBWTECH	WIGtechTR	07.06.2021
Beta ETF sWIG80TR	ETFBS80TR	sWIG80TR	14.12.2021
Beta ETF TBSP	ETFBTBSP	TBSP.Index	17.01.2022
The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC	ETCGLDRMAU	cena spot złota (LBMA Gold Price)	30.08.2023
Beta ETF Obligacji 6M	ETFBCASH	GPWB-BWZ	02.01.2024
Beta ETF Nasdaq-100 3× Lev PLN-Hedged	ETFBNQ3LV	NASDAQ-100 NTR 3x Leveraged	10.09.2024

[1061] *Startuje Program zerowych opłat od obrotu ETF i ETC notowanych na GPW*, GPW, 19.12.2024, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=116365&title=Startuje+Program+zero-wych+op%C5%82at+od+obrotu+ETF+i+ETC+notowanych+na+GPW, dostęp: 7.02.2026.

Beta ETF Nasdaq-100 2x Short PLN-Hedged	ETFBNQ2ST	NASDAQ-100 NTR 2x Short	10.09.2024
Beta ETF Dywidenda Plus	ETFBDIVPL	WIGdivplus	18.08.2025
HANetf Future of Defence UCITS ETF	ETFNATO	EQM Future of Defence Index	27.08.2025
Beta ETF Bitcoin	ETFBTCPL	CME CF Bitcoin Reference Rate (kontrakty futures CME)	16.09.2025
iShares AI Infrastructure UCITS ETF***	ETFAIFS	STOXX Global AI Infrastructure Index	15.12.2025
iShares MSCI EM UCITS ETF***	ETFEUNM	MSCI Emerging Markets Index	15.12.2025
Vanguard LifeStrategy 60% Equity UCITS ETF***	ETFV60A	strategia *multi-asset* 60/40 (FOF – aktywnie zarządzany)	15.12.2025

* Fundusz wycofany z obrotu 28.04.2021 r.
** Fundusz przekształcony w Beta ETF Obligacji 6M.
*** Instrumenty notowane na rynku GlobalConnect.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *ETF/ETC/ETN*, GPW, https://www.gpw.pl/etfy, dostęp: 26.01.2026

Wykres 5. Rozwój rynku giełdowych instrumentów indeksowych na GPW w Warszawie w latach 2010–2025: liczba instrumentów i wartość obrotu (ujęcie roczne, uwzględniające zarówno rynek główny, jak i GlobalConnect)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie oficjalnych statystyk GPW w Warszawie

Odnosząc się do zaprezentowanych danych, trudno nie zauważyć, że fundusze ETF w początkowym okresie notowań na GPW w Warszawie nie spotkały się z istotnym zainteresowaniem ze strony inwestorów[1062], a wartość obrotów w ujęciu rocznym w pierwszych latach spadała i podniosła się znacząco dopiero po wprowadzeniu lokalnie emitowanych funduszy Beta ETF.

Należy przy tym zastrzec, że analiza oparta na danych w ujęciu rocznym nie oddaje w pełni dynamiki wzrostu zainteresowania funduszami ETF na GPW w Warszawie. O ile perspektywa roczna pozwala uchwycić szersze tendencje rozwojowe, o tyle nie uwzględnia ona efektu niepełnego roku notowań instrumentów wprowadzanych do obrotu w jego trakcie. Dotyczy to w szczególności 2025 r., który – mimo osiągnięcia rekordowych wartości obrotów – obejmował notowania kilku istotnych funduszy jedynie przez część roku: Beta ETF Dywidenda Plus oraz HANetf Future of Defence UCITS ETF zadebiutowały w sierpniu, Beta ETF Bitcoin we wrześniu, natomiast trzy fundusze ETF na rynku GlobalConnect (iShares AI Infrastructure UCITS ETF, iShares MSCI EM UCITS ETF oraz Vanguard LifeStrategy 60% Equity UCITS ETF) – dopiero w połowie grudnia 2025 r. Rzeczywista skala zainteresowania inwestorów tymi instrumentami znajdzie zatem pełniejsze odzwierciedlenie dopiero w statystykach za 2026 r.

T. Kondrakiewicz, analizując atrakcyjność pierwszych funduszy ETF wprowadzonych na GPW w Warszawie (tj. instrumentów emitowanych przez Lyxor), wskazuje, że jedną z głównych przyczyn takiego stanu rozwoju tego segmentu rynku był niski poziom wiedzy inwestorów na temat zasad funkcjonowania funduszy ETF oraz niekorzystna koniunktura giełdowa w latach 2010–2012, w szczególności niezadowalające stopy zwrotu z indeksu WIG20 (a tym samym i z funduszu ETF ten indeks odwzorowującego). Autorka zwraca też uwagę na niedostateczną precyzję odwzorowania indeksów bazowych przez pierwsze fundusze ETF jako czynnik zmniejszający ich atrakcyjność inwestycyjną. W kolejnych latach, zwłaszcza po wprowadzeniu do obrotu funduszy Beta ETF, zauważalna była wyraźna poprawa aktywności

[1062] W szczególności małą popularnością cieszyły się instrumenty na indeksy zagraniczne: w pierwszym roku notowań funduszy ETF zawarto jedynie 883 transakcje na fundusz ETF odwzorowujący indeks S&P 500 oraz 533 transakcje na fundusz ETF odwzorowujący indeks DAX. Źródło: oficjalne statystyki GPW w Warszawie.

inwestorów na krajowym rynku funduszy ETF. Wzrost zainteresowania tym segmentem pozostawał jednak istotnie skorelowany z ogólną poprawą koniunktury giełdowej.

Zależność tę analizował A. Barembruch, który ocenił efektywność inwestycji w fundusze ETF notowane na GPW w Warszawie z perspektywy systematycznego inwestowania w latach 2019–2024[1063]. W przeprowadzonym przez niego badaniu zastosowano trzy miary stopy zwrotu, ze szczególnym uwzględnieniem wewnętrznej stopy zwrotu (IRR), odzwierciedlającej zmienność przepływów pieniężnych w czasie. Mimo niestabilnych warunków rynkowych wyniki były pozytywne – dla czterech z dziewięciu analizowanych funduszy IRR przekroczyła 16%. Zwrócono przy tym uwagę na istotną korelację wyników funduszy ETF z koniunkturą na rynku polskich akcji, zwłaszcza w segmencie małych i średnich spółek.

Odnosząc powyższe analizy do zaprezentowanego wykresu, można potwierdzić, że rozwój oferty giełdowych instrumentów indeksowych (w szczególności funduszy ETF) oraz poprawa koniunktury na krajowym rynku, szczególnie w segmencie małych i średnich spółek, sprzyjały istotnemu wzrostowi zainteresowania instrumentami indeksowymi. Rośnie zarówno liczba dostępnych produktów, jak i wartość obrotów, co może wskazywać na postępującą akceptację strategii indeksowych wśród polskich inwestorów. Wsparciem dla tych trendów może być przykład przywoływanego wcześniej funduszu odzwierciedlającego indeks mWIG40TR, który okresowo osiągał wyższe stopy zwrotu niż popularne indeksy amerykańskie[1064].

W kontekście możliwości rozwoju rynku istotne jest również uwzględnienie roli alternatywnych systemów obrotu i możliwości udostępniania inwestorom szerszej oferty produktowej, którą te platformy tworzą. Część europejskich giełd prowadzi obecnie obrót instrumentami indeksowymi, takimi jak ETF, ETC i ETN, właśnie na platformach typu MTF. Przykładowo, Wiener Börse[1065] prowadzi system Vienna MTF, umożliwiający obrót funduszami ETF i instrumentami typu ETC bez

[1063] A. Barembruch, *Efektywność regularnych inwestycji na przykładzie funduszy ETF notowanych na GPW w latach 2019-2024*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej", 10(22)/2024, https://www.gwsh.pl/content/biblioteka/org/zeszyty/ag/zn22/ZN22AG_01Barembruch.pdf, dostęp: 9.07.2025.
[1064] W tym kontekście warto odnotować, że fundusz Beta ETF mWIG40TR Portfelowy FIZ uzyskał w 2023 r. stopę zwrotu na poziomie +42,31% (wobec +43,22% benchmarku mWIG40TR), podczas gdy indeks S&P 500 (*total return*) wzrósł w analogicznym okresie o +26,29%.
[1065] *Debt listing on the Vienna MTF*, Wiener Boerse, https://www.wienerborse.at/en/listing/debt-securities/vienna-mtf/, dostęp: 7.02.2026.

konieczności uzyskania zgody emitenta. Podobny model wdrożono również na giełdzie bułgarskiej[1066].

Warto odnieść się również do alternatywnego systemu obrotu GlobalConnect prowadzonego przez GPW w Warszawie, w którym notowane są akcje zagranicznych spółek, a od niedawna także fundusze ETF[1067]. Obowiązujący regulamin ASO nie przewiduje jednak obecnie możliwości wprowadzania do obrotu na tej platformie instrumentów typu ETC ani ETN. Na istotność tego ograniczenia zwracano uwagę w literaturze[1068], podkreślając, że mechanizm GlobalConnect – umożliwiający notowanie instrumentów bez bezpośredniego udziału emitenta – mógłby istotnie poszerzyć dostępną ofertę. Ma to szczególne znaczenie w kontekście postępującej koncentracji obrotu giełdowymi instrumentami indeksowymi na największych europejskich giełdach oraz wynikającego z niej ryzyka marginalizacji mniejszych platform obrotu przez emitentów[1069].

Podsumowując, rynek funduszy ETF i instrumentów typu ETC i ETN w Polsce ulega stopniowemu rozwojowi pomimo wyzwań i ograniczeń, z których dla niniejszej pracy szczególne znaczenie mają te o charakterze regulacyjnym. Są to przede wszystkim specyficzna formuła prawna funkcjonowania lokalnych funduszy ETF oraz brak lokalnych instrumentów typu ETC i ETN.

Na znaczenie powyższych barier zwraca uwagę także T. Miziołek, który w swojej analizie rozwoju rynku funduszy ETF w Polsce przedstawił kompleksowy zestaw czynników determinujących ten proces. Obok uwarunkowań makroekonomicznych (takich jak poziom rozwoju rynku finansowego czy stan koniunktury gospodarczej) oraz mikroekonomicznych i społeczno-psychologicznych autor szczególną uwagę poświęcił aspektom regulacyjnym. Wskazał, że implementacja przepisów unijnych dotyczących zasad tworzenia i funkcjonowania funduszy ETF (w szczególności dyrektywy UCITS), a także krajowe regulacje określające możliwości inwestycyjne wybranych grup uczestników rynku (np. otwartych funduszy emerytalnych)

[1066] Zob. https://www.bse-sofia.bg/en/mtf-bse-international, dostęp: 7.02.2026.
[1067] Zob. https://gpwglobalconnect.pl/, dostęp: 7.02.2026.
[1068] M. Opoka, *Instrumenty typu ETC jako nowe instrumenty finansowe na GPW w Warszawie – wyzwania regulacyjne w aspekcie porównawczym*, „Journal of Finance and Financial Law", 2(42)/2024, s. 127–152.
[1069] T. Miziołek, *Jaka przyszłość czeka giełdowy rynek ETF-ów w Polsce?*, Analizy. pl, 23.04.2025, https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/37266/jaka-przyszlosc-czeka-gieldowy-rynek-etf-ow-w-polsce, dostęp: 13.02.2026.

mają bezpośredni wpływ na rozwój tego segmentu. Zidentyfikował również ograniczoną sieć dystrybucji – wynikającą m.in. z modelu, w którym dostęp do funduszy ETF przewidziany jest wyłącznie za pośrednictwem domów maklerskich – jako barierę o charakterze strukturalnym. Wreszcie – regulacje dotyczące opodatkowania zysków kapitałowych mogą w sposób istotny wpływać na skłonność inwestorów indywidualnych do lokowania środków w tego typu instrumenty[1070]. Na podobne wyzwania zwraca uwagę W. Nawrot, podkreślając dodatkowo potrzebę zainteresowania funduszami ETF inwestorów instytucjonalnych[1071].

2 Indeksowy fundusz ETF w strukturze polskiego rynku

2.1 Wymogi definicji funduszu ETF a dostępne formy prawne funduszy inwestycyjnych

Analizę giełdowych instrumentów indeksowych w Polsce – analogicznie do podejścia przyjętego w poprzednich rozdziałach w odniesieniu do rynku europejskiego – należy rozpocząć od funduszy ETF jako najstarszych i najbardziej rozwiniętych spośród tego rodzaju instrumentów, również na rynku krajowym. W polskim porządku prawnym, w którym ramy działania funduszy inwestycyjnych określa ustawa o funduszach inwestycyjnych, nie przewidziano wprost formy prawnej ani konstrukcji organizacyjnej określanej jako „fundusz ETF".

Na etapie prac legislacyjnych nad ww. ustawą w latach 2003-2004 dostrzeżono jednak potrzebę stworzenia podstaw dla funkcjonowania funduszy o takim charakterze – intencję tę wyrażono w uzasadnieniu do projektu ustawy. Wskazano w nim, że realizacji tego celu ma służyć instytucja tzw. funduszu portfelowego[1072]. Z uwagi jednak na brak jednoznacznej konstrukcji prawnej przeznaczonej funduszom ETF oraz na szeroko opisywane w literaturze i praktyce ograniczenia wynikające z faktu, że fundusz portfelowy może funkcjonować wyłącznie jako fundusz zamknięty, warto przedstawić tę instytucję w szerszym kontekście regulacyjnym, by zweryfikować, czy rzeczywiście stanowi ona jedyną dostępną obecnie formę prawną, w ramach

[1070] T. Miziołek, *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym…*, op. cit.
[1071] W. Nawrot, *Exchange-traded funds (ETF)…*, op. cit.
[1072] Uzasadnienie do projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych, IV kadencja, druk sejm. nr 1773. Link https://orka.sejm.gov.pl/proc4.nsf/opisy/1773.htm, dostęp: 7.02.2026.

której fundusz indeksowy typu ETF mógłby funkcjonować na gruncie obowiązującego prawa, by móc następnie ocenić, w jakim stopniu odpowiada ona konstrukcji i specyfice tego rodzaju funduszy.

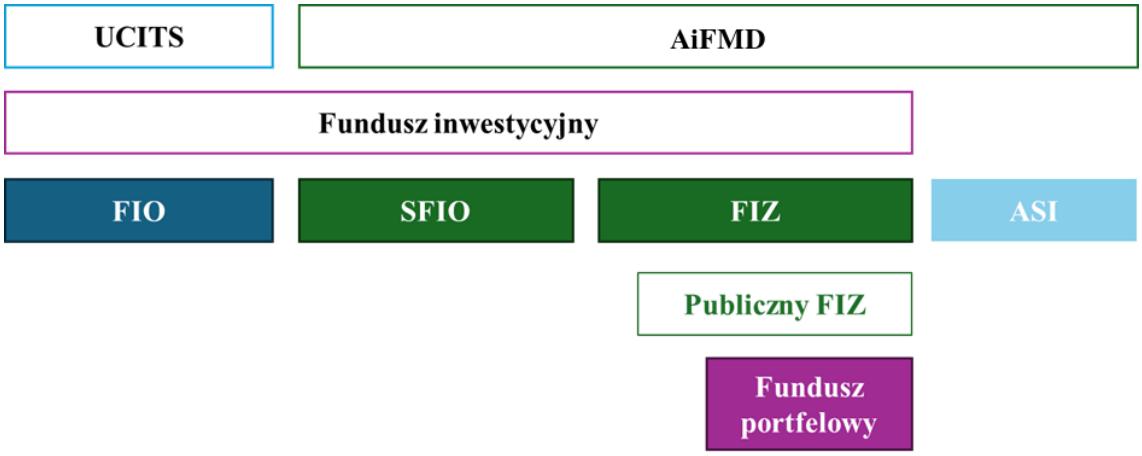
W tym celu konieczne jest odwołanie się do kryteriów kwalifikacji instrumentu jako funduszu ETF, zrekonstruowanych w rozdziale 5 na podstawie art. 4 ust. 1 pkt 46 dyrektywy MiFID II. Zgodnie z tą rekonstrukcją definicja obejmuje: (1) status funduszu inwestycyjnego; (2) obecność co najmniej jednej kategorii tytułów uczestnictwa w obrocie zorganizowanym przez cały dzień sesyjny oraz (3) funkcjonowanie animatora rynku podejmującego działania w celu ograniczenia odchyleń ceny rynkowej od wartości aktywów netto przypadających na tytuły uczestnictwa pozostające w obrocie. W realiach prawa polskiego zasadniczym problemem wstępnym jest spełnienie przesłanki (2) ze względu na specyfikę regulacji tytułów uczestnictwa w poszczególnych typach polskich funduszy inwestycyjnych oraz wynikające z niej ograniczenia w zakresie ich zbywalności i dopuszczalności obrotu. Ocena realizacji przesłanki (3) oraz wynikających z niej standardów funkcjonowania (w tym relacji ceny rynkowej do NAV) zostanie przedstawiona w dalszej części rozdziału, z uwzględnieniem regulacji rynku giełdowego.

Zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz inwestycyjny może być utworzony jako (1) fundusz inwestycyjny otwarty (dalej: FIO); (2) specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (dalej: SFIO) lub (3) fundusz inwestycyjny zamknięty (dalej: FIZ)[1073]. Wśród FIZ wyróżniamy dodatkowe podkategorie, w tym kluczowe dla funkcjonowania polskich funduszy ETF fundusze portfelowe. Istotna jest w tym miejscu klasyfikacja powyższych typów funduszy z perspektywy ustawodawstwa Unii Europejskiej, gdyż będzie to miało istotne znaczenie dla ich praktycznego funkcjonowania zarówno na rynku krajowym, jak i z perspektywy międzynarodowej. Klasyfikację taką przyjął ustawodawca w nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych, która weszła w życie 4 czerwca 2016 r., dokonując implementacji dwóch kluczowych unijnych aktów prawnych, tj. dyrektywy AIFMD oraz dyrektywy UCITS. Wprowadzono wtedy do polskiego prawa instytucję

[1073] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 3 ust. 4.

alternatywnych funduszy inwestycyjnych (dalej: AFI)[1074], których definicja jest zbieżna z definicją zawartą w dyrektywie AIFMD i analizowaną w podrozdziale 2 rozdziału 5[1075]. Zdecydowano jednocześnie, że zarówno SFIO, jak i FIZ będą miały charakter alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Dodatkowo ustawa o funduszach inwestycyjnych dopuszcza także prowadzenie działalności inwestycyjnej w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI), która jednak nie jest funduszem inwestycyjnym sensu stricto w rozumieniu przepisów tej ustawy[1076]. Wykształcił się więc podział, na podstawie którego SFIO oraz FIZ spełniają wymogi dyrektywy AIFMD, natomiast wyłącznie FIO spełnia wymogi dyrektywy UCITS. Podział ten ma charakter rozłączny. Poniżej zaprezentowano miejsce funduszu portfelowego w strukturze form prowadzenia działalności na podstawie obecnej u.f.i., z uwzględnieniem odpowiedniej kwalifikacji z perspektywy unijnej.

Rysunek 6. Fundusz portfelowy w strukturze form prowadzenia działalności inwestycyjnej na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych



Źródło: Opracowanie własne

[1074] Na podstawie art. 2 pkt 10a przez alternatywny fundusz inwestycyjny rozumie się instytucję wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędącą funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe.
[1075] Ustawa o funduszach, art. 2 pkt. 10a.
[1076] Zob. art. 8a ustawy o funduszach inwestycyjnych, zgodnie z którym alternatywna spółka inwestycyjna (ASI) może prowadzić działalność w zakresie zbiorowego lokowania środków jako alternatywny fundusz inwestycyjny, przy czym – w świetle art. 3 tej ustawy – nie jest funduszem inwestycyjnym w rozumieniu jej przepisów ogólnych. Z uwagi na specyfikę konstrukcji możliwość funkcjonowania funduszu ETF jako AFI zostanie omówiona w dalszej części tego podrozdziału.

Podczas weryfikacji, w jakiej formie prawnej mógłby działać w Polsce indeksowy fundusz ETF, trzeba mieć na uwadze kluczowy dla tych instrumentów wymóg, który wynika bezpośrednio ich definicji zawartej w art. 4 pkt 46 dyrektywy MiFID II, tj. konieczności, aby tytuły uczestnictwa tych funduszy podlegały obrotowi w systemie obrotu. W doktrynie Ł. Czerepak zwraca uwagę na fundamentalny charakter tego wymogu[1077]. Konieczna jest zatem analiza dostępnych form prawnych funduszy z perspektywy możliwości wprowadzenia do obrotu ich tytułów uczestnictwa. Zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych FIO oraz SFIO zbywają i odkupują na żądanie uczestnika jednostki uczestnictwa[1078], natomiast tytułami uczestnictwa w FIZ są mające status papierów wartościowych certyfikaty inwestycyjne.

Charakter prawny jednostki uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym już na wstępie determinuje jej status z perspektywy indeksowego funduszu ETF. Ustawa o funduszach inwestycyjnych stanowi bowiem wprost, że jednostka uczestnictwa nie może być zbyta przez uczestnika na rzecz osób trzecich (tzn. innych niż fundusz przyznający jednostki i zobligowany do ich odkupienia). W konsekwencji każda czynność prawna zmierzająca do przeniesienia własności jednostek uczestnictwa na inną osobę aniżeli fundusz jest dotknięta sankcją bezwzględnej nieważności jako sprzeczna z przepisem ustawy (art. 58 § 1 kodeksu cywilnego[1079] w zw. z art. 83 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych). Ł. Czerepak zwraca uwagę na brak analogicznych regulacji w innych jurysdykcjach, takich jak Stany Zjednoczone czy Luksemburg, wskazując, że z tej perspektywy obowiązujące w Polsce ograniczenia istotnie zawężają możliwości operacyjne krajowych funduszy w porównaniu z ich zagranicznymi odpowiednikami[1080]. Autor ten opowiada się za ponownym rozważeniem zasadności tak daleko idącego ograniczenia wtórnego obrotu jednostkami uczestnictwa. Nie odnosząc się do *ratio legis* takiego stanu rzeczy, determinuje ono wykluczenie możliwości wprowadzenia jednostek uczestnictwa do obrotu giełdowego[1081]. Fundusze inwestycyjne, w których stanowią one tytuły uczestnictwa, nie będą zatem

[1077] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023.
[1078] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 6 ust. 1 pkt 1.
[1079] Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 1061 ze zm.).
[1080] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alterna-tywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023.
[1081] Zgodnie bowiem z § 3 ust 1 pkt 12 Regulaminu Giełdy dopuszczone do tego obrotu mogą być wyłącznie instrumenty finansowe, których zbywalność nie jest ograniczona.

odpowiednią formą prawną dla funduszu ETF, co wyklucza obecnie funkcjonujące FIO i SFIO.

Tym samym – z dwóch dostępnych na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych kategorii tytułów udziałowych – jedynie certyfikaty inwestycyjne, które emitowane są przez FIZ, mogą w obecnym stanie prawnym być przedmiotem obrotu. Zasady, na jakich odbywa się ten obrót, zdefiniowane zostały w szczególności w przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Na wstępie warto zauważyć, że nie każdy certyfikat inwestycyjny może być przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Ustawa o funduszach inwestycyjnych przewiduje taką możliwość wyłącznie w odniesieniu do certyfikatów emitowanych przez FIZ o charakterze publicznym. W ustawie tej zdefiniowano wprost w art. 2 pkt 39 publiczny FIZ jako fundusz portfelowy lub fundusz inwestycyjny zamknięty, którego certyfikaty inwestycyjne zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu lub zostały objęte albo nabyte w drodze oferty publicznej. Prowadzi to do wniosku, że krajowy fundusz ETF emitowany na podstawie u.f.i. może obecnie działać wyłącznie jako publiczny FIZ, gdyż tylko ten fundusz emituje instrumenty mogące być przedmiotem obrotu. Taka konstrukcja „skazuje" polskie fundusze ETF na działanie w formie alternatywnych funduszy inwestycyjnych, tj. w formule prawnej charakterystycznej dla dyrektywy AIFMD, i sprawia, że nie spełniają one wymogów stawianych funduszom UCITS.

W tym miejscu zasadne jest krótkie odniesienie do ASI jako potencjalnego wehikułu umożliwiającego funkcjonowanie w formule funduszu ETF. Zgodnie z art. 3 u.f.i. ASI nie jest funduszem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów ogólnych tej ustawy, co mogłoby prowadzić do wniosku, że nie spełnia podstawowego kryterium konstrukcyjnego właściwego dla funduszy ETF w ujęciu prawa polskiego, tj. posiadania statusu funduszu inwestycyjnego. Niemniej jednak, przy uwzględnieniu przedstawionego w podrozdziale 2.1 rozdziału 5 unijnego (funkcjonalnego) rozumienia „funduszu inwestycyjnego", możliwe jest przyjęcie ujęcia alternatywnego: jako podmiot objęty reżimem dyrektywy AIFMD można byłoby argumentować, że ASI spełnia przesłanki uznania jej za fundusz inwestycyjny w szerokim znaczeniu. Dodatkowo, w szczególności gdy ASI działa w formie spółki akcyjnej albo spółki komandytowo-akcyjnej, dopuszczalne jest wprowadzenie jej akcji do obrotu zorganizowanego. Okoliczność ta nie przesądza jednak o adekwatności ASI jako wehikułu

odpowiadającego konstrukcji funduszy ETF, która wymaga odrębnej oceny w świetle cech produktowych i organizacyjnych właściwych dla tego segmentu rynku.

Po pierwsze, konstrukcja oparta na formie spółki (kapitałowej albo komandytowo-akcyjnej), a nie na reżimie funduszu inwestycyjnego, nie jest projektowana dla mechanizmu ciągłej kreacji i odkupu tytułów uczestnictwa, charakterystycznego dla funduszy ETF. Próba odtworzenia tego mechanizmu wymagałaby operacyjnego wykorzystania instytucji nabywania i umarzania praw udziałowych, które w kodeksie spółek handlowych[1082] zostały ukształtowane jako instrumenty o charakterze wyjątkowym[1083].

Po drugie, reżim ASI nie zapewnia mechanizmów ochrony inwestora porównywalnych z tymi, które są powszechnie przyjęte w reżimie funduszy inwestycyjnych. Dla przykładu, minimalna ustawowa częstotliwość wyceny aktywów ASI wynosi zaledwie raz w roku (art. 70h ust. 1 u.f.i.). Tymczasem dyrektywa UCITS w art. 76 wymaga od funduszy publikacji ceny emisji, sprzedaży, odkupu lub umorzenia jednostek uczestnictwa za każdym razem, gdy takie transakcje następują, a ponadto co najmniej dwa razy w miesiącu[1084]. W realiach funduszy ETF, których tytuły uczestnictwa są przedmiotem obrotu w sposób ciągły w trakcie sesji giełdowej, praktyka rynkowa opiera się na bieżącej dostępności miar wartości aktywów netto (w tym wartości śródsesyjnych), co umożliwia animatorom rynku ograniczanie odchyleń ceny rynkowej od wartości aktywów netto.

Po trzecie, wątpliwości budzi adekwatność konstrukcji ASI z perspektywy instytucjonalnych gwarancji ochrony inwestorów, jeżeli uwzględnić zróżnicowanie reżimu regulacyjnego zależne od podstawy prowadzenia działalności oraz skali zarządzanych aktywów[1085]. W szczególności w modelu ASI nie występuje

[1082] Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 18).
[1083] W szczególności umorzenie dobrowolne akcji w spółce akcyjnej – nawet przy odpowiednich postanowieniach statutu – nie może być dokonywane częściej niż raz w roku obrotowym (art. 359 § 1 kodeksu spółek handlowych), a ponadto ustawodawca utrzymuje zasadę zakazu nabywania przez spółkę akcyjną akcji własnych, dopuszczając jedynie enumeratywnie wskazane wyjątki (art. 362 kodeksu spółek handlowych). Tego rodzaju uwarunkowania pozostają w sprzeczności z logiką funkcjonowania funduszy ETF, w których liczba tytułów uczestnictwa jest dostosowywana do popytu i podaży w sposób bieżący, w cyklu operacyjnym właściwym dla obrotu giełdowego.
[1084] W przypadku funduszy ETF, których tytuły uczestnictwa są przedmiotem obrotu przez cały dzień sesyjny, wymóg ten przekłada się na konieczność co najmniej codziennej publikacji NAV, a standardem rynkowym jest dodatkowo publikacja śródsesyjnej wartości aktywów netto (iNAV) w krótkich interwałach.
[1085] Zob. M. Walenda, *Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikułów inwestycyjnych w Polsce*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2019, s. 15–16. Autorka wskazuje na

charakterystyczna dla funduszy inwestycyjnych ustawowa konstrukcja wydzielonej masy majątkowej funduszu (odrębnej od majątku podmiotu zarządzającego), gdyż aktywa pozostają majątkiem spółki. Możliwe jest dodatkowo w niektórych okolicznościach funkcjonowanie ASI bez depozytariusza – a więc bez instytucji pełniącej funkcje przechowywania aktywów, prowadzenia ich rejestru oraz kontroli przepływów pieniężnych[1086] – co oznacza, że hipotetyczny „ASI ETF" mógłby funkcjonować w reżimie pozbawionym jednego z podstawowych elementów instytucjonalnej ochrony inwestora funduszy inwestycyjnych.

Wskazane przykłady nie wyczerpują katalogu różnic między reżimem ASI a zasadami funkcjonowania funduszy ETF czy standardami ochrony właściwymi funduszom inwestycyjnym w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych. Stanowią jednak wystarczającą podstawę do stwierdzenia, że nawet jeśli konstrukcja „ASI ETF" jest możliwa czysto teoretycznie, ASI nie stanowi odpowiedniego wehikułu do prowadzenia działalności w zakresie funduszu ETF. Z tych względów ASI nie będzie przedmiotem dalszej szczegółowej analizy w niniejszej rozprawie.

2.2 Fundusz portfelowy jako jedyna forma prawna umożliwiająca działalność funduszy ETF

Zawężając zatem potencjalne dla funkcjonowania funduszy ETF konstrukcje prawne do wehikułów stricte funduszowych, z perspektywy możliwości wprowadzania do obrotu można brać pod uwagę wyłącznie publiczne fundusze FIZ. Nie każdy publiczny FIZ będzie jednak właściwą formą prawną dla funduszu ETF. Fundusze inwestycyjne zamknięte charakteryzują się tym, że zazwyczaj są funduszami o stałym kapitale[1087]. Dla funduszu ETF kluczowa jest natomiast m.in. możliwość ciągłego emitowania i umarzania publicznych certyfikatów inwestycyjnych. Wynika to ze specyfiki działania takiego funduszu, a w szczególności ze sposobu kreacji i umarzania

liczne wyłączenia wymogów właściwych dla funduszy inwestycyjnych w odniesieniu do ASI zarządzanych na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI, w przeciwieństwie do ASI funkcjonujących na podstawie zezwolenia.

[1086] W szczególności zgodnie z art. 70zb ust. 1 ustawy o funduszach działalność zarządzającego ASI może być wykonywana na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI, jeżeli łączna wartość aktywów nie przekracza równowartości 100 mln EUR. Wobec takiego zarządzającego ASI nie stosuje się m.in. przepisów działu IV ustawy o funduszach a więc regulacji dotyczących depozytariusza. W polskich realiach rynkowych próg 100 mln EUR – zestawiony z aktualną skalą aktywów niektórych krajowych funduszy ETF – nie stanowiłyby przeszkody w powołaniu i funkcjonowaniu funduszu.

[1087] D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 120.

jego tytułów uczestnictwa, opisanego w rozdziale 3[1088]. Jedynym funduszem inwestycyjnym, który dopuszcza taką możliwość w warunkach polskich, jest fundusz portfelowy. Może on jednak funkcjonować wyłącznie jako fundusz inwestycyjny zamknięty. Ustawa o funduszach inwestycyjnych nie przewiduje takiej możliwości w odniesieniu do funduszu inwestycyjnego otwartego ani specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego. W literaturze podnosi się ponadto, że brak jest również możliwości przekształcenia istniejącego funduszu inwestycyjnego w fundusz portfelowy[1089], co dodatkowo ogranicza elastyczność tej konstrukcji. Po rozstrzygnięciu, że jedyną dopuszczalną formą prawną mogącą być wykorzystaną do utworzenia krajowego funduszu ETF pozostaje fundusz portfelowy, konieczne jest ustalenie, czy konstrukcja ta jest adekwatna do pełnienia funkcji funduszu ETF. Ocena ta zostanie przeprowadzona z uwzględnieniem: (1) mechaniki działania funduszy ETF omówionej w rozdziale 3; (2) standardów rynkowych przedstawionych w rozdziałach 2 i 3 oraz (3) kryteriów i standardów regulacyjnych przedstawionych w rozdziale 5.

Aby odpowiedzieć na powyższe pytanie, w pierwszej kolejności należy odnieść się do podstawowych cech konstrukcyjnych funduszu portfelowego, określonych w art. 179–182 u.f.i. W dalszej części niniejszego rozdziału przeanalizowane zostaną wybrane rozwiązania szczegółowe wynikające z tych przepisów, istotne z perspektywy potencjału dalszego wykorzystania tej konstrukcji na potrzeby rozwoju rynku funduszy ETF w Polsce. Na tym etapie analizy kluczowe jest jednak określenie, czy konstrukcja funduszu portfelowego spełnia podstawowe warunki prawne właściwe dla funduszy ETF. Zgodnie z art. 179 ust. 1 ustawy fundusz inwestycyjny zamknięty może zostać utworzony jako fundusz portfelowy dokonujący w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które – zgodnie ze statutem funduszu – są oferowane publicznie, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Ustawodawca wskazuje w powyższych przepisach, że warunkiem podstawowym dla funkcjonowania funduszu portfelowego jest

[1088] Mechanizm stałych kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa umożliwia też spełnienie innego istotnego wymogu funkcjonowania funduszu ETF, wynikającego z dyrektywy MiFID, tj. funkcjonowania animatora rynku, który podejmuje działania w celu zapewnienia, aby wartość jednostek lub akcji w danym systemie obrotu nie różniła się istotnie od ich wartości aktywów netto. Przy braku tego mechanizmu ciągłe składanie przez animatora zleceń kupna i sprzedaży po wartości odpowiadającej wartości aktywów funduszu (przypadających na dany instrument) nie byłoby w praktyce obrotu możliwe.

[1089] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alterna-tywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023. Teza 28.

zapewnienie ciągłej emisji certyfikatów inwestycyjnych, co należy interpretować jako zagwarantowanie w statucie funduszu, że każda kolejna emisja certyfikatów inwestycyjnych jest elementem koniecznym dla funkcjonowania funduszu i jest jednocześnie źródłem pozyskiwania aktywów do inwestowania[1090]. Ustawa określa również odrębne postanowienia w zakresie emisji i wykupu certyfikatów inwestycyjnych stanowiących tytuły uczestnictwa w funduszu portfelowym. Jak zauważa A. Chłopecki, jest to jedyny przypadek funduszu zamkniętego emitującego certyfikaty inwestycyjne w sposób ciągły[1091].

Kolejną istotną cechą konstrukcyjną indeksowych funduszy ETF – która, jak wykazano w podrozdziale 2 rozdziału 5, nie stanowi elementu koniecznego dla kwalifikacji funduszu jako funduszu ETF w ujęciu prawa unijnego, niemniej jednak z perspektywy problematyki niniejszej rozprawy (koncentrującej się na funduszach indeksowych) ma znaczenie fundamentalne – jest cel inwestycyjny polegający na odwzorowywaniu struktury określonego indeksu. W art. 182 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych ustawodawca przewidział w tym zakresie dwie możliwe formuły polityki inwestycyjnej funduszu portfelowego. Zgodnie z tym przepisem skład portfela inwestycyjnego może odpowiadać albo portfelowi papierów wartościowych stanowiącemu podstawę do ustalania wartości uznanego indeksu rynku regulowanego (tzw. portfelowi indeksowemu), albo portfelowi określonemu w statucie funduszu, niepowiązanemu z żadnym indeksem (tzw. portfelowi bazowemu)[1092]. W dalszej części rozdziału przedstawione zostaną szczegółowe rozwiązania dotyczące polityki inwestycyjnej funduszu portfelowego. Już na obecnym etapie analizy można jednak zauważyć, że na tle art. 182 ust. 2 ustawy konstrukcja funduszu portfelowego umożliwia odwzorowywanie indeksu bazowego, a zatem – z tej perspektywy – spełnia jeden z podstawowych warunków funkcjonalnych właściwych dla funduszu ETF.

Podsumowując dotychczasową analizę, konstrukcja funduszu portfelowego spełnia wszystkie trzy kryteria definicji funduszu ETF zawartej w MiFID II: (1) jest

[1090] P. Stanisławiszyn, *Artykuł 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, R. Mroczkowski (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
[1091] A. Chłopecki [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 410.
[1092] W związku z charakterem funduszu portfelowego ustawodawca ustanowił ograniczenia w zakresie możliwości zmiany jego portfela inwestycyjnego. Zmiana taka jest dopuszczalna wyłącznie w przypadkach niezależnych od decyzji zarządzającego, takich jak zmiana konstrukcji indeksu, zmiana jego składu, przekształcenie, połączenie lub podział podmiotów wchodzących w skład indeksu albo inne zdarzenie o podobnym charakterze.

funduszem inwestycyjnym w rozumieniu prawa polskiego i unijnego; (2) jego certyfikaty inwestycyjne jako papiery wartościowe mogą być przedmiotem obrotu giełdowego przez cały dzień sesyjny[1093] (w przeciwieństwie do jednostek uczestnictwa FIO/SFIO) oraz (3) konstrukcja ciągłej emisji i wykupu umożliwia funkcjonowanie mechanizmu animatora rynku zapewniającego zbieżność ceny z NAV. Jest to zatem jedyna dostępna w polskim porządku prawnym forma funduszu inwestycyjnego mogąca pełnić funkcję funduszu ETF. Dodatkowo, w wariancie portfela indeksowego, konstrukcja ta umożliwia realizację celu polegającego na odwzorowywaniu określonego indeksu. Należy jednak zastrzec, że trzeci z wymienionych wymogów – funkcjonowanie animatora rynku i dążenie do ograniczania odchyleń ceny rynkowej od NAV – nie został *expressis verbis* wyrażony na poziomie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Kwestia ta zostanie oceniona w dalszej części rozdziału w odniesieniu do ograniczeń wynikających z obecnego sposobu uregulowania funduszy portfelowych.

W tym kontekście warto odnotować, że 5 stycznia 2026 r. w serwisie internetowym Rządowego Centrum Legislacji zamieszczono projekt ustawy zmieniający m.in. ustawę o funduszach w celu implementacji dyrektywy 2024/927 (tzw. AIFMD II)[1094]. W projekcie tym zaproponowano m.in. wprowadzenie do art. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych definicji „funduszu inwestycyjnego typu ETF" (projektowany pkt 10ab). Zgodnie z projektowanym brzmieniem funduszem inwestycyjnym typu ETF miałby być: (1) fundusz portfelowy, o którym mowa w art. 179 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz (2) fundusz zagraniczny, alternatywna spółka inwestycyjna i unijny AFI, których co najmniej jeden tytuł uczestnictwa albo jedno prawo uczestnictwa jest przedmiotem obrotu w trakcie całego dnia sesyjnego w jednym z systemów obrotu instrumentami finansowymi, dla których wyznaczono co najmniej jednego animatora rynku podejmującego działania w celu zapewnienia, aby cena tych tytułów lub praw uczestnictwa nie różniła się istotnie od wartości

[1093] Zgodnie z art. 179 ust. 5 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz portfelowy jest obowiązany do złożenia – w terminie 7 dni od wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych – wniosku o dopuszczenie certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku regulowanym. Wymóg obecności w obrocie giełdowym jest zatem spełniony w sposób normatywny.

[1094] Zob. Projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz niektórych innych ustaw z 22 grudnia 2025 r., nr z wykazu UC105, https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12405803/katalog/13178870#13178870, dostęp: 27.01.2026.

aktywów netto (albo referencyjnej wartości aktywów netto) przypadających na dany tytuł lub prawo uczestnictwa.

Projektowane rozwiązanie trudno ocenić jednoznacznie pozytywnie albo negatywnie. Z jednej strony ma ono charakter porządkujący, ponieważ wypełnia lukę terminologiczną w prawie krajowym w zakresie pojęcia „funduszu inwestycyjnego typu ETF" wykorzystywanego w prawie unijnym w powiązaniu z dyrektywą MiFID II. Wprowadza też na poziomie ustawowym istotny wymóg w zakresie funkcjonowania animatora rynku i nałożenia na niego obowiązku zapewnienia, by cena tytułów uczestnictwa nie odbiegała istotnie od NAV funduszu. Z drugiej strony regulacja ta budzi zastrzeżenia z kilku względów. Po pierwsze, z punktu widzenia systematyki krajowego porządku prawnego rozważenia wymaga, czy definicja pojęcia wywodzonego z dyrektywy MiFID II nie powinna znaleźć się w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi jako zasadniczym akcie implementującym tę dyrektywę – przyznaje to zresztą częściowo sam projektodawca w uzasadnieniu do projektu ustawy. Po drugie, włączenie do definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej budzi wątpliwości merytoryczne: ASI nie stanowi funduszu inwestycyjnego w rozumieniu prawa polskiego, a jej konstrukcja – co wykazano wyżej – nie zapewnia mechanizmów ochrony inwestorów właściwych dla struktur funduszowych, w szczególności w zakresie wydzielenia aktywów oraz obligatoryjnego nadzoru depozytariusza. Po trzecie, praktyczna możliwość funkcjonowania ASI w formule ETF pozostaje wątpliwa ze względu na opisane wcześniej ograniczenia wynikające z formuły prawnej funkcjonowania jako spółka. W konsekwencji, niezależnie od zastrzeżeń w zakresie adekwatności konstrukcji, przewidziana możliwość funkcjonowania funduszu ETF w formule ASI może nie znaleźć praktycznego zastosowania.

2.3 Funkcjonowanie polskich funduszy ETF w obrocie giełdowym

Po ustaleniu, że fundusz portfelowy stanowi jedyną formę prawną właściwą dla funkcjonowania funduszy ETF na gruncie prawa polskiego, należy przeanalizować, w jaki sposób wymogi definicji funduszu ETF z dyrektywy MiFID II zostały odzwierciedlone w zasadach obrotu giełdowego. Ma to szczególne znaczenie w kontekście trzeciego z elementów tej definicji – wymogu funkcjonowania animatora rynku zapewniającego zgodność ceny tytułów uczestnictwa z przypadającą na nie wartością aktywów netto – który nie znalazł odzwierciedlenia w przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie definiuje tytuły uczestnictwa funduszy typu ETF przez odwołanie do dwóch odrębnych konstrukcji prawnych określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych[1095]. Pierwszą kategorię stanowią tytuły uczestnictwa zagranicznego funduszu inwestycyjnego otwartego (lub subfunduszu w takim funduszu), wpisanego do rejestru funduszy prowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego na podstawie art. 263 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Drugą kategorię stanowią certyfikaty inwestycyjne funduszu portfelowego, o którym mowa w art. 179 ust. 1 tej ustawy. Przyjęta definicja jest zatem komplementarna względem możliwych form prawnych funduszy ETF na rynku polskim – obejmuje zarówno fundusze zagraniczne (w praktyce głównie irlandzkie i luksemburskie fundusze UCITS), jak i krajowe fundusze portfelowe działające w reżimie AIFMD.

Tytuły uczestnictwa funduszy ETF są na GPW w Warszawie przedmiotem obrotu w systemie notowań ciągłych, co dotyczy zarówno Głównego Rynku, jak i rynku GlobalConnect. Zapewnia to inwestorom możliwość nabywania i zbywania tych instrumentów przez cały dzień sesyjny, zgodnie z wymogami definicji funduszu ETF zawartej w dyrektywie MiFID II.

Regulamin Giełdy przewiduje, że warunkiem dopuszczenia tytułów uczestnictwa funduszy ETF do obrotu jest istnienie ważnego zobowiązania animatora rynku. Zakres tego zobowiązania obejmuje, obok typowych zadań animatora rynku, również obowiązek podejmowania działań w celu zapewnienia, aby wartość danych instrumentów na giełdzie nie różniła się istotnie od przypadającej na nie wartości aktywów netto, a w stosownych przypadkach – od ich wskaźnikowych wartości aktywów netto[1096]. Wymóg ten stanowi implementację unijnego standardu wyrażonego w definicji funduszu ETF i jest zbieżny z analogicznymi regulacjami innych europejskich giełd, opisanymi w podrozdziale 3 rozdziału 6.

Szczegółowe wymogi dotyczące działalności animatorów funduszy ETF określone są w załącznikach do Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego (SZOG). Załącznik nr 11 ustala minimalne parametry animowania – obecność w arkuszu zleceń przez co najmniej 50% czasu sesji, minimalną wartość zleceń na poziomie 10 tys. zł

[1095] Zob. definicje z § 2 pkt 13a Regulaminu Giełdy.
[1096] Zob. wymogi w zakresie funkcjonowania animatora rynku dla funduszy ETF zawarte w § 17a Regulaminu Giełdy.

oraz maksymalny spread wynoszący 2,5%[1097]. Te wymogi brzegowe odpowiadają minimalnym standardom innych giełd europejskich i odzwierciedlają założenie, że nawet w warunkach ekstremalnej zmienności rynkowej powinien być zachowany pewien podstawowy poziom płynności. Praktyczne znaczenie mają jednak wymogi określone w załączniku nr 12 do SZOG, których spełnienie uprawnia animatora do korzystania z obniżonych opłat giełdowych. Dla funduszy ETF na główne indeksy (WIG20, DAX, S&P 500) wymogi te obejmują obecność w arkuszu zleceń przez 80% sesji, minimalną wartość zleceń na poziomie 400 tys. zł oraz maksymalny spread 1,5%. Dla pozostałych funduszy ETF minimalna wartość zleceń wynosi 150 tys. zł, a maksymalny spread – 2,0%[1098]. System ten tworzy zatem ekonomiczną zachętę do utrzymywania parametrów animowania znacząco przekraczających regulaminowe minima.

Z perspektywy porównawczej należy stwierdzić, że konstrukcja Regulaminu Giełdy w zakresie obrotu funduszami ETF odpowiada zasadniczo standardom przyjętym na innych europejskich giełdach. Wszystkie kluczowe elementy definicji funduszu ETF znajdują odzwierciedlenie w regulacjach GPW nawet jeśli, dane wymogi nie zostały uregulowana na poziomie ustawowym, jak w przypadku zasad funkcjonowania animatorów rynku. W tym sensie Regulamin Giełdy wypełnia lukę w regulacji ustawowej, zapewniając realizację standardu wynikającego z prawa unijnego.

3 Ograniczenia krajowych funduszy ETF w formule funduszu portfelowego

3.1 Ograniczona atrakcyjność funduszu portfelowego dla inwestorów instytucjonalnych

Ograniczenia transgraniczne wynikające ze statusu UCITS

Jak wykazano w rozdziale 5, fundusze ETF działające w formule UCITS korzystają z licznych udogodnień wynikających z funkcjonowania w ramach zharmonizowanego reżimu prawnego Unii Europejskiej. Do najważniejszych należą: możliwość

[1097] Zob. załącznik nr 11 do Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego w systemie UTP.
[1098] Zob. załącznik nr 12 do Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego w systemie UTP.

transgranicznego oferowania tytułów uczestnictwa na podstawie tzw. paszportu europejskiego, uproszczony reżim prospektowy oraz bardziej elastyczne zasady dywersyfikacji ryzyka niż w przypadku funduszy alternatywnych.

Model UCITS jest szeroko rozpoznawalny i ugruntowany w praktyce rynkowej, co przekłada się na jego wysoką akceptację wśród inwestorów europejskich oraz globalnych[1099]. Brak możliwości działania w formule UCITS znacząco ogranicza konkurencyjność krajowych funduszy ETF zarówno pod względem regulacyjnym, jak i operacyjnym. Przede wszystkim brak tzw. paszportu UCITS uniemożliwia uproszczone dopuszczenie tych funduszy do obrotu na innych rynkach regulowanych w Unii Europejskiej. Choć wprowadzenie funduszy typu non-UCITS do obrotu zagranicznego jest formalnie możliwe, w praktyce procedury te są znacznie bardziej złożone i nieprzystosowane do potrzeb emitentów detalicznych produktów indeksowych. Ograniczenie to ma również wymiar popytowy: jak wykazano w rozdziale 5, dominujące europejskie giełdy, takie jak Deutsche Börse (Xetra) czy London Stock Exchange, w praktyce nie notują funduszy ETF działających poza reżimem UCITS. Nieliczne wyjątki obejmują instrumenty dostępne wyłącznie dla inwestorów profesjonalnych lub fundusze notowane na giełdzie w Zurychu, funkcjonujące na podstawie specyficznych regulacji lokalnych.

Z uwagi na brak możliwości dotarcia do inwestorów indywidualnych na zagranicznych rynkach regulowanych – wynikający z nieobecności funduszy non-UCITS na głównych giełdach europejskich – kluczowego znaczenia nabierają inwestorzy instytucjonalni jako główne źródło potencjalnego popytu na fundusze ETF. Co więcej, liczne analizy – w tym badania D. Dannhausera i J. Pontiffa[1100] – wskazują, że inwestorzy instytucjonalni stanowią główny kanał napływu kapitału do funduszy ETF. Jednakże w zakresie możliwości dokonywania inwestycji w fundusze portfelowe przez inwestorów instytucjonalnych pojawiają się istotne bariery. Wewnętrzne polityki inwestycyjne wielu europejskich instytucji ograniczają lub wręcz wykluczają możliwość inwestycji w fundusze non-UCITS. Choć takie podejście często wynika z przyjętej praktyki rynkowej, ma ono również głębokie podstawy strukturalne. Przez niemal trzy dekady – od przyjęcia dyrektywy UCITS I w 1985 r. aż do wejścia w

[1099] *Factbook 2024*, EFAMA, https://www.efama.org/sites/default/files/files/fact-book-2024_lowres.pdf, dostęp: 12.07.2025.
[1100] C.D. Dannhauser, J. Pontiff, *FLOW*, SSRN, 2.08.2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3428702, dostęp: 9.02.2026.

życie dyrektywy AIFMD w 2011 r. – fundusze UCITS pozostawały jedyną zharmonizowaną formą funduszu inwestycyjnego w prawie Unii Europejskiej, wokół której wykształcił się kompletny ekosystem instytucjonalny: depozytariusze, administratorzy, audytorzy, agenci transferowi i dystrybutorzy operują głównie w tym standardzie[1101]. Fundusze portfelowe, jako fundusze alternatywne, pozostają poza tym układem infrastrukturalnym.

Tezę tę potwierdzają dane empiryczne dotyczące preferencji inwestorów instytucjonalnych oraz struktury przepływów kapitałowych na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych. Przykładowo, raport EBC dotyczący tzw. funduszy funduszy (*fund of funds*, FoF) wskazuje, że przeciętny fundusz tego typu inwestuje średnio 18,45% aktywów w fundusze ETF (zdecydowana większość to fundusze ETF typu UCITS), a pozostałą część w tradycyjne fundusze (głównie UCITS) i instrumenty rynku pieniężnego[1102]. Z kolei analiza Lipper Alpha Insight podsumowująca rynek funduszy inwestycyjnych w 2023 r. wskazuje, że również w ramach produktów ubezpieczeniowych rola funduszy ETF – przede wszystkim typu UCITS – rośnie[1103]. Z kolei w raporcie Citigroup dotyczącym rynku europejskiego podkreślono, że inwestowanie w fundusze non-UCITS jest dla wielu instytucji „*highly restricted*" ze względów regulacyjnych i operacyjnych[1104].

Zestawienie danych statystycznych opublikowanych przez EFAMA za 2024 r. dodatkowo potwierdza systemową przewagę rynku UCITS nad segmentem funduszy alternatywnych, zarówno pod względem wartości aktywów, jak i dynamiki napływów kapitałowych. Na koniec 2024 r. aktywa netto funduszy UCITS były niemal dwukrotnie wyższe niż aktywa funduszy alternatywnych. Różnica ta jest jeszcze bardziej widoczna w ujęciu przepływów netto: wartość środków napływających do funduszy UCITS była w roku 2024 ponad 12-krotnie wyższa niż w przypadku funduszy

[1101] *Luxembourg UCITS turn 30 on Friday 30 March 2018*, ALFI, 29.03.2018, https://www.alfi.lu/en-gb/news/luxembourg-ucits-turn-30-on-friday-30-march-2018, dostęp: 12.07.2025.
[1102] L. Dekker, L. Molestina Vivar, Ch. Weistroffer, *Passing on the hot potato: the use of ETFs by open ended funds to manage redemption requests*, European Central Bank, 2024, https://data.europa.eu/doi/10.2866/358252, dostęp: 11.07.2025.
[1103] *European Fund Industry Review 2023*, LSEG Lipper, 2.2024, https://www.lipperfundawards.com/Media/Files/PDFs/2024/Europe/European-Fund-Industry-Review-2023-Awards-Edition-240227.pdf, dostęp: 10.07.2025.
[1104] *How to Launch a UCITS Fund*, Citigroup Citi Securities Services, 3.2024, s. 7, https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/icpublic/Citi-Securities-Services-UCITS-Playbook.pdf, dostęp: 10.07.2025.

alternatywnych. W samym IV kwartale 2024 r. sprzedaż netto funduszy UCITS przekroczyła wartość sprzedaży AIF ponad 10-krotnie, przy czym ok. połowy tego wolumenu stanowiły fundusze ETF działające w formule UCITS[1105]. Na tle powyższych danych konstrukcja funduszu portfelowego – jako lokalnego odpowiednika funduszu ETF w modelu AIF – pozostaje strukturalnie niezdolna do konkurowania z funduszami UCITS. Brak możliwości paszportowania, ograniczony dostęp do platform dystrybucyjnych (przede wszystkim giełd) oraz ograniczone zainteresowanie ze strony instytucji rynku finansowego sprawiają, że potencjał rozwojowy krajowych funduszy ETF opartych na obecnej konstrukcji prawnej pozostaje silnie ograniczony.

Dostępność funduszy portfelowych dla inwestorów instytucjonalnych

Przez długi czas pozycja krajowych funduszy ETF była mniej korzystna nie tylko w wymiarze transgranicznym, lecz także na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych. Dostępność tych funduszy jako kategorii inwestycyjnej dla funduszy inwestycyjnych otwartych pozostawała istotnie utrudniona, co wynikało z ich konstrukcji prawnej oraz z konsekwencji regulacyjnych związanych z tym modelem. Tym samym, obok barier wynikających z braku statusu UCITS, istniały również ograniczenia wewnętrzne rynku krajowego, dodatkowo utrudniające rozwój krajowych funduszy ETF.

Sytuację tę częściowo poprawiła nowelizacja przepisów wprowadzona w 2023 r. Pomimo tej zmiany fundusze portfelowe – jako dominująca forma prawna krajowych ETF – pozostają jednak dla inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza zagranicznych, mało atrakcyjną formą lokowania środków. Analizowany problem wynika w dużej mierze z konstrukcji przepisów dotyczących dopuszczalnych limitów inwestycyjnych, które determinują możliwość lokowania środków w fundusze portfelowe. W przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych zarówno na gruncie przepisów krajowych, jak i unijnych obowiązują ograniczenia dotyczące dywersyfikacji ryzyka oraz koncentracji aktywów. Zasady te zostały określone w szczególności

[1105] *Quarterly Statistical Release Q4 2024. Trends in the European Investment Fund Industry*, EFAMA, 100/2025, s. 1–2, https://www.efama.org/sites/default/files/files/quarterly-statistical-release-q4-2024.pdf, dostęp: 10.07.2025. Według danych EFAMA na koniec 2024 r. wartość aktywów netto funduszy UCITS wynosiła 15,2 bln EUR, natomiast funduszy alternatywnych (AIF) – 8,2 bln EUR. Przewaga funduszy UCITS była jeszcze bardziej widoczna w zakresie napływów netto: w całym 2024 r. UCITS przyciągnęły 617 mld EUR nowego kapitału, podczas gdy AIF – zaledwie 48 mld EUR. W samym IV kwartale 2024 r. sprzedaż netto funduszy UCITS wyniosła 233 mld EUR, a funduszy AIF – 23 mld EUR; ok. połowy tej sprzedaży dotyczyło funduszy ETF typu UCITS.

w art. 50, 52 i 55 dyrektywy UCITS, przy czym mają one istotne znaczenie w kontekście dopuszczalności inwestycji funduszy UCITS w tytuły uczestnictwa innych instytucji wspólnego inwestowania, w tym funduszy ETF. W analizowanym zakresie dyrektywa UCITS dopuszcza możliwość większej koncentracji aktywów w jednostkach uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych niż w przypadku innych kategorii zbywalnych papierów wartościowych[1106].

Zasady te – na gruncie przepisów dyrektywy UCITS – nie rozróżniają wprost funduszy UCITS i funduszy alternatywnych jako kryterium wysokości dopuszczalnych limitów inwestycyjnych. Jednak w ramach krajowej implementacji przyjęto rozwiązania, które w praktyce prowadziły do mniej korzystnego traktowania certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zamknięte, których podkategorią jest fundusz portfelowy. W szczególności, na mocy art. 93 i 96 ustawy o funduszach inwestycyjnych FIO mógł lokować maksymalnie 5% aktywów w certyfikaty jednego emitenta. W jednostki uczestnictwa innych funduszy otwartych (np. UCITS) mógł inwestować do 20% aktywów po spełnieniu określonych warunków (art. 101 UOFI).

Nie uwzględniono przy tym specyfiki funduszu portfelowego zdecydowanie odróżniającej go od pozostałych funduszy o charakterze zamkniętym. Skutkiem powyższych regulacji była uprzywilejowana pozycja funduszy zagranicznych działających w formule UCITS względem funduszy krajowych, co znacząco ograniczało możliwości dystrybucji i wykorzystania lokalnych funduszy ETF w portfelach inwestorów instytucjonalnych. Na tę asymetrię regulacyjną zwracał uwagę m.in. autor niniejszej rozprawy, wskazując, że sytuacja ta prowadziła do strukturalnej dyskryminacji krajowych funduszy ETF względem ich zagranicznych odpowiedników pomimo identycznej funkcji inwestycyjnej tych instrumentów[1107].

Stan ten utrzymywał się przez większość okresu funkcjonowania funduszy Beta ETF w obrocie na GPW w Warszawie. Dopiero 29 września 2023 r., wraz z wejściem w życie ustawy nowelizującej ustawę o funduszach inwestycyjnych w

[1106] Uzasadnieniem dla takiego podejścia jest szczególny status funduszy inwestycyjnych jako instytucji regulowanych i nadzorowanych, co pozwala traktować ich tytuły uczestnictwa jako instrumenty o relatywnie wysokim poziomie bezpieczeństwa.
[1107] M. Opoka, *Fundusz ETF jako fundusz portfelowy – ocena polskich wymogów regulacyjnych z perspektywy przepisów europejskich i uwarunkowań rynkowych*, „Przegląd Prawa Handlowego", 10/2021, s. 26–34.

ramach realizacji założeń Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, dokonano zmiany art. 101 ustawy, rozszerzając katalog inwestycji uprzywilejowanych dla FIO o certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze portfelowe. Tym samym zrównano – w zakresie dopuszczalnych limitów inwestycyjnych – możliwość inwestowania w krajowe fundusze ETF i fundusze UCITS. Wprowadzone zmiany usunęły zatem jeden z kluczowych czynników ograniczających rozwój krajowych funduszy ETF w kontekście krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Warto jednak zauważyć, że korekta ta ma charakter częściowy i nie rozwiązuje problemu w pełni. Ograniczenia wynikające z braku harmonizacji statusu funduszy portfelowych z reżimem UCITS nadal wpływają na postrzeganie polskich funduszy ETF przez inwestorów instytucjonalnych spoza kraju. Dla europejskich funduszy UCITS oraz innych instytucjonalnych inwestorów zagranicznych możliwość inwestowania w fundusze krajowe – funkcjonujące jako alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) – jest w dalszym ciągu ograniczona lub mniej atrakcyjna. W konsekwencji, nawet w przypadku zapotrzebowania na ekspozycję na indeksy lokalne (np. WIG20), fundusze zagraniczne mogą preferować zakup instrumentów UCITS zarejestrowanych w innych jurysdykcjach niż inwestycję w krajowe fundusze portfelowe.

3.2 Realizacja uprawnień korporacyjnych inwestorów funduszu portfelowego

Na podstawie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych (w szczególności art. 117 oraz art. 121) certyfikat inwestycyjny, jako tytuł uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym zamkniętym, stanowi niepodzielny papier wartościowy – imienny lub na okaziciela – który inkorporuje uprawnienia uczestnika funduszu o charakterze majątkowym i korporacyjnym. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że ustawodawca przyznał certyfikatom inwestycyjnym status papierów wartościowych, ponieważ stanowią one nośnik określonej wartości – ucieleśniają wyżej wymienione prawa uczestnika funduszu[1108]. Uprawnienia majątkowe obejmują przede wszystkim wierzytelność względem funduszu o wypłatę sumy pieniężnej, odpowiadającej ilorazowi wartości aktywów netto funduszu i liczby wyemitowanych certyfikatów. Do pozostałych należą m.in. prawo do udziału w dochodach funduszu (jeśli statut przewiduje

[1108] M. Kapijas, *Artykuł 121* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*, A. Kidyba (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2018, art. 121. Teza 2.

ich wypłatę) oraz prawo żądania wykupu certyfikatów w celu ich umorzenia. Z kolei uprawnienia korporacyjne obejmują m.in. prawo uczestnictwa w zgromadzeniu inwestorów lub radzie inwestorów funduszu.

Powyższe zasady ogólne – mające zastosowanie do wszystkich funduszy zamkniętych – ulegają modyfikacji w przypadku funduszy portfelowych. Zgodnie z art. 181 ust. 1 u.f.i., jeżeli statut funduszu portfelowego stanowi, że certyfikaty inwestycyjne odzwierciedlają ściśle określony pakiet papierów wartościowych, uczestnik funduszu – po spełnieniu dodatkowych warunków – może wykonywać prawo głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy emitentów papierów wchodzących w skład tego pakietu osobiście lub za pośrednictwem funduszu. Na doniosłość tych uprawnień zwraca uwagę m.in. A. Chłopecki, podnosząc, że są one jednym z istotnych wyróżników funduszu portfelowego na tle innych konstrukcji polskich funduszy inwestycyjnych[1109].

Nie odnosząc się na razie do praktycznych możliwości ewentualnego wykonywania takich uprawnień, warto zauważyć, że to uprawnienie mogłoby ewentualnie przysługiwać jedynie inwestorom w funduszu portfelowym stosującym pełną replikację fizyczną danego indeksu[1110]. W art. 181 ust. 2–4 określono szczegółową procedurę realizacji takiego uprawnienia. Przede wszystkim konieczne jest ustalenie proporcji posiadanych przez uczestnika certyfikatów w relacji do ogólnej liczby certyfikatów wyemitowanych przez fundusz. Następnie fundusz zobowiązany jest do wystawienia uczestnikowi świadectwa depozytowego po wcześniejszym zablokowaniu na swoim rachunku papierów wartościowych odpowiedniej liczby akcji, z których uczestnik może wykonywać prawo głosu.

Taka konstrukcja – o ile mogłaby znaleźć zastosowanie w innych funduszach zamkniętych, w których liczba certyfikatów inwestycyjnych nie ulega częstym zmianom – wydaje się chybiona w przypadku funduszu ETF. Jego konstrukcja oraz możliwość dokonywania bieżących kreacji i umorzeń nowych certyfikatów (jak również zasady dotyczące rozrachunku tych transakcji) sprawiają, że ogólna liczba certyfikatów jest znana i publikowana na koniec danego dnia rozliczeniowego. Jeżeli

[1109] A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne* [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 410.
[1110] W przypadku stosowania replikacji syntetycznej fundusz nie posiada bowiem bezpośrednio ani pośrednio akcji spółek, które dany indeks tworzą.

uczestnik funduszu miałby skorzystać z przysługującego mu prawa, należy założyć, że dokonałby tego w ciągu dnia[1111] (tj. w trakcie trwania sesji giełdowej), gdy ogólna liczba certyfikatów inwestycyjnych może ulec zmianie w stosunku do ujawnionego stanu na koniec poprzedniego dnia rozliczeniowego – kreacje i umorzenia certyfikatów mogą bowiem następować codziennie, a nawet kilkukrotnie w ciągu dnia. Nie istnieją przepisy, które pozwalałyby przyjąć fikcję prawną, zgodnie z którą do obliczeń można byłoby posłużyć się liczbą certyfikatów z dnia poprzedniego. Brak takiej podstawy może prowadzić do stanu niepewności prawnej oraz potencjalnych roszczeń w przypadku zakwestionowania prawidłowości ustalenia zakresu uprawnień uczestnika funduszu. W szczególności – w sytuacji, gdyby liczba certyfikatów w dniu wykonania prawa uległa zmianie względem stanu referencyjnego – trudne może okazać się precyzyjne określenie „proporcji", od której zależy możliwość realizacji uprawnień. W efekcie przepis art. 181 ust. 1–4 ustawy o funduszach inwestycyjnych, choć formalnie możliwy do zastosowania, w praktyce pozostaje martwy – konstrukcja ta nie przystaje do specyfiki rynku ETF.

Dodatkowo zasadna wydaje się refleksja nad celowością istnienia tego rodzaju uprawnienia w odniesieniu do funduszu, który z założenia ma funkcjonować jako fundusz typu ETF. Po pierwsze, możliwość bezpośredniego wykonywania przez uczestników funduszy ETF uprawnień korporacyjnych, w szczególności prawa głosu, nie jest powszechnie praktykowana na największych rynkach funduszy ETF – ani w modelu amerykańskim, ani europejskim[1112]. W aktualnym stanie prawnym brak jest powszechnie przyjętej procedury tzw. *pass-through voting* w funduszach ETF UCITS, która umożliwiałaby inwestorom indywidualnym bezpośrednie wykonywanie prawa głosu. Głosowanie z akcji stanowiących aktywa funduszu pozostaje kompetencją emitenta tytułów uczestnictwa funduszu, tj. podmiotu zarządzającego, który jako właściciel papierów wartościowych wykonuje to prawo we własnym imieniu.

Wdrażane są co prawda pilotażowe rozwiązania – m.in. przez State Street, Vanguard czy BlackRock – umożliwiające uczestnictwo inwestorów w określonym

[1111] Zgromadzenia akcjonariuszy odbywają się zwyczajowo w ciągu dnia, tj. w trakcie trwania sesji giełdowej.
[1112] Zob. *Pass-through Voting. Granting a voice to the investor community in the passive investment space*, April 2023, s. 4–6, Broadridge & Firebrand, Research, https://www.shareholderforum.com/access/Library/20230400_Broadridge-Firebrand.pdf, dostęp: 9.07.2025.

stopniu w procesach decyzyjnych[1113]. Dotyczą one jednak wyłącznie wybranych subfunduszy oraz ściśle określonych grup inwestorów, a ich stosowanie ma charakter eksperymentalny i ograniczony[1114]. Głównym celem tych programów nie jest przekazanie inwestorom prawa głosu, lecz pozyskiwanie informacji na temat ich preferencji, które są następnie uwzględniane przez specjalistyczne zespoły (tzw. *asset stewardship teams*) w ramach wykonywania prawa głosu przez emitenta[1115]. Brak jest rynkowej praktyki, w której inwestorzy funduszy ETF wykonywaliby bezpośrednio i indywidualnie uprawnienia korporacyjne wobec spółek portfelowych.

Obowiązujące w Polsce przepisy są w tym zakresie martwe – żaden ze statutów funduszy portfelowych Beta ETF i notowanych na GPW w Warszawie nie zawiera postanowień umożliwiających realizację uprawnień wskazanych w art. 181 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Co więcej, brak jest jasności co do sposobu wykonywania tego rodzaju uprawnień w przypadku stosowania przez zarządzających strategii takich jak pożyczki papierów wartościowych. Na potencjalne komplikacje prawne i operacyjne wynikające z tego stanu rzeczy zwracają uwagę m.in. R.B. Evans, O. Karakaş i inni, którzy analizują zasady krótkiej sprzedaży funduszy ETF i wpływ tej procedury na ład korporacyjny spółek, których akcji te działania dotyczą[1116]. Reasumując, polski ustawodawca wprowadził w tym zakresie konstrukcję, która rozciąga uprawnienia typowe dla uczestników funduszy zamkniętych na fundusze portfelowe, mimo że te ostatnie, jako odpowiedniki funduszy ETF, są przeznaczone przede wszystkim do inwestowania indeksowego. Przepisy w obecnym brzmieniu mogą budzić niepewność prawną w razie próby ich zastosowania oraz prowadzić do błędnych oczekiwań inwestorów.

[1113] Zob. *Proxy Voting Choice Empowering Investors*, State Street Investment Managment, Boston 2024, https://www.ssga.com/us/en/about-us/what-we-do/asset-stewardship/proxy-voting-choice, dostęp: 9.07.2025.

[1114] Takie pilotażowe rozwiązania mają najczęściej na celu umożliwienie inwestorom wyrażania preferencji w zakresie wybranych kategorii tematycznych, takich jak np. kwestie etyczne lub środowiskowe. Zob. *Own a 401(k)? You Could Soon Vote on Issues Like Elon Musk's Pay*, The Wall Street Journal, 7.05.2024, https://www.wsj.com/finance/investing/own-a-401-k-you-could-soon-vote-on-issues-like-elon-musks-pay-61c0f390, dostęp: 9.07.2025.

[1115] Zob. D. Gurrieri, C. Callan, *Pass-Through Voting: Giving Individual Investors a Voice in Corporate Governance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 17.04.2024, https://corpgov.law.harvard.edu/2024/04/17/pass-through-voting-giving-individual-investors-a-voice-in-corporate-governance/, dostęp: 9.07.2025.

[1116] R.B. Evans, O. Karakaş, R. Moussawi, M. Young, *Phantom of the Opera: ETF Shorting and Shareholder Voting*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 763/2021, „Management Science" (w druku), SSRN, 10.10.2024, https://ssrn.com/abstract=3345799, dostęp: 10.07.2025.

3.3 Obowiązek rejestracji zmiany liczby certyfikatów inwestycyjnych w sądzie rejestrowym

Specyfika działalności funduszu ETF – a w szczególności opisany w podrozdziale 1.4 rozdziału 3 mechanizm ciągłej kreacji i umorzeń tytułów uczestnictwa – sprawia, że nie jest możliwe określenie z góry całkowitej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego, które zostaną wyemitowane. W przypadku funduszu portfelowego działającego na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych pierwsza seria certyfikatów inwestycyjnych jest zazwyczaj oferowana w ramach subskrypcji prywatnej (tzw. subskrypcja seedowa), co pozwala na określenie jej wielkości i zgłoszenie do sądu rejestrowego. Kolejna emisja ma jednak charakter emisji ciągłej, co uniemożliwia wcześniejsze ustalenie konkretnej liczby certyfikatów inwestycyjnych będących jej przedmiotem.

Zgodnie z art. 16 ustawy o funduszach inwestycyjnych rejestr funduszy jest prowadzony przez Sąd Okręgowy w Warszawie. W rejestrze tym ujawniane są dane rejestrowe przewidziane w ustawie oraz rozporządzeniu wykonawczym. Na podstawie § 4 pkt 9 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 16 maja 2017 r. w sprawie rejestru funduszy inwestycyjnych[1117] księga rejestrowa prowadzona przez sąd zawiera w rubryce dziewiątej m.in. liczbę certyfikatów inwestycyjnych wszystkich emisji, oznaczenie serii oraz liczbę certyfikatów danej serii – w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

Ponieważ całkowita liczba certyfikatów drugiej i kolejnych serii nie jest znana w chwili emisji, do rejestru zgłaszana jest każdorazowo liczba certyfikatów już wykreowanych. Prowadzi to do konieczności składania kolejnych wniosków rejestrowych do sądu po każdej nowej kreacji certyfikatów, w ramach emisji ciągłej. O ile taki obowiązek może być zrozumiały w przypadku klasycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w przypadku funduszy ETF skutkuje on potencjalną koniecznością codziennych aktualizacji rejestrowych, które nie mają istotnego znaczenia z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu ani interesu inwestorów. Obowiązujące przepisy nie różnicują obowiązków rejestracyjnych w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego zamkniętego, co prowadzi do konieczności rejestracji każdej

[1117] Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 19 grudnia 2016 r. w sprawie rejestru funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2016, poz. 2255).

zmiany liczby certyfikatów także w przypadku funduszy portfelowych. Rozwiązanie to stanowi zbędne obciążenie administracyjne, nieuwzględniające specyfiki działania funduszy ETF i nieprzekładające się na żadną wartość dodaną z perspektywy funkcjonowania rynku kapitałowego.

3.4 Nazwa funduszu portfelowego a standardy międzynarodowe

W Wytycznych ESMA ds. ETF[1118] przewidziano obowiązek stosowania przez fundusze UCITS typu ETF identyfikatora „UCITS ETF" oraz zakazano posługiwania się określeniami „UCITS ETF", „ETF" i „fundusz inwestycyjny typu ETF" wobec funduszy UCITS, które nie spełniają warunków określonych w tym dokumencie. Szczegółowe zasady w tym zakresie omówiono w rozważaniach dotyczących definicji funduszu ETF zawartych w podrozdziale 2.1 rozdziału 5. Zasady te dotyczą wyłącznie funduszy UCITS i jako takie nie obejmują funduszy alternatywnych, w tym funduszy inwestycyjnych zamkniętych tworzonych na podstawie przepisów implementujących dyrektywę AIFMD.

Z takiej sytuacji korzystają emitenci funduszy działających poza reżimem UCITS. Przykładowo, AgioFunds TFI stosuje w pełnej nazwie statutowej oznaczenie „Beta ETF TBSP Portfelowy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty", zaś ticker giełdowy funduszu brzmi ETFBTBSP[1119]. Inne polskie fundusze ETF wykorzystują tę samą konwencje językową. Niezależnie od tego, że fundusz portfelowy, nie mogąc posługiwać się oznaczeniem „UCITS ETF", zastosował po prostu skrót „ETF", to aktualne pozostają inne problemy i niejasności związane z nazewnictwem tego typu funduszy. Zwraca na to uwagę m.in. Ł. Czerepak w komentarzu do przepisów dotyczących funduszu portfelowego, wskazując, że inaczej niż w przypadku niektórych pozostałych szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych ustawodawca nie przyznał funduszowi portfelowemu wyłącznego prawa ani obowiązku używania tego oznaczenia[1120]. Co więcej, choć fundusz portfelowy może posługiwać się tego rodzaju określeniem, z przepisów nie wynika, by prawo to miało charakter wyłączny. Zatem także

[1118] *Wytyczne dla właściwych organów i spółek zarządzających UCITS Wytyczne dotyczące funduszy ETF oraz innych kwestii związanych z UCITS*, ESMA/2012/832PL, ESMA, 18.12.2012, dostęp: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_pl_0.pdf, dostęp: 10.07.2025.
[1119] Innym przykładem wykorzystania oznaczenia „ETF" poza regulacjami UCITS jest iShares MSCI Norway ETF, fundusz zarejestrowany poza Unią Europejską, którego konstrukcja oparta jest na regulacjach amerykańskich.
[1120] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023. Teza 47.

inne fundusze mogą stosować podobne określenie, co – zważywszy na ryzyko wprowadzenia inwestorów w błąd – należy ocenić negatywnie[1121].

W doktrynie prawniczej zauważono również, że samo określenie „fundusz portfelowy" może wprowadzać w błąd w kontekście krajowego systemu prawa. A. Chłopecki proponuje rozróżnienie pomiędzy funduszami portfelowymi *sensu largo* (obejmującymi również klasyczne fundusze indeksowe działające w formule FIO/SFIO) a funduszem portfelowym w rozumieniu art. 179–192 UOFI. Trafnie zauważa, że również fundusze inwestycyjne otwarte mogą replikować indeksy, a zatem spełniać kryteria funduszy portfelowych w szerokim znaczeniu.

Podkreślając jednocześnie różnice konstrukcyjne, autor ten skupia się na kwestii, że w przypadku funduszu portfelowego uczestnik może – co do zasady – wykonywać prawa głosu z akcji wchodzących w skład portfela, podczas gdy w funduszu otwartym takiej możliwości nie ma[1122]. Podobne stanowisko prezentuje Ł. Czerepak[1123]. Z tym podejściem można się jednak zgodzić tylko częściowo. Oczywistym jest, że także inne formy funduszy inwestycyjnych – w tym fundusze otwarte – mogą realizować politykę inwestycyjną opartą na replikacji indeksów, a tego rodzaju konstrukcje istniały na długo przed rozwojem rynku ETF. Wydaje się jednak, że różnice pomiędzy tradycyjnym funduszem indeksowym a funduszem ETF (w polskim systemie: funduszem portfelowym) mają jednak charakter przede wszystkim strukturalny. Kluczowe znaczenie odgrywają w szczególności konstrukcja tytułów uczestnictwa, mechanizm ich emisji i umorzeń, a także możliwość obrotu nimi na rynku regulowanym. To właśnie te cechy decydują o specyfice funduszy ETF i uzasadniają potrzebę jednoznacznego ich oznaczania również w warstwie terminologicznej.

Podsumowując, aktualne nazewnictwo „fundusz portfelowy" jest nieprecyzyjne, nieprzystające do realiów rynku i nie stanowi trafnego odpowiednika nazwy „fundusz ETF" w polskim porządku prawnym. Nie istnieje zgodność co do zakresu tego pojęcia nawet w doktrynie prawniczej, a stosowanie tej nazwy może wprowadzać inwestorów w błąd i odbiega od międzynarodowych standardów rynkowych,

[1121] Przykładem takiego funduszu jest Superfund FIO Portfelowy, zob. https://superfund.pl/inwestycje?ticker=SFAMPBAL, dostęp: 9.02.2026.
[1122] A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne* [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 410.
[1123] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi fundusza-mi inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023. Teza 27.

gdzie – zgodnie z ugruntowaną praktyką międzynarodowych giełd (zob. rozdział 3) – skrót „ETF" występuje w nazwie funduszu niezależnie od jego formy prawnej. Jest to element rynkowego standardu, pełniący istotną funkcję informacyjną dla inwestorów. Od tej reguły istnieją nieliczne wyjątki – np. w Japonii[1124] – które jednak nie powinny być traktowane jako wzorzec dla ustawodawstwa krajowego.

3.5 Ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej funduszu portfelowego

Kolejnym istotnym zagadnieniem jest polityka inwestycyjna funduszy ETF oraz dopuszczalny skład ich portfela. Jak przeanalizowano w podrozdziale 2 rozdziału 5, prawo unijne nie wprowadza zasadniczych ograniczeń w tym zakresie na poziomie definicji funduszu ETF – w szczególności regulacje Unii Europejskiej nie uzależniają jego funkcjonowania od obowiązku wiernego odwzorowywania indeksu giełdowego, a ograniczenia wynikają przede wszystkim ze specyfiki reżimu UCITS. Obowiązujące przepisy dotyczące funduszy portfelowych wprowadzają jednak ograniczenia wykraczające poza standardy unijne. Na rynku europejskim coraz większą rolę odgrywają konstrukcje aktywne i quasi-aktywne, w których zarządzający mają pewną swobodę w doborze portfela przy zachowaniu zgodności notowań z wartością aktywów netto – stosowanie takich strategii jest jednak ograniczone przez krajowe przepisy regulujące fundusze portfelowe.

Zgodnie z art. 182 u.f.i portfel inwestycyjny funduszu portfelowego powinien: (1) opierać się na składzie portfela papierów wartościowych stanowiącego podstawę do ustalenia wartości indeksu rynku regulowanego (portfel indeksowy) lub (2) stanowić portfel o składzie określonym w statucie funduszu, nieopartym na indeksie, o którym mowa w pkt 1 (portfel bazowy). Rozwiązanie to wprost wyklucza możliwość zarządzania funduszem portfelowym opartym na portfelu indeksowym w sposób aktywny, co należy uznać za przejaw nadregulacji o charakterze krajowym, niespójnej z wymogami stosownych przepisów unijnych (tzw. *gold plating*)[1125]. Natomiast

[1124] Przykładowo, w Japonii fundusz Listed Index Fund TOPIX (ticker: 1308 JP), zarządzany przez Amova Asset Management, nie zawiera w nazwie skrótu „ETF", mimo że jest funduszem notowanym na giełdzie i funkcjonującym jako fundusz ETF w sensie ekonomicznym. Odniesienie do charakteru ETF pojawia się m.in. w dokumentacji marketingowej. Zob. *Listed Index Fund TOPIX*, Amova Asset Management, https://global.amova-am.com/general/etf/detail/1308-topix, dostęp: 12.07.2025.

[1125] W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że zjawisko *gold-plating* polega na implementowaniu ustawodawstwa unijnego z nadmiernym rygoryzmem poprzez dodanie wymogów wykraczających

w przypadku funduszu portfelowego opartego na portfelu bazowym nie ma co prawda wymogu odniesienia się do konkretnego indeksu, to jednak swoboda zarządzającego jest ograniczona koniecznością określenia składu portfela w statucie funduszu. Warto przy tym zauważyć, że ustawodawca nie wymaga, by tak określony skład portfela miał charakter stały. Nie ma zatem w ustawie wyrażonych wprost przeszkód, aby – przy spełnieniu innych wymogów właściwych dla funduszu portfelowego – portfel bazowy określić w statucie np. na podstawie odpowiedniej formuły lub z góry zdefiniowanych zasad jego bieżącej konstrukcji. Na polskim rynku strategia ta została dotychczas wykorzystana m.in. w przypadku funduszu Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, który funkcjonuje jako fundusz portfelowy oparty na portfelu bazowym, a skład tego portfela ustalany jest na podstawie kontraktu futures na Bitcoina (CME)[1126].

Pomimo powyższych kwestii obecne brzmienie przepisów może również prowadzić do ograniczenia możliwości wdrażania innych niż aktywne strategii, które – choć zróżnicowane – stanowią standardową praktykę na rynku europejskim. Dotyczy to w szczególności funduszy mieszanych typu *multi-asset*, jak również funduszy typu *fund of funds* (FoF)[1127], umożliwiających inwestorowi realizację złożonych strategii portfelowych w ramach jednego instrumentu. Przykładem takich funduszy, dostępnych również dla polskich inwestorów za pośrednictwem lokalnych biur maklerskich, są m.in. fundusze Vanguard LifeStrategy, w których łączona jest ekspozycja obligacyjna z akcyjną w jednym portfelu w proporcjach z góry określonych (np. w tzw. strategii 60/40)[1128]. Choć taka ekspozycja ma de facto charakter indeksowy, emitent z uwagi na sposób jej osiągania określa w materiałach informacyjnych analizowane produkty jako zarządzane w sposób aktywny. O ile w ustawie o funduszach inwestycyjnych nie ma wprost zakazu funkcjonowania funduszu portfelowego opartego na dwóch różnych indeksach, o tyle realizacja strategii aktywnej jest wprost wykluczona.

---

poza minimalne obowiązujące standardy; zob. E. Magrani, N. Alija, F. Andrade, *Gold-Plating' in the Transposition of EU Law*, „E-Publica", 8(2)/2021, s. 47, DOI: 10.47345/v8n2art5.

[1126] *Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ*, AgioFunds, https://agiofunds.pl/fundusz/beta-etf-bitcoin-portfelowy-fiz/, dostęp: 10.02.2026.

[1127] *Multi-Asset Funds Fuel the Next Evolution of ETFs*, Brown Brothers Harriman, 6.08.2024, https://www.bbh.com/us/en/insights/investor-services-insights/multi-asset-funds-fuel-the-next-evolution-of-etfs.html, dostęp: 10.07.2025.

[1128]. Zob. *Vanguard LifeStrategy Funds*, Vanguard, https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/life-strategy-funds, dostęp: 10.07.2025.

Podsumowując, obecne uregulowania dotyczące funduszu portfelowego – z jednej strony pomijające istotny element definicji funduszu ETF wynikający z prawa unijnego, a z drugiej nadmiernie ograniczające zakres dopuszczalnych strategii inwestycyjnych – prowadzą do nieuzasadnionego z perspektywy systemowej efektu gold-platingu. Zasady dotyczące polityki inwestycyjnej funduszu ETF powinny być formułowane w sposób odmienny niż obecne uregulowania ustawowe – w szczególności tak, aby to na zarządzającym, we współpracy z animatorem rynku, spoczywał obowiązek zapewnienia, że niezależnie od przyjętej strategii inwestycyjnej cena tytułów uczestnictwa na rynku regulowanym nie odbiega istotnie od wartości aktywów netto (NAV).

Fundusze ETF w przeważającej mierze mają charakter indeksowy, pomimo istotnego wzrostu znaczenia funduszy aktywnie zarządzanych. Wynika to z faktu, że animator, który kwotuje dany instrument, zazwyczaj nie posiada portfela papierów wartościowych będących jego odwzorowaniem – jego rola polega na zapewnieniu płynności, a nie na podejmowaniu ryzyka inwestycyjnego[1129]. W praktyce zabezpiecza on swoją ekspozycję, najczęściej za pomocą instrumentów pochodnych, takich jak kontrakty terminowe. Aby jednak możliwe było skuteczne zabezpieczenie pozycji, konieczna jest wiedza na temat struktury aktywów funduszu ETF. Jeżeli fundusz odzwierciedla znany indeks, proces kwotowania jest prostszy i bardziej efektywny. W przypadku nagłych zmian w polityce inwestycyjnej skuteczne realizowanie zadań animatora może zostać utrudnione.

Odpowiedzialność za zapewnienie efektywnego działania tego mechanizmu – w tym za dobór ewentualnego benchmarku, którym może być indeks – powinna spoczywać na relacji między emitentem a animatorem rynku, zgodnie z dominującym standardem europejskim. Nie istnieją racjonalne podstawy, aby – wbrew brzmieniu przepisów unijnych – ustawowo narzucać obowiązek posługiwania się określonym indeksem. Regulaminy europejskich giełd, w tym Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, zawierają odpowiednie mechanizmy pozwalające na ocenę skuteczności realizacji obowiązków animatora rynku. Jeżeli zatem emitent – we współpracy z animatorem – wprowadza do obrotu fundusz ETF, w którym warunek

[1129] Więcej na temat działalności animatora rynku w funduszach ETF można znaleźć m.in. tutaj: *Understanding the ETF Liquidity Ecosystem*, State Street Investment Management, https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/education/understanding-the-etf-liquidity-ecosystem, dostęp: 8.09.2024.

ten zostaje należycie zabezpieczony, a taki instrument uzyskuje stosowne zgody organów nadzoru, brak jest uzasadnienia, by ograniczać możliwość jego funkcjonowania ze względu na przyjętą strategię inwestycyjną, w tym jej indeksowy lub nieindeksowy charakter.

Zasadne jest jednocześnie dostrzeżenie, że prawo unijne, o czym była mowa w podrozdziale 3.3 rozdziału 5, przyznaje funduszom stosującym indeksową politykę inwestycyjną pewne preferencje regulacyjne. Wynika to z faktu, iż tego rodzaju strategia wiąże się z wyższą przejrzystością i – w wielu przypadkach – mniejszym ryzykiem kontrahenta. W tym kontekście warto rozważyć, aby krajowe regulacje przewidywały określone ułatwienia dla funduszy ETF o indeksowym charakterze, np. w zakresie zasad koncentracji portfela. Preferowanie inwestowania indeksowego jako modelu szczególnie transparentnego i efektywnego nie powinno jednak prowadzić do jego ustawowego wymuszania. Warto wreszcie zauważyć, że obecne podejście jest niekonsekwentne również z perspektywy systemowej, ponieważ istnieją inne kategorie funduszy inwestycyjnych – w tym fundusze zamknięte działające na zasadach publicznych emisji – których certyfikaty mogą być notowane na rynku regulowanym bez obowiązku odwzorowywania indeksu, a także bez istnienia mechanizmów zapewniających zgodność ceny rynkowej z wartością aktywów netto.

3.6 Tworzenie subfunduszy w strukturze parasolowej – regulacje unijne i krajowe

Powszechną praktyką na europejskim rynku funduszy ETF jest tworzenie funduszy UCITS jako subfunduszy w ramach struktur parasolowych. Rozwiązanie to zostało wprost dopuszczone przez prawodawcę unijnego – zgodnie z art. 49 dyrektywy UCITS każdy subfundusz funduszu zbiorczego traktowany jest jako osobny fundusz UCITS dla celów regulacyjnych i inwestycyjnych. Struktura parasolowa dominuje zwłaszcza w dwóch głównych jurysdykcjach europejskich: Irlandii i Luksemburgu, które łącznie odpowiadają za większość aktywów zarządzanych w tym segmencie rynku[1130]. W obu tych jurysdykcjach fundusze ETF funkcjonują najczęściej jako

[1130] Na koniec 2024 r. Irlandia była siedzibą funduszy ETF o wartości ponad 1,6 bln EUR, co stanowiło ponad 60% europejskiego rynku ETF, a Luksemburg zajmował drugą pozycję z wartością aktywów na poziomie ok. 266 mld EUR. W ujęciu ogólnym – obejmującym wszystkie fundusze UCITS i AIF – Irlandia i Luksemburg odpowiadały łącznie za ok. 46% aktywów funduszy w Unii Europejskiej, przy udziale odpowiednio 21% i 25% w sumarycznej wartości 23,4 bln EUR. Zob. *European*

subfundusze w ramach struktur parasolowych: w Irlandii w formie Irish Collective Asset-management Vehicle (ICAV), zaś w Luksemburgu jako Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV). Tego rodzaju konstrukcja umożliwia tworzenie wielu subfunduszy w ramach jednego funduszu matki, co pozwala emitentowi na współdzielenie zasobów administracyjnych, depozytowych i prospektowych, a także ułatwia dodawanie kolejnych subfunduszy bez potrzeby tworzenia nowego podmiotu. Model ten znajduje zastosowanie również w odniesieniu do zagranicznych funduszy ETF notowanych na GPW w Warszawie. Przykładowo, fundusze Amundi S&P 500 UCITS ETF (ISIN: LU1681049018) oraz Amundi DAX UCITS ETF (ISIN: LU0252633754), które są przedmiotem obrotu na GPW, działają jako subfundusze w ramach parasolowego funduszu Amundi Index Solutions SICAV z siedzibą w Luksemburgu[1131].

Odmiennie ukształtowano tę kwestię w przepisach krajowych dotyczących funduszy portfelowych. Zgodnie z art. 180 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz portfelowy nie może być tworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami. Jak wskazuje Ł. Czerepak, przepis ten należy interpretować ściśle – zakaz obejmuje zarówno pierwotne utworzenie funduszu portfelowego jako parasolowego, jak i późniejsze przekształcenie funduszu w taką formułę[1132]. Trudno wskazać przekonujące uzasadnienie dla tego ograniczenia. Struktura parasolowa jest szeroko stosowana na rynku europejskim od wielu lat i nie budzi zastrzeżeń nadzorczych. Brak możliwości stosowania tego modelu w przypadku polskich funduszy portfelowych prowadzi do ograniczenia elastyczności organizacyjnej oraz do zwiększenia kosztów operacyjnych, co stawia krajowych emitentów w gorszej pozycji konkurencyjnej względem podmiotów zagranicznych.

Asset Management Report 2024, EFAMA, s. 22–24, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA_Asset%20Management%20Report_2024.pdf, dostęp: 10.07.2025.

[1131] Zob. prospekt funduszu Amundi Index Solutions SICAV oraz subfunduszy Amundi S&P 500 UCITS ETF (LU1681049018) i Amundi DAX UCITS ETF (LU0252633754), odpowiednio: https://www.amundietf.nl/en/professional/products/equity/amundi-sp-500-ucits-etf-usd-c/lu1681049018 oraz https://www.amundietf.pl/en/professional/products/equity/amundi-dax-ii-ucits-etf-acc/lu0252633754, dostęp: 10.07.2025.

[1132] Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023. Teza 45.

3.7 Ewolucja wymogów prospektowych wobec funduszy portfelowych

Wymogi prospektowe stanowią kolejny z elementów specyficznych dla krajowego modelu regulacyjnego dotyczącego funduszy portfelowych. Ponieważ fundusz portfelowy stanowi podtyp funduszu inwestycyjnego zamkniętego, a do certyfikatów inwestycyjnych FIZ wprowadzanych do obrotu stosuje się przepisy rozporządzenia prospektowego, ustawodawca nie przewidział pierwotnie wyłączenia funduszy portfelowych spod obowiązku sporządzania prospektu zgodnego z tym rozporządzeniem. W rezultacie do funduszy portfelowych przez długi czas stosowano takie same zasady prospektowe jak do klasycznych funduszy FIZ[1133]. W praktyce oznaczało to konieczność sporządzania obszernego prospektu emisyjnego, którego struktura i treść zostały opracowane z myślą o ofertach papierów wartościowych nieprowadzących emisji ciągłej – takich jak akcje czy obligacje – i który koncentrował się głównie na informacjach o emitencie oraz warunkach oferty (m.in. danych finansowych, opisie działalności, czynnikach ryzyka, procedurze emisji). Prospekt emisyjny dotyczy co do zasady jednorazowej oferty i pozostaje ważny maksymalnie przez 12 miesięcy (art. 12 ust. 1 rozporządzenia prospektowego), po czym wymaga odnowienia. W odmienny sposób ukształtowano sytuację funduszy typu UCITS, dla których podstawą jest prospekt sporządzany zgodnie z wymogami dyrektywy UCITS (art. 68 i nast.), a nie zgodnie z rozporządzeniem prospektowym, które nie znajduje do nich zastosowania[1134]. Prospekt UCITS ma charakter dokumentu ciągłego i zawiera informacje o strategii inwestycyjnej, poziomie ryzyka, opłatach, procedurach zbywania i umarzania jednostek uczestnictwa oraz podmiotach zarządzających. Jest aktualizowany w razie zmian i obowiązuje tak długo, jak fundusz prowadzi działalność i oferuje jednostki uczestnictwa. Wydaje się, że z punktu widzenia inwestora konstrukcja taka zawiera informacje bardziej istotne dla oceny instrumentów o charakterze funduszowym. Z kolei w odniesieniu do emitentów na wyraźne dysproporcje w zakresie wymogów informacyjnych zawartych w prospekcie oraz konieczności jego corocznego

[1133] Warto zauważyć, że pomimo formalnej kwalifikacji jako fundusz inwestycyjny zamknięty w opracowaniach branżowych wskazuje się, iż fundusz portfelowy stanowi w praktyce najbardziej otwartą konstrukcję spośród wszystkich polskich funduszy inwestycyjnych. Zob. D. Bąbol, *Portfelowy FIZ…*, op. cit.

[1134] Zob. art. 1 ust. 4 lit. d rozporządzenia prospektowego, który wyłącza z zakresu stosowania rozporządzenia tytuły uczestnictwa emitowane przez zbiorowe fundusze inwestycyjne inne niż typu zamkniętego.

zatwierdzania w przypadku funduszy portfelowych zwracano uwagę zarówno w opracowaniach branżowych, jak i naukowych: m.in. w publikacjach T. Miziołka[1135], serwisu internetowego stockwatch.pl[1136] oraz autora niniejszej rozprawy[1137]. Sytuację tę częściowo zmieniono na mocy ustawy wdrażającej Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK)[1138], której przepisy weszły w życie 29 września 2023 r.[1139] Reforma ta wykorzystała fakt, że wyłączenie niektórych funduszy inwestycyjnych z reżimu prospektowego, o którym była mowa wcześniej w odniesieniu do UCITS, nie dotyczy wprost tylko funduszy otwartych, ale wszystkich funduszy „innych niż typu zamkniętego". Wraz z reformą SRRK polski fundusz portfelowy – formalnie działający jako FIZ – został więc zakwalifikowany jako forma zbiorowego inwestowania „inna niż typu zamkniętego" w rozumieniu art. 2 lit. p rozporządzenia prospektowego. W konsekwencji certyfikaty inwestycyjne funduszu portfelowego – mimo że mogą być dopuszczone do obrotu – nie wymagają prospektu emisyjnego zatwierdzanego przez KNF, jak ma to miejsce w przypadku funduszy zamkniętych (FIZ)[1140]. Ponieważ jednak fundusz portfelowy nie może sporządzić prospektu na podstawie dyrektywy UCITS (nie podlega jej), wprowadzono rozwiązanie, zgodnie z którym emitent sporządza tzw. prospekt informacyjny (art. 179a ust. 1–2 ustawy o funduszach inwestycyjnych)[1141]. Szczegółowy zakres treści prospektu określono w rozporządzeniu Ministra Finansów[1142]. Fundusz portfelowy zobowiązany jest do corocznej aktualizacji prospektu, a także do jego niezwłocznej zmiany w przypadku wystąpienia istotnych okoliczności, zwłaszcza wpływających na poziom ryzyka inwestycyjnego. Ważność prospektu nie wygasa jednak po upływie 12 miesięcy jak w przypadku prospektu emisyjnego.

[1135] T. Miziołek, *Zmieńmy regulacje dla funduszy ETF…*, op. cit.
[1136] D. Paćkowski, *Polskie przepisy polskim ETF-om wilkiem. Czy nowa SRRK wyrówna szanse na rynku?*, StockWatch.pl, 8.11.2023, https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/polskie-przepisy-polskim-etf-om-wilkiem-czy-nowa-srrk-wyrowna-szanse-na-rynku,zagranica,305016, dostęp: 16.07.2025.
[1137] M. Opoka, *Fundusz ETF jako fundusz portfelowy…*, op. cit., s. 26–34.
[1138] Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, przyjęta przez Radę Ministrów 1 października 2019 r. (dalej Strategia lub SRRK).
[1139] Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023, poz. 1723).
[1140] Zob. art. 179 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych.
[1141] Prospekt ten powinien zawierać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje na temat funduszu, podmiotu gwarantującego emisję (jeśli występuje), osób odpowiedzialnych za treść dokumentu, depozytariusza, zarządzających portfelem oraz zasad subskrypcji i wprowadzenia certyfikatów do obrotu.
[1142] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 lutego 2024 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu portfelowego (Dz.U. z 2024, poz. 179).

Zmiany te należy ocenić częściowo pozytywnie. Dla inwestorów oznacza to, że informacje zawarte w prospekcie informacyjnym lepiej odzwierciedlają specyfikę funkcjonowania funduszu inwestycyjnego. Dla emitenta z kolei jest to uproszczenie procedur – brak konieczności corocznego „odnawiania" prospektu, jak w odniesieniu do prospektu emisyjnego – co w praktyce przekłada się na niższe koszty i większą elastyczność operacyjną. Trzeba jednak wyraźnie zaznaczyć, że obecny prospekt informacyjny funduszu portfelowego nie jest prospektem w rozumieniu rozporządzenia prospektowego ani prospektem UCITS. Stąd zaszła konieczność wydania rozporządzenia wykonawczego Ministra Finansów, które określa jego szczegółowy zakres, formę i sposób udostępniania. W efekcie mamy do czynienia z sytuacją, w której z jednej strony uproszczono emitentom krajowych funduszy ETF obowiązki prospektowe oraz dostosowano zawartość dokumentu do kwestii bardziej adekwatnych z perspektywy działania funduszu inwestycyjnego. Z drugiej strony jednak utracono pewne właściwości regulacyjne typowe dla prospektu emisyjnego. Mianowicie prospekt emisyjny, sporządzany i zatwierdzany zgodnie z rozporządzeniem prospektowym, może być następnie paszportowany do innych państw członkowskich Unii Europejskiej w celu umożliwienia transgranicznej oferty lub notowania. Możliwość ta – choć w praktyce w przypadku funduszy ETF działających w formie funduszy alternatywnych raczej teoretyczna (takie fundusze praktycznie nie występują w obrocie na giełdach unijnych) – formalnie dla funduszy portfelowych istniała. Ponieważ jednak obecny prospekt informacyjny, sporządzany zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów, nie jest ani prospektem UCITS, ani prospektem w rozumieniu rozporządzenia prospektowego, nie daje podstawy do zastosowania żadnej uproszczonej procedury transgranicznej – notyfikacyjnej UCITS (tzw. jednolitego paszportu) czy paszportowej wynikającej z rozporządzenia prospektowego. Emitent krajowego funduszu portfelowego nie może więc, na podstawie prospektu informacyjnego, wprowadzić certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na zagranicznej giełdzie w ramach żadnych wystandaryzowanych europejskich procedur. Przykład ten unaocznia, że w obecnym stanie prawnym nie istnieje efektywna możliwość budowy funduszu ETF z potencjałem transgranicznej dystrybucji w formule funduszu portfelowego. Jeżeli celem jest stworzenie polskiego funduszu ETF o potencjale notowania międzynarodowego, skutki omawianej reformy pokazują, że fundusz o charakterze UCITS jest jedynym rozwiązaniem, również z perspektywy wymogów prospektowych.

4 Instrumenty ETC i ETN na rynku polskim

4.1 Miejsce instrumentów typu ETC i ETN w polskim porządku prawnym

W Polsce nie są obecnie emitowane instrumenty typu ETC ani ETN. Przepisy powszechnie obowiązujące nie zawierają regulacji odnoszącej się do tych instrumentów ani ich definicji legalnej – w szczególności ustawa o obligacjach[1143] nie wyodrębnia ich jako określonego podtypu obligacji. Jednocześnie brak jest wyraźnego zakazu tworzenia instrumentów o zbliżonym charakterze. Ustawa o obligacjach nie wyklucza ustrukturyzowania obligacji w sposób, który upodabniałby je do standardu instrumentów typu ETC lub ETN zidentyfikowanego w rozdziałach 2 i 3 niniejszej pracy. Należy przy tym mieć na uwadze, że o ile standard ten ma charakter ogólny, o tyle konkretna struktura prawna i zasady funkcjonowania poszczególnych instrumentów zależą od rozwiązań przyjętych w prawie krajowym danego rynku – co uwidoczniono na przykładzie rozbieżności między instrumentem Xetra-Gold funkcjonującym na gruncie prawa niemieckiego, a instrumentami ETC emitowanymi na podstawie prawa irlandzkiego, opisanymi w podrozdziale 2 rozdziału 6.

Niezależnie od powyższego możliwe jest wprowadzanie do obrotu na rynku polskim instrumentów typu ETC i ETN wyemitowanych w innych jurysdykcjach – przykładem jest Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC notowany na GPW w Warszawie. Brak odrębnej definicji systemowej tych instrumentów w przepisach powszechnie obowiązujących wymusza ustalenie, które spośród ogólnych zasad obrotu instrumentami finansowymi należy do nich zastosować oraz jakie rodzi to konsekwencje dla uczestników rynku. Regulamin Giełdy zawiera wprawdzie definicję instrumentów typu ETC i ETN, jednak ma ona zastosowanie wyłącznie do instrumentów notowanych w systemach obrotu prowadzonych przez GPW w Warszawie i nie stanowi regulacji o charakterze powszechnie obowiązującym.

W celu określenia zasad obrotu instrumentami typu ETC i ETN w prawie polskim konieczne jest zatem odwołanie się do ustawy o obrocie instrumentami

[1143] Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 708)

finansowymi jako podstawowej regulacji systemowej[1144]. Na gruncie tej ustawy instrumenty finansowe dzielą się na papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi. Analizując konstrukcję prawną instrumentów typu ETC i ETN w świetle tego podziału, należy stwierdzić, iż powinny one zostać zakwalifikowane do kategorii papierów wartościowych. Nie spełniają bowiem przesłanek pozwalających na ich zaliczenie do którejkolwiek z podkategorii instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Jako dłużne instrumenty rynku zorganizowanego nie mogą być traktowane ani jako tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, ani jako instrumenty rynku pieniężnego. Z uwagi na ich kasowy charakter nie mieszczą się również w żadnej z kategorii obejmujących instrumenty pochodne (takiej jak opcje, kontrakty futures itp.). Skoro zatem instrumenty typu ETC należy zaliczyć do kategorii papierów wartościowych, trzeba rozstrzygnąć, do której z podkategorii przewidzianych w art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi powinny zostać przyporządkowane. Przepis ten wyróżnia: (a) akcje, prawa poboru (…), kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe (…), wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, oraz (b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego, odnoszące się do papierów wartościowych określonych w lit. a, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników (prawa pochodne).

Kwestia ta ma szczególne znaczenie w odniesieniu do niektórych instrumentów typu ETC, które przewidują możliwość wykupu z żądaniem fizycznej dostawy towaru (np. wybranych konstrukcji zabezpieczonych złotem, zazwyczaj dostępnych wyłącznie dla inwestorów indywidualnych)[1145]. W przypadku zakwalifikowania

[1144] Zob. komentarz do art. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Prawo rynku kapitałowego. Tom I. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2023.

[1145] Przykładami instrumentów umożliwiających w niektórych przypadkach fizyczną dostawę złota w formie monet lub sztabek – po uiszczeniu dodatkowej opłaty oraz w uzgodnieniu z emitentem, a także wyłącznie dla inwestorów indywidualnych – są Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (RMAU) oraz Xetra-Gold® ETC (4GLD). Kwestia ta dotyczy jednak wyłącznie wąskiej grupy takich instrumentów, gdyż zasadnicza większość instrumentów typu ETC nie przewiduje możliwości fizycznej dostawy aktywów bazowych w żadnym wariancie. Wątpliwość tego rodzaju

takich instrumentów jako praw pochodnych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi mogłyby one zostać uznane za towarowe instrumenty pochodne w rozumieniu art. 3 pkt 59 tej ustawy, a w konsekwencji podlegałyby reżimowi przewidzianemu dla tej kategorii, obejmującemu m.in. limity wielkości pozycji oraz dodatkowe obowiązki sprawozdawcze. Analiza systemowa nie potwierdza jednak zasadności takiej kwalifikacji. Po pierwsze, jak wskazano w podrozdziale 1.2 rozdziału 6 niniejszej rozprawy, ESMA w swoim stanowisku jednoznacznie wyklucza kwalifikację instrumentów typu ETC jako towarowych instrumentów pochodnych[1146]. Po drugie, również wykładnia celowościowa regulacji dotyczących limitów pozycji potwierdza taką interpretację: podstawową funkcją instrumentów typu ETC nie jest zawieranie kontraktów wymagających fizycznej dostawy, a ewentualne przypadki jej realizacji mają charakter wyjątkowy i w praktyce rynku występują sporadycznie. Przepisy o limitach pozycji zostały stworzone w celu ograniczenia ryzyka systemowego związanego z obrotem klasycznymi instrumentami pochodnymi rozliczanymi poprzez fizyczną dostawę[1147]. Trudno zatem uznać, aby możliwość wydania inwestorowi indywidualnemu równowartości inwestycji w postaci sztabki lub monety miała znaczenie z perspektywy tak określonych celów regulacji. Uwzględniając zatem, że ustawa o obrocie instrumentami finansowymi implementuje podstawowe rozwiązania dyrektywy MiFID II (oraz odpowiednich aktów wykonawczych), należy przyjąć, iż instrumenty typu ETC należy traktować jako „inne zbywalne papiery wartościowe" w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a tej ustawy. Jako takie pozostają one poza reżimem właściwym dla towarowych instrumentów pochodnych.

4.2 Rozwiązania przyjęte przez GPW w Warszawie

W rozdziale 6 niniejszej rozprawy przedstawiono zasady regulacji instrumentów typu ETC i ETN, wskazując w szczególności, w jaki sposób – wobec braku zharmonizowanych standardów – zabezpieczane jest ryzyko kontrahenta. W polskim porządku prawnym brak jest lokalnie wyemitowanych instrumentów tego typu, a zatem

nie powstaje również w odniesieniu do instrumentów ETN, które – poza konstrukcjami opartymi na kryptowalutach – co do zasady wykorzystują replikację syntetyczną.

[1146] Zob. odpowiedź na pytanie 10 dotyczące kwalifikacji instrumentów typu ETC w przywoływanym wcześniej *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 16.07.2025.

[1147] W motywach 125–127 dyrektywy MiFID II wskazuje się, że wprowadzenie limitów pozycji w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych miało na celu zapewnienie lepszej koordynacji i większej spójności stosowania porozumienia G20 zawartego w dniu 25 września 2009 r w celu wyeliminowania nadmiernej zmienności cen towarów.

nie jest możliwe omówienie poszczególnych rozwiązań na poziomie emitentów. Możliwe jest natomiast przeanalizowanie przyjętego przez GPW w Warszawie podejścia do ochrony inwestorów przed ryzykiem emitenta na poziomie systemu obrotu.

W przeważającej mierze na rynkach europejskich funkcjonują w tym zakresie dwa modele: model, w którym od emitenta wymaga się co najmniej wydzielenia aktywów inwestycyjnych od aktywów własnych emitenta, oraz model, w którym kwestia ta nie stanowi warunku regulaminowego na etapie dopuszczenia instrumentu do obrotu – praktyka pokazuje jednak, że mechanizmy tego rodzaju występują. W obu modelach standardem jest udział animatora rynku, którego obecność zapewnia większą płynność oraz ogranicza ryzyko rozbieżności pomiędzy ceną rynkową a wartością aktywów bazowych, podobnie jak w przypadku funduszy ETF. Mechanizm ten w istotnym stopniu chroni interesy inwestorów.

Jak wskazano w rozdziale 3 przy omawianiu europejskiego rynku instrumentów typu ETC i ETN, emitentami tych instrumentów są często spółki prawa handlowego, które nie mają statusu dużych instytucji finansowych (w przeciwieństwie do emitentów instrumentów strukturyzowanych, nierzadko banków). Ich sytuacja finansowa jako emitentów może różnić się od sytuacji typowych instytucji finansowych emitujących klasyczne produkty strukturyzowane – jako spółki specjalnego przeznaczenia nie prowadzą one bowiem dodatkowej działalności operacyjnej. W tej sytuacji znaczenie oceny kondycji emitenta przy dopuszczeniu instrumentu do obrotu bywa ograniczone. W większym stopniu rolę w ochronie inwestorów pełnią tu inne rozwiązania, takie jak wydzielenie aktywów, codzienna kreacja i umarzanie jednostek czy mechanizmy kontroli fizycznego zabezpieczenia aktywów. Regulamin Giełdy przewiduje jednak rozwiązanie o charakterze hybrydowym. Po pierwsze, Zarząd Giełdy, rozpatrując wniosek o dopuszczenie instrumentu typu ETC lub ETN do obrotu, stosuje standardowe kryteria właściwe dla wszystkich instrumentów finansowych, zgodnie z § 10 Regulaminu Giełdy. Ocenie podlega sytuacja finansowa emitenta i jej prognoza, perspektywy jego rozwoju, a także doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających. Po drugie, wprowadzono dodatkowe wymogi informacyjne[1148], zgodnie z którymi emitent musi we wniosku wskazać

[1148] Zob. w § 17b Regulaminu Giełdy oraz rozwinięte w § 7a Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego.

informacje pozwalające inwestorom ocenić w szczególności sytuację finansową emitenta, charakter aktywów, prawa związane z instrumentami oraz mechanizmy zapewniające pasywny charakter instrumentu, wydzielenie aktywów inwestycyjnych czy przeznaczenie środków z emisji na nabycie aktywów bazowych.

Podejście przyjęte przez GPW w Warszawie ma charakter autorski. Nie wprowadzono co prawda bezpośredniego wymogu fizycznego zabezpieczenia instrumentu, co teoretycznie dopuszcza wprowadzenie do obrotu instrumentów niespełniających tego kryterium. W praktyce jednak trudno wyobrazić sobie dopuszczenie do obrotu instrumentu typu ETC, który nie byłby zabezpieczony, zwłaszcza że tego typu konstrukcje na rynku europejskim praktycznie nie występują. Z kolei regulaminowa ocena sytuacji finansowej i biznesowej emitenta zwiększa poziom bezpieczeństwa inwestorów, choć jednocześnie może utrudniać wprowadzenie do obrotu niektórych innowacyjnych instrumentów emitowanych przez nowo powołane spółki celowe o krótkiej historii działalności. Pozytywnie należy natomiast ocenić wprowadzenie dodatkowych wymogów informacyjnych, istotnych zwłaszcza dla inwestorów indywidualnych, dla których analiza prospektu emisyjnego i innych dokumentów źródłowych mogłaby być utrudniona ze względu na ich objętość, specjalistyczny język oraz oparcie wielu mechanizmów na prawie obcym.

4.3 Zasady obrotu na GPW w Warszawie

Warto zwrócić też uwagę na zasady, na jakich odbywa się obrót instrumentami typu ETC i ETN na warszawskiej giełdzie. W istocie kierowano się praktyką innych rynków i zasady obrotu upodobniono do zasad określających obrót funduszami ETF. W szczególności, o ile instrumenty typu ETC i ETN są instrumentami dłużnymi, wyłączono je – na wzór praktyk zidentyfikowanych na zagranicznych giełdach i opisanych w rozdziale 4 – na potrzeby obrotu z kategorii obligacji. Sytuacja taka ma uzasadnienie praktyczne: obligacje notowane są bowiem na innych zasadach. Podkreślono również odrębność – z perspektywy obrotu – instrumentów typu ETC i ETN od instrumentów strukturyzowanych, których obrót organizowany jest w tzw. Systemie Animatora Rynku[1149]. Przewidziano możliwości ich notowania w alternatywnych systemach obrotu.

[1149] Jest to zgodne z praktyką giełd europejskich, na których segment instrumentów strukturyzowanych jest wyraźnie oddzielony i zastosowanie mają do niego inne zasady regulaminowe.

Na tle praktyki międzynarodowej zwraca uwagę brak możliwości wprowadzenia tych instrumentów na platformę GlobalConnect, służącą w Polsce do obrotu instrumentami zagranicznymi bez udziału emitenta, a wyłącznie przy udziale animatora rynku. W innych jurysdykcjach europejskich takie rozwiązanie funkcjonuje, np. na giełdzie BSE w Bułgarii oraz na Wiener Börse, gdzie instrumenty typu ETC są przedmiotem obrotu w alternatywnych systemach. W obowiązującym stanie prawnym obrót instrumentami typu ETC prowadzony jest w systemie notowań ciągłych[1150]. Zasady obrotu zostały w dużej mierze ukształtowane analogicznie do reguł dotyczących funduszy ETF[1151]. Obrót odbywa się przy udziale animatora rynku, a jego obowiązki określono w sposób zbliżony do wymogów obowiązujących dla funduszy ETF[1152]. Podsumowując, również w zakresie zasad obrotu mających zastosowanie do instrumentów typu ETC i ETN rozwiązania przyjęte na GPW w Warszawie zasadniczo nie odbiegają od rozwiązań funkcjonujących na innych rynkach europejskich, na których stosuje się zbliżone reguły wobec funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN.

5 Fundusz portfelowy jako alternatywa dla instrumentów typu ETC i ETN

5.1 Fundusz portfelowy wobec strategii niedostępnych w UCITS – praktyka polska

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w przywołanych w niniejszym rozdziale stanowiskach branżowych wskazuje się jednoznacznie na ograniczenia wynikające z konstrukcji funduszu portfelowego. Warto jednak zauważyć, że w określonych obszarach konstrukcja ta może wykazywać funkcjonalne zalety. Uwzględniając zweryfikowaną w praktyce rynkowej oraz w przepisach prawnych tezę, że instrumenty typu ETC i ETN wypełniają lukę wynikającą z ograniczeń polityki inwestycyjnej funduszy UCITS, zasadne jest pytanie, czy fundusz portfelowy – będący funduszem inwestycyjnym zamkniętym, a więc alternatywnym funduszem inwestycyjnym –

[1150] Zob. § 82a SZOG.
[1151] Zob. § 79 SZOG.
[1152] Zob. Załącznik nr 11 i 12 SZOG. W szczególności animator zobowiązany jest do zapewnienia obecności w arkuszu zleceń przez co najmniej 80% czasu trwania sesji oraz do utrzymywania maksymalnych spreadów nieprzekraczających 1,5%.

może pełnić podobne funkcje oraz stanowić instrument prawny pozwalający na uzyskanie ekspozycji niedostępnej w ramach reżimu UCITS. Tezę tę można zweryfikować, opierając się na analizie przepisów u.f.i, odpowiednich regulacji unijnych oraz przykładów z rynku polskiego. Jest ona obecnie szczególnie aktualna, mając na uwadze przywołane w rozdziale 5 stanowisko ESMA z czerwca 2025 r., w którym to nadzorca europejski zwraca uwagę na formułę funduszu alternatywnego jako potencjalnie właściwą dla funkcjonowania instrumentów typu ETC i ETN[1153].

Jak wykazano, na rynku krajowym brak jest instrumentów typu ETC i ETN emitowanych w Polsce. Inwestorzy mogą natomiast korzystać z czterech lokalnych funduszy ETF oferujących ekspozycję lewarowaną lub odwrotną (w tym dwóch o wyższej dźwigni, tj. 2× short oraz 3× long), a także z niedawno wprowadzonego do obrotu funduszu Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, który zapewnia syntetyczną ekspozycję na kurs kryptowaluty bitcoin[1154]. Instrumenty te stanowią przykład zastosowania regulacji dotyczących funduszu portfelowego do uzyskania ekspozycji inwestycyjnej niedostępnej w ramach UCITS.

5.2 Katalog dopuszczalnych lokat funduszu portfelowego

Analizę w tym zakresie warto rozpocząć od Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ jako przykładu konstrukcji umożliwiającej uzyskanie w formule funduszu inwestycyjnego ekspozycji na klasę aktywów niedopuszczoną dla funduszy UCITS. W dalszej części analiza opiera się na zasadach prawnych właściwych dla funkcjonowania tego rodzaju funduszu. Fundusz portfelowy, jako fundusz inwestycyjny zamknięty w rozumieniu prawa polskiego i alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu prawa unijnego, podlega zasadom dotyczącym katalogu lokat właściwych dla tej kategorii funduszy. Przepisy te stanowią implementację dyrektywy AIFMD, która nie zawiera zamkniętego katalogu dozwolonych lokat funduszu ani katalogu lokat zakazanych. Dyrektywa AIFMD nie wprowadza również wymogów w odniesieniu do

[1153] Warto zwrócić uwagę na opublikowany 26 czerwca 2025 r. finalny raport ESMA pt. *Technical Advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive* (ESMA34-2087785638-1548), zawierający rekomendacje dotyczące m.in. zastosowania tzw. *look-through approach* oraz możliwości uzyskania pośrednich ekspozycji na alternatywne aktywa, w tym kryptowaluty. Zob. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 10.02.2026.

[1154] Więcej informacji o funduszu Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, w tym statut, prospekt informacyjny oraz dokumenty aktualizacyjne, dostępnych jest na stronie emitenta: https://agiofunds.pl/fundusz/beta-etf-bitcoin-portfelowy-fiz/?confirm=true, dostęp: 15.07.2025.

dywersyfikacji portfela inwestycyjnego[1155]. Wymogi polskiej ustawy o funduszach inwestycyjnych są w tym zakresie bardziej restrykcyjne, choć katalog dopuszczalnych lokat dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest znacznie szerszy niż dla funduszy otwartych zgodnych z dyrektywą UCITS.

Zgodnie z art. 145 u.f.i fundusz inwestycyjny zamknięty może lokować aktywa m.in. w instrumenty pochodne (w tym niewystandaryzowane). Oznacza to, że fundusz inwestycyjny zamknięty może legalnie inwestować w kontrakty futures jako instrumenty pochodne standaryzowane (pkt 4), a także zawierać umowy oparte na instrumentach pochodnych OTC, jak np. umowy swap[1156]. Nie istnieje przy tym przepis ustawowy ograniczający koncentrację inwestycji w instrumentach pochodnych w funduszu inwestycyjnym zamkniętym w taki sposób, jak ma to miejsce w funduszach otwartych (działających na podstawie dyrektywy UCITS)[1157]. Wprawdzie art. 145 ust. 3 przewiduje limity koncentracji, lecz dotyczą one wyłącznie papierów wartościowych oraz instrumentów rynku pieniężnego. Kontrakty futures, jako instrumenty pochodne, takim limitom nie podlegają[1158]. Mając powyższe na uwadze, fundusz portfelowy – jako fundusz inwestycyjny zamknięty funkcjonujący w ramach reżimu alternatywnych funduszy inwestycyjnych – może prowadzić politykę inwestycyjną opartą na alternatywnych klasach aktywów (a zatem i na takich, na które ekspozycję na rynkach europejskich zapewniają instrumenty typu ETC i ETN), o ile ekspozycja na te aktywa uzyskiwana jest za pośrednictwem instrumentów pochodnych.

Pojawia się jednak pytanie, czy fundusz portfelowy mógłby inwestować bezpośrednio w kryptoaktywa – analogicznie jak czynią to zarządzający instrumentami typu ETN. Na gruncie polskich przepisów nie jest to dopuszczalne. Polski ustawodawca w art. 145 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi

[1155] Odmiennie sytuacja przedstawia się w przypadku dyrektywy UCITS, w której katalog lokat został wyraźnie określony i doprecyzowany w aktach wykonawczych, w szczególności w dyrektywie Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. wyjaśniającej pojęcie zbywalnych papierów wartościowych oraz niektórych instrumentów finansowych kwalifikowanych jako lokaty funduszy UCITS (Eligible Assets Directive).

[1156] Możliwość ta jest warta odnotowania z uwagi na popularność swapów jako metod uzyskiwania ekspozycji na niektóre klasy aktywów przez zarządzających funduszami ETF oraz dostawców instrumentów typu ETC czy też ETN.

[1157] W szczególności fundusze inwestycyjne zamknięte nie podlegają przepisom art. 100 ustawy, który wprowadza limity koncentracji (np. 5%, 20%, 25%) odnoszące się do FIO i SFIO.

[1158] Ustawa o funduszach inwestycyjnych wyraźnie rozróżnia te kategorie – definiuje bowiem papiery wartościowe w art. 2 pkt 34 (z odwołaniem do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) i wyłącza z tej definicji instrumenty pochodne, które zostały odrębnie zdefiniowane w art. 2 pkt 20 i 20a.

funduszami inwestycyjnymi nie przewidział bowiem możliwości bezpośredniego lokowania aktywów funduszu inwestycyjnego zamkniętego w kryptoaktywa. Ograniczenie to wynika jednak wyłącznie z regulacji krajowych. Dyrektywa 2011/61/UE nie określa katalogu dozwolonych lokat, pozostawiając to państwom członkowskim. ESMA w odpowiedzi nr 1027 w ramach Q&A dotyczących AIFMD wskazała, że co do zasady nie wyklucza kryptoaktywów z potencjalnego katalogu aktywów, jednocześnie zastrzegając możliwość ustanowienia dodatkowych wymogów na poziomie krajowym[1159].

W praktyce istnieją jurysdykcje, w których alternatywne fundusze inwestycyjne mogą inwestować w bardzo szeroki zakres aktywów – nie wprowadzono bowiem ograniczeń na poziomie krajowym. Przykładem są fundusze RAIF (Reserved Alternative Investment Funds) oraz SIF (Specialised Investment Funds) w Luksemburgu, które mogą lokować środki w szeroką gamę aktywów, w tym kryptoaktywa[1160]. Możliwości uzyskania przez te formy funduszy inwestycyjnych ekspozycji na kryptoaktywa potwierdzono m.in. w stanowiskach luksemburskiej izby zarządzających funduszami inwestycyjnymi[1161], komunikacie tamtejszego organu nadzoru nad rynkiem finansowym (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)[1162] oraz w branżowych opracowaniach prawniczych[1163].

Na rynku można także spotkać przykłady funduszy alternatywnych z siedzibą w Luksemburgu, które oferują taką ekspozycję, w tym funduszy tworzonych przez banki, jak w przypadku Sygnum[1164]. Co istotne, luksemburski organ nadzoru nad rynkiem finansowym, dopuszczając w pewnym zakresie inwestycje funduszy

---

[1159] Odpowiedź ESMA na pytanie nr 1027 w: *Questions and Answers – Application of the AIFMD*, ESMA34-32-352, ESMA, 17.12.2021, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1027, dostęp: 15.07.2025.

[1160] Zob. ogólne zasady funkcjonowania luksemburskich funduszy RAIF i SIF, np. *RAIF (Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund)*, ALFI, https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-%28luxembourg-reserved-alternative-investment-f?utm, dostęp: 15.07.2025.

[1161] Zob. również wytyczne ALFI dotyczące dopuszczalnych klas aktywów w RAIF i SIF, https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-%28luxembourg-reserved-alternative-investment-f?utm, dostęp: 15.07.2025.

[1162] https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/FAQ_Crypto_assets_UCI.pdf, dostęp: 15.07.2025.

[1163] M. Visano, *Luxembourg Blockchain Briefing – Crypto-assets related funds in Luxembourg*, DLA Piper, 2.2025, https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2025/02/luxembourg-blockchain-briefing-crypto-assets-related-funds-in-luxembourg, dostęp: 15.07.2025.

[1164] *Sygnum's crypto yield fund adopts Luxembourg RAIF structure to extend investor protection and global access to its market-neutral strategy*, Sygnum, 31.10.2024, https://www.sygnum.com/news/sygnums-crypto-yield-fund-adopts-luxembourg-raif-structure-to-extend-investor-protection-and-global-access-to-its-market-neutral-strategy/, dostęp: 15.07.2025.

alternatywnych w kryptoaktywa, przez długi czas zajmował jednoznaczne stanowisko sprzeciwiające się jakiejkolwiek formie – pośredniej lub bezpośredniej – inwestowania w tego typu aktywa przez fundusze UCITS. Stanowisko to zmieniono niedawno, dopuszczając inwestycje przez fundusze UCITS w kryptoaktywa do 10% ich wartości aktywów netto[1165]. Podsumowując, w Polsce fundusz portfelowy nie może obecnie inwestować bezpośrednio w kryptoaktywa, lecz przykłady z innych jurysdykcji pokazują, że konstrukcja ta ma potencjał do szerszego zastosowania.

5.3 Możliwość realizowania zaawansowanych strategii inwestycyjnych

Innym istotnym przykładem są zaawansowane strategie inwestycyjne – w szczególności strategie z wyższą dźwignią finansową oraz strategie odwrotne – które co do zasady nie są dostępne w funduszach typu UCITS, natomiast można je zaobserwować w ofercie funduszy Beta ETF o charakterze lewarowanym i odwrotnym. Na giełdach europejskich funkcjonują wprawdzie fundusze UCITS oferujące ekspozycję lewarowaną lub odwrotną, jednak zakres tej dźwigni jest ograniczony: ekspozycja lewarowana lub odwrotna nie przekracza poziomu 2×. Wynika to z zasad obowiązujących fundusze UCITS, opisanych szczegółowo w podrozdziale 3.2 rozdziału 5. Instrumenty o wyższej dźwigni – niezależnie od rodzaju aktywów bazowych, czy są to akcje, czy aktywa o charakterze alternatywnym – funkcjonują na rynku przede wszystkim w formie instrumentów dłużnych zaliczanych do kategorii ETN. W tym kontekście pojawia się pytanie, czy fundusz portfelowy mógłby stanowić funkcjonalny substytut instrumentów typu ETN z punktu widzenia inwestorów poszukujących wyższej dźwigni w produkcie o charakterze zbliżonym do funduszy ETF. Aby na nie odpowiedzieć, konieczna jest szczegółowa analiza ograniczeń wynikających z regulacji UCITS oraz mechanizmów rynkowych stosowanych w celu ich obejścia lub uzupełnienia.

W polskim porządku prawnym brak jest ustawowo określonego, normatywnego limitu dźwigni finansowej w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych, co wynika z ich kwalifikacji jako alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Ustawodawca nie wprowadził wprost przepisów analogicznych do dyrektywy

[1165] *FAQ Crypto-Assets – Undertakings for collective investment*, CSSF, 4.02.2026, https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/FAQ_Crypto_assets_UCI.pdf, dostęp: 10.02.2026. Zob. pytanie nr 3, w zakresie którego odpowiedź zmieniono 4 lutego 2026 r.

UCITS, które w reżimie funduszy otwartych limitują ekspozycję wynikającą z instrumentów pochodnych. Poziom dopuszczalnej dźwigni oraz zasady wykorzystywania instrumentów pochodnych w FIZ wynikają zatem ze statutu funduszu, zatwierdzanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, oraz z ogólnych wymogów ostrożnościowych, takich jak obowiązek zarządzania ryzykiem, zapewnienia płynności i działania w najlepiej pojętym interesie uczestników[1166]. Z tych właśnie zasad korzystają fundusze portfelowe, w tym fundusze odwzorowujące indeksy lewarowane lub odwrotne, które dzięki szerszym ramom regulacyjnym mogą stosować strategie oparte na instrumentach pochodnych i osiągać poziomy dźwigni niedopuszczalne w ramach reżimu UCITS.

5.4 Fundusz portfelowy jako substytut instrumentów typu ETC i ETN – wnioski z analizy

Analiza regulacji dotyczących funduszy alternatywnych w zestawieniu z reżimem UCITS, uzupełniona o przykłady z rynku polskiego, pokazuje, że fundusz portfelowy może w znacznym zakresie pełnić rolę funkcjonalnego substytutu instrumentów typu ETC i ETN. Istnieją jednak pewne ograniczenia – zwłaszcza w odniesieniu do niektórych klas aktywów, takich jak kryptoaktywa – gdzie w przypadku funduszu portfelowego krajowe regulacje powodują, że możliwe jest jedynie ich syntetyczne odwzorowanie. Ograniczenia te wynikają wyłącznie z konstrukcji polskiej ustawy o funduszach inwestycyjnych, brak jest natomiast analogicznych ograniczeń na poziomie unijnym, co oznacza, że istnieje potencjał do ewentualnej zmiany przepisów krajowych. Umożliwienie inwestorom uzyskiwania ekspozycji na strategie inwestycyjne i klasy aktywów niedostępne w UCITS, a dostępne poprzez instrumenty typu ETC i ETN, w formule funduszu portfelowego (lub szerzej – funduszu alternatywnego o charakterze non-UCITS) wydaje się rozwiązaniem wartym rozważenia. Z perspektywy inwestorów instrument o konstrukcji funduszowej ma liczne przewagi w zakresie bezpieczeństwa regulacyjnego nad instrumentami typu ETC i ETN. O ile wykształciły się rynkowe standardy funkcjonowania instrumentów typu ETC i ETN, zapewniające wysoki poziom bezpieczeństwa, o tyle nie są one jednak zharmonizowane w skali europejskiej i – poza ogólnymi założeniami formułowanymi przez giełdy lub samych emitentów – brak jest jednolitych norm prawnych. Fundusze

[1166] Zob. art. 145–146 oraz art. 48 i art. 83–85 ustawy o funduszach.

inwestycyjne podlegają natomiast szczegółowym, zharmonizowanym wymogom regulacyjnym. Z tego względu warto rozważyć możliwość stworzenia zharmonizowanego produktu opartego na konstrukcji funduszu portfelowego.

6 Ewolucja i perspektywy otoczenia regulacyjnego funduszy ETF w Polsce

6.1 Dotychczasowe próby reform

Analiza ograniczeń wynikających z konstrukcji funduszu portfelowego wymaga uwzględnienia kontekstu historycznego, w tym pierwotnych założeń ustawodawcy oraz dotychczasowych prób reformy otoczenia regulacyjnego funduszy ETF w Polsce.

Zgodnie z uzasadnieniem projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych wprowadzenie przepisów dotyczących funduszy portfelowych miało służyć realizacji kilku celów: po pierwsze, uatrakcyjnieniu i uelastycznieniu oferty funduszy inwestycyjnych poprzez zapewnienie inwestorom większego wyboru konstrukcji i typów funduszy; po drugie, stworzeniu towarzystwom funduszy inwestycyjnych warunków równej konkurencji z funduszami zagranicznymi; po trzecie, umożliwieniu tworzenia i funkcjonowania w Polsce funduszy ETF znanych z rynków zagranicznych; po czwarte, wprowadzeniu dogodnej formy inwestowania dla każdego inwestora, w tym inwestora indywidualnego.

Ocena realizacji tych celów po ponad dwóch dekadach funkcjonowania przepisów wymaga zróżnicowanego podejścia. Z jednej strony, jak wykazano w podrozdziale 1.4, rynek funduszy ETF na GPW w Warszawie odnotowuje dynamiczny rozwój – w 2025 r. obroty przekroczyły 3 mld zł, a aktywa funduszy Beta ETF osiągnęły wartość 1,56 mld zł. Z drugiej jednak strony rozwój ten dokonał się w warunkach istotnych ograniczeń strukturalnych. Na rynku funkcjonuje wyłącznie jeden lokalny emitent (AgioFunds TFI), a żaden zagraniczny podmiot zarządzający nie wybrał dotychczas Polski jako jurysdykcji domicylu dla swoich funduszy ETF. Fundusze portfelowe, działając poza reżimem UCITS, nie korzystają z możliwości transgranicznej dystrybucji dostępnej dla ich europejskich konkurentów. W tym sensie cel stworzenia warunków równej konkurencji z funduszami zagranicznymi nie został osiągnięty.

Na powyższe bariery zwrócono uwagę w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, w której zdiagnozowano problem występowania strukturalnych barier dla funkcjonowania funduszy ETF w Polsce, polegających na braku odpowiednich ram prawnych, operacyjnych i nadzorczych. W SRRK podkreślono, że przyjęta w Polsce forma prawna dla funduszy inwestycyjnych może wpływać na ograniczoną obecność polskich funduszy na rynkach zagranicznych oraz generuje problemy praktyczne wynikające z braku możliwości obrotu jednostkami uczestnictwa. Przewidywano wprowadzenie nowego modelu funduszu inwestycyjnego, atrakcyjnego z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych.

Realizacja celów Strategii miała nastąpić w drodze ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku. W ramach prac nad projektem tej ustawy w październiku 2022 r. opublikowano propozycje legislacyjne zakładające w szczególności: oparcie konstrukcji funduszu portfelowego na funduszu otwartym (FIO lub SFIO) zamiast funduszu zamkniętego; wprowadzenie zbywalności jednostek uczestnictwa w celu umożliwienia obrotu wtórnego na rynku regulowanym; obowiązkową dematerializację jednostek uczestnictwa; obowiązkowe przekształcenie istniejących funduszy portfelowych z formuły FIZ w formułę FIO lub SFIO; umożliwienie tworzenia struktur parasolowych; a także liberalizację zasad polityki inwestycyjnej[1167].

Propozycje te spotkały się jednak z zastrzeżeniami. W toku prac legislacyjnych wskazywano, że przyjęcie proponowanych zmian mogłoby prowadzić do zaburzenia podstawowej różnicy konstrukcyjnej między jednostką uczestnictwa a certyfikatem inwestycyjnym, utraty znaczenia obowiązującego podziału tytułów uczestnictwa oraz postawienia pod znakiem zapytania zasadności rozróżniania tych dwóch kategorii instrumentów. Prace legislacyjne uwidoczniły tym samym fundamentalny związek między możliwością rozwoju funduszy ETF w Polsce a podstawowymi elementami konstrukcji prawnej polskich funduszy inwestycyjnych, ukształtowanymi jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. W rezultacie ustawa uchwalona 16 sierpnia 2023 r. wprowadziła zmiany o znacznie ograniczonym charakterze w stosunku do pierwotnych zamierzeń. Objęły one głównie modyfikacje dotyczące

[1167] Zob. Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, UD235, https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12349203/katalog/12803518#12803518, dostęp: 10.02.2026.

prospektu informacyjnego oraz limitów inwestycyjnych dla FIO – kwestie te zostały szczegółowo omówione w podrozdziałach 3.1 oraz 3.7 niniejszego rozdziału. Zmiany te usunęły niektóre istotne bariery, nie wpłynęły jednak na fundamentalną konstrukcję funduszu portfelowego jako funduszu zamkniętego funkcjonującego poza reżimem UCITS.

6.2 Planowane zmiany legislacyjne

Potencjalnie istotną zmianę dla funkcjonowania polskich funduszy ETF może stanowić projekt ustawy implementującej dyrektywę 2024/927 (AIFMD II), opublikowany w styczniu 2026 r., który przewiduje wprowadzenie do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi definicji „funduszu inwestycyjnego typu ETF”[1168]. Projektowane rozwiązanie, omówione szczegółowo w podrozdziale 2.2, ma jednak charakter głównie porządkujący i terminologiczny – nie zmienia ono fundamentalnej konstrukcji funduszu portfelowego, ani nie usuwa zasadniczych ograniczeń wynikających z braku możliwości funkcjonowania krajowych funduszy ETF w reżimie UCITS. Warto jednak odnotować, że proponowana definicja przenosi na poziom ustawowy obowiązek funkcjonowania animatora rynku, który dba o zgodność cen tytułów uczestnictwa funduszu z przypadającym na nie udziałem w jego aktywach netto.

Perspektywy dalszego rozwoju ram prawnych dla funduszy ETF w Polsce uległy istotnej zmianie w styczniu 2026 r., wraz z publikacją projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z rozwojem funduszy inwestycyjnych (numer projektu UD356)[1169]. Projekt ten, wpisany do wykazu prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów, zakłada reformę o potencjalnie przełomowym charakterze dla krajowego rynku funduszy ETF.

Planowane zmiany dotyczą bezpośrednio problematyki analizowanej w niniejszym rozdziale i przewidują umożliwienie tworzenia oraz funkcjonowania w Polsce funduszy ETF w formule UCITS – tj. jako funduszy inwestycyjnych otwartych,

[1168] Zob. Projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz niektórych innych ustaw z 22 grudnia 2025 r., UC105, https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12405803/katalog/13178870#13178870, dostęp: 27 stycznia 2026.

[1169] Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z rozwojem funduszy inwestycyjnych, wykaz prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów, UD356, https://www.gov.pl/web/premier/projekt-ustawy-o-zmianie-niektorych-ustaw-w-zwiazku-z-rozwojem-funduszy-inwestycyjnych, dostęp: 28 stycznia 2026.

których jednostki uczestnictwa stanowią instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu giełdowego. Rozwiązanie to ma na celu pełną integrację polskich funduszy o charakterze indeksowym z jednolitym rynkiem europejskim. Jak wskazuje projektodawca, obecna konstrukcja funduszu portfelowego, działającego w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, stanowi istotną barierę rozwoju tego segmentu rynku – diagnoza ta pozostaje zbieżna z wnioskami płynącymi z analizy przeprowadzonej w niniejszym rozdziale. Projekt przewiduje ponadto możliwość emisji nowych klas jednostek uczestnictwa w ramach istniejących funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, które będą mogły być przedmiotem obrotu giełdowego – wzorując się na rozwiązaniach przyjętych w Luksemburgu i Irlandii.

W ramach uzasadnienia podjęcia prac nad projektem ustawy zwrócono uwagę, że wprowadzenie funduszy ETF w formule UCITS umożliwiłoby funduszom rejestrowanym w Polsce korzystanie z paszportu unijnego, a tym samym ich dystrybucję na rynkach innych państw członkowskich, jak również pozwoliłoby na włączenie polskich funduszy ETF do globalnych baz danych. W przypadku przyjęcia projektowanych rozwiązań zasadnicze ograniczenia zidentyfikowane w niniejszym rozdziale – w szczególności brak możliwości transgranicznej dystrybucji, ograniczona atrakcyjność dla inwestorów instytucjonalnych oraz brak możliwości tworzenia struktur parasolowych – mogłyby zostać usunięte. Planowany termin przyjęcia projektu przez Radę Ministrów określono na IV kwartał 2026 r., co oznacza, że ewentualne wejście w życie nowych przepisów nastąpiłoby najwcześniej w 2027 r. Ocena ostatecznego kształtu przyjętych rozwiązań będzie możliwa dopiero po zakończeniu procesu legislacyjnego.

Wnioski

Przeprowadzona analiza pozwala na sformułowanie kilku zasadniczych wniosków dotyczących stanu i perspektyw rozwoju giełdowych instrumentów indeksowych na rynku polskim.

Przede wszystkim, w świetle obowiązujących przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, fundusz ETF może w Polsce funkcjonować wyłącznie w formie funduszu portfelowego, będącego szczególnym podtypem funduszu inwestycyjnego

zamkniętego, a zatem alternatywnego funduszu inwestycyjnego w rozumieniu dyrektywy AIFMD. Wynika to z faktu, że jednostki uczestnictwa funduszy otwartych (FIO i SFIO) nie mogą być przedmiotem obrotu wtórnego, co wyklucza możliwość ich notowania na rynku regulowanym. Wniosek ten potwierdza tezę o strukturalnych ograniczeniach krajowego modelu regulacyjnego, uniemożliwiających tworzenie funduszy ETF w formule UCITS.

Konstrukcja funduszu portfelowego wiąże się z szeregiem ograniczeń, które negatywnie wpływają na konkurencyjność krajowych funduszy ETF. Do najistotniejszych należą: ograniczone możliwości transgranicznej dystrybucji, ograniczona atrakcyjność dla inwestorów instytucjonalnych, brak możliwości tworzenia struktur parasolowych, a także dodatkowe obciążenia administracyjne. Ograniczenia te stawiają polskich emitentów w gorszej pozycji konkurencyjnej względem podmiotów zagranicznych oferujących fundusze UCITS.

Należy jednak dostrzec, że status funduszu alternatywnego otwiera przed funduszem portfelowym możliwości niedostępne w reżimie UCITS. Szerszy katalog dozwolonych lokat oraz brak ustawowych limitów dźwigni finansowej umożliwiają realizację strategii inwestycyjnych wykraczających poza ramy funduszy otwartych – w tym strategii lewarowanych, odwrotnych oraz opartych na instrumentach pochodnych zapewniających ekspozycję na aktywa alternatywne. Możliwości te zostały z powodzeniem wykorzystane przez jedynego krajowego emitenta. Powyższa obserwacja pozwala częściowo wyjaśnić, dlaczego na rynku polskim nie wykształciły się lokalne instrumenty typu ETC i ETN. W zakresie, w jakim instrumenty te na rynkach zagranicznych służą uzyskiwaniu ekspozycji niedostępnej w ramach UCITS, podobną funkcję może – w pewnym stopniu – pełnić fundusz portfelowy jako fundusz alternatywny. Jednocześnie przepisy umożliwiają notowanie na GPW w Warszawie instrumentów typu ETC i ETN wyemitowanych w innych jurysdykcjach, a przyjęte przez Giełdę zasady obrotu są w tym zakresie zbieżne ze standardami obowiązującymi na największych giełdach europejskich.

W zakresie regulacji dotyczących polskich funduszy ETF podejmowano próby reform. Mimo że usunęły niektóre bariery (np. w zakresie wymogów prospektowych i limitów inwestycyjnych dla FIO) – nie doprowadziły one do przełomowych zmian w konstrukcji funduszu portfelowego. Istotną zmianę w tej kwestii może wprowadzić zapowiadany projekt zmiany ustawy o funduszach inwestycyjnych, przewidujący

m.in. umożliwienie tworzenia funduszy ETF w formule UCITS. Jego ostateczna ocena będzie jednak możliwa dopiero po zakończeniu procesu legislacyjnego.

ZAKOŃCZENIE

1 Zakres badań i porządek ustaleń końcowych

Przedmiotem badań przeprowadzonych w niniejszej rozprawie były regulacyjne uwarunkowania funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych – funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN – w prawie Unii Europejskiej oraz w praktyce europejskich rynków giełdowych, a także w wymiarze krajowym, obejmującym polskie przepisy prawa i praktykę polskiego rynku kapitałowego.

Zakończenie porządkuje kluczowe ustalenia w czterech obszarach tematycznych, odpowiadających logice pytań badawczych sformułowanych we wstępie rozprawy. Pierwszy z tych obszarów określa przesłanki wyodrębnienia giełdowych instrumentów indeksowych oraz ich wewnętrzny podział na instrumenty o charakterze funduszowym (fundusze ETF) i instrumenty o charakterze dłużnym (instrumenty typu ETC i ETN). Drugi obejmuje identyfikację modeli regulacyjnych właściwych dla każdej z wyodrębnionych podgrup oraz analizę asymetrii regulacyjnej między nimi i jej konsekwencji dla realizacji celów regulacji rynków finansowych, w szczególności dla ochrony inwestorów, w tym konceptualizację dwóch odmiennych modeli realizacji tej ochrony: modelu opartego na zharmonizowanym reżimie produktowym, w ramach którego mechanizmy ochrony inwestorów wynikają z samej definicji i zasad funkcjonowania produktu, oraz modelu opartego na rozproszonych źródłach normatywnych i pozanormatywnych, w ramach którego standard i mechanizmy ochrony inwestorów wymagają rekonstrukcji z przepisów niemających charakteru przeznaczonego im reżimu produktowego, regulaminów platform obrotu oraz postanowień dokumentacji emisyjnej. Trzeci obszar odnosi się do wymiaru krajowego, tj. odrębności strukturalnej polskiego modelu regulacyjnego na tle standardu europejskiego, analizowanej z uwzględnieniem perspektywy obserwacji uczestniczącej wynikającej z wdrożeniowego charakteru rozprawy. Czwarty obszar obejmuje postulaty *de lege ferenda* – formułowane odrębnie na poziomie prawa Unii Europejskiej oraz prawa polskiego – wynikające z konfrontacji ustaleń analitycznych z praktyką funkcjonowania rynku. W ramach tak uporządkowanych wniosków dokonano weryfikacji tez badawczych, które zostały postawione we wstępie rozprawy.

Punktem wyjścia rozważań podsumowujących jest założenie, że fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN tworzą funkcjonalnie jednolitą, możliwa do wyodrębnienia grupę produktową, która jednocześnie podlega wewnętrznemu

zróżnicowaniu, obejmującemu instrumenty o charakterze funduszowym i instrumenty dłużne, odmienne pod względem konstrukcji prawnej, profilu ryzyka oraz mechanizmów ochrony inwestorów. To zróżnicowanie znajduje odzwierciedlenie w modelu regulacyjnym przyjętym w prawie Unii Europejskiej, który ma charakter asymetryczny – zarówno na poziomie hierarchii źródeł prawa, jak i w zakresie stopnia harmonizacji. Główne pytanie badawcze rozprawy dotyczyło tego, czy tak zidentyfikowana asymetria ma wymiar praktyczny: czy przekłada się na zróżnicowanie standardu ochrony inwestorów. Przyjęta w tym zakresie teza zakładała, że asymetria regulacyjna nie oznacza braku ochrony inwestorów (w szczególności przed ryzykiem emitenta), lecz prowadzi do odmiennego modelu jej realizacji. Weryfikacji poddano ponadto założenia dotyczące normatywnego charakteru unijnej definicji funduszu ETF, roli praktyki rynkowej w kształtowaniu mechanizmów ochrony inwestorów, znaczenia sytuacji kryzysowych dla ujawnienia się różnic w jej poziomie oraz strukturalnych ograniczeń polskiego modelu regulacyjnego.

2 Giełdowe instrumenty indeksowe jako wyodrębniona grupa produktowa

Przeprowadzona w rozprawie analiza pozwala stwierdzić, że inwestowanie indeksowe stanowi odrębną kategorię strategii inwestycyjnych, niepokrywającą się w pełni z inwestowaniem pasywnym, choć oba podejścia częściowo się nakładają. Rozróżnienie to ma znaczenie analityczne, ponieważ pozwala precyzyjniej określić zakres zastosowań instrumentów objętych badaniem. Istotnym ustaleniem jest przy tym konieczność wyraźnego rozgraniczenia między strategią inwestycyjną a instrumentem finansowym służącym jej realizacji. Inwestowanie indeksowe jako strategia może być realizowane za pomocą różnych narzędzi, w tym funduszy indeksowych; przy czym niniejsza rozprawa dotyczy wyłącznie instrumentów giełdowych. Rozwój tego segmentu, zinstytucjonalizowany uruchomieniem pierwszych funduszy indeksowych w latach 70., a następnie przyspieszony powstaniem funduszy ETF i instrumentów typu ETC i ETN, doprowadził do wykształcenia dojrzałego i systemowo istotnego segmentu rynku finansowego. Skala tego rynku, mierzona zarówno wartością zgromadzonych aktywów, jak i udziałem w obrotach na głównych europejskich

platformach obrotu, uzasadnia poddanie instrumentów służących realizacji tej strategii pogłębionej analizie regulacyjnej.

W ramach badań zidentyfikowano zestaw wyróżników funkcjonalnych, które łącznie pozwalają na wyodrębnienie giełdowych instrumentów indeksowych jako odrębnej kategorii produktowej. Na podstawie analizy teoretycznej, przeglądu praktyk klasyfikacyjnych europejskich platform obrotu oraz badania eksperckiego przeprowadzonego wśród przedstawicieli dziewięciu czołowych giełd europejskich ustalono, że do kluczowych cech tej grupy na rynku europejskim należą: (1) otwarty charakter instrumentu, tj. brak określonego terminu zapadalności; (2) mechanizm kreacji i umorzeń, umożliwiający dostosowywanie liczby papierów wartościowych w obrocie do bieżącej relacji popytu i podaży; (3) istnienie rynku pierwotnego obsługiwanego przez autoryzowanych uczestników, powiązanego z rynkiem wtórnym, do którego dostęp mają inwestorzy detaliczni; (4) przynależność do rynku kasowego; (5) notowanie na giełdzie przy obowiązkowej obecności animatora rynku zapewniającego płynność i ograniczającego odchylenia ceny rynkowej od wartości ekonomicznej danego instrumentu; (6) dominujące zastosowanie w strategiach odwzorowywania wyników indeksów; (7) przejrzysta ekspozycja na aktywa bazowe, obejmująca jasno określoną metodologię replikacji; oraz (8) stosowanie mechanizmów ochrony inwestorów przed ryzykiem emitenta, w szczególności wyodrębnienie aktywów inwestycyjnych od majątku emitenta.

Tak zdefiniowany zestaw cech pozwolił na przeprowadzenie delimitacji negatywnej, tj. na wykazanie, że instrumenty niekiedy postrzegane jako funkcjonalnie zbliżone nie należą do analizowanej grupy. Kontrakty terminowe na indeksy, choć umożliwiają uzyskanie ekspozycji indeksowej, są instrumentami z natury lewarowanymi, posiadają termin zapadalności i wymagają rolowania, a ich konstrukcja sprzyja zastosowaniom krótkoterminowym. Z kolei giełdowe certyfikaty indeksowe typu tracker – mimo że mogą pełnić zbliżoną funkcję ekonomiczną – charakteryzują się inną strukturą oraz pełną ekspozycją na ryzyko kredytowe emitenta, najczęściej banku. Instrumenty te nie spełniają zatem kryteriów właściwych dla giełdowych instrumentów indeksowych i zostały wyłączone z dalszej analizy.

Wyodrębnienie to nie jest jedynie rezultatem konstrukcji teoretycznej. Przeprowadzone badanie empiryczne wykazało, że we wszystkich badanych jurysdykcjach fundusze ETF oraz instrumenty typu ETC i ETN funkcjonują w ramach segmentów

wyodrębnionych względem innych instrumentów giełdowych. Jednocześnie analiza ujawniła istotną niespójność w nazewnictwie i praktykach klasyfikacyjnych. Określenie „Exchange-Traded Products" (ETP), choć najczęściej stosowane, nie jest uniwersalne – na części rynków europejskich instrumenty te klasyfikowane są pod odmiennymi nazwami, a w niektórych przypadkach fundusze ETF i instrumenty dłużne nie są ujmowane wspólnie. Ustalenie to prowadzi do wniosku o istotnym znaczeniu metodologicznym: w warunkach braku jednolitego nazewnictwa jedyną wiarygodną podstawą identyfikacji tej grupy jest podejście funkcjonalne, oparte na charakterze instrumentów, nie zaś na przypisywanych im etykietach rynkowych.

Zastosowanie w rozprawie tego podejścia pozwoliło na jednoznaczne wyodrębnienie giełdowych instrumentów indeksowych jako jednorodnej kategorii analitycznej pomimo zróżnicowania praktyk klasyfikacyjnych na poszczególnych rynkach. W dotychczasowej literaturze przedmiotu – zarówno polskiej, jak i zagranicznej – nie sformułowano jednolitego zestawu kryteriów delimitacyjnych tej grupy instrumentów. Istniejące opracowania koncentrowały się na opisie poszczególnych kategorii lub na ich klasyfikacji w ramach ujęć przyjmowanych ad hoc, nie podejmując próby systematycznego wyodrębnienia wspólnych wyróżników funkcjonalnych i ich empirycznej weryfikacji. Zidentyfikowanie takiego zestawu kryteriów – opartego na analizie teoretycznej i potwierdzonego badaniem eksperckim obejmującym większość czołowych europejskich platform obrotu – wypełnia tę lukę i stanowi punkt wyjścia zarówno dla dalszej analizy regulacyjnej przeprowadzonej w rozprawie, jak i dla przyszłych badań nad tą kategorią instrumentów.

Podejście funkcjonalne oparte na wskazanych kryteriach pozwala nie tylko na wyodrębnienie giełdowych instrumentów indeksowych jako grupy, lecz także na uporządkowanie relacji wewnątrz niej – w szczególności na ponowną ocenę zasadności utrzymywanego w literaturze i praktyce rynkowej podziału instrumentów dłużnych na kategorię ETC i kategorię ETN. Analiza przeprowadzona w rozprawie, obejmująca zarówno badanie konstrukcji instrumentów notowanych na platformie Xetra, jak i wyniki badania eksperckiego, prowadzi do jednoznacznego wniosku: różnice pomiędzy instrumentami typu ETC i ETN, niegdyś obejmujące odmienności w zakresie konstrukcji, sposobu zabezpieczenia czy profilu ryzyka, uległy daleko idącemu zatarciu. Emitenci obu kategorii stosują zbliżone modele konstrukcyjne, najczęściej oparte na strukturach spółek celowych, analogiczne mechanizmy

zabezpieczenia aktywami oraz tożsame zasady funkcjonowania w obrocie, w tym mechanizm kreacji i umorzeń oraz obowiązkowy udział animatora rynku. Respondenci badania eksperckiego, w tym przedstawiciele największych europejskich giełd, wskazywali, że różnicowanie instrumentów na ETC i ETN ma obecnie charakter przede wszystkim historyczny. Potwierdziła to analiza dokumentacji produktowej i emisyjnej oraz regulacji wewnętrznych kluczowych giełd europejskich.

W świetle tych ustaleń w istocie jedynym kryterium, które w praktyce rynkowej uzasadnia przypisanie instrumentu do jednej z tych kategorii, pozostaje charakter aktywa bazowego – ekspozycja towarowa w przypadku instrumentów typu ETC oraz pozostałe klasy aktywów, w tym kryptoaktywa, w przypadku instrumentów typu ETN. Jest to kryterium przedmiotowe, odnoszące się do funkcji ekonomicznej instrumentu, nie zaś do jego konstrukcji prawnej, mechanizmów ochrony inwestorów czy zasad funkcjonowania w obrocie. Taki model klasyfikacji odbiega od utrwalonej w prawie rynku finansowego systematyki, w której wyodrębnienie kategorii instrumentów finansowych opiera się na ich cechach konstrukcyjnych, a klasa aktywa bazowego stanowi jedynie kwalifikator przedmiotowy w ramach danej kategorii. Przykładowo, instrumenty pochodne futures czy swap kwalifikowane są do tej samej kategorii niezależnie od tego, czy ich przedmiotem jest indeks akcji, surowiec czy waluta; odrębność taksonomiczną determinuje mechanizm instrumentu, nie ekspozycja, której służy. Skoro konstrukcja, zabezpieczenia i sposób funkcjonowania obu kategorii instrumentów są w istocie tożsame, utrzymywanie ich odrębności w praktyce regulacyjnej i nadzorczej nie znajduje uzasadnienia merytorycznego i może utrwalać niespójności terminologiczne.

Analiza praktyki rynkowej ujawnia ponadto szerszy proces konwergencji – instrumenty typu ETC i ETN są projektowane w sposób coraz bardziej zbliżony (choć nadal nie tożsamy) do funduszy ETF, nie w sensie formalnym, lecz funkcjonalnym. Dotyczy to w szczególności poziomu zabezpieczenia aktywów, przejrzystości wyceny oraz infrastruktury obrotu. Na europejskim rynku giełdowym wykształcił się de facto wspólny standard konstrukcji i funkcjonowania całej grupy giełdowych instrumentów indeksowych, niezależny od przypisywanej poszczególnym instrumentom etykiety i – co istotne – niezależny od zharmonizowanych wymogów regulacyjnych. Standard ten został ukształtowany przez praktykę emitentów i operatorów platform obrotu, wyprzedzając w wielu aspektach rozwój ram normatywnych. Ustalenie to

stanowi przesłankę dalszej analizy – potwierdzona jedność funkcjonalna grupy otwiera bowiem pytanie o model regulacyjny zastosowany wobec niej w prawie Unii Europejskiej i o konsekwencje praktyczne jego stosowania.

3 Asymetryczny model regulacji giełdowych instrumentów indeksowych i jego konsekwencje

Potwierdzona jedność funkcjonalna grupy giełdowych instrumentów indeksowych otwiera pytanie o model regulacyjny zastosowany wobec niej w prawie Unii Europejskiej. Przeprowadzona w rozprawie analiza architektury regulacyjnej – osadzona w kontekście wielopoziomowej struktury legislacyjnej przyjętej w ramach procedury Lamfalussy'ego – prowadzi do jednoznacznego ustalenia: instrumenty tworzące funkcjonalnie spójną grupę produktową są regulowane w sposób wyraźnie asymetryczny, a rozbieżności między poszczególnymi reżimami są na tyle głębokie, że uzasadnione jest mówienie o współistnieniu dwóch odmiennych modeli regulacyjnych w obrębie tej samej kategorii instrumentów giełdowych.

Fundusze ETF funkcjonują w ramach ściśle zharmonizowanego reżimu produktowego opartego na dyrektywie UCITS, uzupełnionego przepisami dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR – a zatem na aktach poziomu 1 w rozumieniu procedury Lamfalussy'ego. Regulacje te są rozwijane w aktach wykonawczych poziomu 2 oraz w instrumentach *soft law* wydawanych przez ESMA na poziomie 3. Taka wielowarstwowa, lecz spójna konstrukcja zapewnia funduszom ETF jednolite ramy prawne, wysoki stopień przejrzystości oraz szeroki i przewidywalny zakres ochrony inwestorów. Natomiast instrumenty typu ETC i ETN pozostają poza reżimem funduszowym. W zakresie regulacji stricte produktowych brak jest aktu prawnego o charakterze podstawowym – jedyną definicję legalną zawierają regulacyjne standardy techniczne RTS 2 do rozporządzenia MiFIR, należące do poziomu 2 hierarchii. Instrumenty te działają zatem na podstawie rozproszonych źródeł prawa: przepisów prospektowych stosowanych na zasadach ogólnych, regulaminów giełd oraz – w istotnym zakresie – konkretnych rozwiązań prawa prywatnego, do których odnosi się dokumentacja emisyjna poszczególnych produktów.

Asymetria ta ma charakter dwuwymiarowy. Przede wszystkim dotyczy hierarchii źródeł prawa: fundusze ETF są regulowane na poziomie aktów ustawodawczych (a akty o charakterze wykonawczym te regulacje uzupełniają), instrumenty typu ETC i ETN – jedynie na poziomie aktów wykonawczych i *soft law*. Dodatkowo asymetria ta dotyczy stopnia harmonizacji: reżim UCITS zapewnia jednolity standard w skali całej Unii Europejskiej, podczas gdy standard ochrony inwestorów w instrumentach dłużnych zależy od prawa właściwego dla danej emisji, regulaminu konkretnej platformy obrotu i decyzji emitenta. Kluczowe jest przy tym ustalenie, że zidentyfikowany stan rzeczy nie oznacza „braku regulacji" instrumentów typu ETC i ETN, lecz stanowi odmienną – rozproszoną i niezharmonizowaną – formę ich regulowania. Rozróżnienie to ma zasadnicze znaczenie dla dalszej analizy: pytanie nie brzmi, czy inwestorzy instrumentów typu ETC i ETN są chronieni, lecz w jaki sposób i na podstawie jakich źródeł ta ochrona jest realizowana oraz jakie konsekwencje ma odmienność jej podstaw prawnych.

Analiza modelu regulacyjnego funduszy ETF prowadzi do wniosku, że ich unijna definicja – ukształtowana pierwotnie w wytycznych ESMA z 2012 r., a następnie inkorporowana do dyrektywy MiFID II – stanowi normatywny rdzeń konstrukcji produktu. Trzy jej elementy – wymóg struktury funduszu inwestycyjnego, wymóg obecności tytułów uczestnictwa w obrocie zorganizowanym oraz wymóg działania animatora rynku zapewniającego dążenie do zbieżności ceny rynkowej z wartością aktywów netto – łącznie determinują minimalny standard ochrony inwestorów, realizowany komplementarnie na poziomie konstrukcji produktu, organizacji obrotu oraz standardów informacyjnych. W tym modelu wysoki standard ochrony uczestników rynku (przede wszystkim inwestorów) wynika *ex lege* z samego faktu zakwalifikowania instrumentu do kategorii funduszy ETF i nie wymaga od inwestora samodzielnej weryfikacji poszczególnych elementów konstrukcji produktu.

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden wniosek dotyczący modelu legislacyjnego. Regulacje giełdowych instrumentów indeksowych oparły się ogólnoeuropejskiej tendencji przechodzenia od dyrektyw do rozporządzeń – zamiast pełnej unifikacji ustawodawczej prawodawca unijny zastosował mechanizm uszczegółowienia standardów w aktach wykonawczych oraz w instrumentach *soft law* wydawanych przez ESMA. W świetle wyników przeprowadzonej analizy trudno uznać to rozwiązanie za nieadekwatne: elastyczność wynikająca z pozostawienia funduszy ETF w

reżimie dyrektywy UCITS okazała się wystarczająca, by zapewnić spójność i przejrzystość rynku, a w obszarach, w których prawo unijne nie ustanawia szczegółowych wymogów, praktyka europejskich giełd – dotycząca w szczególności parametrów działania animatorów rynku oraz zasad dopuszczania instrumentów do obrotu – faktycznie uzupełniła ramy regulacyjne, tworząc jednolity standard rynkowy.

Tak zrekonstruowany model regulacyjny funduszy ETF stanowił w rozprawie punkt odniesienia dla analizy instrumentów typu ETC i ETN, w przypadku których standard ochrony inwestora nie wynika z jednolitej, zharmonizowanej definicji produktowej. Brak odrębnego reżimu produktowego oznacza, że zasady ochrony inwestorów muszą być rekonstruowane z rozproszonych i niejednorodnych źródeł: postanowień dokumentacji emisyjnej, wymogów regulaminowych platform obrotu, praktyk emitentów oraz przepisów prawa krajowego właściwego dla danej emisji. Przeprowadzona analiza porównawcza, oparta na schemacie analitycznym wypracowanym dla funduszy ETF, pozwoliła na identyfikację zarówno zbieżności, jak i zasadniczych różnic na każdym z wyżej wymienionych obszarów.

Na poziomie konstrukcji produktu instrumenty typu ETC i ETN są w praktyce europejskiego rynku niemal powszechnie zabezpieczone – poprzez fizyczne deponowanie aktywów bazowych bądź konstrukcje oparte na instrumentach pochodnych z odrębnym funduszem zabezpieczającym. Zasadnicza różnica względem funduszy ETF dotyczy jednak źródła istniejących mechanizmów ochrony inwestorów: w funduszach ETF segregacja aktywów i ich wyłączenie z masy upadłości następują *ex lege*, natomiast w instrumentach typu ETC i ETN mechanizmy ochrony inwestorów mają charakter kontraktowy, a jej zakres i skuteczność zależą od warunków emisji, przyjętej struktury prawnej oraz prawa właściwego. Standard cechuje się zatem większą heterogenicznością – nie tylko między funduszami ETF a instrumentami dłużnymi, lecz także między poszczególnymi emisjami instrumentów typu ETC i ETN. Odmiennie przedstawia się kwestia polityki inwestycyjnej: instrumenty dłużne nie podlegają ograniczeniom w zakresie dywersyfikacji, dopuszczalnych klas aktywów ani poziomu dźwigni finansowej, co umożliwia ekspozycje niedostępne w formule UCITS (w tym z natury dużo bardziej ryzykowne ze względu na charakter aktywa bazowego lub np. wykorzystanie dźwigni), lecz zarazem oznacza przesunięcie ciężaru ochrony uczestników rynku z ograniczeń ustawowych na adekwatność konstrukcji produktu i jakość ujawnień ryzyka.

Na poziomie organizacji obrotu różnice okazują się mniejsze niż na poziomie konstrukcji produktu. Wymogi stawiane animatorom rynku – obejmujące minimalną obecność w arkuszu zleceń, maksymalny spread oraz minimalną wartość kwotowań – mają na wszystkich badanych giełdach identyczną strukturę trójparametrową, a ich ewentualne zróżnicowanie wynika z charakteru aktywa bazowego i profilu płynności instrumentu, nie zaś z jego kwalifikacji prawnej. Również mechanizm kreacji i umorzeń oraz relacja między rynkiem pierwotnym a wtórnym funkcjonują analogicznie. Źródło obowiązku jest jednak odmienne: w przypadku funduszy ETF wynika ono ze zharmonizowanych regulacji unijnych, w odniesieniu do instrumentów typu ETC i ETN – z regulaminów platform obrotu lub umów z emitentami. Istotniejsza jest różnica dotycząca mechanizmu weryfikacji ceny: w przypadku instrumentów typu ETC i ETN nie istnieje wymóg śródsesyjnej publikacji orientacyjnej wartości aktywów netto (iNAV), choć działają odpowiedniki funkcjonalne (CINV i IINV), żadna z badanych giełd nie ustanawia obowiązku ich śródsesyjnej publikacji, a zróżnicowanie aktywów bazowych utrudniałoby standaryzację takiego wymogu. W praktyce mechanizmy rynkowe prowadzą do względnej zbieżności cen rynkowych z wartością ekonomiczną instrumentów, jest to jednak jeden z nielicznych aspektów obrotu, w którym asymetria regulacyjna przekłada się na faktyczną różnicę praktyczną.

Na poziomie informacyjnym rozporządzenie PRIIPs stanowi jedyny obszar, w którym ochrona inwestorów ma charakter w pełni *ex lege* i – co istotne – znajduje jednakowe zastosowanie do funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, bez różnicowania wymogów ze względu na kwalifikację prawną produktu. W tym sensie PRIIPs częściowo niweluje asymetrię regulacyjną zidentyfikowaną na pozostałych poziomach. Jednocześnie analiza porównawcza dokumentów KID wykazała, że nawet w obrębie tej samej podkategorii produktów jakość komunikacji ryzyka może się istotnie różnić, co utrudnia inwestorom ocenę rzeczywistego charakteru przysługującej im ochrony. Poza PRIIPs instrumenty typu ETC i ETN podlegają reżimowi prospektowemu na zasadach ogólnych, nie zaś odrębnym wymogom dyrektywy UCITS, co oznacza mniejszy stopień standaryzacji ujawnień. Łącznym wnioskiem z analizy porównawczej jest zatem stwierdzenie, że standard ochrony inwestorów w instrumentach typu ETC i ETN jest na poziomie funkcjonalnym zbliżony do standardu właściwego funduszom ETF, lecz oparty na zasadniczo odmiennych podstawach prawnych: o innym stopniu harmonizacji, przewidywalności i egzekwowalności.

Ustalenie istnienia zbliżonego (choć nietożsamego), lecz odmiennie ugruntowanego standardu ochrony inwestorów prowadzi do pytania o praktyczne znaczenie tej różnicy. Odpowiedź wymaga zastosowania swoistego testu warunków skrajnych: oceny, jak oba modele zapewnienia ochrony inwestorów funkcjonują nie w warunkach normalnego obrotu, lecz w sytuacjach kryzysowych, w których mechanizmy ochronne poddawane są rzeczywistej weryfikacji. Przeprowadzona w rozprawie analiza prowadzi w tym zakresie do wniosku, który można uznać za centralne ustalenie dysertacji: ekwiwalentność funkcjonalna nie oznacza ekwiwalentności prawnej. Instrument typu ETC zabezpieczony fizycznym złotem może w warunkach normalnego funkcjonowania rynku działać tak samo jak fundusz ETF odwzorowujący cenę tego samego aktywa – identyczny mechanizm kreacji i umorzeń, porównywalny spread, zbliżona transparentność wyceny. Jednak w przypadku niewypłacalności emitenta pozycja inwestora jest zasadniczo odmienna: inwestor funduszu ETF ma roszczenie do wydzielonej masy majątkowej funduszu, chronionej *ex lege* przez reżim zbiorowego inwestowania i nadzór depozytariusza, natomiast inwestor posiadający instrument typu ETC lub ETN dysponuje roszczeniem wynikającym z kontraktowego mechanizmu zabezpieczenia, którego skuteczność zależy od przyjętej struktury prawnej, prawa właściwego dla emisji oraz konkretnych postanowień dokumentacji emisyjnej.

Praktyczną konsekwencją tego stanu rzeczy jest przesunięcie ciężaru należytej staranności na inwestora. W zapewnionym *ex lege* modelu ochrony inwestorów właściwym funduszom ETF inwestor może polegać na kwalifikacji UCITS jako gwarancji minimalnego, przewidywalnego standardu – zabezpieczającego go przed ryzykiem niewypłacalności emitenta, a częściowo również przed nadmiernym ryzykiem wynikającym z profilu inwestycyjnego produktu. W modelu regulacji właściwym instrumentom typu ETC i ETN inwestor musi samodzielnie zweryfikować charakter i zakres zabezpieczenia instrumentu, prawo właściwe dla emisji, swoje uprawnienia w przypadku niewypłacalności emitenta oraz stopień ochrony inwestorów wynikający z regulaminu platformy obrotu. Okoliczność ta nabiera szczególnego znaczenia ze względu na podobieństwo oznaczeń produktowych: akronimy ETF, ETC, ETN i ETP, stosowane równolegle i niekiedy zamiennie, mogą sugerować inwestorom detalicznym większe podobieństwo konstrukcyjne i regulacyjne, niż ma to miejsce w rzeczywistości, a nawet profesjonalni uczestnicy rynku, w tym instytucje giełdowe, nie stosują tej terminologii jednolicie.

Przeprowadzona analiza ujawniła w tym kontekście charakterystyczny paradoks. Praktyka emitentów i operatorów platform obrotu faktycznie wypełnia znaczną część luk wynikających z braku zharmonizowanego reżimu produktowego – wspólny standard rynkowy, wykształcony oddolnie, wykracza w wielu aspektach poza wymogi formalne i zbliża instrumenty typu ETC i ETN do modelu funkcjonowania funduszy ETF. Standard ten nie ma jednak mocy wiążącej, może być zmieniony jednostronnie przez emitenta lub operatora platformy i nie podlega nadzorowi publicznemu w takim stopniu jak reżim UCITS. Im bardziej zatem praktyka rynkowa zbliża oba typy instrumentów, tym bardziej może zacierać się granica między nimi w percepcji inwestorów. W konsekwencji wyraźniej rysuje się potrzeba refleksji regulacyjnej nad kwestią, czy tak istotna rola standardów pozanormatywnych w kształtowaniu ochrony inwestorów jest rozwiązaniem docelowym, czy stanem przejściowym, wymagającym interwencji prawodawcy.

4 Polski model regulacyjny giełdowych instrumentów indeksowych – odrębność strukturalna i jej konsekwencje

Analiza wymiaru krajowego funkcjonowania giełdowych instrumentów indeksowych i ich otoczenia regulacyjnego przeprowadzona w rozprawie korzysta ze szczególnej perspektywy poznawczej, wynikającej z wdrożeniowego charakteru badań realizowanych na potrzeby przygotowania niniejszej dysertacji. Autor, jako pracownik Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie odpowiedzialny za rozwój segmentu giełdowych instrumentów indeksowych, uczestniczył bezpośrednio w procesach kształtowania ram regulacyjnych i operacyjnych funkcjonowania tych instrumentów na rynku krajowym – obejmujących w szczególności prace nad dopuszczeniem funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN do obrotu giełdowego, projektowanie rozwiązań regulaminowych determinujących zasady ich notowania, a także konsultacje dotyczące kierunków reform legislacyjnych. Perspektywa ta, mieszcząca się w ramach metody obserwacji uczestniczącej uzasadnionej metodologicznie we wstępie rozprawy, umożliwiła identyfikację barier i uwarunkowań strukturalnych, które nie są w pełni uchwytne z pozycji analizy czysto normatywnej, w tym ograniczeń wynikających z interakcji między przepisami prawa a praktyką instytucjonalną uczestników rynku czy infrastrukturą posttransakcyjną. Ustalenia dotyczące polskiego

modelu regulacyjnego mają zatem podwójne ugruntowanie: w analizie dogmatyczno-prawnej przeprowadzonej zgodnie z metodologią przyjętą w całej rozprawie oraz w bezpośrednim doświadczeniu zawodowym autora, obejmującym zarówno wymiar regulacyjny, jak i wymiar kształtowania ekosystemu funkcjonowania analizowanych instrumentów na rynku krajowym.

Zasadnicze ustalenie dotyczące polskiego modelu regulacyjnego sprowadza się do stwierdzenia, że fundusz ETF może w obowiązującym stanie prawnym funkcjonować w Polsce wyłącznie w formie funduszu portfelowego, będącego szczególnym podtypem funduszu inwestycyjnego zamkniętego, a zatem alternatywnego funduszu inwestycyjnego w rozumieniu dyrektywy AIFMD. Wynika to z faktu, że jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych nie mogą na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych być przedmiotem obrotu wtórnego, co wyklucza możliwość ich notowania na rynku regulowanym i tym samym uniemożliwia spełnienie jednego z konstytutywnych elementów definicji funduszu ETF w rozumieniu dyrektywy MiFID II. Konsekwencje tego stanu rzeczy mają charakter systemowy. Fundusze portfelowe, funkcjonując poza reżimem UCITS, nie korzystają z ułatwionych procedur dystrybucji na rynkach unijnych (tzw. paszportu UCITS). Ponadto konstrukcja funduszu zamkniętego uniemożliwia tworzenie struktur parasolowych – powszechnie stosowanych na głównych rynkach europejskich, w szczególności w Luksemburgu i Irlandii – które pozwalają na efektywne zarządzanie wieloma subfunduszami w ramach jednego podmiotu. Ograniczona jest również atrakcyjność tych instrumentów dla inwestorów instytucjonalnych, dla których status UCITS stanowi de facto warunek włączenia funduszu do portfela inwestycyjnego.

Analiza ujawniła jednocześnie, że ograniczenia te – jakkolwiek niekorzystne z perspektywy zarówno inwestorów, jak i emitentów – otwierają pewne możliwości produktowe niedostępne w formule UCITS dominującej na europejskim rynku funduszy ETF. Status alternatywnego funduszu inwestycyjnego otwiera bowiem przed funduszem portfelowym w szczególności szerszy katalog dozwolonych lokat, brak ustawowego limitu dźwigni finansowej oraz dopuszczalność strategii opartych na instrumentach pochodnych zapewniających ekspozycję na aktywa alternatywne. Możliwości te zostały z powodzeniem wykorzystane w praktyce rynkowej. Taka obserwacja pozwala wyjaśnić brak wykształcenia się na rynku polskim lokalnych instrumentów typu ETC i ETN. W zakresie, w jakim instrumenty te na rynkach

europejskich służą uzyskiwaniu ekspozycji niedostępnej w ramach UCITS, funkcję tę w Polsce częściowo pełni fundusz portfelowy – z tą istotną różnicą, że realizuje ją w formule funduszowej, zapewniającej wyższy i bardziej przewidywalny standard ochrony inwestorów niż konstrukcja instrumentu dłużnego.

Zidentyfikowane ograniczenia strukturalne polskiego modelu regulacji funduszy ETF były przedmiotem prób reform, których dotychczasowy przebieg potwierdza głębokość zakorzenienia barier w konstrukcji polskiego prawa funduszy inwestycyjnych. Już w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego zdiagnozowano występowanie strukturalnych przeszkód dla funkcjonowania funduszy ETF w Polsce, wskazując na brak odpowiednich ram prawnych, operacyjnych i nadzorczych. Realizacja tych postulatów miała nastąpić w drodze zmian legislacyjnych, jednak ustawa uchwalona w sierpniu 2023 r. objęła ostatecznie modyfikacje o znacznie ograniczonym zakresie względem pierwotnych zamierzeń, które dotyczyły głównie wymogów prospektowych oraz limitów inwestycyjnych dla funduszy otwartych. Ograniczony zakres zmian wynikał z fundamentalnego związku między możliwością rozwoju funduszy ETF a podstawowymi elementami konstrukcji prawnej polskich funduszy inwestycyjnych, w szczególności zakazem wtórnego obrotu jednostkami uczestnictwa, ukształtowanym jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Istotną zmianę perspektyw rozwoju krajowego rynku funduszy ETF przyniosła publikacja w styczniu 2026 r. projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z rozwojem funduszy inwestycyjnych. Projekt ten przewiduje umożliwienie tworzenia i funkcjonowania w Polsce funduszy ETF w formule UCITS, a zatem jako funduszy inwestycyjnych otwartych, których jednostki uczestnictwa stanowiłyby instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu giełdowego. W przypadku przyjęcia projektowanych rozwiązań zasadnicze ograniczenia zidentyfikowane w rozprawie – w szczególności brak możliwości transgranicznej dystrybucji, ograniczona atrakcyjność dla inwestorów instytucjonalnych oraz brak możliwości tworzenia struktur parasolowych – mogłyby zostać usunięte. Diagnoza projektodawcy, wskazującego na konstrukcję funduszu portfelowego jako istotną barierę rozwoju tego segmentu rynku, pozostaje przy tym zbieżna z wnioskami płynącymi z analizy przeprowadzonej w niniejszej rozprawie. Należy jednak zastrzec, że ocena ostatecznego kształtu przyjętych rozwiązań oraz ich rzeczywistego wpływu na rynek krajowy będzie możliwa dopiero po zakończeniu procesu legislacyjnego. Ustalenia dotyczące polskiego modelu regulacyjnego

– obejmujące zarówno identyfikację ograniczeń strukturalnych i ich przyczyn, jak i ocenę kierunku zapowiadanych reform – stanowią empiryczną i analityczną podstawę dla postulatów *de lege ferenda* formułowanych w kolejnej części zakończenia.

5 Kierunki rozwoju regulacji giełdowych instrumentów indeksowych – postulaty *de lege ferenda*

Zakres unijny

Na poziomie prawa Unii Europejskiej postulaty *de lege ferenda* formułowane na podstawie ustaleń niniejszej rozprawy dotyczą dwóch powiązanych ze sobą obszarów: ram terminologicznych giełdowych instrumentów indeksowych oraz minimalnych standardów konstrukcyjnych instrumentów typu ETC i ETN.

Przeprowadzona analiza nie uwidoczniła konieczności istotnych zmian regulacyjnych w odniesieniu do samych funduszy ETF. Europejski rynek tych instrumentów funkcjonuje stabilnie, a reżim dyrektywy UCITS – stanowiący jego normatywny fundament – zapewnia wysoki i przewidywalny standard ochrony inwestorów, nie ograniczając zarazem dynamiki rozwoju tego segmentu rynku. Nie zidentyfikowano w tym zakresie istotnych przypadków zawodności rynku, które uzasadniałyby głębszą interwencję prawodawczą. Również fakt, że regulacje funduszy ETF oparły się ogólnoeuropejskiej tendencji zastępowania harmonizacji unifikacją, nie generuje problemów systemowych – model dyrektywowy, uzupełniany aktami wykonawczymi i instrumentami *soft law*, okazał się wystarczająco elastyczny. Co więcej, toczące się na poziomie unijnym prace nad przeglądem dyrektywy o aktywach kwalifikowanych dla funduszy UCITS wskazują, że ramy te podlegają stopniowej aktualizacji w zakresie istniejącej architektury regulacyjnej, bez konieczności jej zasadniczej przebudowy. Postulaty zmian dotyczą zatem nie reżimu funduszowego, lecz otoczenia regulacyjnego instrumentów typu ETC i ETN, a w szerszym ujęciu – sposobu funkcjonowania całej grupy giełdowych instrumentów indeksowych jako kategorii obejmującej instrumenty o zasadniczo odmiennym statusie prawnym.

Pierwszy postulat dotyczy terminologii i oznaczeń produktowych. Niespójność klasyfikacyjna – objawiająca się rozbieżnym stosowaniem akronimów ETC, ETN, ETV i ETP zarówno przez operatorów platform obrotu, jak i przez emitentów –

stanowi barierę analityczną i źródło ryzyka dla inwestorów detalicznych, którzy mogą nie dostrzegać zasadniczych różnic konstrukcyjnych i regulacyjnych między instrumentami funkcjonującymi pod zbliżonymi oznaczeniami. Problem ten dostrzegają sami uczestnicy rynku: w rozprawie odnotowano stanowiska EFAMA, wielokrotnie wskazujące na ryzyko mylenia funduszy ETF z instrumentami typu ETC i ETN, jak i wspólną inicjatywę czołowych firm zarządzających aktywami zmierzającą do wypracowania jednolitych standardów terminologicznych, która jednak nie doprowadziła do przyjęcia wiążących rozwiązań. Minimalnym postulatem jest zatem ujednolicenie taksonomii na poziomie prawa unijnego w sposób zapewniający jednoznaczną rozpoznawalność dwóch zasadniczo odmiennych grup w obrębie giełdowych instrumentów indeksowych: instrumentów o charakterze funduszowym, objętych reżimem zbiorowego inwestowania, oraz instrumentów o charakterze dłużnym, które – mimo zbliżonego sposobu funkcjonowania w obrocie – opierają się na odmiennej konstrukcji prawnej i wiążą się z odmiennymi ryzykami. Przyjęcie takiego rozróżnienia na poziomie normatywnym pozwoliłoby zarazem na rozstrzygnięcie niespójnych klasyfikacji wewnątrz kategorii instrumentów dłużnych, w tym braku merytorycznego uzasadnienia dla utrzymywania odrębności między instrumentami typu ETC a instrumentami typu ETN.

Ujednolicenie terminologiczne stanowiłoby jednak jedynie punkt wyjścia. Zasadniczy postulat dotyczy ustanowienia na poziomie prawa unijnego minimalnych wymogów konstrukcyjnych dla instrumentów typu ETC i ETN, adresujących zidentyfikowaną w rozprawie heterogeniczność standardów ochrony inwestorów. W obecnym stanie prawnym zakres ochrony inwestorów – w tym istnienie i charakter zabezpieczenia aktywami, wymogi wobec emitenta jako spółki celowej oraz zasady wyodrębnienia aktywów – zależy od decyzji emitenta i regulaminu konkretnej platformy obrotu, nie zaś od wymogów prawa unijnego. Rozprawa wykazała, że poszczególne giełdy europejskie podejmowały próby ustanawiania takich standardów na poziomie regulaminowym – szczególnie rozbudowane i zaawansowane rozwiązania przyjęto w regulacjach rynku ETFplus prowadzonego przez Borsa Italiana, obejmujących wymóg emisji przez podmiot celowy, obowiązek wyodrębnienia aktywów, katalog dopuszczalnych aktywów bazowych oraz wymóg zapewnienia publicznie dostępnej informacji cenowej, a także na giełdzie SIX Swiss Exchange. Przykłady te dowodzą, że ustanowienie minimalnych wymogów konstrukcyjnych jest wykonalne i nie

hamuje rozwoju rynku, a zatem mogłyby one zostać podniesione z poziomu regulaminu platformy na poziom aktu prawa unijnego. Postulat ten nie zmierza do objęcia instrumentów typu ETC i ETN harmonizacją porównywalną z reżimem UCITS – co byłoby nieadekwatne ze względu na odmienny charakter tych instrumentów – lecz do ustanowienia minimalnego progu wymogów regulacyjnych, zapewniającego przewidywalny standard ochrony inwestorów niezależnie od jurysdykcji emisji i platformy obrotu. Tak ukształtowane normatywne minimum ograniczyłoby heterogeniczność stanowiącą zasadniczą słabość obecnego modelu regulacji tych instrumentów, nie eliminując zarazem elastyczności konstrukcyjnej będącej ich funkcjonalną zaletą wobec reżimu funduszowego.

Odrębnego rozważenia wymaga postulat przekształcenia instrumentów typu ETC i ETN w konstrukcje o charakterze funduszowym, formułowany ostatnio m.in. w kontekście opinii technicznej ESMA z czerwca 2025 r. dotyczącej przeglądu dyrektywy o aktywach kwalifikowanych dla funduszy UCITS, w której europejski organ nadzoru wskazał, że ekspozycje na aktywa alternatywne realizowane za pośrednictwem instrumentów dłużnych – w tym instrumentów typu ETC i ETN – mogłyby być adekwatniej realizowane w ramach reżimu dyrektywy AIFMD, z uwzględnieniem właściwych mu rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem, wyceny oraz przechowywania aktywów. Stanowisko to zasługuje na pogłębioną analizę, tym bardziej że ustalenia niniejszej rozprawy dostarczają materiału empirycznego pozwalającego na jego krytyczną ocenę. Za zasadnością tego kierunku mogłyby przemawiać niektóre z wniosków płynących z przeprowadzonej analizy, w szczególności brak zamkniętego katalogu dozwolonych lokat w reżimie dyrektywy AIFMD, zharmonizowany standard ochrony inwestorów właściwy konstrukcji funduszowej oraz doświadczenie polskiego funduszu portfelowego, stanowiące empiryczny dowód wykonalności takiego rozwiązania.

Postulat przymusowej konwersji istniejących instrumentów typu ETC i ETN w struktury funduszowe budzi jednakże istotne zastrzeżenia. Europejski rynek tych instrumentów nie wykazuje istotnych przypadków zawodności – praktyka emitentów i operatorów platform obrotu wykształciła standardy zapewniające wysoki poziom bezpieczeństwa, a dynamiczny wzrost tego segmentu potwierdza zaufanie inwestorów. Obligatoryjne przekształcenie wiązałoby się ponadto z koniecznością rozstrzygnięcia statusu prawnego istniejących emisji ukształtowanych na podstawie

konstrukcji dłużnego papieru wartościowego – przymusowa zmiana formuły prawnej mogłaby naruszać prawa nabyte posiadaczy tych instrumentów.

Za bardziej adekwatne należy zatem uznać rozwiązanie łączące elementy obu podejść: ustanowienie minimalnych wymogów konstrukcyjnych dla instrumentów dłużnych – zapewniających normatywne minimum ochrony inwestorów niezależnie od wybranej formuły prawnej – przy równoczesnym stworzeniu na poziomie prawa unijnego zachęt regulacyjnych do stosowania formuły funduszowej, umożliwiających stopniową konwergencję standardów ochrony inwestorów bez przymusowej ingerencji w istniejące struktury rynkowe. W takim modelu to uczestnicy rynku decydowaliby o wyborze formuły prawnej, kierując się oceną kosztów, elastyczności i poziomu ochrony regulacyjnej, przy czym obie ścieżki spełniałyby minimalny standard zagwarantowany normatywnie.

Zakres krajowy

Na poziomie prawa krajowego zasadniczy postulat *de lege ferenda* dotyczy umożliwienia tworzenia i funkcjonowania w Polsce funduszy ETF w formule funduszu inwestycyjnego otwartego spełniającego wymogi dyrektywy UCITS. Dotychczasowe próby reform, w tym modyfikacje wprowadzone ustawą z sierpnia 2023 r., nie zmieniły fundamentu konstrukcyjnego stanowiącego źródło zasadniczych ograniczeń strukturalnych krajowego rynku funduszy ETF. Fundusz portfelowy pozostaje funduszem inwestycyjnym zamkniętym funkcjonującym poza reżimem UCITS, a zatem o zasadniczo ograniczonych możliwościach transgranicznej dystrybucji, tworzenia struktur parasolowych oraz atrakcyjności dla inwestorów instytucjonalnych, dla których status UCITS stanowi de facto warunek włączenia instrumentu do portfela. Doświadczenie dwóch dekad obowiązywania przepisów o funduszu portfelowym prowadzi do jednoznacznego wniosku: dalsze próby reformowania tej instytucji przy zachowaniu formy funduszu zamkniętego nie są w stanie osiągnąć celów, które legły u podstaw jej wprowadzenia. Diagnoza ta znalazła potwierdzenie w zapowiedzi prac rządu nad reformą regulacji funduszy inwestycyjnych w Polsce ze stycznia 2026 r., której uzasadnienie wskazuje na konstrukcję funduszu portfelowego jako barierę rozwoju segmentu funduszy ETF w Polsce.

Realizacja tego postulatu wymaga rozstrzygnięcia kilku kwestii o charakterze konstrukcyjnym. Kwestią pierwszorzędną jest status tytułów uczestnictwa funduszu

ETF. Zidentyfikowany w rozprawie zakaz wtórnego obrotu jednostkami uczestnictwa wyklucza ich wprowadzenie do obrotu zorganizowanego. Potencjalnie najprostszym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie ogólnej zbywalności wszystkich jednostek uczestnictwa oraz nadanie im statusu papierów wartościowych. Reforma o takim zakresie miałaby jednak charakter zasadniczej ingerencji w strukturę systemu prawa funduszy inwestycyjnych – podważałaby dychotomię między jednostką uczestnictwa a certyfikatem inwestycyjnym oraz pociągałaby daleko idące konsekwencje dla infrastruktury i praktyki dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w Polsce. Za rozwiązanie proporcjonalne i zarazem możliwe do przeprowadzenia w drodze legislacyjnej należy zatem uznać wprowadzenie odrębnej, dodatkowej kategorii tytułów uczestnictwa – przeznaczonej wyłącznie funduszom ETF – które to tytuły uczestnictwa posiadałyby status papierów wartościowych, podlegały obowiązkowej dematerializacji oraz dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, przy zachowaniu dotychczasowej konstrukcji jednostek uczestnictwa dla pozostałych kategorii funduszy otwartych.

Drugą kwestią wymagającą rozstrzygnięcia jest zakres dopuszczalnej polityki inwestycyjnej. Obowiązujące przepisy o funduszu portfelowym ograniczają jego portfel inwestycyjny do portfela indeksowego bądź portfela bazowego o składzie określonym w statucie. Konstrukcja ta, choć historycznie uzasadniona, nie odpowiada współczesnym realiom globalnego rynku funduszy ETF. Jak wykazano w rozdziale poświęconym unijnym regulacjom funduszy ETF, definicja tego instrumentu w dyrektywie MiFID II nie zawiera wymogu określonej strategii inwestycyjnej – w szczególności nie uzależnia zakwalifikowania funduszu jako ETF od pasywnego charakteru zarządzania ani od obowiązku replikacji wyników inwestycyjnych danego indeksu. Ponadto, zarówno na rynku europejskim, jak i globalnym, obserwuje się dynamiczny rozwój segmentu funduszy ETF o strategiach aktywnych i quasiaktywnych, których tworzenie jest dopuszczane przez nadzorców kluczowych jurysdykcji europejskich, w szczególności Irlandii i Luksemburga. Utrzymywanie ograniczenia krajowych funduszy ETF do strategii indeksowych lub portfelowych stanowiłoby zatem przejaw nieuzasadnionego zaostrzenia wymogów krajowych względem standardu unijnego (*gold plating*). Polityka inwestycyjna krajowego funduszu ETF powinna być determinowana przez właściwy reżim funduszowy – przepisy wdrażające do polskiego porządku prawnego odpowiednio dyrektywy UCITS lub dyrektywy

AIFMD – nie zaś przez odrębne ograniczenia wynikające z przepisów szczególnych dotyczących funduszy o charakterze ETF.

Trzecią kwestią jest dopuszczenie możliwości emitowania przez istniejące fundusze inwestycyjne otwarte odrębnych kategorii tytułów uczestnictwa o charakterze ETF, przeznaczonych do obrotu giełdowego, obok dotychczasowych kategorii jednostek zbywanych i odkupywanych na zasadach ogólnych. Model różnych kategorii tytułów uczestnictwa w ramach jednego funduszu stanowi ugruntowaną praktykę zarówno na rynku amerykańskim, jak i europejskim, na których dopuszczają go zarówno przepisy powszechnie obowiązujące, jak i nadzorcy kluczowych jurysdykcji. Wprowadzenie analogicznego rozwiązania otworzyłoby krajowym towarzystwom funduszy inwestycyjnych dostęp do inwestorów posiadających rachunki maklerskie bez konieczności tworzenia odrębnych struktur funduszowych, a inwestorom zapewniłoby poszerzenie oferty produktowej dostępnej w obrocie giełdowym. Pozwoliłoby to ponadto na wykorzystanie dorobku operacyjnego istniejących funduszy – w tym historii wyników, zgromadzonych aktywów oraz infrastruktury organizacyjnej – obniżając barierę wejścia na rynek funduszy ETF.

Odrębnego postulatu wymaga kwestia zachowania i rozwoju formuły alternatywnego funduszu inwestycyjnego jako podstawy prawnej funkcjonowania krajowych funduszy ETF realizujących strategie wykraczające poza ramy reżimu UCITS. Jak wykazano w rozprawie, brak instrumentów typu ETC i ETN na rynku polskim jest częściowo kompensowany przez istnienie funduszy portfelowych, które – jako fundusze inwestycyjne zamknięte o statusie alternatywnych funduszy inwestycyjnych w rozumieniu dyrektywy AIFMD – mogą realizować strategie inwestycyjne niedostępne w formule UCITS. Możliwości te zostały z powodzeniem wykorzystane w praktyce rynkowej: w obrocie na GPW w Warszawie funkcjonują fundusze ETF zapewniające ekspozycję lewarowaną o dźwigni trzykrotnej na indeks Nasdaq-100, fundusze odwrotne oraz fundusz zapewniający syntetyczną ekspozycję na kurs kryptowaluty bitcoin. Nie wszystkie jednak kategorie aktywów i rodzaje polityki inwestycyjnej dostępne na rynkach europejskich za pośrednictwem instrumentów typu ETC i ETN są osiągalne w ramach krajowego funduszu portfelowego. Wynika to z faktu, że polski ustawodawca ograniczył katalog dopuszczalnych lokat funduszy inwestycyjnych zamkniętych w sposób wykraczający poza wymogi dyrektywy AIFMD, która sama w sobie nie ustanawia zamkniętego katalogu dozwolonych lokat

ani nie precyzuje ograniczeń w zakresie polityki inwestycyjnej. W konsekwencji fundusz portfelowy może uzyskiwać ekspozycję na niektóre klasy aktywów jedynie pośrednio – za pośrednictwem instrumentów pochodnych – podczas gdy w innych jurysdykcjach europejskich alternatywne fundusze inwestycyjne dysponują w tym zakresie znacznie szerszą swobodą.

Mając na uwadze przywołane stanowisko ESMA z czerwca 2025 r., wskazujące na formułę alternatywnego funduszu inwestycyjnego jako potencjalnie adekwatną dla instrumentów zapewniających ekspozycję na aktywa niedostępne w ramach UCITS, oraz uwzględniając model, w jaki rozwinął się krajowy rynek funduszy ETF, należy postulować, aby projektowana reforma nie tylko umożliwiła tworzenie funduszy ETF w formule UCITS, lecz równocześnie zachowała i rozwinęła formułę funduszu ETF o statusie alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Za takim rozwiązaniem przemawiają dwa zasadnicze argumenty. Po pierwsze, inwestor w modelu funduszowym objętym reżimem dyrektywy AIFMD korzysta ze zharmonizowanego – choć w mniejszym stopniu niż w reżimie UCITS – standardu ochrony uczestników rynku. Standard ten jest wyższy i bardziej przewidywalny niż standard ochrony „rekonstruowanej" z rozproszonych źródeł, właściwy dla niezharmonizowanych instrumentów typu ETC i ETN na rynku europejskim. Po drugie, istniejące już fundusze portfelowe, w tym fundusze o ekspozycji lewarowanej i odwrotnej oraz fundusz zapewniający ekspozycję na bitcoin, zdołały zgromadzić znaczące aktywa i cieszą się ugruntowanym zaufaniem inwestorów; ich likwidacja i ewentualne zastąpienie instrumentami typu ETC i ETN oznaczałyby regres z perspektywy poziomu ochrony inwestorów i nie znajdują uzasadnienia w świetle ustaleń niniejszej rozprawy.

Przyjęcie wyżej wymienionego dwutorowego modelu (lokalne fundusze UCITS ETF oraz AFI ETF) pozwoliłoby na budowanie polskiego rynku rodzimych giełdowych instrumentów indeksowych na podstawie standardów ochrony inwestorów wyższych niż te, które wykształciły się na rynku europejskim. Jednocześnie należy rozważyć rozszerzenie katalogu dozwolonych lokat funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w szczególności możliwość bezpośredniego inwestowania w niektóre aktywa bazowe (np. metale szlachetne, ewentualnie kryptoaktywa), wzorem rozwiązań dopuszczonych w praktyce nadzorczej kluczowych jurysdykcji europejskich, co pozwoliłoby na pełniejsze wykorzystanie potencjału formuły alternatywnego

funduszu inwestycyjnego jako instrumentu prawnego służącego rozwojowi krajowego rynku giełdowych instrumentów indeksowych.

ZAŁĄCZNIK NR 1. METODOLOGIA BADANIA

Dobór próby badawczej

Próba badawcza została dobrana celowo na podstawie kryteriów[1170] jasno określonych przez badacza, aby zapewnić maksymalną reprezentatywność dla oceny praktyk rynkowych w zakresie klasyfikacji i segmentacji giełdowych instrumentów indeksowych w Europie. Doboru dokonano, kierując się znaczeniem danej platformy obrotu w skali europejskiej, mierzonym m.in. wielkością kapitalizacji rynku, liczebnością oferty funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN, a także obecnością segmentu instrumentów strukturyzowanych i derywatów. Zgodnie z danymi World Federation of Exchanges (WFE) na koniec 2024 r. w analizie uwzględniono wszystkie giełdy lub grupy giełd działające na obszarze Unii Europejskiej, w przypadku których kapitalizacja rynku akcji przekracza 1 bln USD, oraz pozostałe podmioty należące do 10 największych unijnych rynków kapitałowych.

Do próby włączono:

- Deutsche Börse (segment Xetra) – największą europejską platformę obrotu instrumentami ETF i ETC, o centralnym znaczeniu dla rynku tych instrumentów w Unii Europejskiej;
- Börse Stuttgart – ze względu na specjalizację w zakresie produktów strukturyzowanych i ETP, obejmującą szeroką ofertę certyfikatów i produktów z dźwignią;
- Giełdy grupy Euronext (m.in. Euronext Amsterdam, Euronext Paris, Euronext Brussels, Euronext Dublin, Euronext Lisbon, Ateny) – jako największą grupę kapitałową giełd w Unii Europejskiej, posiadającą częściowo zharmonizowane zasady obrotu (tzw. *single rulebook*);
- Borsa Italiana (Euronext Milan) – potraktowaną odrębnie ze względu na specyficzną strukturę rynku ETP oraz odmienne regulacje i zasady obrotu w stosunku do pozostałych rynków grupy Euronext;

[1170] K. Rószkiewicz, K. Mazurek-Łopacińska, A. Sagan, *Dobór próby we współczesnych badaniach marketingowych. Podejścia ilościowe, jakościowe i mieszane*, „Rozprawy i studia – Uniwersytet Szczeciński", (MCCCXI) 1237/2021, s.16.

- Nasdaq Nordic– obejmującą giełdy w Szwecji, Danii, Finlandii, Islandii, charakteryzującą się znaczącą kapitalizacją rynku oraz istotnym segmentem funduszy ETF i instrumentów ETN w regionie północnej Europy;
- Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) – największą giełdę w Europie Środkowo-Wschodniej, zapewniającą perspektywę lokalną i istotną z punktu widzenia analizy rozwoju rynku w regionie;
- Wiener Börse (Vienna Stock Exchange) – czołową giełdę w regionie CEE pod względem liczby notowanych instrumentów typu ETP, istotną również ze względu na relacje transgraniczne z rynkami sąsiednimi.

Dodatkowo do badania zostały włączone giełdy: London Stock Exchange (LSE) oraz SIX Swiss Exchange z uwagi na silne powiązania operacyjne i strukturalne z rynkiem Unii Europejskiej, mimo że do niego nie należą. W obydwu przypadkach zdecydowana większość notowanych funduszy ETF ma strukturę zgodną z unijnymi wymogami dyrektywy UCITS i została wyemitowana na terenie Unii Europejskiej, pozostając w obrocie równoległym (*cross-listing*) na giełdach unijnych. Podobny mechanizm dotyczy części instrumentów typu ETC i ETN, które są notowane na LSE i SIX, ale równocześnie pozostają w obrocie na wielu giełdach europejskich. Ponadto rynki te korzystają z usług tych samych animatorów rynku co w Unii Europejskiej oraz stosują porównywalne standardy obrotu w odniesieniu do analizowanych instrumentów.

Z próby wyłączono mniejsze giełdy europejskie, o kapitalizacji rynku wielokrotnie niższej od wymienionych giełd, oraz takie, w których fundusze ETF oraz instrumenty ETC i ETN są nieobecne bądź ograniczają się do kilku produktów, co uniemożliwia wyciągnięcie wniosków miarodajnych dla rynku. Tak skonstruowana próba obejmuje zdecydowaną większość kapitalizacji rynku akcji giełd unijnych, a także wszystkie rynki o największym znaczeniu dla obrotu funduszami ETF oraz instrumentami typu ETC i ETN w Europie, co pozwala uznać wyniki analizy za miarodajne dla oceny standardu unijnego w zakresie konstrukcji, klasyfikacji i segmentacji instrumentów typu ETP.

Respondentów do badania wyłoniono spośród przedstawicieli giełd papierów wartościowych wchodzących w skład wybranej próby badawczej. Zgodnie z zaleceniami doboru respondentów formułowanymi przez B. Glinkę kryteria doboru miały

charakter merytoryczny i pragmatyczny[1171], i zostały określone w sposób zapewniający maksymalną rzetelność oraz aktualność pozyskiwanych informacji, a także uwzględniający perspektywę osób mających bezpośredni wpływ na procesy związane z instrumentami typu ETP.

Za kryteria obligatoryjne przyjęto:

- wykształcenie wyższe o profilu prawniczym, ekonomicznym, finansowym lub biznesowym;
- co najmniej 5-letnie bezpośrednie doświadczenie w obszarze funduszy ETF lub instrumentów typu ETC i ETN;
- pełnienie funkcji kierowniczej lub eksperckiej w dziale odpowiedzialnym za dopuszczanie instrumentów finansowych do obrotu, nadzór nad ich notowaniami lub rozwój oferty produktowej;
- bezpośredni udział w procesach klasyfikacji instrumentów lub utrzymywania ich notowań;
- aktualne zatrudnienie na stanowisku eksperckim lub wyższym w strukturach danej giełdy.

Na podstawie tych kryteriów wybrano dziewięciu respondentów reprezentujących badane rynki (po jednym z każdej giełdy), którzy spełniali wszystkie wymogi obligatoryjne. Dobór ten zapewnił reprezentatywność próby dla celów badania oraz dostęp do najbardziej aktualnych informacji dotyczących praktyk stosowanych w odniesieniu do funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN na poszczególnych rynkach.

Metodyka badania i analiza materiału empirycznego

W badaniu zastosowano mieszane podejście badawcze oparte na równoległej strategii triangulacyjnej, łączącej analizę materiałów źródłowych, ankietę ekspercką oraz wywiady pogłębione. Taki sposób badania zakłada łączenie różnych metod pozyskiwania danych, w tym jednoczesne gromadzenie danych jakościowych i ilościowych

[1171] B. Glinka, W. Czakon, *Podstawy badań jakościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2021, s. 80.

oraz ich porównywanie w celu identyfikacji zbieżności, różnic i istotnych powiązań między ustaleniami pochodzącymi z różnych źródeł[1172]. Analiza literatury przedmiotu, uzupełniona analizą materiałów informacyjnych dotyczących głównych giełd, stanowiła punkt wyjścia do badań: pozwoliła sformułować wstępne ustalenia przedstawione w poprzednich podrozdziałach oraz posłużyła do opracowania narzędzi badawczych (pytań ankietowych i scenariuszy wywiadów). W literaturze metodologicznej takie podejście jest akceptowalne, przy czym podkreśla się, że właśnie triangulacja metod badawczych zwiększa rzetelność i trafność wniosków, pozwalając na ujęcie badanego zjawiska z różnych perspektyw i konfrontację wyników pochodzących z odmiennych źródeł[1173].

Jako pierwszy etap procesu badawczego należy traktować analizę literatury naukowej, publikacji branżowych oraz dokumentów i materiałów informacyjnych giełd papierów wartościowych. Pozwoliła ona sformułować początkowe ustalenia, a następnie tezy badawcze, które stanowiły punkt wyjścia do dalszych etapów badania empirycznego, oraz opracować odpowiednie narzędzia badawcze – kwestionariusz ankiety i scenariusz wywiadów pogłębionych (IDI). Analiza obejmowała zarówno opracowania akademickie i branżowe, jak i publicznie dostępne dokumenty giełdowe: regulaminy, prospekty, opisy segmentów rynku, kryteria dopuszczenia instrumentów do obrotu oraz materiały informacyjne dla emitentów i inwestorów.

Zakres przeprowadzonych prac był zróżnicowany. W niektórych przypadkach obejmował pełny przegląd dostępnych dokumentów i źródeł, w innych ograniczał się do kluczowych informacji niezbędnych do zrozumienia praktyk rynkowych. Wyniki tego etapu posłużyły zarówno do sformułowania własnych ustaleń przedstawionych we wcześniejszych podrozdziałach oraz tez badawczych, jak i – na dalszym etapie – do doprecyzowania narzędzi badawczych (kwestionariusza i scenariusza wywiadów). W trakcie realizacji badań empirycznych dokumenty i publikacje były także wykorzystywane pomocniczo, w celu konfrontacji z odpowiedziami respondentów i próby wyjaśnienia pojawiających się rozbieżności. Takie podejście pozostaje zgodne z zaleceniami literatury metodologicznej, która wskazuje na możliwość traktowania

[1172] J.W. Creswell, J. Gilewicz, *Projektowanie badań naukowych. Metody jakościowe, ilościowe i mieszane*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, s. 229.
[1173] N.J.T.K.G.P. Dewasiri, Y.K. Weerakoon Banda, A.A. Azeez, *Triangulation Approaches in Finance Research*, „Colombo Journal of Multi-Disciplinary Research", 3(2)/2018, s. 87–112, https://doi.org/10.4038/cjmr.v3i2.33.

dokumentów jako zarówno samodzielnego źródła danych, jak i materiału uzupełniającego oraz weryfikującego inne metody badawcze[1174].

W drugiej kolejności wykorzystano badanie kwestionariuszowe o charakterze ankiety eksperckiej, którego celem było pozyskanie porównywalnych danych od przedstawicieli giełd wchodzących w skład próby badawczej. Kwestionariusz został opracowany i przeprowadzony w języku angielskim, co wynikało z międzynarodowego charakteru badania oraz faktu, iż język ten stanowił wspólne i naturalne medium komunikacji dla wszystkich respondentów. Badanie zrealizowano w czerwcu i lipcu 2025 r. wśród dziewięciu ekspertów, po uprzednim uzyskaniu ich zgody na udział w badaniu oraz przedstawieniu jego celu i zakresu. Ankieta miała charakter częściowo ustrukturyzowany, tj. obejmowała zarówno pytania zamknięte (umożliwiające jednoznaczne porównanie odpowiedzi), jak i pytania otwarte, pozwalające respondentom na sformułowanie własnych, pogłębionych wyjaśnień dotyczących stosowanych procedur. Takie ujęcie zapewniło jednocześnie możliwość kwantyfikacji odpowiedzi w obszarach porównywalnych oraz uchwycenia zróżnicowanych perspektyw i praktyk rynkowych. Ze względu na zasadniczo wyczerpujący charakter próby badawczej[1175], obejmującej wszystkie podmioty spełniające przyjęte kryteria doboru, uzyskane wyniki można generalizować w sposób kontekstowy[1176] na cały unijny rynek analizowanych instrumentów. Jednocześnie, z uwagi na ograniczoną liczebność respondentów i nielosowy dobór próby, analiza wyników ma charakter wyłącznie deskryptywny i nie obejmuje weryfikacji statystycznej postawionych hipotez.

Trzecim zastosowanym narzędziem badawczym były ok. półgodzinne wywiady pogłębione (IDI)[1177] z przedstawicielami każdej z giełd objętej badaniem. Ich

[1174] R.K. Yin, *Case Study Research and Applications: Design and Methods*, SAGE Publications, Thousand Oaks 2014, s. 180, https://ebooks.umu.ac.ug/librarian/books-file/Case%20Study%20Research%20and%20Applications.pdf, dostęp: 27.09.2025.
[1175] Jak wskazano powyżej, analizowane giełdy papierów wartościowych obejmują w praktyce niemal cały rynek analizowanych instrumentów w Europie.
[1176] Ł. Sułkowski, R. Lenart-Gansiniec, K. Kolasińska-Morawska, *Metody badań ilościowych w zarządzaniu*, Społeczna Akademia Nauk, Łódź 2021, s. 250.
[1177] Wywiad pogłębiony (*in-depth interview*, IDI) to technika badań jakościowych polegająca na indywidualnej rozmowie badacza z uczestnikiem, prowadzonej w formie częściowo ustrukturyzowanej lub swobodnej w celu pozyskania danych o wysokim stopniu szczegółowości dotyczących określonego zagadnienia. Umożliwia ona uzyskanie informacji obejmujących m.in. kontekst decyzyjny, motywacje oraz interpretacje badanego zjawiska przez respondenta. W naukach społecznych IDI stosuje się przede wszystkim w badaniach eksploracyjnych, przy czym ograniczeniem tej metody jest brak reprezentatywności próby. Zob. P.B. Rutledge, J.L.C. Hogg, *In-Depth Interviews* [w:] *The International Encyclopedia of Media Psychology*, Wiley Online Library 2020, https://doi.org/10.1002/9781119011071.iemp0019, dostęp: 10.08.2025.

celem było uzyskanie dodatkowych informacji, doprecyzowanie odpowiedzi udzielonych w badaniu kwestionariuszowym oraz identyfikacja szczegółowych aspektów praktyki rynkowej, które nie były możliwe do uchwycenia przy użyciu ankiety. Jak wskazano przy identyfikacji luki badawczej (zob. podrozdział 2.3.2), brak jest w literaturze przedmiotu całościowych, porównawczych badań praktyk europejskich giełd w zakresie zasad obrotu, klasyfikacji i prezentacji funduszy ETF oraz instrumentów typu ETC i ETN. Publicznie dostępne materiały giełdowe pozwalają co prawda na postawienie w tym zakresie hipotez, ale nie tworzą w pełni spójnego obrazu ich praktycznego funkcjonowania. W takich warunkach, zgodnie z podejściem wskazanym przez J. Creswella, zasadne jest zastosowanie metod jakościowych, pozwalających na eksploracyjne badanie słabo rozpoznanych zjawisk oraz identyfikację nowych zależności i problemów badawczych[1178]. Jedną z takich metod jest właśnie IDI, szczególnie przydatna w badaniach o charakterze eksploracyjnym, umożliwiająca dogłębną i kontekstową analizę badanego problemu. Jak wskazują C. Boyce i P. Neale, wywiady pogłębione są często wykorzystywane, by nadać kontekst innym danym (np. dotyczącym rezultatów), co pozwala uzyskać pełniejszy obraz analizowanego zjawiska[1179]. W niniejszym badaniu zastosowano je m.in. właśnie w tym celu – jako wsparcie dla wyników ankiet oraz narzędzie pomocnicze służące uzupełnieniu wskazanej luki badawczej. Niereprezentatywny charakter metody IDI został zrównoważony doborem respondentów obejmującym przedstawicieli wszystkich kluczowych giełd papierów wartościowych w Unii Europejskiej oraz wybranych giełd spoza UE, istotnych z punktu widzenia obrotu instrumentami emitowanymi także w państwach członkowskich. Jak podkreślają J. Górniak, B. Worek i S. Krupnik[1180], analiza oraz interpretacja materiałów uzyskanych w badaniach jakościowych jest z natury rzeczy obarczona elementem subiektywizmu, jednak przy zachowaniu zasad systematyczności i weryfikowalności możliwe jest zapewnienie rzetelności i obiektywizmu wyników[1181].

[1178] J. Creswell, J. Gilewicz, op. cit., s. 191.
[1179] C. Boyce, P. Neale, *Conducting In-Depth Interviews: A Guide for Designing and Conducting In-Depth Interviews for Evaluation Input*, „Pathfinder International Tool Series. Monitoring and Evaluation – 2" 2006, https://nyhealthfoundation.org/wp-content/uploads/2019/02/m_e_tool_series_in-depth_interviews-1.pdf, dostęp: 10.08.2025.
[1180] J.J. Górniak, B. Worek, S. Krupnik, *Zastosowanie podejścia badań jakościowych w ewaluacji ex-post* [w:] *Ewaluacja ex-post. Teoria i praktyka badawcza,* A. Haber (red.), PARP, Warszawa 2007, s. 127.
[1181] B. Worek, *Analiza wyników zogniskowanych wywiadów grupowych w badaniach marketingowych,* Uniwersytet Jagielloński, ASK 2001, nr 10, s. 34.

W niniejszym badaniu wywiady miały formułę częściowo ustrukturyzowaną, zgodnie z ujęciem J. Creswella[1182], co oznacza, że nie opierały się na sztywnym, standaryzowanym narzędziu pomiarowym, lecz na scenariuszu w formie listy kluczowych zagadnień i pytań. Były one omawiane w kolejności dostosowanej do przebiegu rozmowy, z możliwością rozwijania wątków istotnych dla badanego problemu. Scenariusz ten stanowił strukturalne wsparcie konwersacji, zapewniając spójność tematyczną wywiadów przy jednoczesnym zachowaniu elastyczności niezbędnej do uzyskania pogłębionych informacji.

Wywiady zostały przeprowadzone za pośrednictwem platformy MS Teams, co umożliwiło zarówno kontakt audio, jak i wideo. Zastosowanie IDI pozwoliło nie tylko na uzyskanie dodatkowych informacji i poznanie przyczyn obserwowanych zjawisk, lecz także na wyjaśnienie przypadków, w których odpowiedzi z ankiety i publicznie dostępne materiały informacyjne wykazywały rozbieżności. Ponadto umożliwiło uchwycenie kontekstu decyzyjnego i organizacyjnego poszczególnych giełd oraz identyfikację dobrych praktyk i specyficznych rozwiązań rynkowych, które nie były możliwe do odtworzenia wyłącznie na podstawie danych zastanych. W trakcie rozmów sporządzano szczegółowe notatki zgodnie z rekomendacjami B. Glinki i W. Czakona, traktując je jako element systematycznego zabezpieczenia integralności i kompletności materiału empirycznego[1183].

Zastosowanie powyższych metod pozwoliło na weryfikację zbieżności danych pochodzących z różnych źródeł, zwiększając rzetelność i wiarygodność wniosków. Triangulacja umożliwiła także identyfikację obszarów, w których regulacje, deklaracje przedstawicieli giełd i faktyczna praktyka rynkowa są spójne, oraz tych, w których występują istotne rozbieżności.

Analiza zgromadzonego materiału miała charakter deskryptywny i obejmowała kilka uzupełniających się etapów. W pierwszej kolejności dokonano kategoryzacji treści odpowiedzi według obszarów tematycznych wynikających z celów badania, a w przypadku pytań zamkniętych – zestawienia i porównania rozkładów odpowiedzi. Następnie odpowiedzi weryfikowano z publicznie dostępnymi materiałami informacyjnymi publikowanymi przez badane giełdy, co pozwoliło na potwierdzenie lub doprecyzowanie uzyskanych ustaleń. W dalszej fazie zestawiono odpowiedzi

[1182] J. Creswell, J. Gilewicz, op. cit., s. 195.
[1183] B. Glinka, W. Czakon, op. cit., s. 97.

respondentów między sobą, dzięki czemu możliwe było wyjaśnienie pojawiających się rozbieżności i lepsze uchwycenie kontekstu stosowanych rozwiązań. Takie podejście pozwoliło na identyfikację zarówno elementów wspólnych, jak i specyficznych praktyk charakterystycznych dla poszczególnych rynków, a w niektórych przypadkach na poznanie przyczyn takich zjawisk.

BIBLIOGRAFIA

Źródła prawa

I. Prawo pierwotne Unii Europejskiej

Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana) (Dz.U. C 202 z 7.06.2016, str. 13).

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana) (Dz.U. C 202 z 7.06.2016, str. 47).

II. Dyrektywy Unii Europejskiej

Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do niektórych przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. WE L 375 z 31.12.1985, str. 3–18).

Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie regulacji spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (Dz.U. WE L 41 z 13.02.2002, str. 20–34).

Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do lokat przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (Dz.U. WE L 41 z 13.02.2002, str. 35–42).

Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 345 z 31.12.2003, str. 64–89).

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG oraz dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i

Rady i uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.04.2004, str. 1–44).

Dyrektywa Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. wykonująca dyrektywę Rady 85/611/EWG w odniesieniu do wyjaśnienia niektórych definicji (Dz.U. L 79 z 20.03.2007, str. 11–19).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, str. 32–96).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.07.2011, str. 1–73).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, s. 349–496).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz.U. L 257 z 28.08.2014, s. 186–213).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/927 z dnia 13 marca 2024 r. zmieniająca dyrektywy 2011/61/UE i 2009/65/WE w zakresie ustaleń dotyczących delegowania, zarządzania ryzykiem płynności, sprawozdawczości nadzorczej, świadczenia usług depozytowych i pożyczkowych oraz w zakresie udzielania zezwoleń (Dz.U. L 2024/927 z 26.03.2024).

III. Rozporządzenia Unii Europejskiej

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmieniające decyzję nr

716/2009/WE i uchylające decyzję Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, str. 84–119).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 182/2011 z dnia 16 lutego 2011 r. ustanawiające przepisy i zasady ogólne dotyczące trybu kontroli przez państwa członkowskie wykonywania uprawnień wykonawczych przez Komisję (Dz.U. L 55 z 28.02.2011, str. 13–18).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.U. L 86 z 24.03.2012, str. 1–24).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytorium transakcji (EMIR) (Dz.U. L 201 z 27.07.2012, str. 1–59).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR) (Dz.U. L 176 z 27.06.2013, str. 1–337).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku – MAR) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 1–61).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (MiFIR) (Dz.U. L 173 z 12.06.2014, str. 84–148).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (CSDR), zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. L 257 z 28.08.2014, str. 1–72).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje

dotyczące detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIPs) (Dz.U. L 352 z 9.12.2014, str. 1–23).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych oraz zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (BMR) (Dz.U. L 171 z 29.06.2016, str. 1–65).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.06.2017, str. 12 ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR) (Dz.U. L 317 z 9.12.2019, str. 1–16).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów (MiCA) (Dz.U. L 150 z 9.06.2023, str. 40–205).

IV. Rozporządzenia delegowane i wykonawcze Komisji Europejskiej

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/578 z dnia 13 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi w zakresie umów o realizowanie funkcji animatora rynku i programów dotyczących realizowania funkcji animatora rynku (Dz.U. L 87 z 31.03.2017, str. 183–191).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/583 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie przejrzystości dla systemów obrotu i firm inwestycyjnych w odniesieniu do obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji oraz instrumentów pochodnych (Dz.U. L 87 z 31.03.2017, str. 229–349).

V. Ustawy polskie

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 1061 ze zm.).

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 18 ze zm.).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 722).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 412).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 2319).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 708).

Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723).

VI. Rozporządzenia krajowe

Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 19 grudnia 2016 r. w sprawie rejestru funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2016 r., poz. 2255).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 lutego 2024 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu portfelowego (Dz.U. z 2024 r., poz. 179).

ORZECZNICTWO

Orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 13 czerwca 1958 r., Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, SpA przeciwko Wysokiej Władzy Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali, sprawa 9/56, EU:C:1958:7.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 13 grudnia 1989 r., Salvatore Grimaldi przeciwko Fonds des maladies professionnelles, sprawa C-322/88, ECLI:EU:C:1989:646.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 19 września 2012 r., Md Sagor, sprawa C-278/12 PPU (Adil), EU:C:2012:508.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 22 stycznia 2014 r., Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Unii Europejskiej (short selling), sprawa C-270/12, EU:C:2014:18.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 18 grudnia 2014 r., McCarthy i in., sprawa C-202/13, EU:C:2014:2450.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 5 lipca 2017 r., postępowanie karne przeciwko A, sprawa C-9/16, EU:C:2017:483.

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 15 lipca 2021 r., Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), sprawa C-911/19, ECLI:EU:C:2021:599.

DOKUMENTACJA EMISYJNA I DOKUMENTY ZAWIERAJĄCE KLUCZOWE INFORMACJE (KID)

Prospekty instrumentów typu ETC i ETN

CoinShares Digital Securities Limited, Exchange Traded Products Programme for the issue of CoinShares Digital Individual Securities, CoinShares, 11.04.2025 (prospekt ETP CoinShares).

Deutsche Börse Commodities GmbH, Programme for the Issuance of up to 10,000,000,000 Xetra-Gold® Bearer Notes, 27.05.2025 (prospekt ETC 4GLD).

HANetf ETC Securities plc, Base Prospectus for the Issue of Metal Securities, HANetf, 10.09.2025 (prospekt ETC HANetf).

iShares Physical Metals plc, Base Prospectus (Secured Precious Metal Linked Securities Programme), BlackRock, 12.05.2025 (prospekt ETC iShares).

WisdomTree Multi Asset Issuer plc, Base Prospectus (Collateralised ETP Securities Programme), WisdomTree, 25.09.2025 (prospekt ETP WisdomTree).

Prospekty funduszy ETF

iShares VII Public Limited Company, Prospectus, iShares, 3.12.2025.

Dokumenty zawierające kluczowe informacje (KID) – instrumenty typu ETC i ETN

CoinShares Bitcoin ETP – Key Information Document, CoinShares.

The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC Securities – Key Information Document, HANetf.

iShares Physical Gold ETC – PRIIPs KID, BlackRock.

Xetra-Gold® Bearer Notes – Key Information Document, Deutsche Börse Commodities GmbH.

WisdomTree WTI Crude Oil 3x Daily Leveraged – PRIIPs KID, WisdomTree.

Dokumenty zawierające kluczowe informacje (KID) – fundusze ETF

Amundi Core S&P 500 Swap UCITS ETF Acc – KID, Amundi.

iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD Acc – PRIIPs KID, BlackRock.

Vanguard LifeStrategy® 60% Equity UCITS ETF – PRIIPs KID, Vanguard.

REGULACJE WEWNĘTRZNE EUROPEJSKICH GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Borsa Italiana S.p.A. (Euronext Milan)

Guide to the Parameters for trading on the markets organised and managed by Borsa Italiana. Version 79, Borsa Italiana, 29.09.2025.

Instructions Accompanying the Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A., Borsa Italiana, 8.12.2025.

Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A., Borsa Italiana, 8.12.2025.

Börse Stuttgart

Conditions for Trading on the Stuttgart Stock Exchange, Börse Stuttgart, 3.04.2023.

Exchange Rules, Börse Stuttgart, 15.12.2025.

Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Market at the Stuttgart Stock Exchange, Börse Stuttgart, 1.01.2024.

Deutsche Börse AG

Designated Sponsor Guide, Deutsche Börse AG.

Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse (Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse), Deutsche Börse, 1.12.2025.

Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation, Deutsche Börse AG.

Euronext N.V.

Euronext Access Rule Book II. MTF operated by Euronext Paris, Euronext, 14.04.2025.

Euronext Notice No. 6-04. Documentation to be supplied at the time of the application for an admission to listing of ETFs, ETNs and ETVs, Euronext, 8.07.2025.

Euronext Rule Book. Book I: Harmonised Rules, Euronext Regulated Markets, 31.10.2025.

Market Maker & Liquidity Provider Trading Fee Guide, Euronext Cash Markets, 1.12.2025.

Market Making Operating Terms, Euronext N.V., 14.02.2019.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP (wraz z załącznikami nr 11 i 12).

London Stock Exchange

ETF & ETP Market Maker Obligations Factsheet, London Stock Exchange, 18.05.2022.

ETF/ETP Admission and Disclosure Standards, London Stock Exchange.

SIX Swiss Exchange

Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products, SIX Exchange Regulation AG, 1.09.2024.

Directive on the Procedures for Exchange Traded Products, SIX Exchange Regulation AG, 1.11.2025.

Trading Parameters Guideline, SIX Swiss Exchange AG, 16.05.2025.

SOFT LAW I INNE DOKUMENTY INSTYTUCJONALNE

Committee of European Securities Regulators (CESR)

CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, CESR/07-044b (zmiana z 30.09.2008 r.), CESR.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)

Wytyczne dotyczące funduszy ETF oraz innych kwestii związanych z UCITS, ESMA/2012/832PL, ESMA, 18.12.2012.

Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji dyrektywy ZAFI, ESMA, 13.08.2013.

Wytyczne w sprawie ETF i innych zagadnień dotyczących UCITS, ESMA/2014/937PL, ESMA, 1.08.2014.

Questions and Answers – Application of the AIFMD, ESMA34-32-352, ESMA, 17.12.2021.

Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics, ESMA, 23.09.2022.

MiFIR review Final Report: Review of RTS 2 on transparency for bonds, structured finance products and emission allowances and RTS on reasonable commercial basis, ESMA, 16.12.2024.

Final Report on the Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive, ESMA34-2087785638-1548, ESMA, 26.06.2025.

Warning on crypto assets: Crypto-assets on the rise but remaining very risky, ESMA, 12.2024.

Komisja Europejska

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets (raport Lamfalussy'ego), 2001.

Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego oraz Komitetu Regionów – Realizacja wspólnotowego programu lizbońskiego: strategia upraszczania otoczenia regulacyjnego, COM(2005) 535 final, 25.10.2005.

Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Komisja Europejska, 24.09.2020, CELEX:52020DC0590.

Krajowe organy nadzoru

Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) nr DIF-DIFZNR.456.2.2021.

PS20/10: Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets, Financial Conduct Authority (FCA), 10.2020.

FCA opens retail access to crypto ETNs, Financial Conduct Authority (FCA), 1.08.2025.

Expanding Consumer Access to Investments. Discussion Paper DP25/3, Financial Conduct Authority (FCA), 2025.

Retail Investor ETF Activity, Autorité des Marchés Financiers (AMF), 11.2024.

The AMF adapts its policy on complex financial products in response to the rise of crypto-assets, Autorité des Marchés Financiers (AMF), 11.12.2025.

Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive, Autorité des Marchés Financiers (AMF).

FAQ on Virtual Assets for Undertakings for Collective Investment (UCIs), Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Literatura

1 mld zł aktywów w funduszach BETA ETF, Beta ETF, 26.06.2025, https://beta-etf.pl/aktualnosci/1-mld-zl-aktywow-w-funduszach-beta-etf, dostęp: 7.02.2026.

21shares Products, 21shares, https://www.21shares.com/en-eu/product, dostęp: 1.07.2025.

25 years of ETFs in Europe: Comprehensive set of measures to promote ETF trading on Xetra, Deutsche Börse, 11.04.2025, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/25-years-of-ETFs-in-Europe-Comprehensive-set-of-measures-to-promote-ETF-trading-on-Xetra-4398524, dostęp: 16.10.2025.

*2x Long Bitcoin ET*P, HANetf, https://hanetf.com/fund/2lbt-2x-long-bitcoin-etp/, dostęp: 14.10.2025.

3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor", EFAMA 7.12.2020, https://www.efama.org/news-room/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-

3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor", EFAMA, 7.12.2020, https://www.efama.org/news-room/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor, dostęp: 10.01.2026.

3 Questions to Keshava Shastry on "Demystifying ETPs: a simple guide for the European investor", EFAMA, 7.12.2020, https://www.efama.org/news-room/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor, dostęp: 30.10.2023.

3 Ways MiFID II Has Helped Boost Europe's ETF Market as Passive Investing Rises, Smartkarma 15.08.2019, https://www.smartkarma.com/home/general/mifid-2-passive-investing-etf/, dostęp: 9.01.2024.

Abbott K.W., Snidal D., *Hard and Soft Law in International Governance*, „International Organization", 54(3)/2000.

Abendschein M., Gölz H., *International cooperation on financial market regulation*, „International Economics and Economic Policy" 18(4)/2021.

Abner D.J., *The ETF handbook: how to value and trade exchange-traded funds*, Wiley, Hoboken 2016.

Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products, SIX Exchange Regulation AG, 1.09.2024, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/aretp-en.pdf#page=4.62, dostęp: 31.12.2025.

Aerts S. [i in.], *Just another crypto boom? Mind the blind spots*, EBC, Financial Stability Review, May 2025, sekcja 1, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202505_01~62255f2625.en.html, dostęp: 10.01.2026.

Agapova A., *Conventional mutual index funds versus exchange-traded funds*, „Journal of Financial Markets", 14(2)/2011.

Akey P., Robertson A., Simutin M., *Closet Active Management of Passive Funds*, „Rotman School of Management Working Paper" 1.03.2021, https://papers.ssrn.com/abstract=3874582, dostęp: 18.07.2024.

Aleem Y., *Soft Law: The Optimal Legal Framework for Global Financial Regulation*, „Emory Corporate Governance and Accountability Review", 9(1)/2022.

Amundi Core S&P 500 Swap UCITS ETF EUR Dist, Amundi Investment Solutions,

AMUNDI Reply to ESMA Discussion Paper "ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS", Amundi, 9.2011, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/AMUNDI_reply_to_ESMA_Discussion_paper_ETF_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Andrew T., *S&P 500 ETF spreads show why investors must consider total cost of ownership*, https://www.etfstream.com/articles/s-and-p-500-etf-spreads-shows-why-investors-must-consider-total-cost-of-ownership, dostęp: 8.09.2024.

Andrew T., *Why Ireland, Luxembourg Diverge on ETF Share Class Naming Rules*, ETF Stream, 22.06.2023, https://www.etf.com/sections/features/ireland-luxembourg-diverge-etf-share-class-naming-rules, dostęp: 9.11.2025.

Annual Statistical Report, FESE, https://www.fese.eu/statistics/fese-annual-statistical-report/, dostęp: 31.01.2026.

Annunziata F., *Collective Investment Undertakings in the EU: How to Frame a Definition after the AIFMD*, RTDF, 1/2017, https://ssrn.com/abstract=2956246, dostęp: 20.01.2026.

Annunziata F., *The regulation of EU capital markets*, Cacucci Editore, Bari 2025.

Annuziata F., *Chapter 16: Investment services and investment funds* [w:] F. Fabbrini, M. Ventoruzzo, *Research handbook on EU economic law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2019, https://www.elgaronline.com/edcollchap/edcoll/9781788972338/9781788972338.00025.xml, dostęp: 20.01.2026.

Antoniewicz R., Heinrichs J., *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work*, „ICI Research Perspective", 20(5)/2014.

Armour B., Jackson R., Boyadzhiev D., *US Active/Passive Barometer Report: Mid-Year 2025*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer, data dostępu: 27.10.2025.

Armour J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford 2016.

Arner D. [w] N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, *The Oxford handbook of financial regulation*, Oxford University Press, Oxford 2015.

Association Française de la Gestion financière (AFG), *UCITS ETF – a unique European format*, 2025, https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2025/04/Plaquette-UCITS-ETF_Vfinale.pdf, dostęp: 20.09.2025.

Authorised participants and market makers of the ETF industry, BlackRock, https://www.blackrock.com/au/insights/ishares/authorised-participants-and-market-makers, dostęp: 7.09.2024.

Autorité des Marchés Financiers (AMF), *Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/en/Position/DOC-2013-16/1.0/Key%20concepts%20of%20the%20Alternative%20Investment%20Fund%20Managers%20Directive.pdf, dostęp: 16.10.2025.

AXA Investment Managers, *How Investors Can Trade UCITS ETFs Efficiently*, BNP Paribas Asset Managment, 19.06.2025, https://www.axa-im.co.uk/etf/insights/how-investors-can-trade-ucits-etfs-efficiently, dostęp: 10.11.2025.

Babis V., *The Single Rulebook and the European Banking Authority* [w:] F. Fabbrini, M. Ventoruzzo, *Research Handbook on EU Economic Law*, Edward Elgar Publishing 2019.

Bachelier L., *Théorie de la spéculation*, „Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure", 3(17)/1900.

BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), *Investment funds*, https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/KVGenInvestmentfonds/Investmentfonds/investmentfonds_node_en.html, dostęp: 20.09.2025.

Bagree P., *Top ETF misconceptions debunked*, UBS Asset Management Insights, 7.04.2025, https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/etf/articles/top-etf-misconceptions-debunked.html, dostęp: 11.11.2025.

Bank Pekao Biuro Maklerskie, *Instrumenty rynku kasowego*, https://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/klient-indywidualny/aktywne-inwestowanie/instrumenty-rynku-kasowego.html, dostęp: 22.08.2025.

Barclays Announces the Redemption of the iPath® Series B S&P GSCI® Crude Oil Total Return Index ETNs and the Suspension of Further Sales and Issuance of the ETNs, Barclays Bank PLC, Business Wire, https://ipathetn.cib.barclays/cms/static/files/ipath/press/Barclays%20suspends%20further%20creations%20for%20OIL%20ETN.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Barcz J., *Współpraca sądowa w sprawach cywilnych, karnych i współpraca policyjna*. *System Prawa Unii Europejskiej. Tom 8*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020.

Barembruch A., *Efektywność regularnych inwestycji na przykładzie funduszy ETF notowanych na GPW w latach 2019-2024*, „Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej", 10(22)/2024, https://www.gwsh.pl/content/biblioteka/org/zeszyty/ag/zn22/ZN22AG_01Barembruch.pdf, dostęp: 9.07.2025.

Baur D.G., Hong K., Lee A.D., *Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets?*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 54/2018, https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004.

Bąbol D., *Portfelowy FIZ, czyli najbardziej otwarty fundusz inwestycyjny*, Parkiet, https://www.parkiet.com/felietony/art37816121-portfelowy-fiz-czyli-najbardziej-otwarty-fundusz-inwestycyjny, dostęp: 8.07.2025.

Bebel J., *Why the Rise of Index Investing Isn't Slowing Down Anytime Soon*, Morningstar 22.03.2024, https://www.morningstar.com/funds/why-rise-index-investing-isnt-slowing-down-anytime-soon, dostęp: 13.07.2024.

Ben-David I., Franzoni F., Moussawi R., *Exchange-Traded Funds*, „Annual Review of Financial Economics", 9/2017.

Bender J., Briand R., Melas D., Subramanian R.A., *Foundations of Factor Investing*, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2543990, dostęp: 14.07.2024.

Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, AgioFunds, https://agiofunds.pl/fundusz/beta-etf-bitcoin-portfelowy-fiz/, dostęp: 10.02.2026.

Bienkowski N., *10 Years On,* „The Alchemist" (LBMA), 70/2013, https://www.lbma.org.uk/alchemist/issue-70/10-years-on, dostęp: 28.02.2026.

Bilski A., Kiełbus R., *Kryptoaktywa i blockchain. Technologia, prawo, biznes*, Wolters Kluwer, Warszawa 2024.

Bitcoin Tracker One XBT Provider, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/european-market-activity/tracker-certificates/bitcoin-xbt?id=SSE109538, dostęp: 14.10.2025.

Bitwise ETPs: Designed for Your Crypto Strategy, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/products/#data-attr-group=overview, dostęp: 13.10.2025.

Blicharz R., I*nstytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa. Stowarzyszenie Wyższej Użyteczności „Dom Organizatora", Toruń 2013.

Blümke A., *How to invest in structured products: a guide for investors and investment advisors*, John Wiley and Sons, Chichester 2009.

Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., *Investments*, McGraw-Hill Education, New York 2024.

Bogle J.C., *Common sense on mutual funds*, John Wiley & Sons, New York 2010.

Bogle J.C., *Lightning Strikes. The creation of Vanguard, the first Index Mutual Fund, and the revolution it spawned*, „The Journal of Portfolio Management" Special 40th Anniversary Issue, 40(5)/2014.

Bouri E. [i. in.], *On the hedge and safe haven properties of Bitcoin. Is it really more than a diversifier?*, „Finance Research Letters", 20/2017, DOI: 10.1016/j.frl.2016.10.007.

Boyce C., Neale P., *Conducting In-Depth Interviews: A Guide for Designing and Conducting In-Depth Interviews for Evaluation Input*, „Pathfinder International Tool Series. Monitoring and Evaluation – 2" 2006, https://nyhealthfoundation.org/wp-content/uploads/2019/02/m_e_tool_series_indepth_interviews-1.pdf, dostęp: 10.08.2025.

Boyde E., *What are active non-transparent ETFs?*, Financial Times, https://www.ft.com/content/e919ac5e-3b4b-4015-b93b-48961d78a487, dostęp: 28.02.2026.

Bringing ETFs to Market – Listing in Europe, Dillon Eustace, https://www.dilloneustace.com/insights/legal-insights/bringing-etfs-to-market-listing-in-europe/, dostęp: 22.01.2026.

BTCE – Bitcoin Exchange Traded Crypto, ETC Group, https://btc-etc.com/products/btcetc/, dostęp: 28.10.2025.

Buła R., *Efektywność informacyjna a zachowanie cen akcji tworzących indeks WIG20*, „Studia Ekonomiczne" 1.01.2014, t. 177.

Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU financial markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford 2017.

Buttigieg C.P., A. Armeni Cauchi, *Going beyond the de Larosière Doctrine: effectiveness with proportionality*, „ERA Forum", 26(1)/2025.

Byrski J., *Perspektywy prawnej rewolucji rynków kryptoaktywów*, „Parkiet", 5.02.2021, https://www.parkiet.com/felietony/art19640391-perspektywy-prawnej-rewolucji-rynkow-kryptoaktywow, dostęp: 1.03.2026.

Calay M., Choy J., Gogoi K., Jackson R., *A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/global-guide-to-strategic-beta, dostęp: 14.07.2024.

Cappellina B. [i in.], *Ever more soft law? A dataset to compare binding and non-binding EU law across policy areas and over time (2004–2019)*, „European Union Politics", 23(4)/2022.

Carey D., *Vanguard Total Stock Market Index Hits the Trillion Dollar Milestone*, Morningstar, https://www.morningstar.com/funds/vanguard-total-stock-market-index-hits-trillion-dollar-milestone, dostęp: 18.07.2024.

Central Bank of Ireland, *Application Forms for UCITS*, https://www.centralbank.ie/regulation/industry-market-sectors/funds/ucits/forms, dostęp: 20.09.2025.

CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_044b.pdf, dostęp: 4.01.2026.

CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, CESR/10-788, CESR, 28.07.2010.

CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_108.pdf, dostęp: 6.01.2026.

Chan L.H., *Alpha Dark Horse or Trojan Horse? A Comprehensive Analysis of Leverage Financial Products*, SSRN, 17.10.2025, https://ssrn.com/abstract=5631373, dostęp: 4.02.2026.

Chandler B., *ETC Group's paper provokes mixed reactions from Europe's crypto ETP cohort*, ETF Express, https://etfexpress.com/2022/08/17/etc-groups-paper-provokes-mixed-reactions-europes-crypto-etp-cohort/, dostęp: 14.10.2025.

Cheah E.T., Fry J., *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin*, „Economics Letters", 130/2015, DOI: 10.1016/j.econlet.2015.02.029.

Cheng M., Madhavan A., *The Dynamics of Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds*, „Journal of Investment Management", 7(4)/2009.

Chisari A., *Certificati a gestione attiva (actively managed certificates): riflessioni giuridiche e finanziarie tra Italia e Svizzera*, „Rivista di Diritto Bancario", 1/2021.

Chłopecki A. [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.

Chłopecki A., *Fundusze inwestycyjne* [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.

Ciccotello C.S. [w:] *Mutual funds and exchange-traded funds: building blocks to wealth*, H.K. Baker, G. Filbeck, H. Kiymaz (red.), „Financial markets and investment series", New York 2016.

Cieśliński A., *Konstrukcja prawna swobód rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, „Prace Naukowe Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego", 4/2013.

Clayton J., Blass D., Hinman W., Redfearn B., *Joint Statement Regarding Complex Financial Products and Retail Investors*, U.S. Securities and Exchange Commission, 28.10.2020, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/clayton-blass-hinman-redfearn-complex-financial-products-2020-10-28, dostęp: 11.01.2026.

CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), *Glosario – Fondos de Inversión*, https://www.cnmv.es/portal/inversor/fondos-tipos?lang=es&utm, dostęp: 20.09.2025.

Cohen S., *Global ETF Market Facts: 3 things to know from Q1 2024*, Seeking Alpha, https://seekingalpha.com/article/4686105-global-etf-market-facts-3-things-to-know-from-q1-

2024?source=section%3ARelated%20Analysis%7Csection_asset%3ARelated%20Analysis%7Cfirst_level_url%3Asymbol%7Cbutton%3ATitle%7Clock_status%3ANo%7Cline%3A9, dostęp: 8.09.2024.

Cohen S., Kushel R., *Decoding active ETFs, How the growth of active ETFs is unlocking innovation and opportunity for investors*, https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/decoding-active-etfs.pdf, dostęp: 30.09.2025.

CoinShares Bitcoin ETP, CoinShares, https://kid.ttmzero.com/coinshares/GB00BLD4ZL17_latest_en_PL.pdf, dostęp: 5.02.2026.

Collateral Structure, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/equities/wisdomtree-euro-stoxx-50-3x-daily-leveraged.

Conditions for Trading on the Stuttgart Stock Exchange, Börse Stuttgart, 3.04.2023, https://www.boerse-stuttgart.de/media/cpbnhu4s/conditions-for-trading_03-april-2023-clean.pdf, dostęp: 2.01.2026.

Conduct of Business (Cryptoasset Products) Instrument 2025, Handbook Notice 132, FCA, 31.07.2025. https://www.fca.org.uk/publication/handbook/handbook-notice-132.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Craig P., *Delegated and Implementing Acts* [w:] *Oxford Principles Of European Union Law: The European Union Legal Order: Volume I*, R. Schütze, T. Tridimas (red.), Oxford University Press 2018, https://doi.org/10.1093/oso/9780199533770.003.0026.

Cremers K.J.M., Petajisto A., *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, „The Review of Financial Studies" 1.09.2009, 22(9).

Creswell J.W., Gilewicz J., *Projektowanie badań naukowych. Metody jakościowe, ilościowe i mieszane*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013.

Croome S., *The Hidden Differences Among Index Funds*, Investopedia, https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/03/061103.asp, dostęp: 18 lipca 2024.

CRSP U.S. Total Market Index, Trackinsight, https://www.trackinsight.com/en/index/crsp-us-total-market-index, dostęp: 18.07.2024.

Crypto ETF, VanEck, https://www.vaneck.com/pl/en/investments/crypto-etf/overview/, dostęp: 14.10.2025.

Crypto ETNs on Xetra: growing variety on a regulated trading venue, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps/fokus-crypto-etns, dostęp: 13.10.2025.

Crypto ETPs Dashboard, ETFbook, https://www.etfbook.com/dashboards/crypto-etp-eu, dostęp: 1.07.2025.

Cserna B., Levy A., Wiener Z., *Counterparty Risk in Exchange Traded Notes (ETNs): Theory and Evidence*, SSRN 2012, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2018223.

Cserna B., Levy A., Wiener Z., *Counterparty Risk in Exchange-TradedNotes (ETNs)*, „The Journal of Fixed Income", 23(1)/2013.

Cugia F.O., *A Legal Analysis of Exchange-traded Products*, „Journal of Business and Economics", 6(12)/2015.

Cumming D., Imad'Eddine G., Schwienbacher A., *Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis*, „The European Journal of Finance", 18(3–4)/2012.

Cyhelsky L., *Pojęcie indeksu w statystyce ekonomicznej*, Wydział Prawa i Administracji UAM, Poznań 1983, http://hdl.handle.net/10593/16917, dostęp: 11.07.2024.

Czerepak Ł., *Komentarz do art. 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, J. Dybiński (red. nauk.), Legalis 2023.

d'Aspremont J., *Softness in International Law: A Self-Serving Quest for New Legal Materials*, „European Journal of International Law", 19(5)/2008.

Dannhauser C.D., Pontiff J., *FLOW*, SSRN, 2.08.2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3428702, dostęp: 9.02.2026.

de Vries S. [w:] T. van den Brink, V. Passalacqua, *Balancing unity and diversity in EU legislation*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2024.

Debiut ETF-ów LYXOR ETF DAX oraz LYXOR ETF S&P500, GPW, 31.05.2011, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=46003&title=Debiut+ETF-%C3%B3w+LYXOR+ETF+DAX+oraz+LYXOR+ETF+SP500, dostęp: 8.07.2025.

Debiut pierwszego polskiego ETF-a, GPW, 7.01.2019, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107839&title=Debiut+pierwszego+polskiego+ETF-a, dostęp: 5.07.2025.

Debt listing on the Vienna MTF, Wiener Boerse, https://www.wienerborse.at/en/listing/debt-securities/vienna-mtf/, dostęp: 7.02.2026.

Dekker L., Molestina Vivar L., Weistroffer Ch., *Passing on the hot potato: the use of ETFs by open ended funds to manage redemption requests*, European Central Bank, 2024, https://data.europa.eu/doi/10.2866/358252, dostęp: 11.07.2025.

Demystifying ETPs: A simple guide for the European Investor, EFAMA, 11.2020, https://www.efama.org/sites/default/files/publications/20%2011%20EFAMA%20ETP%20Investor%20education%20guide_0.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Demystifying ETPs: an EFAMA guide for the European investor, EFAMA, https://www.efama.org/newsroom/news/demystifying-etps-efama-guide-european-investor, dostęp: 28.02.2026.

Designated Sponsor Guide, Deutsche Börse AG, https://www.cash-market.deutsche-boerse.com/resource/blob/3452202/e6729f34f2329cc50fa7c183dbb1d1f6/data/designated-sponsor-guide.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Deutsche Börse Commodities GmbH. Programme for the Issuance of up to 10,000,000,000 Xetra-Gold® Bearer Notes, Xetra-Gold, 27.05.2025, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/user_upload/xetra/Downloads_English/Prospectus/XetraGoldProspekt2025EN.pdf, dostęp: 7.01.2026. Prospekt stanowi podstawę emisji instrumentu typu ETC: Xetra-Gold® (4GLD); w dalszej części pracy określany jako „prospekt ETC 4GLD”.

Deutsche Börse Xetra – ETFs & ETPs, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps, dostęp: 20.06.2025.

Deville L., *Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research* [w:] C. Zopounidis, M. Doumpos, P.M. Pardalos, *Handbook of Financial Engineering*, „Springer Series in Optimization and Its Applications", Boston, 18/2008.

Dewasiri N.J.T.K.G.P., Weerakoon Banda Y.K., Azeez A.A., *Triangulation Approaches in Finance Research*, „Colombo Journal of Multi-Disciplinary Research", 3(2)/2018, https://doi.org/10.4038/cjmr.v3i2.33.

Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy: podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.

Di Noia C., Gargantini M., *The European Securities and Markets Authority: Accountability towards EU Institutions and Stakeholders* [w:] P. Iglesias-Rodriguez, *Building Responsive and Responsible Financial Regulators in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, Intersentia, Cambridge–Antwerp–Portland 2015, DOI: 10.1017/9781780684369.008.

Diavatopoulos D., Felton J., Wright C., *Exchange Traded Notes: An Introduction*, „The Journal of Investing" 2009, 19(2)/2009.

Directive on the Procedures for Exchange Traded Products, SIX Exchange Regulation AG, 1.11.2025, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/dpetp-en.pdf#page=4.42, dostęp: 3.02.2026.

Doak E., *Exchange-Traded Notes: The Facts and the Risks*, Charkel Schwab, 20.11.2025, https://www.schwab.com/learn/story/exchange-traded-notes-facts-and-risks, dostęp: 4.02.2026.

Dobrowolski K., *Teoria rynków efektywnych i model racjonalnego inwestora – od warunków ryzyka do warunków konfliktu*, „Współczesna Gospodarka", 5(1)/2014, http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-ad445c44-8622-48a9-a3b2-1dd263605324, dostęp: 11.07.2024.

Dorfleitner G., Gerl A., Gerer J., *The pricing efficiency of exchange-traded commodities*, „Review of Managerial Science", 12(1)/2018.

Dyhrberg A.H., *Hedging capabilities of bitcoin. Is it the virtual gold?*, „Finance Research Letters", 16/2016, DOI: 10.1016/j.frl.2015.10.025.

Easley D., Michayluk D., O'Hara M., Putniņš T.J., *The Active World of Passive Investing**, „Review of Finance" 1.09.2021, 25(5).

Eckett T., *ETF Insight: ETF industry bemoans 'unintended consequences' from MiFID II*, ETF Stream 9.12.2019, https://www.etfstream.com/articles/etf-insight-etf-industry-bemoans-unintended-consequences-from-mifid-ii, dostęp: 9.05.2021.

Eckett T., *European investors set to be impacted by KID requirements*, ETF Stream, 4.11.2019, https://www.etfstream.com/articles/etf-insight-european-investors-set-to-be-impacted-by-kid-requirements, dostęp: 9.05.2021.

Eckett T., *Larger ETFs are not always more liquid*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/larger-etfs-are-not-always-more-liquid, dostęp: 8.09.2024.

EFAMA Market Insights, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Market%20Insights%2013_UCITS%20ETFs_0.pdf, dostęp: 22.06.2025.

EFAMA Reply to ESMA Discussion Paper: ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/11_4062_EFAMA_reply_ESMA_discussion_paper_ETFs_and_Structured_UCITS_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Ellis C.D., *In Defense of Active Investing*, „Financial Analysts Journal" 1.07.2015, 71(4).

Ellis C.D., *The Loser's Game*, „Financial Analysts Journal", 31(4)/1975.

Elton E.J., Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N., *Modern portfolio theory and investment analysis*, Hoboken, New York 2014.

Emerging Money, *Investing Basics: the Alphabet Soup of Fund Acronyms*, Nasdaq 24.07.2012, https://www.nasdaq.com/articles/investing-basics-alphabet-soup-fund-acronyms-2012-07-24, dostęp: 14.11.2025.

Equity Index Futures Roll Dates, CME Group, https://www.cmegroup.com/trading/equity-index/rolldates.html, dostęp: 28.02.2026.

ESMA Market Report. Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2024, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA50-524821-3525_ESMA_Market_Report_-_Costs_and_Performance_of_EU_Retail_Investment_Products.pdf, dostęp: 25.09.2025.

ETC – Exchange Traded Commodities, Borsa Italiana, 2009, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/tuttelepubblicazioni/etcinglbr.en.pdf, dostęp: 10.01.2026.

ETC vs ETF: What are the main differences?, UBS Global, https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/education/etc-vs-etf.html, dostęp: 19.06.2025.

ETF & ETP Market Maker Obligations Factsheet, London Stock Exchange, 18.05.2022, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/Market%20Maker%20Obligations%20Factsheet_18.05.2022.pdf, dostęp: 4.02.2026.

ETF & ETP Monthly Statistics – May 2025, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/etf-etp-statistics, dostęp: 18.06.2025.

ETF & ETP Statistics, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/etf-etp-statistics, dostęp: 2.07.2025.

ETF Explorer, SIX Group, https://www.six-group.com/en/market-data/etf/etf-explorer.html, dostęp: 30.12.2024.

ETF landscape industry review end H1 2011, BlackRock 2011, https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio_document/file/450/16bc7c26f143f28f.pdf, dostęp: 28.10.2025.

ETF Listing and Admission Guide, London Stock Exchange, 05.2021, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/LSE_ETF_LISTING_%26_ADMISSION_GUIDE_MAY_2021.pdf, dostęp: 22.01.2026.

ETF Listing Process – Factsheet, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/etps-etfs-and-funds/etfs/factsheet-etf-listing-process-en.pdf, dostęp: 22.01.2026.

ETF market in Europe, Deloitte 06.04.2017, https://www.deloitte.com/ie/en/Industries/financial-services/research/etf-market-in-europe.html, dostęp: 9.05.2021.

ETF Market Makers (MM) and Authorised Participants (AP) GB, WisdomTree Europe, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/about-wisdomtree/market-makers-mm-and-authorised-participants-ap, dostęp: 7.09.2024.

ETF na indeks WIG20TR (ETFW20L), GPW, 6.12.2018, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107835&title=ETF+na+indeks+WIG20TR+(ETFW20L), dostęp: 5.07.2025.

ETF providers hope Mifid II will spur European growth, Financial Times, https://on.ft.com/3haH5BJ, dostęp: 9.01.2024.

ETF Trading on Xetra. *Facts & Figures for the Year 2024*, Xetra, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products, dostęp: 22.01.2026.

ETF/ETC/ETN, Główny Rynek GPW, https://www.gpw.pl/etfy, dostęp: 25.06.2025.

ETF/ETP Admission and Disclosure Standards, London Stock Exchange, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/admission-and-disclosure-standards.pdf, dostęp: 4.02.2026.

ETF: Accessing new distribution channels by launching listed and unlisted share classes, CASEIS Investors Services, 18.09.2025, https://www.caceis.com/whats-new/news/spotlight/article/etf-accessing-new-distribution-channels-by-launching-listed-and-unlisted-share-classes/detail.html, dostęp: 24.01.2026.

ETFplus Market: segmentation, microstructure and trading hours, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/segmentazioneemicrostrutturamercatoetfplus/etfplussegmentazioneemicrostruttura.en.htm, dostęp: 26.08.2023.

ETFplus Market: segmentation, microstructure and trading hours, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/segmentazioneemicrostrutturamercatoetfplus/etfplussegmentazioneemicrostruttura.en.htm, dostęp: 28.02.2026.

ETFs: Characteristics, Overview and Risk Analysis – The Case of the French Market, Autorité des Marchés Financiers, 14.02.2017, https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/etfs-characteristics-overview-and-risk-analysis-case-french-market, dostęp: 10.11.2025.

ETFs: Understanding primary and secondary markets, ETF Stream 2024, https://www.etfstream.com/education/trading/etfs-understanding-primary-and-secondary-markets, dostęp: 7.09.2024.

ETPedia - the educational guide to ETPs, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/resource-library/etpedia, dostęp: 30.10.2023.

ETPs for private investors, London Stock Exchange Group, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/etp-brochure.pdf, dostęp: 19.06.2025.

ETPs, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 20.06.2025.

ETPs, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance, dostęp: 30.06.2025.

ETPs: Three letters conquer the markets, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 20.06.2025.

ETPs: Three letters conquer the markets, Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/, dostęp: 28.02.2026.

EU: ESMA technical advice on UCITS eligible assets, Eversheds Sutherland, 20.10.2025, https://www.eversheds-sutherland.com/en/global/insights/esma-technical-advice-on-ucits-eligible-assets, dostęp: 4.01.2026.

Euronext Access Rule Book II. MTF operated by Euronext Paris, Euronext, 14.04.2025, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-

04/Rulebook%20II%20-%20Euronext%20Access%20Paris%20-140425.pdf, dostęp: 2.01.2026.

Euronext ETF Europe, Euronext, https://www.euronext.com/en/listing/etfs, dostęp: 2.02.2026.

Euronext Notice No. 6-04. *Documentation to be supplied at the time of the application for an admission to listing of ETFs, ETNs and ETVs*, Euronext, 8.07.2025, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-07/Notice%206-04%20-%20Information%20requirements%20for%20listing%20ETPs%20-%209%20July%202025_1.pdf, dostęp: 3.02.2026.

Euronext Rule Book. Book I: Harmonised Rules, Euronext Regulated Markets, 31.10.2025, https://www.euronext.com/en/regulation/euronext-regulated-markets, dostęp: 2.01.2026.

Europe, a world leader in crypto ETP - Crypto Recap, MarketScreener, https://www.marketscreener.com/quote/cryptocurrency/BITCOIN-BTC-USD-45553945/news/Europe-a-world-leader-in-crypto-ETP-Crypto-Recap-48590328/, dostęp: 14.10.2025.

European Asset Management Report 2024, EFAMA, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA_Asset%20Management%20Report_2024.pdf, dostęp: 10.07.2025.

European Exchange Report 2024, Federation of European Securities Exchanges, https://www.fese.eu/statistics/european-exchange-report/, dostęp: 13.08.2025.

European Fund Industry Review 2023, LSEG Lipper, 2.2024, https://www.lipperfundawards.com/Media/Files/PDFs/2024/Europe/European-Fund-Industry-Review-2023-Awards-Edition-240227.pdf, dostęp: 10.07.2025.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie ETF i innych zagadnień dotyczących UCITS*, ESMA/2014/937PL, ESMA, 1.08.2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enpl.pdf, dostęp: 13.09.2025.

Evans R.B., Karakaş O., Moussawi R., Young M., *Phantom of the Opera: ETF Shorting and Shareholder Voting*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 763/2021, „Management Science" (w druku), SSRN, 10.10.2024, https://ssrn.com/abstract=3345799, dostęp: 10.07.2025.

Evans Z., *Unwrapping the ETF Wrapper*, Morningstar 2013, https://www.morningstar.com/funds/unwrapping-etf-wrapper, dostęp: 2.09.2024.

Evolution in the Operation, Governance and Business Models of Exchanges: Regulatory Implications and Good Practices. Consultation Report, IOSCO 2024, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD763.pdf, dostęp: 28.02.2026.

Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse, Deutsche Börse, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/rules-and-regulations-for-the-fwb, dostęp: 28.02.2026.

Exchange Rules of the Stuttgart Stock Exchange, 15.12.2025, https://www.boerse-stuttgart.de/media/us2jqtmw/2025-12-15_exchange-rules_clean.pdf, dostęp: 5.02.2026.

Exchange Traded Commodities – Redefining the commodities marketplace, London Stock Exchange 2022, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/exchange-traded-commodities-redefining-the-commodities-marketplace-brochure.pdf, dostęp: 5.10.2025.

Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration, IOSCO, 4.2022, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf, dostęp: 5.10.2025.

Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration. Consultation Report, CR04/22, IOSCO, 4.2022, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation, Deutsche Börse AG, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/252856/96b230485fe4c16e33ddde40db2b9506/data/conditions-of-participation-to-the-etf-etp-segment.pdf, dostęp: 31.12.2025.

Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products, Deutsche Börse, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps, dostęp: 28.02.2026.

Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps, dostęp: 20.06.2025.

Exchange Traded Funds &Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation, Deutsche Börse, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/rules-and-regulations-for-the-fwb, dostęp: 28.02.2023.

Exchange Traded Funds, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/european-market-activity/etf, dostęp: 22.01.2026.

Exchange Traded Products Programme for the issue od Coin Shares Digital Individual Securities, CoinShares, 11.04.2025, https://coinshares.com/en/d/etp/prospectus/csds-2025/, dostęp: 9.01.2026.

Exchange Traded Products, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/etps, dostęp: 28.10.2025.

Exchange Traded Products, London Stock Exchange, https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/etps?, dostęp: 28.10.2025.

Exchange Traded Products: ETP trading with SIX, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/trading/markets/etps.html, dostęp: 28.02.2025.

Exchange-Traded Notes – Avoid Unpleasant Surprises, Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), 20.10.2022, https://www.finra.org/investors/insights/exchange-traded-notes-avoid-unpleasant-surprises, dostęp: 11.01.2026.

Expanding Consumer Access to Investments. Discussion Paper DP25/3, FCA, 2025, https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp25-3-expanding-consumer-access-investments, dostęp: 10.01.2026.

Fabozzi F.J., *Handbook of finance. Vol. 1, Financial markets and instruments*, Hoboken, New York 2008.

Fact Book 2025: Trends in European Investment Funds, 23rd edition, EFAMA 2025, https://www.efama.org/sites/default/files/files/fact-book-2025_low-res_0.pdf, dostęp: 13.10.2025.

Fact Book 2025: Trends in UCITS and AIFs, EFAMA 2025, https://www.efama.org/newsroom/news/efama-s-2025-fact-book-shows-consistently-declining-fund-costs-and-steady-shift, dostęp: 19.08.2025.

Factbook 2024, EFAMA, https://www.efama.org/sites/default/files/files/fact-book-2024_lowres.pdf, dostęp: 12.07.2025.

Fama E.F., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance", 25(2)/1970.

Fama E.F., *The Behavior of Stock-Market Prices*, „The Journal of Business of the University of Chicago", 38(1)/1965.

FAQ Crypto-Assets – Undertakings for collective investment, CSSF, 4.02.2026, https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/FAQ_Crypto_assets_UCI.pdf, dostęp: 10.02.2026.

Fassas A.P., *Exchange-Traded Products investing and Precious Metal prices*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds", 18(2)/2012.

FCA opens retail access to crypto ETNs, FCA, 1.08.2025, https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-opens-retail-access-crypto-etns, dostęp: 4.02.2026.

Feedback Statement on Exchange Traded Funds Published,CBI, 14.09.2018, https://www.centralbank.ie/news/article/feedback-statement-exchange-traded-funds-14-septermber-2018, dostęp: 11.11.2025.

Ferri R., *All About Index Funds*, McGraw-Hill, New York 2002.

Ferri R., *All About Index Funds: the easy way to get started*, McGraw-Hil, New York 2002.

Ferri R., *The ETF book: All you need to know about exchange-traded funds*, John Wiley & Sons, Hoboken 2009.

Final Report – Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR, 28.09.2015, ESMA,

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, dostęp: 16.10.2025.

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, ESMA, 2001, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, dostęp: 17.10.2025.

Final Report. Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive, ESMA, 26.06.2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 24.01.2026.

Flood C., *Crypto ETNs present new risks for naive retail investors*, ETF Stream, 8.08.2025, https://www.etfstream.com/news/crypto-etns-present-new-risks-for-naive-retail-investors, dostęp: 4.02.2026.

Fojcik-Mastalska E., *Ujęcie doktrynalne* [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak [i in.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.

Fraś A., *Nowe strategie inwestowania pasywnego – inteligentna beta*, „Studia Ekonomiczne", 325/2017.

Fried C., *CRSP: What Are CRSP Indexes And The Center For Research In Security Prices?*, Forbes Advisor, https://www.forbes.com/advisor/investing/crsp/, dostęp: 18.07.2024.

Fryc J., *Krajowe fundusze akcji amerykańskich nie kupują na Wall Street*, Analizy.pl, https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/33363/fundusze-akcji-amerykanskich-jak-inwestuja, dostęp: 18.07.2024.

Fuller R.J., Han B., Tung Y., *Thinking about Indices and „Passive" versus Active Management*, „The Journal of Portfolio Management", 36(4)/2010.

Garcia Zarate J., *Does it matter if your ETF is physical or synthetic?*, Interactive Investor, https://www.ii.co.uk/analysis-commentary/does-it-matter-if-your-etf-physical-or-synthetic-ii515877, dostęp: 8.09.2024.

Gargantini M., *Chapter 8: Regulatory harmonization and fragmentation in the Capital Markets Union*, 2024, https://www.elgaronline.com/ed-collchap/book/9781035302956/book-part-9781035302956-12.xml, dostęp: 17.10.2025.

Gastineau G.L., *The exchange-traded funds manual*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010.

Gensler G., *Statement on Complex Exchange-Traded Products*, U.S. Securities and Exchange Commission, 4.10.2021, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-complex-exchange-traded-products-100421, dostęp: 11.01.2026.

Geppert J.M., Ivanov S.I., Karels G.V., *An analysis of the importance of S&P 500 discretionary constituent changes*, „Review of Quantitative Finance and Accounting" 1.07.2011, 37(1).

Gibbons L., *CBI to amend ETF share class naming stance*, 24.10.2024, https://www.etfstream.com/articles/cbi-to-amend-etf-share-class-naming-stance, dostęp: 24.01.2026.

Gierałtowska U., *ETF w warunkach polskich*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia", 49(4)/2015.

Glinka B., Czakon W., *Podstawy badań jakościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2021.

Global financial stability report: Durable financial stability. Getting there from here, International Monetary Fund (IMF), World Economic and Financial Surveys 2011.

GlobalConnect Vanguard LifeStrategy® 60% Equity UCITS ETF, Vanguard, https://fund-docs.vanguard.com/ie00bmvb5p51_priipskid_pl.pdf, dostęp: 5.02.2026.

Glow D., *Monday Morning Memo: A Brief Review of the Replication Methodologies Used in the European ETF Industry*, LSEG, https://lipperalpha.refinitiv.com/2025/03/monday-morning-memo-a-brief-review-of-the-replication-methodologies-used-in-the-european-etf-industry/, dostęp: 10.03.2025.

Glow D., *A Brief Analysis of the Total Expense Ratios of ETFs in Europe*, LSEG 2025, https://lipperalpha.refinitiv.com/2025/03/a-brief-analysis-of-the-total-expense-ratios-of-etfs-in-europe/, dostęp: 19.08.2025.

Gold ETC cleared by KDPW_CCP, KDPW_CCP, 28.08.2023, https://www.kdpwccp.pl/en/news-and-events/gold-etc-cleared-by-kdpw-ccp/121.html, dostęp: 8.07.2025.

Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds. Final Report, FR/07/23, IOSCO, 5.2023, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD733.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Gordon J., *Crypto ETPs' uncertain liquidity landscape*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/crypto-etps-uncertain-liquidity-landscape, dostęp: 11.09.2024.

Gordon J., *Synthetic ETFs lose lustre as investors favour Europe over US*, ETF Stream, https://www.etfstream.com/articles/synthetic-etfs-lose-lustre-as-investors-favour-europe-over-us, dostęp: 8.09.2024.

Górniak J.J., Worek B., Krupnik S., *Zastosowanie podejścia badań jakościowych w ewaluacji ex-post* [w:] *Ewaluacja ex-post. Teoria i praktyka badawcza,* A. Haber (red.), PARP, Warszawa 2007.

GPW rozszerza ofertę o nowy typ instrumentów ETN, GPW, 25.02.2026, https://www.gpw.pl/aktualnosci?ph_main_01_start=show&ph_main_01_cmn_id=117957, dostęp: 28.02.2026.

Grill M. [i in.], *Liquidity and counterparty risks in ETFs* [w:] *Financial Stability Review – Special Feature*, European Central Bank 2018, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart201811_3.en.html, dostęp: 12.10.2025.

Grossman S.J., Stiglitz J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „The American Economic Review" 1.02.1980, 70(3).

Growth of off-exchange ETF trading and ETF RFQ networks, ION Markets, 1.09.2025, https://iongroup.com/blog/markets/growth-of-off-exchange-etf-trading-and-etf-rfq-networks/, dostęp: 10.11.2025.

Grzelak A., *Komentarze* [w:] D. Kornobis-Romanowska, R. Grzeszczak (red.), *Traktat o Unii Europejskiej: komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2023.

Guide to the Parameters for trading on the markets organised and managed by Borsa Italiana. Version 79, Borse Italiana, 29.09.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/guide/guide-v79-29092025.en.pdf, dostęp: 31.01.2026.

Gurrieri D., Callan C., *Pass-Through Voting: Giving Individual Investors a Voice in Corporate Governance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 17.04.2024, https://corpgov.law.harvard.edu/2024/04/17/pass-through-voting-giving-individual-investors-a-voice-in-corporate-governance/, dostęp: 9.07.2025.

Guść J., *Dogmatyka prawa* [w:] *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa*, J. Zajadło (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007.

Habyarimana J.B., Kakkar V., *Financial literacy, the risk-as-feelings hypothesis, and passive income generation*, „Financial Planning Review", 5(4)/2022.

Haeberle K.S., *The Emergence of the Actively Managed ETF Symposium on the Future of Securities Regulation: Part II*, „Columbia Business Law Review", 2021(3)/2021.

Hamm S., *The Effect of ETFs on Stock Liquidity*, SSRN, 23.04.2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1687914, dostęp: 14.12.2025.

HANetf ETC Securities plc. Base Prospectus for the Issue of Metal Securities, HANetf, 10.09.2025, https://etp.hanetf.com/HANetf-Metals-Programme-Base-Prospectus-2025?_gl=1*y1oaek*_gcl_au*MjY1MjAwOT-QuMTc2NTM1NDAzMw, dostęp: 7.01.2026.

HANetf wprowadzi na GPW pierwszy produkt typu ETC na fizyczne złoto, GPW, 21.08.2023,

https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=114234&title=HANetf+wprowadzi+na+GPW+pierwszy+produkt+typu+ETC+na+fizyczne+z%C5%82oto, dostęp: 8.07.2025.

Hartlapp M., Hofmann A., *The use of EU soft law by national courts and bureaucrats: how relation to hard law and policy maturity matter*, „West European Politics", 44(1)/2021.

Hartzmark S.M., Solomon D.H., *Reconsidering Returns*, „The Review of Financial Studies", 35(1)/2022.

Hill J.M., Nadig D., Hougan M., *A comprehensive guide to exchange-traded funds (ETFs)*, CFA Institute Research Foundation, Charlottesville (VA) 2015.

Ho J., *Passive Investments*, „ICSID Review – Foreign Investment Law Journal" 1.10.2020, 35(3).

Holovatiuk O., *Cryptocurrencies as an asset class in portfolio optimisation*, „Central European Economic Journal", 7(54)/2020.

How to Launch a European ETF, Citigroup, https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/icpublic/Citi-Securities-Services-European-ETF-Playbook.pdf, dostęp: 10.11.2025.

How to Launch a UCITS Fund, Citigroup Securities Services, https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/icpublic/Citi-Securities-Services-UCITS-Playbook.pdf, dostęp: 4.01.2026.

Howell E., *EU agencification and the rise of ESMA: are its governance arrangements fit for purpose?*, „Cambridge Law Journal", 78 (2)/2019.

Huang S., Song Y., Xiang H., *The Smart Beta Mirage*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis" 11.05.2023.

Hull J., *Options, futures, and other derivatives*, Pearson Education Limited, Harlow 2018.

Hunter S., Plagge J.C., McGhee P., *Capital market fragmentation and the impact on total cost of ownership for European ETF investors*, Vanguard Research 2024, https://www.ie.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/capital-market-

fragmentation-and-the-impact-on-total-cost-of-ownership-for-european-etf-investors-eu-en-pro.pdf, dostęp: 16.10.2025.

Index Industry Association's Third Annual Global ESG Asset Manager Survey, Index Industry Association, https://www.indexindustry.org/insights/index-industry-association-esg-survey-copy/, dostęp: 29.08.2024.

Informacja GPW dla uczestników Subfunduszu LYXOR WIG 20 UCITS ETF, GPW, 26.04.2021, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=110910&title=Informacja+GPW+dla+uczestnik%C3%B3w+Subfunduszu+LYXOR+WIG+20+UCITS+ETF, dostęp: 5.07.2025.

Instructions Accompanying the Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A., Borsa Italiana, 5.10.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/instructions-15102025.en.pdf, dostęp: 3.02.2026.

Interactive Single Rulebook, ESMA, https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook, dostęp: 5.01.2025.

Invesco CoinShares Global Blockchain UCITS ETF Acc, Invesco, https://www.invesco.com/uk/en/financial-products/etfs/invesco-coinshares-global-blockchain-ucits-etf-acc.html, dostęp: 14.10.2025.

Investment Company Institute, *Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2024*, „ICI Research Perspective", 31(1)/2025, https://www.ici.org/system/files/2025-03/per31-01.pdf, dostęp: 19.08.2025.

Ireland extends its dominance in the European ETF market, IrishFunds, https://www.irishfunds.ie/news-knowledge/news/ireland-extends-its-dominance-in-the-european-etf-market-driven-by-active-etfs-commanding-a-96-market-share/, dostęp: 14.12.2025.

iShares Bitcoin ETP, iShares, https://www.ishares.com/uk/professional/en/products/337088/, dostęp: 1.07.2025.

iShares Core S&P 500 UCITS ETF, iShares, https://www.blackrock.com/pl/doradcy-i-dystrybutorzy/literature/kiid/eu-priips-ishares-core-sp-500-ucits-etf-usd-acc-ie00b5bmr087-pl.pdf, dostęp: 5.02.2026.

iShares Physical Gold ETC, iShares, https://www.ishares.com/uk/individual/en/literature/kiid/uk_priips-ishares-physical-gold-etc-gb-ie00b4nd3602-en.pdf, dostęp: 05.02.2026.

iShares Physical Metals plc. Base Prospectus (Secured Precious Metal Linked Securities Programme), BlackRock, 12.05.2025, https://www.blackrock.com/pl/doradcy-i-dystrybutorzy/literature/prospectus/ishares-physical-metals-plc-prospectus-base-prospectus-en.pdf, dostęp: 7.01.2026.

iShares VII Public Limited Company Prospectus, iShares, 3.12.2025, https://www.ishares.com/uk/individual/en/literature/prospectus/ishares-vii-plc-prospectus-en.pdf, dostęp: 22.01.2026.

Italian ETCs and ETNs real time Quotes, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/etc-etn/home.en.htm, dostęp: 25.06.2025.

Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2006.

Jajuga K., *Równowaga rynku kapitałowego – pół wieku historii rodziny CAPM*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2013, nr 63.

Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych: depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, KNF, Warszawa 2009.

Jensen M.C., *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*, „The Journal of Finance", 23(2)/1968.

Johnson B., *Investing basics: understanding ETF discounts and premiums during turbulent times*, Morningstar, 24.03.2020, https://www.morningstar.com.au/etfs/investing-basics-understanding-etf-discounts-and-premiums-during-turbulent-times, dostęp: 22.01.2026.

Johnson S., *Passive fund ownership of US stocks overtakes active for first time*, „The Financial Times", https://www.ft.com/content/27b5e047-5080-4ebb-b02a-0bf4a3b9bc08, dostęp: 13.07.2024.

Joshi G., Dash R.K., *Exchange-traded funds and the future of passive investments: a bibliometric review and future research agenda*, „Future Business Journal", 10(17)/2024, DOI: 10.1186/s43093-024-00306-8;

Kajtazi A., Moro A., *The role of bitcoin in well diversified portfolios: A comparative global study*, „International Review of Financial Analysis", 61/2019, DOI: 10.1016/j.irfa.2018.10.003.

Kaminska I., *Delta one: the special ops of equity trading*, Financial Times, https://www.ft.com/content/5f0f8003-2682-36f1-af0b-b36cf29525e2, dostęp: 28.02.2025.

Kapijas M., *Artykuł 121* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*, A. Kidyba (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2018.

Kashyap R., *Concepts, Components, and Collections of Trading Strategies and Market Color*, „The Journal of Wealth Management", 22(3)/2019.

Kasyanov R.A., Kachalyan V.A., *Evolution of the Legal Framework for UCITS Funds in the European Union (1985–2023)*, „Kutafin Law Review", 11(2)/2024.

Kawulich B., *Participant Observation as a Data Collection Method*, Forum: Qualitative Social Research, 6(2)2005, https://www.researchgate.net/publication/221875465_Participant_Observation_as_a_Data_Collection_Method, dostęp: 10.02.2026.

KDPW_CCP, *ETC na złoto rozliczane przez KDPW_CCP*, 28 sierpnia 2023, https://www.kdpwccp.pl/pl/aktualnosci/etc-na-zloto-rozliczane-przez-kdpw-ccp/120.html, dostęp: 22.08.2025

Kerzérho R., *The Passive vs. Active Fund Monitor – Data Update Year-end 2024*, PWL Capital 2025, https://pwlcapital.com/wp-content/uploads/2025/03/20250318-The-Passive-vs-Active-Fund-Monitor.pdf, dostęp: 02.09.2025.

Kerzérho R., *US Total Market or S&P 500 ETFs?*, PWL Capital, https://www.pwlcapital.com/us-total-market-or-sp-500-etfs/, dostęp: 18.07.2024.

Khomyn M., Putniņš T., Zoican M., *The Value of ETF Liquidity*, „The Review of Financial Studies", 37(10)/2024.

Kim J., Cho H., Seok S., *Liquidity risk, return performance, and tracking error: Synthetic vs. Physical ETFs*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", 89/2025.

Klamert M., Lewis A.X.P., *Article 26 TFEU* [w:] *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights: A Commentary*, M. Kellerbauer, M. Klamert, J. Tomkin (red.), Oxford University Press 2019.

Klamert M., Loewenthal P.J., *Article 288 TFEU* [w:] *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights: A Commentary*, M. Kellerbauer, M. Klamert, J. Tomkin (red.), Oxford University Press 2019, https://doi.org/10.1093/oso/9780198759393.003.432.

Kondrakiewicz T., *Fundusze ETF na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia", 47(3)/2013.

Křepelka F., *Transformations of Directives into Regulations: Towards A More Uniform Administrative Law?*, „European Public Law", 27(4)/2021.

Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Kubacki D., *Porównanie efektywności informacyjnej rynku finansowego w wybranych krajach Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia", 86/2017.

Kulpaka P., *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce po akcesji do Unii Europejskiej w roku 2004*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu" 2018, nr 509.

Lefterov A., *The Single Rulebook: legal issues and relevance in the SSM context*, „Legal Working Paper Series", 15/2015.

Less is More. Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector, European Association of Co-operative Banks (EACB) 10.02.2025, https://v3.globalcube.net/clients/eacb/content/medias/publications/eacb_studies/report_lessismore_fin.pdf, dostęp: 20.09.2025.

Lettau M., Madhavan A., *Exchange-Traded Funds 101 for Economists*, „Journal of Economic Perspectives", 32(1)/2018.

Leverage Shares 5x Long Nasdaq 100 ETP, https://leverageshares.com/documents/kid/0126_5x_qqq_kid_pl.pdf, dostęp: 10.01.2026.

List ETPs on Crypto Currencies with SIX, SIX Group, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds/etps.html, dostęp: 1.07.2025.

List your ETFs, ETPs and Funds, SIX Swiss Exchange, https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds/etps.html, dostęp: 1.07.2025.

Lista akcji z giełd zagranicznych oraz funduszy ETF dostępnych w ofercie Biura maklerskiego, mBank Biuro maklerskie, 26.01.2026, https://www.mbank.pl/pdf/ind/inwestycje/lista-funduszy-etf.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Listed Index Fund TOPIX, Amova Asset Management, https://global.amova-am.com/general/etf/detail/1308-topix, dostęp: 12.07.2025.

Listed Issues - ETFs, JPX, https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/issues/01.html, dostęp: 10.03.2025.

Low liquidity and limited available storage pushed WTI crude oil futures prices below zero, U.S. Energy Information Administration, 27.04.2020., https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=43495, dostęp: 2.01.2026.

Luxembourg UCITS turn 30 on Friday 30 March 2018, ALFI, 29.03.2018, https://www.alfi.lu/en-gb/news/luxembourg-ucits-turn-30-on-friday-30-march-2018, dostęp: 12.07.2025.

Mackintosh P., *Comparing Stocks and ETFs and Futures*, Nasdaq, https://www.nasdaq.com/articles/comparing-stocks-and-etfs-and-futures-2021-07-22, dostęp: 28.02.2026.

Mackintosh P., *It's All about Active ETFs*, „The Journal of Index Investing" 28.02.2017, 7(4).

Madhavan A., *Exchange-Traded Funds: An Overview of Institutions, Trading, and Impacts*, „Annual Review of Financial Economics", 6/2014, DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034316.

Madhavan A., Marchioni U., Li W., Du D.Y., *Equity ETFs versus Index Futures: A Comparison for Fully Funded Investors*, „The Journal of Index Investing", 5(2)/2014.

Madhavan A.N., *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*, Oxford University Press, New York 2016.

Magrani E., Alija N., Andrade F., *Gold-Plating' in the Transposition of EU Law*, „E-Publica", 8(2)/2021, DOI: 10.47345/v8n2art5.

Mai Ch., *UCITS at 40 – what's next for eligible assets?*, European Commission, 27.10.2025, https://finance.ec.europa.eu/news/ucits-40-whats-next-eligible-assets-2025-10-27_en#:~:text=Building%20on%20ESMA%E2%80%99s%20input%2C%20the,listen%20to%20all%20stakeholders%2C%20including%C2%A0citizens, dostęp: 24.01.2026.

Malhotra P., *The rise of passive investing: a systematic literature review applying PRISMA framework*, „Journal of Capital Markets Studies" 1.01.2024, https://doi.org/10.1108/JCMS-12-2023-0046.

Malkiel B.G., *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing*, W.W. Norton & Company, New York 2007.

Malkiel B.G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, „Journal of Economic Perspectives", 17(1)/2003.

Mankiw N.K., *Principles of economics*, Cengage Learing, Boston 2018.

Mann D., *ETF Capital Markets Desk: Trading, Arbitrage and the New ETF*, Franklin Templeton, https://www.franklintempleton.com/articles-us/liberty-shares/etf-capital-markets-desk-etf-liquidity-revisited, dostęp: 7.09.2024.

Marjosola H., *Regulating financial markets under uncertainty: theEU approach*, „European Law Review", 39(3)/2014, https://eprints.lse.ac.uk/68717/1/Marjosola_Regulating%20fiancail%20markets1.pdf, dostęp: 24.01.2026.

Marjosola H., *Shadow Rulemaking: Governing Regulatory Innovation in the EU Financial Markets*, „German Law Journal", 23(2)/2022.

Market Maker & Liquidity Provider Trading Fee Guide, Euronext Cash Markets, 1.12.2025, https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-12/Market%20Maker%20Liquidity%20Provider%20Trading%20Fee%20Guide%20Euronext%20Cash%20Markets_Effective%2001JAN2026_v4.pdf, dostęp: 31.01.2026.

Market Making Operating Terms, Euronext, 14.02.2019, https://www.euronext.com/sites/default/files/market_making_operating_terms_0.pdf, dostęp: 31.01.2026.

Market Statistics – December 2024, WFE, https://focus.world-exchanges.org/issue/december-2024/market-statistics, dostęp: 26.09.2025

Markowitz H., *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance", 7(1)/1952.

Markowitz H., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, New York 1959.

Marsh A., *BlackRock, State Street Seeking ETF Standards for Trading Boost*, Bloomberg, https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-27/blackrock-state-street-seeking-etf-standards-for-trading-boost, dostęp: 28.02.2026.

Marszk A., *Commodities for Sustainable Development: Exchange-Traded Commodities and Other Commodity-Linked Financial Instruments*, Elsevier Academic Press, 29.01.2026.

Marszk A., *Exchange traded commodities as a category of innovative products on European financial markets*, „e-Finanse", 13(2)/2017.

Marszk A., *Impact of Innovative Financial Products on Financial Systems: Exchange Traded Products and the Polish Financial System*, „Ekonomia Międzynarodowa" 30.06.2016, nr 14.

Marszk A., Lechman E., *Exchange-traded funds in Europe*, Academic Press, London 2019.

Marszk A., Lechman E., Kato Y., *The Emergence of ETFs in Asia-Pacific*, Springer, Cham 2019.

Marszk A., *Sustainable Investing Through Exchange-Traded Products: Exchange-Traded Funds and Exchange-Traded Notes*, Routledge, Abingdon 2025.

Marszk A., *Wpływ innowacyjnych produktów finansowych na systemy finansowe: przykład Exchange Traded Funds (perspektywa globalna i polska)*, „Ekonomia Międzynarodowa", 14/2016, DOI: 10.18778/2082-4440.14.02.

Master the Mechanics of ETF Trading, State Street Global Advisors Insights, https://www.ssga.com/us/en/intermediary/insights/master-the-mechanics-of-etf-trading, dostęp: 11.11.2025.

McGee S., *SEC approves Dimensional Fund Advisors launch of ETF share class for 13 mutual funds*, Reuters, 2.12.2025, https://www.reuters.com/markets/wealth/sec-approves-dimensional-fund-advisors-launch-etf-share-class-13-mutual-funds-2025-11-17/, dostęp: 24.01.2026.

Miąsik D., *Artykuł 26* [w:] *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz. Tom I (art. 1–89)*, N. Półtorak, A. Wróbel, M. Górski, D. Miąsik (red.), Warszawa 2012.

Miąsik D., *Zasady i prawa podstawowe. System prawa Unii Europejskiej. Tom 2*, Wydawnictwo C.H. Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2022.

MiFIR review Final Report: Review of RTS 2 on transparency for bonds, structured finance products and emission allowances and RTS on reasonable commercial basis, ESMA, 16.12.2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA74-2134169708-7775_MiFIR_Review_Final_Report_on_amendment_of_RTS_2_and_RTS_on_RCB.pdf, dostęp: 03.02.2026/

Minimum requirements, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products, dostęp: 22.01.2026.

Minimum requirements, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/trading/etfs-etps/products.

Miziołek T., Feder-Sempach E., Zaremba A., *International Equity Exchange-Traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave Macmillan, Cham 2020.

Miziołek T., *Inwestowanie indeksowe – instrumenty finansowe typu ETN i ETC*, Poznań 2023.

Miziołek T., *Inwestowanie indeksowe – instrumenty finansowe typu ETN i ETC*, Warszawa 2024.

Miziołek T., *Jaka przyszłość czeka giełdowy rynek ETF-ów w Polsce?*, Analizy.pl, 23.04.2025, https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/37266/jaka-przyszlosc-czeka-gieldowy-rynek-etf-ow-w-polsce, dostęp: 13.02.2026.

Miziołek T., *Lewarowane i odwrotne fundusze ETF*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia", 46(1)/2012.

Miziołek T., *Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym – indeksowe fundusze inwestycyjne i fundusze ETF. Ocena efektywności zarządzania na przykładzie akcyjnych funduszy ETF rynków wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

Miziołek T., *Zmieńmy regulacje dla funduszy ETF [OPINIA]*, Gazeta Prawna, 8.03.2023, https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/8676902,regulacje-fundusz-etf-zmiany.html, dostęp: 30.10.2023.

Mokrogulski M., Sepielak P., *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2000-2010*, KNF 2010.

Molk P., Robertson A.Z., *Discretionary Investing by 'Passive' S&P 500 Funds*, 41 Yale Journal on Regulation 248 (2024), https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=14344&context=journal_articles, dostęp: 27.10.2025.

Möllers T.M.J., *Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière*, „European Business Organization Law Review", 11(3)/2010.

Moloney N., *EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity*, „Yearbook of European Law", 42/2023.

Moloney N., *EU securities and financial markets regulation*, Oxford University Press, Oxford 2023.

Morley J., *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, „Yale Law Journal", 123/2014.

Motylska-Kuźma A., *Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia", 92/2018.

Multi-Asset Funds Fuel the Next Evolution of ETFs, Brown Brothers Harriman, 6.08.2024, https://www.bbh.com/us/en/insights/investor-services-insights/multi-asset-funds-fuel-the-next-evolution-of-etfs.html, dostęp: 10.07.2025.

Murphy C., *The Business Of Seeding ETFs*, http://www.etf.com/sections/news/business-seeding-etfs, dostęp: 7.09.2024.

N03/24 – Admission of Bitcoin and Ethereum ETNs, London Stock Exchange, https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/n0324.pdf, dostęp: 1.07.2025.

Nasdaq Nordic Exchange Traded Products (ETPs), Nasdaq, https://www.nasdaq.com/solutions/nordic-exchange-traded-products-etps, dostęp: 28.02.2026.

Navid K., *How Many Single Rulebooks? The EU's Patchwork Approach to Ensuring Regulatory Consistency in the Area of Investment Management*, „European Business Organization Law Review", 23(2)/2022.

Nawrocki T.L., Miśkiewicz-Nawrocka M., *Zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Efektywność strategii inwestycji w akcje spółek wzrostowych*, „Zeszyty Naukowe – Politechnika Śląska. Organizacja i Zarządzanie" 2016, nr 96.

Nawrot W., *Exchange-traded funds (ETF): nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2023.

New data behind the bond ETF primary process, BlackRock, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/ishares-by-the-numbers-new-data-behind-the-bond-etf-primary-process.pdf, dostęp: 1.10.2025.

New ETN: basket of five largest crypto stocks equally weighted, Börse Franfurt, https://www.boerse-frankfurt.de/news/new-etn-basket-of-five-largest-crypto-stocks-equally-weighted, dostęp: 1.07.2025.

Nieborak T., *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2016.

No Crypto ETFs in Europe? Why Swiss ETPs Are the Solution, SIX, https://www.six-group.com/en/blog/etps-on-crypto.html, dostęp: 2.07.2025.

Novick B., Cohen S., Madhavan A.N., Van Nugteren S., *A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants*, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-etf-primary-trading-role-of-authorized-participants-march-2017.pdf, dostęp: 8.09.2024.

Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO 2017, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf, dostęp: 15.10.2025.

Odpowiedź EFAMA na dokument konsultacyjny ESMA pt. „ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS" (ESMA/2011/220), ESMA/2011/4062, EFAMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/11_4062_EFAMA_reply_ESMA_discussion_paper_ETFs_and_Structured_UCITS_1.pdf, dostęp: 11.11.2025.

Odpowiedź ESMA na pytanie nr 1275, ESMA https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 19.09.2025.

Odpowiedź ESMA na pytanie nr 1275, ESMA, 23.09.2022, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 19.08.2025.

One Trading announces the launch of its perpetual futures trading venue for institutional clients, OneTrading, https://www.onetrading.com/blog/one-trading-

announces-the-launch-of-its-perpetual-futures-trading-venue-for-institutional-clients, dostęp: 26.12.2025.

Ongoing Charges for UCITS in the European Union 2023, Investment Company Institute, „ICI Research Perspective", 30(10)/2024, https://www.ici.org/system/files/2024-12/per30-10.pdf, dostęp: 12.11.2025.

Opoka M., *Fundusz ETF jako fundusz portfelowy – ocena polskich wymogów regulacyjnych z perspektywy przepisów europejskich i uwarunkowań rynkowych*, „Przegląd Prawa Handlowego", 10/2021.

Opoka M., *Instrumenty typu ETC jako nowe instrumenty finansowe na GPW w Warszawie – wyzwania regulacyjne w aspekcie porównawczym*, „Journal of Finance and Financial Law", 2(42)/2024.

Orlando G., *A Brief Guide on Exchanged Traded Products (ETPs)*, „SSRN Electronic Journal" 1.11.2013, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2374033, dostęp: 28.10.2025.

Orlando G., *Exchange traded products: Taxonomy, risk and mitigations*, „International Review of Financial Analysis", 101/2025, art. 103969, DOI: 10.1016/j.irfa.2025.103969.

Own a 401(k)? You Could Soon Vote on Issues Like Elon Musk's Pay, The Wall Street Journal, 7.05.2024, https://www.wsj.com/finance/investing/own-a-401-k-you-could-soon-vote-on-issues-like-elon-musks-pay-61c0f390, dostęp: 9.07.2025.

Paćkowski D., *Polskie przepisy polskim ETF-om wilkiem. Czy nowa SRRK wyrówna szanse na rynku?*, StockWatch.pl, 8.11.2023, https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/polskie-przepisy-polskim-etf-om-wilkiem-czy-nowa-srrk-wyrowna-szanse-na-rynku,zagranica,305016, dostęp: 16.07.2025.

Pal M., *The S&P 500 is far from passive*, Moneycontrol, https://www.moneycontrol.com/news/business/markets/the-sp-500-is-far-from-passive-11649211.html, dostęp: 17.07.2024.

Papiasse D., Kepeneghian M., *Exchange-Traded Funds: News and Perspectives on the European UCITS Market*, „Bulletin Joly Bourse", 3/2024.

Paredes T.*, Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, SSRN, 1.06.2003, https://ssrn.com/abstract=413180, dostęp: 5.02.2026.

Pass-through Voting. Granting a voice to the investor community in the passive investment space, April 2023, Broadridge & Firebrand, Research, https://www.shareholderforum.com/access/Library/20230400_Broadridge-Firebrand.pdf, dostęp: 9.07.2025.

Perez K., G. Borowski G., *Ewolucja regulacji prawnych i zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, „Studia BAS", 1(53)/2021.

Pierwszy tematyczny ETF NATO debiutuje na GPW, GPW, 27.08.2025, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=117247&title=Pierwszy+tematyczny+ETF+NATO+debiutuje+na+GPW, dostęp: 7.02.2026.

Piwowar M.S., *SEC-NYU Dialogue on Exchange-Traded Products*, SEC, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/speech-piwowar-2017-09-08, dostęp: 9.02.2026.

Plagge J.C., H. Wang, J.J. Rowley, *How Investors Use Passive for Active*, „The Journal of Beta Investment Strategies" 9.03.2022, 13(1).

Platanakis E., Urquhart A., *Should investors include Bitcoin in their portfolios? A portfolio theory approach*, „The British Accounting Review", 52(4)/2020, DOI: 10.1016/j.bar.2019.100837.

Polański Z. [w:] *System finansowy w Polsce. 1*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

Polityka w dziedzinie usług finansowych, Noty tematyczne o Unii Europejskiej. Parlament Europejski 31.03.2024, https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pl/sheet/83/polityka-w-dziedzinie-uslug-finansowych, dostęp: 20.12.2024.

Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs), Financial Stability Board 2011, https://www.fsb.org/2011/04/potential-financial-stability-issues-arising-from-recent-trends-in-exchange-traded-funds-etfs/, dostęp: 28.10.2025.

Poulle J.B. [i in.], *EU banking and financial regulation*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2024.

Prewysz-Kwinto P., *Exchange Traded Products on the Warsaw Stock Exchange*, „International Journal of Economics and Management Engineering", 10(7)/2016.

Prewysz-Kwinto P., *Giełdowe produkty strukturyzowane o średnim ryzyku na przykładzie instrumentów dostępnych na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia", 51(4)/2018.

Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds, IOSCO 2013, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf, dostęp: 15.10.2025.

Proof of Holdings, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/resources/proof-of-holdings/, dostęp: 1.07.2025.

Proxy Voting Choice Empowering Investors, State Street Investment Managment, Boston 2024, https://www.ssga.com/us/en/about-us/what-we-do/asset-stewardship/proxy-voting-choice, dostęp: 9.07.2025.

Pruchnicka-Grabias I., *Finansowe produkty strukturyzowane: systematyka, wycena, konstrukcja*, CeDeWu, Warszawa 2020.

Przyłuska J., *Sztuka spekulacji a sztuka inwestowania*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania", 37/2009.

PS20/10: Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets, FCA, 10.2020, https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps20-10-prohibiting-sale-retail-clients-investment-products-reference-cryptoassets, dostęp: 4.02.2026.

Q&A on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics, ESMA, 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-36_qas_commodity_derivatives.pdf, dostęp: 14.11.2025.

Quarterly Statistical Release Q4 2024. Trends in the European Investment Fund Industry, EFAMA, 100/2025, https://www.efama.org/sites/default/files/files/quarterly-statistical-release-q4-2024.pdf, dostęp: 10.07.2025.

Questions and Answers – Application of the AIFMD, ESMA34-32-352, ESMA, 17.12.2021, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1027, dostęp: 15.07.2025.

Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics, ESMA, 23.09.2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-36_qas_commodity_derivatives.pdf, dostęp: 03.02.2026.

Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics, https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1275, dostęp: 16.07.2025.

Questions and Answers: Application of the UCITS Directive, 9.01.2015, ESMA/2015/12, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-12_qa_etf_guidelines_january_update.pdf, dostęp: 9.11.2025.

QuietGrowth, *An introduction to CRSP US Total Market Index*, https://blog.quietgrowth.com.au/an-introduction-to-crsp-us-total-market-index/, dostęp: 18.07.2024.

RAIF (Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund), ALFI, https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-%28luxembourg-reserved-alternative-investment-f?utm, dostęp: 15.07.2025.

Rakowski D., Shirley S., *What drives the market for exchange-traded notes?*, „Journal of Banking & Finance", 111/2020.

Ramaswamy S., *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds*, „BIS Working Papers", 343/2011, Bank for International Settlements.

Regulation of Retail Structured Products, FR14/13, The International Organization of Securities Commissions, 20 Regulation of Retail Structured Products, The International Organization of Securities Commissions 2013, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd434.pdf, dostęp: 25.09.2025.

Regulatory process in financial services, European Commission b.d., https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/regulatory-process-financial-services_en, dostęp: 22.12.2024.

Reiff N., *Why Do Investors Use the S&P 500 as a Benchmark?*, Investopedia, https://www.investopedia.com/ask/answers/041315/what-are-pros-and-cons-using-sp-500-benchmark.asp, dostęp: 17.07.2024.

Reilly F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem. 1*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.

Remarks by Patricia Dunne, Director of Securities and Markets Supervision at Irish Funds Annual UK Symposium, CBI, 21.11.2024, https://www.centralbank.ie/news/article/speech-patricia-dunne-director-securities-markets-supervision-at-irish-funds-annual-uk-symposium-21-nov-2024, dostęp: 9.11.2025.

Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, n°2, 2019 – Investor protection: Net performance of active and passive equity UCITS, ESMA, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2019_2-net_performance_of_active_and_passive_equity_ucits.pdf, dostęp: 24.06.2025.

Response to FCA Consultation CP25/16, FCA Financial Services Consumer Panel, 7.07.2025, https://www.fca.org.uk/panels-assets/consumer-panel/publication/20250707fscpresponsetofcacp25-16-liftingthebanonretailaccesstocertaincryptoassetexchangetradednotes.pdf, dostęp: 4.02.2026

Retail Investor ETF Activity, AMF, 11.2024, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-11/etude-clientele-detail-etf_versionanglaise.pdf, dostęp: 11.01.2026.

Reuters, *State Street relinquishes title of biggest ETF to Vanguard*, 19.02.2025, https://www.reuters.com/markets/us/state-street-relinquishes-title-biggest-etf-vanguard-2025-02-19/?utm, dostęp: 24.06.2025.

Rębilas R., *Produkty strukturyzowane jako instrumenty ograniczające ryzyko inwestycji kapitałowych w okresie kryzysu na rynkach finansowych*, „Studia Ekonomiczne", 174/2013.

Riedl D., *Exchange-traded commodities: What is an ETC?*, justETF, https://www.justetf.com/en/academy/what-is-an-etc.html, dostęp: 2.07.2025.

Riedl D., *Swap ETFs: Synthetic replication of ETFs*, justETF, https://www.justetf.com/en/academy/synthetic-replication-of-etfs.html, dostęp: 8.09.2024.

Riedl D., *US-domiciled ETFs: why they are no longer available from many online brokers*, justETF, 28.03.2018, https://www.justetf.com/uk/news/etf/us-domiciled-etfs.html, dostęp: 9.05.2021.

Rise of active ETFs: hype, hurdles and road ahead, EY, https://www.ey.com/en_lu/insights/wealth-asset-management/luxembourg-market-pulse/rise-of-active-etfs-hype-hurdles-and-road-ahead, dostęp: 25.06.2025.

Robertson A., *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, „Yale Journal on Regulation", 37/2019, https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8294, dostęp: 13.07.2024.

Robertson A., *The (Mis)uses of the S&P 500*, „The University of Chicago Business Law Review" 1.01.2023, 2(1), https://chicagounbound.uchicago.edu/ucblr/vol2/iss1/3, dostęp: 02.09.2025.

Rocca P., Eliantonio M., *European Union soft law by agencies: An analysis of the legitimacy of their procedural frameworks* [w:] *EU executive governance: agencies and procedures*, M. Conticelli, M. De Bellis, G. della Cananea, Giappichelli, Torino 2019.

Rose G., *What is the Difference between an ETF and an ETP?*, Morningstar, https://global.morningstar.com/en-gb/etfs/what-is-the-difference-between-an-etf-and-an-etp, dostęp: 28.10.2025.

Roy S., *SEC Opens Door to ETF Share Classes, Dimensional First in Line*, ETF.com, 29.09.2025, https://www.etf.com/sections/features/sec-opens-door-etf-share-classes-dimensional-first-line, dostęp: 9.11.2025.

Rószkiewicz K., Mazurek-Łopacińska K., Sagan A., *Dobór próby we współczesnych badaniach marketingowych. Podejścia ilościowe, jakościowe i mieszane*, „Rozprawy i studia – Uniwersytet Szczeciński", (MCCCXI) 1237/2021.

Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A., Borsa Italiana, 8.12.2025, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/marketrules-08122025.en.pdf, dostęp: 3.02.2026.

Rules of the Markets Organised and Managed by Borsa Italiana, 27.03.2023, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/marketrules-27032023.en.pdf, dostęp: 11.11.2025.

Rutledge P.B., Hogg J.L.C., *In-Depth Interviews* [w:] *The International Encyclopedia of Media Psychology*, Wiley Online Library 2020, https://doi.org/10.1002/9781119011071.iemp0019, dostęp: 10.08.2025.

Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy, U. Banaszczak-Soroka (red. nauk.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.

Rynki, instrumenty i instytucje finansowe, J. Czekaj (red. nauk.), Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2017.

S&P Dow Jones Indices, *S&P U.S. Indices Methodology*, https://www.spglobal.com/spdji/en/methodology/article/sp-us-indices-methodology/, dostęp: 17.07.2024.

S&P Dow Jones Indices, *SPIVA*, https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/, dostęp: 11.07.2024.

S&P U.S. Indices Methodology, S&P Dow Jones Indices, https://www.spglobal.com/spdji/en/methodology/article/sp-us-indices-methodology/, dostęp: 17.07.2024.

Sabban A., *It's Official: Passive Funds Overtake Active Funds*, Morningstar, https://www.morningstar.com/funds/recovery-us-fund-flows-was-weak-2023, dostęp: 13.07.2024.

Sağlam M., Tüzün T., Wermers R., *Do ETFs increase liquidity?*, CFR Working Paper No. 21-03, University of Cologne, Cologne 2021, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/232547/1/175260993X.pdf, dostęp: 14.12.2025.

Samuelson P.A., *Challenge to judgment*, „The Journal of Portfolio Management" 31.10.1974, 1(1).

Samuelson P.A.*, Index-Fund Investing*, „Newsweek" 16.08.1976.

Schiffler A., *European ETFs Attract Record Inflows in 2024*, Morningstar, https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259560/european-etfs-attract-record-in-flows-in-2024-.aspx, dostęp: 25.06.2025.

Schizas P., *Active ETFs and Their Performance vis-à-vis Passive ETFs, Mutual Funds, and Hedge Funds*, „The Journal of Wealth Management" 31.10.2014, 17(3).

Schmies Ch. [w:] M. Lehmann, C. Kumpan, European Parliament (red.), *European financial services law: Article-by-Article Commentary*, „International and European business law", Nomos, Beck, Hart, Baden-Baden– München–Oxford– Chicago 2019.

Schramm M., *What Is Passive Investing?*, Morningstar, https://www.morningstar.com/personal-finance/what-is-passive-investing, dostęp: 10.07.2024.

Scope – Definition of AIF, Linklaters, https://www.linklaters.com/insights/publications/aifmd/scope--definition-of-aif, dostęp: 28.02.2026.

Scott-Quinn B., *Investment Management Practice (Funds): Pension, Insurance, Sovereign Wealth, Long-Only, Hedge, Mutual, Cash, ETF's, Synthetic ETFs and Delta One Trading Desks* [w:] *Commercial and Investment Banking and the International Credit and Capital Markets: A Guide to the Global Finance Industry and its Governance*, B. Scott-Quinn (red.), London 2012.

Sharpe W.F., *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, „Management Science", 9(2)/1963.

Slot P.J., *Harmonisation*, „European Law Review", 21(5)/1996.

Sławiński A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/szukaj/pasywny.html, dostęp: 01.09.2025.

Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych, W. Kopaliński, Państwowe Wydawnictwo „Wiedza Powszechna", Warszawa 1989.

Smart S.B., Zutter C.J., *Fundamentals of investing*, Pearson Education, Essex 2020.

Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2010.

Sotirof D., Baikov J., *Mining for Alpha with Index Funds . Exploring the benefits and risks of index funds*, Morningstar, https://www.morningstar.com/lp/mining-for-alpha-index-funds, dostęp: 13.07.2024.

SparkChange Physical Carbon EUA ETC, HANetf, https://hanetf.com/fund/co2-sparkchange-physical-carbon-eua-etc/, dostęp: 19.06.2025.

Sprott Physical Uranium ETC, HANetf, https://hanetf.com/fund/sput-sprott-physical-uranium-etc/, dostęp: 19.06.2025.

Spyra M. [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, M. Stec (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.

Stafford P., *Europe's Mifid rules on ETFs help to pump up the volume,* Financial Times 29.07.2019, https://on.ft.com/2RGnrCR, dostęp: 9.01.2024.

Stanisławiszyn P., *Artykuł 179* [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, R. Mroczkowski (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2014.

Startuje Program zerowych opłat od obrotu ETF i ETC notowanych na GPW, GPW, 19.12.2024, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=116365&title=Startuje+Program+zerowych+op%C5%82at+od+obrotu+ETF+i+ETC+notowanych+na+GPW, dostęp: 7.02.2026.

Statement on Recent Enforcement Matters Involving "VIX-Related" and Other Complex Exchange Traded Products (ETPs) from the SEC Office of Compliance Inspections and Examinations, U.S. Securities and Exchange Commission (OCIE), 16.11.2020, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/ocie-vix-matters-2020-11-16, dostęp: 11.01.2026.

Stefan O.A. [i in.], *EU Soft Law in the EU Legal Order: A Literature Review*, SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network, Rochester, 4.03.2019, https://papers.ssrn.com/abstract=3346629.

Stępień K., *Pojęcie i zakres inwestycji w rachunkowości oraz metody wyceny inwestycji niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", 6(930)/2014.

Stringham E.P., *The Past and Future of Exchanges as Regulators* [w:] H. Peirce, B. Klutsey, *Rethinking Financial Regulation: Enhancing Stability and Protecting Consumers*, Mercatus Center, Arlington 2016.

Subramanian S., *The Top 10 S&P 500 Stocks By Weight—A Boon Or Bane?*, Forbes, 22.05.2024, https://www.forbes.com/sites/investor-hub/article/top-sp-500-stocks-by-weight/, dostęp: 17.07.2024.

Sułkowski Ł., Lenart-Gansiniec R., Kolasińska-Morawska K., *Metody badań ilościowych w zarządzaniu*, Społeczna Akademia Nauk, Łódź 2021.

Sygnum's crypto yield fund adopts Luxembourg RAIF structure to extend investor protection and global access to its market-neutral strategy, Sygnum, 31.10.2024, https://www.sygnum.com/news/sygnums-crypto-yield-fund-adopts-luxembourg-raif-structure-to-extend-investor-protection-and-global-access-to-its-market-neutral-strategy/, dostęp: 15.07.2025.

Szulc-Janek M., *Klasyczna analiza portfelowa a portfele fundamentalne – porównanie jakości modeli na przykładzie spółek WIG20*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 25, https://journals.indexcopernicus.com/publication/1231912/Małgorzata-Szulc-Janek-Klasyczna-analiza-portfelowa, dostęp: 11.07.2024.

Szustak G. [w:] *Rynek finansowy*, I. Pyka (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010.

Takasaki M. [i in.], *Lessons from COVID-19: ETFs as a Source of Stability*, BlackRock, https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-lessons-from-covid-overview-financial-stability-september-2020.pdf, dostęp: 8.09.2024.

Technical Advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive (ESMA34-2087785638-1548), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf, dostęp: 10.02.2026.

Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Markett the Stuttgart Stock Exchange, Börse Stuttgart, 1.01.2024, https://www.boerse-

stuttgart.de/media/kgbkzrd5/2024-01-01_terms-and-conditions-for-trading-regulated-unofficial-market.pdf, dostęp: 2.01.2026.

TFI PZU wchodzi w ETF-y. Pierwszy fundusz już w marcu, PZU Inwestycje, 29.01.2026, https://in.pzu.pl/aktualnosci/szczegoly/tfi-pzu-wchodzi-w-etfy, dostęp: 7.02.2026.

The AMF adapts its policy on complex financial products in response to the rise of crypto-assets, AMF, 11.12.2025, https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-adapts-its-policy-complex-financial-products-response-rise-crypto-assets, dostęp: 11.01.2026.

The Design of Equity Trading Markets in Europe, Oxera, 03.2019, https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2019/03/design-of-equity-trading-markets-1.pdf, dostęp: 22.11.2025.

The ETF universe is expanding, and investors need to pay attention, CACEIS Investor Services, 8.12.2021, https://www.caceis.com/whats-new/news/spotlight/article/the-etf-universe-is-expanding-and-investors-need-to-pay-attention/detail.html, dostęp: 4.01.2026.

The murky world of non-UCITS ETFs, ETFGI, 18.04.2012, https://www.etfgi.com/news/press-releases/2012/04/murky-world-non-ucits-etfs, dostęp: 16.10.2025.

The rise of active ETFs in Europe – a short overview, EFAMA, https://www.efama.org/sites/default/files/files/efama-industry-perspective_active-etfs_april-2025.pdf, dostęp: 25.06.2025.

The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC Securities – KID, HANetf, https://hanetf.com/wp-content/assets/upload/kid-rmau-XS2115336336-pl-PL.pdf, dostęp: 19.06.2025.

The Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC, HANetf, https://hanetf.com/fund/rmau-physical-gold-etc/, dostęp: 8.07.2025.

Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities, FSB, 10.2025, https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/, dostęp: 10.01.2026.

Thomadakis A., *The European ETF Market: What Can Be Done Better?*, CEPS, 24.04.2018, https://www.ceps.eu/ceps-publications/european-etf-market-what-can-be-done-better, dostęp: 21.01.2026.

Thompson C., *How a Passive Investing Strategy Works*, https://smartasset.com/investing/passive-investing, dostęp: 10.07.2024.

Thune K., *Total Stock Market Index vs. S&P 500 Index*, The Balance, https://www.thebalancemoney.com/total-stock-market-vs-sandp-500-2466403, dostęp: 18.07.2024.

Tokarczyk R., *Komparatystyka prawnicza*, Wolters Kluwer, Warszawa 2008.

Toplensky R., *Investors replace futures with ETFs*, Financial Times, https://www.ft.com/content/fe98f02e-f00d-11e5-9f20-c3a047354386, dostęp: 28.02.2026.

Trading Parameters Guideline, SIX Swiss Exchange AG, 16.05.2025, https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/trading/directives/gtp-en.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Trąpczyński A., *Fundusze smart beta – pasywne i efektywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", 80/2018, nr 2.

Turner B., *The book on rental property investing: how to create wealth and passive income through smart buy & hold real estate investing*, Bigger Pockets Publishing, Denver 2016.

UCITS ETFS a growing market in volatile times, EFAMA 2023, https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Market%20Insights%2013_UCITS%20ETFs_0.pdf, dostęp: 22.06.2025.

UCITS Questions and Answers 42nd Edition, CBI, 17.04.2025, https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/industry-market-sectors/funds/ucits/guidance/42nd-edition-ucits-qa.pdf, dostęp: 24.01.2026.

UCITS. Legal form, ALFI (Association of the Luxembourg Fund Industry), https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/ucits, dostęp: 20.09.2025.

Understanding Daily Leveraged and Short ETPs: A Comprehensive Guide, HANetf, 1.04.2025, https://hanetf.com/news-insights/understanding-daily-leveraged-and-short-etps/, dostęp: 4.02.2026.

Understanding the ETF Liquidity Ecosystem, State Street Investment Management, https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/education/understanding-the-etf-liquidity-ecosystem, dostęp: 8.09.2024.

Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive – UCITS Directive – regulation memo, BNP Paribas, https://securities.cib.bnpparibas/ucits-directive-eu-regulation/?utm, dostęp: 20.10.2025.

Use ETNs to invest in dollars, Bitcoins etc., Börse Stuttgart, https://www.boerse-stuttgart.de/en/products/etps/etns/, dostęp: 1.07.2025.

Valour Short Bitcoin SEK, Valour, https://valour.com/en/products/valour-bitcoin-btc-short, dostęp: 1.07.2025.

van Rijsbergen M., *Legitimacy and effectiveness of ESMA's soft law*, „Elgar studies in law and regulation", Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2021.

van Rijsbergen M., *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level:The Case of the European Securities and Markets Authority*, „Utrecht Law Review", 10(5)/2014.

Vanguard LifeStrategy Funds, Vanguard, https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/life-strategy-funds, dostęp: 10.07.2025.

Vanguard's history, Vanguard, https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/our-history.html, dostęp: 11.07.2024.

VBTLX Index. Total Bond Market Index Fund Admiral Shares, Vanguard, https://advisors.vanguard.com/investments/products/vbtlx/vanguard-total-bond-market-index-fund-admiral-shares, dostęp: 27.10.2025.

Véron N., *EU Financial Services Policy since 2007: Crisis, Responses, and Prospects*, Peterson Institute for International Economics, Washington 2018,

https://www.piie.com/sites/default/files/documents/wp18-6.pdf, dostęp: 17.07.2025.

Verstein A., I*ndex Theory: The Law, Promise, And Failure Of Financial Indices*, „Lecturer and Other Affiliate Scholarship Series", 30/2013, https://open-yls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8464, dostęp: 11.07.2024.

Visano M., *Luxembourg Blockchain Briefing – Crypto-assets related funds in Luxembourg*, DLA Piper, 2.2025, https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2025/02/luxembourg-blockchain-briefing-crypto-assets-related-funds-in-luxembourg, dostęp: 15.07.2025.

Walczak-Gańko M. (red.), *Comparative analysis of exchange traded products markets in the Czech Republic, Hungary and Poland*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", 50/2015.

Walenda M., *Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikułów inwestycyjnych w Polsce*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2019.

Walther T., *Key investor documents and their consequences on investor behavior*, „Journal of Business Economics", 85(2)/2015.

Warning on crypto assets: Crypto-assets on the rise but remaining very risky, ESMA, 12.2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA35-1872330276-1971_Warning_on_crypto-assets.pdf, dostęp: 4.02.2026.

Warszawska Giełda rozszerza ofertę rynku GlobalConnect o segment zagranicznych ETF-ów, GPW, 15.12.2025, https://www.gpw.pl/pl-ri-komunikaty-prasowe?ph_main_01_start=show&cmn_id=117650&title=Warszawska+Gie%C5%82da+rozszerza+ofert%C4%99+rynku+GlobalConnect+o+segment+zagranicznych+ETF-%C3%B3w, dostęp: 7.02.2026.

Wegman H.E., *Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds?*, Leiden University, https://hdl.handle.net/1887/38038, dostęp: 21.01.2026.

Weinberg J., Cullinane S., *ETF Share Class Relief: A Major Step Forward, and Making Sense of What's Next*, ICI, 8.10.2025, https://www.ici.org/ici-viewpoints/etf-share-class-relief-a-major-step-forward, dostęp: 24.01.2026.

What are the Risks of European ETFs? (załącznik do pisma w odpowiedzi na konsultacje ESMA, ESMA/2012/44), EDHEC-Risk Institute, 25.03.2012, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/120325_letter_esma_consultation_1.pdf, dostęp: 11.01.2026.

What is an ETC?, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaunetc/cosaunetc.en.htm, dostęp: 25.06.2025.

What is an ETN?, Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/cosaeunetn/cosaeunetn.en.htm, dostęp: 3.07.2025.

What is a crypto ETP?, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/blog/crypto-handbook/etps/, dostęp: 20.06.2025.

Why -3x Short Oil & Gas?, Leverage Shares, https://leverageshares.com/en-eu/etps/leverage-shares-3x-short-oil-gas-etp/, dostęp: 14.10.2025.

Why S&P500 Options ETP?, IncomeShares, https://incomeshares.com/en-eu/etps/income-shares-s-p-500-options-etp, dostęp: 14.10.2025.

Why Short Volatility Long Tech?, Leverage Shares, https://leverageshares.com/en-eu/etps/leverage-shares-short-volatility-long-tech-etp/, dostęp: 14.10.2025.

Why Structure really matters in Crypto ETPs, Bitwise, https://bitwiseinvestments.eu/blog/crypto-research/Why_structure_really_matters_in_Crypto_ETPs/, dostęp: 13.03.2023.

Wierzbowski M., *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2012.

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Prawo rynku kapitałowego. Tom I. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2023.

Wigglesworth R., *Passive attack: the story of a Wall Street revolution*, Financial Times, 19.12.2018, https://www.ft.com/content/807909e2-0322-11e9-9d01-cd4d49afbbe3, dostęp: 9.02.2025.

Wilson J.W., Jones C.P., *An Analysis of the S&P 500 Index and Cowles's Extensions: Price Indexes and Stock Returns, 1870–1999*, „The Journal of Business", 75(3)/2002.

WisdomTree Brent Crude Oil 3x Daily Short, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/commodities/wisdomtree-brent-crude-oil-3x-daily-short, dostęp: 14.10.2025.

WisdomTree Crypto ETPs, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/other-documents/faq/crypto-qa.pdf?sc_lang=en-gb, dostęp: 11.09.2024.

WisdomTree EURO STOXX 50® 3x Daily Leveraged, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/etps/equities/wisdomtree-euro-stoxx-50-3x-daily-leveraged, dostęp: 14.10.2025.

WisdomTree Long JPY Short USD 3x Daily, WisdomTree, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/products/short-leveraged-etps/currencies/wisdomtree-long-jpy-short-usd-3x-daily, dostęp: 14.10.2025.

WisdomTree Multi Asset Issuer plc. Base Prospectus (Collateralised ETP Securities Programme), WisdomTree, 25.09.2025, https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/key-documents/prospectus/boost/wisdomtree-multi-asset-prospectus-2025.pdf?sc_lang=en-gb, dostęp: 7.01.2026.

WisdomTree WTI Crude Oil 3x Daily Leveraged, WisdomTree, https://dataspanapi.wisdomtree.com/pdr/documents/PRIIP_KID/WTMA/PL/PL-PL/IE00BMTM6B32/, dostęp: 31.01.2026.

WisdomTree, *ETPedia – the ultimate guide to exchange-traded Products (ETPs)*, https://www.wisdomtree.eu/en-gb/resource-library/etpedia, dostęp: 28.02.2026;

Włodarczyk G., *Rozdział II. Struktura aktów unii europejskiej z uwzględnieniem tzw. RTS, ITS* [w:] *Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa 2022.

Włosik K., *Rynek kryptowalut i tokenów z perspektywy inwestycyjnej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2021.

Worek B., *Analiza wyników zogniskowanych wywiadów grupowych w badaniach marketingowych,* Uniwersytet Jagielloński, ASK 2001, nr 10.

World's first centrally cleared Bitcoin ETN launched on Xetra, Xetra, https://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/press-releases/list-press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116, dostęp: 1.07.2025 r.

World's first centrally cleared Bitcoin ETN launched on Xetra, Xetra, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/newsroom/press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116, dostęp: 28.02.2026.

Wymeersch E., *The Regulatory Regime for Exchange-Traded Funds in the European Union*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986852, dostęp: 20.01.2026.

Wyszukiwarka funduszy ETF, Bossa, https://bossa.pl/oferta/rynek-zagraniczny/kid, dostęp: 4.02.2026.

Wytyczne dla właściwych organów i spółek zarządzających UCITS Wytyczne dotyczące funduszy ETF oraz innych kwestii związanych z UCITS, ESMA/2012/832PL, ESMA, 18.12.2012, dostęp: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_pl_0.pdf, dostęp: 10.07.2025.

Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji dyrektywy ZAFI, ESMA, 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pl_tra.pdf, dostęp: 16.10.2025.

Wytyczne w sprawie ETF i innych zagadnień dotyczących UCITS, ESMA/2014/937PL, ESMA, 1.08.2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enpl.pdf, dostęp: 13.09.2025.

Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow, Deutsche Börse, 30.01.2025, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 2.02.2026

Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 18.06.2025.

Xetra ETF & ETP statistics 2024: assets under management and product diversity continue to grow, Deutsche Börse, https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/news-stories/press-releases/Xetra-ETF-ETP-statistics-2024-assets-under-management-and-product-diversity-continue-to-grow-4272270, dostęp: 1.07.2025.

Xetra ETF & ETP Statistics 2025: Deutsche Börse Continues Growth Trend, Posts most Successful Year since Market Launch, Deutsche Börse, 28.01.2026, https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/cash-en/Stay-Informed/news-room/press-releases/Xetra-ETF-ETP-Statistics-2025-Deutsche-B-rse-Continues-Growth-Trend-Posts-most-Successful-Year-since-Market-Launch-4924926, dostęp: 2.02.2026.

XetraGold Bearer Notes -– Key Information Document, Xetra, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/backup/en/DE000A0S9GB0.pdf, dostęp: 19.06.2025.

Xetra-Gold® Bearer Notes, Xetra-Gold, https://www.xetra-gold.com/fileadmin/backup/en/DE000A0S9GB0.pdf, dostęp: 05.02.2026.

Xiao H., *The Economics of ETF Redemptions*, SSRN 10.04.2022, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4096222.

Xtrackers Galaxy Physical Bitcoin ETC Securities, Xtrackers by DWS, https://etf.dws.com/en-ch/etc/CH1315732250-xtrackers-galaxy-physical-bitcoin-etc-securities/, dostęp: 1.07.2025.

Yang S.Y., *Global Trends in Active ETFs: A Comprehensive Overview of Market Development, Policy Evolution, and Investor Behavior Transformation*, TWSE, https://www.twse.com.tw/market_insights/en/detail/8a8216d696b406fc0196f1ab70ec012c, dostęp: 25.06.2025.

Yin R.K., *Case Study Research and Applications: Design and Methods*, SAGE Publications, Thousand Oaks 2014, https://ebooks.umu.ac.ug/librarian/books-

file/Case%20Study%20Research%20and%20Applications.pdf, dostęp: 27.09.2025.

Zalewska A., *BETA ETF: Podsumowanie 2025 i plany na 2026 rok*, Analizy.pl, 12.01.2026, https://www.analizy.pl/puls-rynku/39014/beta-etf-podsumowanie-2025-plany-na-2026, dostęp: 7.02.2026.

Zaremba A., *Giełda podstawy inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2014.

Zetzsche D., Sinnig J., Nikolakopoulou A., *Crypto custody*, „Capital Markets Law Journal", 19(3)/2024.

Zheng W., Tower E., *Fidelity versus Vanguard: Comparing the Performance of the Two Largest Mutual Fund Families*, https://public.econ.duke.edu/Papers/PDF/FIDELITY_versus_VANGUARD%20_10_28_2004.pdf, dostęp: 14.11.2025.

Zieliński M., *Wykładnia prawa. Zasady, reguły, wskazówki*, Lexis Nexis, Warszawa 2006.

Zoll A., *S&P 500 or total stock market index for U.S. exposure?*, Morningstar, https://www.morningstar.ca/ca/news/185437/sp-500-or-total-stock-market-index-for-us-exposure.aspx, dostęp: 18.07.2024.

Inne źródła

http://www.icifactbook.com/viz/25-fb-table-43.html

https://agiofunds.pl/fundusz/beta-etf-bitcoin-portfelowy-fiz/?confirm=true

https://betasecurities.pl

https://gpwglobalconnect.pl/

https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12349203/katalog/12803518#12803518

https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12405803/katalog/13178870#13178870

https://superfund.pl/inwestycje?ticker=SFAMPBAL

https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-%28luxembourg-reserved-alternative-investment-f?utm.

https://www.amundietf.lu/en/professional/products/equity/amundi-sdax-ucits-etf-dist/lu2611732475

https://www.amundietf.nl/en/professional/products/equity/amundi-sp-500-ucits-etf-usd-c/lu1681049018

https://www.amundietf.pl/en/professional/products/equity/amundi-sp-500-ii-ucits-etf-eur-dist/lu0496786574

https://www.amundietf.pl/en/professional/resources/document-library

https://www.bse-sofia.bg/en/mtf-bse-international

https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/FAQ_Crypto_assets_UCI.pdf

https://www.gov.pl/web/premier/projekt-ustawy-o-zmianie-niektorych-ustaw-w-zwiazku-z-rozwojem-funduszy-inwestycyjnych

https://www.gpw.pl/statystyki-gpw