

# INSTRUMENTY TYPU ETC JAKO NOWE INSTRUMENTY FINANSOWE NA GPW W WARSZAWIE – WYZWANIA REGULACYJNE W ASPEKCIE PORÓWNAWCZYM

Marcin Opoka\*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.2.42.07>

## EXCHANGE-TRADED COMMODITIES AS NEW FINANCIAL INSTRUMENTS ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE – REGULATORY CHALLENGES FROM A COMPARATIVE PERSPECTIVE

### ABSTRACT

**The purpose of the article.** This article examines Exchange-Traded Commodities (ETCs), prompted by the introduction of the first ETC on the Warsaw Stock Exchange (GPW) in August 2023, a significant milestone in the evolution of Poland's capital market. The analysis focuses on the regulations introduced by the GPW in Warsaw, evaluating the adequacy of measures aimed at protecting ETC purchasers. The study also incorporates a European perspective, offering a comparative analysis of national solutions. The structure of the instrument, regulatory framework, origins, and principles of ETC operation are examined, distinguishing these instruments from more popular ETFs. Despite some similarities, ETCs differ significantly in structure and legal character from ETFs, particularly due to the lack of harmonisation at the European level, which impacts investor protection. This disparity raises questions about the effectiveness of existing regulations in ensuring investor safety and trading certainty, not only in Poland.

**Methodology.** To answer these questions the research utilizes a mixed-method approach, incorporating literature reviews, legal acts analyses, and market data examination. It employs a comparative analysis to explore the functionalities, structures, and regulatory settings of ETCs versus ETFs, with a particular focus on mechanisms for investor protection. Additionally, the study evaluates and contrasts the trading regulations applicable to ETCs across major European exchanges in relation to the regulatory frameworks and investor protections implemented by the Warsaw Stock Exchange.

\* Autor jest doktorantem wdrożeniowym na Uniwersytecie Wrocławskim oraz pracownikiem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., e-mail: [marcin.opoka@uwr.edu.pl](mailto:marcin.opoka@uwr.edu.pl), <https://orcid.org/0000-0002-4929-6952>

**Results of the research.** The analysis concludes that the lack of harmonised regulations for ETCs poses a significant challenge for investors. In practice, investors are often protected in key aspects at a level similar to that of ETF investors. However, these are not universal or guaranteed regulatory standards that investors can rely on. Therefore, it is recommended to standardise the terminology of passive investment instruments (including ETCs), leading to the harmonisation of basic principles for the construction and trading of these instruments. Regarding ETCs on the Warsaw Stock Exchange, the introduced solutions provide a higher level of investor protection compared to some other EU markets. Nonetheless, further regulatory changes are proposed to support the continued development of the ETC market in Poland.

**Keywords:** ETC, ETF, Exchange Traded Commodities, passive investing, index investing.

**JEL Class:** K20, G15, G32.

## WPROWADZENIE

W dniu 30.08.2023 r. na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zadebiutował pierwszy instrument typu ETC (ang. *Exchange-Traded Commodity*), umożliwiający inwestorom uzyskanie ekspozycji na złoto w formie w pełni fizycznie zabezpieczonej. Debiut tego instrumentu poprzedziło wprowadzenie stosownych zmian zarówno w Regulaminie Giełdy (2022), jak i Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego (2024). Instrumenty typu ETC, choć na rodzimej giełdzie pojawiły się dopiero teraz, nie są produktami zupełnie nowymi. To popularne w ostatnim czasie instrumenty giełdowe, które zasadami działania przypominają w dużej mierze szerzej znane fundusze inwestycyjne typu ETF oraz często są obok tych funduszy zaliczane do tej samej grupy produktów finansowych, służących najczęściej inwestowaniu pasywnemu (Frączek, 2012: 155–166). Warto jednak zauważyć, że pod względem formy prawnej, konstrukcji instrumentu czy też niektórych zasad obrotu zorganizowanego, instrumenty typu ETC różnią się od ETF-ów, będących funduszami inwestycyjnymi, funkcjonującymi w sposób dalece zharmonizowany w całej Unii Europejskiej.

Brak harmonizacji instrumentów typu ETC na poziomie unijnym pozostawia wiele pytań dotyczących ich miejsca na silnie regulowanym europejskim rynku finansowym. Pytania te są istotne, gdyż dotyczą m.in. bezpieczeństwa inwestorów. O ile bowiem można mówić o wykształceniu się pewnego standardu konstrukcji i obrotu tymi instrumentami, to istnienie tego standardu rynkowego nie zostało jeszcze usankcjonowane unijnymi wymogami prawnymi. Kwestie te są istotne zarówno z perspektywy lokalnej, jak i europejskiej. Instrumenty typu ETC są bowiem coraz bardziej popularne, a ich obroty na największych rynkach porównywalne są do obrotów największymi funduszami typu ETF<sup>1</sup>. Na istotność ww. kwestii zwracają też uwagę przedstawiciele organizacji branżowych, wskazując na zagrożenia wynikające z braku przejrzystości w prezentowaniu różnic pomiędzy funduszami typu ETF i innymi podobnymi instrumentami oraz negatywne konsekwencje wynikające z tego dla inwestorów (EFAMA, 2020b).

Sytuacja taka pozwala na postawienie pytania badawczego: Czy wobec braku harmonizacji na poziomie unijnym, istniejące na rynku rozwiązania regulacyjne dotyczące instrumentów typu ETC (obecne głównie w regulacjach krajowych, regulaminach giełd czy też instrumentach prawnych o charakterze *soft law*) zapewniają dostateczny poziom ochrony inwestorów i bezpieczeństwa obrotu, w szczególności w porównaniu do zharmonizowanych i szczegółowo uregulowanych ETF-ów? Na podstawie dotychczasowych doświadczeń rynkowych i popularności tych instrumentów można postawić hipotezę, że o ile istniejące rozwiązania

<sup>1</sup> Przykładowo, na Deutsche Börse Xetra jeden z instrumentów typu ETC – Xetra Gold, znalazł się we wrześniu 2023 r. w 10 najpopularniejszych pod względem obrotów instrumentów z kategorii ETP.

praktyczne w dużym zakresie chronią inwestorów instrumentów typu ETC, to oczekiwana jest dalsza harmonizacja tych instrumentów – choćby pod względem pojęciowym – gdyż obecnie stosowana terminologia rynkowa i brak jednoznacznych regulacji może wprowadzać w błąd.

W celu odpowiedzi na pytanie badawcze oraz weryfikacji postawionej hipotezy, w pierwszej części artykułu porównano zasady funkcjonowania instrumentów typu ETC oraz innych, podobnych instrumentów (w szczególności ETF-ów) z perspektywy ich konstrukcji, regulacji oraz funkcji w obrocie. Następnie przeanalizowano, jak instrumenty ekonomicznie klasyfikowane jako ETC są definiowane w prawodawstwie Unii Europejskiej i jaki jest wpływ takiej klasyfikacji na bezpieczeństwo inwestorów. Również i ta analiza dokonana została w porównaniu do „siostrzanych” ETF-ów. Wobec braku jasnych przepisów europejskich definiujących zasady ochrony inwestorów instrumentów typu ETC, porównano rozwiązania obecne w tym zakresie na kluczowych europejskich giełdach i stosowane przez emitentów tych instrumentów celem weryfikacji czy zapewniają one standard podobny do obecnego dla innych instrumentów w przepisach unijnych. Z tej perspektywy dokonano także oceny zasad dotyczących bezpieczeństwa inwestorów oraz obrotu mających zastosowanie do instrumentów typu ETC na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zwrócono też uwagę na obecne w praktyce rynkowej przypadki, w których nawet podmiotom profesjonalnym brak konsekwencji terminologicznej w komunikacji z inwestorami dotyczącej instrumentów typu ETC i podobnych.

O ile literatura dotycząca funkcjonowania funduszy typu ETF jest obszerna, zarówno na gruncie krajowym, jak i międzynarodowym, w literaturze przedmiotu mniej jest opracowań dotyczących produktów ETC, w szczególności z perspektywy regulacyjnej. Na poziomie międzynarodowym wskazać można zasadniczo tylko jedno takie opracowanie (Cugia, 2015: 2118–2127), które powstało w 2015 r. i nie uwzględnia zmian regulacyjnych, które weszły w życie od tego czasu, ani też produktów, które po tej dacie pojawiły się na rynku. Najbardziej kompleksową pozycją w zakresie analizy instrumentów typu ETC jest z pewnością opublikowana niedawno monografia dotycząca instrumentów ETC i ETN (Miziołek, 2024), której autor skupia się przede wszystkim na kwestiach ekonomicznych, dla których uzupełnieniem są aspekty regulacyjne. Istnieje co prawda szereg wcześniejszych opracowań dotyczących produktów ETC. W części dotyczą one jednak rynku amerykańskiego, a jako takie nie znajdują bezpośredniego zastosowania do sytuacji w Unii Europejskiej. W zakresie opracowań odnoszących się do produktów europejskich, dostępne publikacje skupiają się na kwestiach związanych z aktywami bazowymi (Fassas, 2012: 127–140), omawiają konkretne rynki (Marszk, 2018: 643–665), analizują kwestie związane z wyceną tych produktów (Dorflleitner i in., 2018; 255–284) bądź przedstawiają te produkty na tle innych innowacji finansowych (Marszk, 2017: 14–21). Opracowania te nie

zawierają szerszych rozważań o charakterze regulacyjnym, a dodatkowo w większości powstały w okresie poprzedzającym skokowy wzrost zainteresowania produktami typu ETC notowanymi na największych europejskich giełdach, który przypada na ostatnie lata (EFAMA, 2020a).

Obrót instrumentami typu ETC jest realizowany na rynkach finansowych w różnych regionach świata, jednak niniejszy artykuł koncentruje się przede wszystkim na rynku instrumentów typu ETC w Unii Europejskiej z dwóch powodów. Po pierwsze, artykuł ten przedstawia perspektywę regulacyjną, a istotne kwestie regulacyjne miały znaczący wpływ na to, że konstrukcja instrumentów ETC oraz ich rynek w Unii Europejskiej są unikalne i różnią się od rynków w innych częściach świata. Po drugie, regulacje mające zastosowanie do obrotu niedawno wprowadzonym na warszawską giełdę instrumentem typu ETC są pochodną regulacji i praktyki unijnej. Unijna perspektywa regulacyjna jest więc kluczowa dla analizy zasad konstrukcji, emisji, obrotu instrumentami typu ETC oraz ich wpływu na zapewnienie bezpieczeństwa inwestorów.

## 1. CZYM SĄ INSTRUMENTY TYPU ETC

W literaturze podkreśla się, że brak jest konsensusu w zakresie definicji instrumentów typu ETC (Marszk, 2017: 14–21). Najbardziej ogólne definicje spotykane w literaturze wskazują, że są to otwarte, pasywne instrumenty pochodne, notowane na giełdzie, którymi obrót odbywa się na zasadach takich jak obrót akcjami (Dorfleitner i in., 2018: 255–284). Definicja taka wydaje się być jednak dość ogólna, a przez to mało przydatna – istnieje wiele instrumentów (np. strukturyzowanych), które mogłyby ją spełniać. Bardziej rozbudowaną, choć nadal niewystarczająco odróżniającą instrumenty typu ETC od innych produktów inwestycyjnych definicję zaproponował Fassas, według którego instrumenty typu ETC to produkty finansowe podobne do funduszy typu ETF, których ceny odzwierciedlają ceny śledzonego towaru, są klasyfikowane jako instrumenty dłużne i w pełni zabezpieczone (Fassas, 2012: 127–140).

Szeroką analizę sposobów definiowania instrumentów typu ETC przeprowadził w ostatniej monografii na ten temat Tomasz Miziołek, zwracając uwagę na kluczowe wyróżniki konstrukcyjne i definicyjne tych instrumentów obecnych w obrocie w krajach Unii Europejskiej. 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 jest odwzorowywanie ceny towaru w sposób bezpośredni lub przy wykorzystaniu dźwigni (Miziołek, 2024: 96). Wydaje się, że ta definicja najtrafniej oddaje istotę instrumentów typu ETC uwzględniając kluczowe cechy charakteryzujące instrumenty typu ETC

i odróżniające je od innych produktów finansowych, tj. charakter prawny, zasady obrotu i cel inwestycyjny.

Przedstawione definicje dostarczają ogólnego wglądu w naturę instrumentu finansowego oraz jego funkcji z ekonomicznego punktu widzenia. Same w sobie nie są jednak wystarczające na potrzeby klasyfikacji instrumentów typu ETC w kontekście prawno-regulacyjnym, zwłaszcza w obrębie siatki pojęciowej intensywnie regulowanego rynku finansowego Unii Europejskiej. Unijne regulacje nie oferują bowiem odrębnej, uniwersalnie akceptowanej definicji instrumentów ETC, odmiennej od innych produktów finansowych. W związku z tym istotne jest zbadanie, jak instrumenty ekonomicznie, klasyfikowane jako ETC, są definiowane w prawodawstwie Unii Europejskiej i jaki jest wpływ takiej klasyfikacji na bezpieczeństwo inwestorów, szczególnie w odniesieniu do innych instrumentów o podobnym przeznaczeniu i charakterystyce. Umożliwi to ocenę zasad dotyczących bezpieczeństwa inwestorów oraz obrotu, mających zastosowanie do instrumentów typu ETC na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Przed dokonaniem formalnoprawnej klasyfikacji instrumentów typu ETC warto uwzględnić ich konstrukcję, genezę oraz funkcje, które pełnią w obrocie. W tym kontekście przyda się analiza podobnych instrumentów w celu zrozumienia kluczowych podobieństw i różnic. Z tego punktu widzenia, w literaturze podkreśla się, że instrumenty ETC są częścią szerszej kategorii podobnie funkcjonujących produktów, określanej mianem ETP (ang. *Exchange-Traded Products*) (Frączek, 2012: 155–166; Dorfleitner i in., 2018: 255–284) i skupiającej zasadniczo giełdowe instrumenty pasywnego inwestowania (Fassas, 2012: 127–140). Również na największych giełdach europejskich instrumenty typu ETC prezentowane są zazwyczaj w jednej grupie produktowej (choć nie zawsze określanej mianem ETP) obok innych instrumentów pasywnego inwestowania<sup>2</sup>, z uwagi na pewne podobieństwa w konstrukcji oraz zbliżoną funkcję w obrocie. W literaturze i praktyce rynkowej instrumenty ETP dzielą się na kilka podkategorii (Miziołek i in., 2020: 69). Podział ten obejmuje najczęściej: (i) fundusze inwestycyjne typu ETF, (ii) instrumenty typu ETN (ang. *Exchange-Traded Notes*) oraz (iii) instrumenty typu ETC (ang. *Exchange-Traded Commodities*). Niektórzy zaliczają do tej kategorii również instrumenty typu ETV (ang. *Exchange-Traded Vehicles*), czy też ETI (ang. *Exchange-Traded Instrument*) (Orlando, 2013). Przy czym ostatnie dwie kategorie charakterystyczne są dla rynków pozaeuropejskich, ich obecność w Europie jest znikoma, w Polsce nie występują zaś w ogóle.

<sup>2</sup> www1 oraz www2.

## **2. OD FUNDUSZY ETF DO INSTRUMENTÓW TYPU ETC – GENEZA, PODOBIENSTWA, RÓŻNICE**

### **2.1. Fundusze typu ETF jako pierwowzór instrumentów typu ETC**

Opisując instrumenty tradycyjnie zaliczane do grupy ETP, warto skupić się na najdłuższej istniejącej i najbardziej popularnych z nich, czyli funduszach inwestycyjnych typu ETF. W literaturze podkreśla się, że fundusze te, obok funduszy indeksowych, są obecnie zdecydowanie najpopularniejszymi sposobami inwestowania indeksowego, któremu to celowi służą najczęściej produkty z grupy ETP (Miziołek, 2024: 33). Fundusze typu ETF stanowią również największą grupę wśród instrumentów typu ETP na europejskich giełdach, zarówno pod względem liczby, obrotów, jak i aktywów pod zarządzaniem<sup>3</sup>. W kontekście analizy regulacyjnej kluczowe jest, że fundusze typu ETF są instrumentami zharmonizowanymi, co obejmuje zarówno proces ich tworzenia, dystrybucji, jak i obrotu na giełdzie. Na gruncie prawa europejskiego można odwołać się do dyrektywy MIFiD II (2014)<sup>4</sup>, definiującej fundusz ETF jako fundusz inwestycyjny, którego co najmniej jedna jednostka 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. Ta definicja wywiedziona z przepisów unijnych odpowiada zasadniczo definicjom formułowanym w literaturze i praktyce obrotu (Antoniewicz i Heinrichs, 2014: 1–40). Poziom szczegółowości tej definicji determinuje konstrukcję funduszu oraz jego funkcjonowanie w obrocie. Natomiast w zakresie tworzenia i zasad funkcjonowania funduszy typu ETF zastosowanie znajdują zharmonizowane w szerokim zakresie przepisy dyrektywy UCITS (2009) i powiązanych z nią aktów prawnych, również gwarantujące daleko posuniętą ochronę inwestorów.

### **2.2. Ograniczenia w funkcjonowaniu europejskich funduszy typu ETF a rozwój instrumentów typu ETC**

Daleko idąca harmonizacja europejskich funduszy typu ETF, funkcjonujących w ww. 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. Po pierwsze, art. 50 dyrektywy UCITS zawiera zamknięty katalog instrumentów, które mogą być przedmiotem inwestycji funduszu. Katalog ten nie przewiduje

<sup>3</sup> Tak np. na Deutsche Börse Xetra według danych na dzień 1 maja 2024 r., szczegółowe i comiesięcznie aktualizowane dane (www3).

<sup>4</sup> Art. 4 ust. 1 pkt 46 dyrektywy.

w ogóle towarów jako przedmiotu inwestycji, a w przypadku derywatów towarowych również wprowadza daleko idące ograniczenia. Ponadto, ten sam przepis w art. 50 ust. 2 ww. dyrektywy przewiduje wprost zakaz nabywania przez fundusz metali szlachetnych oraz świadectw odnoszących się do metali szlachetnych. Po drugie, kluczową rolę pełnią tutaj zasady dywersyfikacji ryzyka, a w ich ramach limity inwestycyjne oraz ich modyfikacja dla funduszy indeksowych. W literaturze często spotkać można skrótowe określenie zasad dotyczących dywersyfikacji ryzyka przewidzianych w art. 52 dyrektywy UCITS jako „zasady 5/10/40” (Rogała, 2016: 31). W pewnym uproszczeniu zasada ta sprowadza się do tego, że wprowadza nakaz rozproszenia aktywów funduszu: do 40% całości aktywów – wśród pojedynczych emitentów z maksymalnie 10% zaangażowaniem w aktywa jednego emitenta, natomiast w odniesieniu do pozostającej części aktywów – z maksymalnym zaangażowaniem do 5% aktywów w instrumenty jednego emitenta<sup>5</sup>.

W literaturze wskazuje się, że tak sformułowane wymogi dywersyfikacji uniemożliwiają w praktyce bezpośrednią inwestycję funduszu w fizyczne towary bądź kruszce, a w przypadku inwestycji w instrumenty mogące taką ekspozycję zapewnić, wymagają dywersyfikacji emitentów (Cugia, 2015: 2118–2127). Ograniczenia te oznaczają w praktyce, że ETF oparty na indeksie towarowym musi mieć w Unii Europejskiej charakter syntetyczny, tj. taki, w którym ekspozycja na aktywo bazowe dokonywana jest nie przez bezpośrednią inwestycję w dany towar, ale z wykorzystaniem instrumentów pochodnych (Busch i Ferrarini, 2017: 708). Nie jest bowiem możliwe utworzenie funduszu typu ETF w formule UCITS, który śledziłby np. niezdywersyfikowane indeksy surowcowe lub byłby zabezpieczony złotem fizycznym.

Z uwagi na potrzebę zapewnienia ekspozycji na tę (i inne) klasy aktywów taka sytuacja prawna stała się swoistym impulsem dla rozwoju europejskich instrumentów typu ETC, czyli dodatkowych (w stosunku do funduszy typu ETF) instrumentów pasywnego inwestowania. Inwestorzy mieli bowiem dostęp do licznych funduszy typu ETF oferujących ekspozycję na indeksy akcji i obligacji. W zakresie natomiast metali szlachetnych czy indeksów towarowych, brak było podobnych instrumentów, które pozwalałyby w łatwy sposób uzupełnić zbudowany z funduszy typu ETF portfel inwestycyjny o te (i inne) klasy aktywów. Można byłoby wykorzystać do tego w pewnym zakresie instrumenty strukturyzowane. Ich sposób funkcjonowania czy przeznaczenie znacząco jednak różnią się od ETF-ów, nie tylko z uwagi na konstrukcję prawną, ale i funkcje w obrocie. Poza tym, instrumenty strukturyzowane zasadniczo nie są fizycznie zabezpieczone, a odwzorowując indeksy towarowe korzystają zazwyczaj z kontraktów ter-

---

<sup>5</sup> Takie uproszczenie wynika z pierwotnego tekstu dyrektywy UCITS I. Obecnie stosowne przepisy są znacząco rozbudowane.



minowych, co rodzi istotne konsekwencje, np. w postaci istotnych błędów odwzorowania (Blümke, 2009: 194). Paleta dostępnych instrumentów giełdowych nie zapewniała więc odpowiedników funduszy ETF, które oferowałyby ekspozycję na aktywa takie jak np. złoto, na podobnych do tych funduszy zasadach.

### **2.3. Fundusze typu ETF oraz instrumenty typu ETC – kluczowe podobieństwa i różnice**

Podobieństwo funduszy typu ETF i instrumentów typu ETC nie ogranicza się jednak jedynie do wskazanego wyżej celu inwestycyjnego. Inne wspólne cechy, na które można zwrócić uwagę w opracowaniach branżowych (WisdomTree, 2023) i praktyce obrotu obejmują najczęściej: (i) pasywny charakter – podążanie za wynikami danego indeksu towarowego, (ii) oddzielenia aktywów emitenta od aktywów inwestycyjnych oraz występowanie „depozytariusza”, (iii) zazwyczaj pełne zabezpieczenie fizyczne instrumentu (w odróżnieniu np. od instrumentów strukturyzowanych), (iv) otwarty charakter – możliwość codziennej kreacji i umarzania certyfikatów/jednostek (podobnie jak w ETF-ach), (v) udział animatora rynku, (vi) oferowanie instrumentów inwestorom i możliwość obrotu giełdowego tymi instrumentami na zasadach podobnych np. do akcji. Pomimo tych podobieństw, mechanizmy używane w funduszach ETF i instrumentach ETC nie są identyczne, a instrumentów tych nie można utożsamiać z uwagi na istotne różnice konstrukcyjne i regulacyjne (Dorfleitner i in., 2018; 255–284).

Najistotniejsze z perspektywy regulacyjnej rozróżnienie, które rodzi istotne konsekwencje praktyczne, polega na tym, że fundusze typu ETF są tytułami uczestnictwa w zharmonizowanych funduszach inwestycyjnych, podczas gdy instrumenty ETC mają charakter tworzonych na podstawie prawa kraju emisji instrumentów dłużnych (Cugia, 2015: 2118–2127). W prawie europejskim nie istnieje bowiem jednolita definicja normatywna dla instrumentów typu ETC ani spójny reżim prawny wspierający ich harmonizację i rozwój na równi z UCITS. Aby ocenić wpływ takiego stanu rzeczy na bezpieczeństwo inwestorów, kluczowe jest właściwe zaklasyfikowanie instrumentów typu ETC w świetle prawa unijnego, w szczególności z perspektywy regulacji produktowych. Samo określenie „instrument dłużny” nie pozwala bowiem precyzyjnie umiejscowić instrumentów typu ETC w regulacyjnej siatce rynku finansowego Unii Europejskiej.

### 3. INSTRUMENTY TYPU ETC W SIATCE POJĘCIOWEJ UNIJNYCH REGULACJI PRODUKTOWYCH RYNKU FINANSOWEGO

#### 3.1. Definicja instrumentów typu ETC na poziomie regulacyjnych standardów technicznych i zakres jej zastosowania

Emisja oraz funkcjonowanie w obrocie instrumentów typu ETC jako instrumentów dłużnych nie są odrębnie uregulowane na szczeblu unijnym na poziomie dyrektyw czy rozporządzeń. Istnieją co prawda inicjatywy rynkowe postulujące harmonizację w zakresie regulacji produktów typu ETP (EFAMA, 2020a), do tej pory jednak inicjatywy te nie doczekały się realizacji w postaci normatywnej. W związku z brakiem jednolitego systemu regulacyjnego, szczegółowe zasady dotyczące emisji instrumentów ETC w dużej mierze zależą od krajowych przepisów obowiązujących emitenta oraz wymogów co do konstrukcji instrumentu, stawianych przez giełdy papierów wartościowych, na których odbywa się obrót. Szczątkową regulację instrumentów typu ETC zaobserwować można na poziomie unijnych aktów prawnych dotyczących obrotu instrumentami finansowymi, w szczególności w zakresie pakietu MiFID II<sup>6</sup>. Definicja instrumentów typu ETC zawarta jest w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (2016), przyjętym jako regulacyjny standard techniczny, określany na rynku jako „RTS 2”. Regulacyjne standardy techniczne mają jednak diametralnie różną charakterystykę prawną w porównaniu do dyrektyw, co jest istotne, by zrozumieć rolę, jaką pełni definicja danego instrumentu sformułowana w takim akcie prawnym w porównaniu do roli dyrektywy (gdzie zawarto definicję funduszu ETF).

Regulacyjne standardy techniczne to akty prawne tzw. „poziomu drugiego”, w strukturze unijnych aktów prawa są to zatem akty delegowane. Przygotowywane są w formie wstępnej przez odpowiednie organy nadzoru (w przypadku RTS-ów dotyczących pakietu MiFID II organem właściwym jest ESMA). RTS-y są wydawane na podstawie art. 290 ust. 1 TFUE (2009), który stanowi, że akt ustawodawczy pierwszego poziomu może przekazywać Komisji uprawnienia do przyjęcia aktów o charakterze nieustawodawczym o zasięgu ogólnym, które uzupełniają lub zmieniają niektóre, inne niż istotne, elementy aktu ustawodawczego. Biorąc pod uwagę, że RTS 2 koncentruje się głównie na wymogach przejrzystości, definicja instrumentów typu ETC zawarta w tym akcie prawnym ma ograniczone zastosowanie i trudno uznać tak sformułowaną definicję za efektywną harmonizację na poziomie ogólnym. Z takiego sposobu regulacji nie wynika bowiem konieczność stosowania ww. definicji na potrzeby inne niż przejrzystości transak-

<sup>6</sup> Pakiet MiFID II stanowią na potrzeby niniejszego artykułu: MiFID II (2014), Rozporządzenie (2014) oraz akty wykonawcze i delegowane wydane na ich podstawie.

cyjnej zawarte w RTS 2. Jest to zatem zdecydowanie inny poziom i zakres regulacji, niż ten odnoszący się do funduszy ETF, których tworzenie i funkcjonowanie w obrocie regulowane jest na podstawie rozporządzeń i dyrektyw.

Pomimo nakreślonych wyżej zastrzeżeń co do zakresu ich zastosowania, przywołane definicje instrumentów typu ETC z RTS 2 nie pozostawiają wątpliwości co do charakteru tych produktów jako instrumentów dłużnych. Podkreślono to również w motywie 6 zdanie pierwsze MiFIR (2014), gdzie stwierdzono wprost, że instrumenty typu ETC należy uznać za instrumenty dłużne ze względu na ich strukturę prawną. Konsekwentnie więc w RTS-ie 2 pojawia się sformułowanie „obligacje, z wyjątkiem instrumentów typu ETC i ETN” (np. art. 13 ust. 1 lit. b, art. 18 ust. 3). Taki zabieg, tj. zaliczenie instrumentów typu ETC do instrumentów dłużnych przy jednoczesnym wyłączeniu z kategorii tradycyjnie rozumianych i definiowanych obligacji jest uzasadniony m.in. praktyką obrotu. W szczególności w przypadku notowania obligacji cena tradycyjnie podawana jest w procentach wartości nominalnej (cena czysta). Natomiast instrumenty typu ETC, jako zerokuponowe i oferowane bez dyskonta, notowane są w wartości rynkowej, która to wartość powinna zasadniczo odzwierciedlać wartość aktywa bazowego.

### 3.2. Instrumenty ETC a produkty strukturyzowane i derywaty towarowe – objaśnienia ESMA

Opisane 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 ETC a innymi instrumentami giełdowymi, również funkcjonującymi jako instrumenty dłużne. W piśmiennictwie pojawiały się bowiem stanowiska, że instrumenty typu ETC należałoby zaliczyć do kategorii „*securitized derivatives*”, z uwagi na podobieństwa z niektórymi instrumentami pochodnymi (Cugia, 2015: 2118–2127). Podobnie, z uwagi na fakt, że część instrumentów typu ETC umożliwia inwestorom wystąpienie do emitenta o wydanie aktywa bazowego<sup>7</sup>, 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 opisany we wcześniejszym punkcie RTS 2 odnosi się zasadniczo do instrumentów innych niż instrumenty typu ETC, a w szczególności do tzw. *securitised derivatives* (błędnie przetłuma-

<sup>7</sup> W praktyce ma to miejsce w przypadku niektórych fizycznie zabezpieczonych instrumentów zapewniających ekspozycję na złoto.

czonych w polskiej wersji rozporządzenia jako sekurytyzowane instrumenty pochodne, gdyż w polskiej praktyce instrumenty te odpowiadałyby raczej instrumentom strukturyzowanym) zdefiniowanych w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (2016)<sup>8</sup>. Głębsza analiza prowadzi jednak do wniosku, że z przepisów RTS 2 wynika dość wyraźnie, że pomimo niektórych cech wspólnych z *securitised derivatives* instrumenty typu ETC do instrumentów pochodnych się nie zaliczają. Taki podział klasyfikacyjny papierów wartościowych potwierdziła ESMA (2022), która wyjaśniła 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 ETC należy bowiem zakwalifikować jako zwykłe papiery wartościowe, takie jak obligacje i inne formy sekurytyzowanych wierzytelności (*bonds or other forms of securitised debt*) w rozumieniu przepisu art. 4 ust. 1 pkt 44 lit. b 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. To stanowisko ESMA, wyjaśnia pewne wątpliwości interpretacyjne i kwalifikacyjne w kontekście instrumentów typu ETC. Dzięki temu łatwiej jest harmonizować obrót tymi instrumentami, choć oczywiście w pewnym ograniczonym zakresie.

Podsumowując, instrumenty typu ETC należy traktować na gruncie pakietu MiFID II jako instrumenty dłużne, inne jednak od klasycznych obligacji, instrumentów strukturyzowanych czy też derywatów towarowych. Taka interpretacja, potwierdzona przez ESMA, znajduje również odzwierciedlenie w praktyce obrotu. Największe giełdy europejskie wyraźnie rozróżniają instrumenty pochodne (w tym towarowe) oraz instrumenty typu ETC, zaliczając te ostatnie do odrębnej kategorii<sup>9</sup>.

#### **4. OCHRONA INWESTORÓW PRZED RYZYKIEM INWESTOWANIA W INSTRUMENTY TYPU ETC**

##### **4.1. Ryzyko inwestowania w instrument typu ETC w porównaniu do funduszy ETF**

W literaturze podkreśla się, że ryzyko inwestowania w instrumenty finansowe typu ETC jest pochodną kilku aspektów związanych z: ich formą prawną, celem inwestycyjnym, zasadami obrotu oraz ekspozycją inwestycyjną (Miziołek, 2024: 102). Z uwagi na to, że emitenci wprowadzanych do obrotu w Unii Europejskiej

<sup>8</sup> W załączniku nr III i tabeli 4.1.

<sup>9</sup> Takie rozróżnienie znajduje się zarówno na poziomie regulaminów, jak i prezentacji poszczególnych grup instrumentów m.in. na Deutsche Börse Xetra, Borsa Italiana czy giełdach grupy Euronext.

instrumentów typu ETC zobowiązani są do sporządzania prospektów emisyjnych zgodnie z Rozporządzeniem (2017), w dokumentach tych znaleźć można obszernie informacje o ryzykach związanych z inwestowaniem w tego typu instrumenty. W przypadku ryzyka związanego ściśle z inwestowaniem w dany instrument bazowy, które jest specyficzne dla inwestycji na rynku towarowym, ma charakter ekonomiczny i została już szeroko opisana w literaturze przedmiotu (Fassas, 2012: 127–140).

Z perspektywy regulacyjnej warto natomiast przyjrzeć się ryzyku emitenta, na które to ryzyko, jako kluczowe w przypadku instrumentów typu ETC, zwracają uwagę przedstawiciele organizacji branżowych (EFAMA, 2020b). W przypadku funduszy inwestycyjnych, w której to formie prawnej funkcjonują fundusze typu ETF, ryzyko takie jest ograniczone (a w praktyce niejednokrotnie wyłączone) poprzez szereg mechanizmów i wymogów dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych określonych w unijnych aktach prawnych regulujących zasady funkcjonowania UCITS. Ograniczeniu tego ryzyka służy przede wszystkim wykorzystanie instytucji depozytariusza, któremu na podstawie art. 22 ust. 1 dyrektywy UCITS (2009) powierza się do przechowania aktywa funduszu. Zadania spoczywające na depozytariuszu zostały szczegółowo uregulowane na gruncie przepisów dyrektywy UCITS (2009), która nakłada na ten podmiot szereg obowiązków, służących w szczególności zwiększeniu bezpieczeństwa inwestorów nabywających tytuły uczestnictwa w danym funduszu inwestycyjnym. W literaturze znaleźć można szczegółowe omówienie zasad obowiązujących depozytariuszy i ich ewolucje (Miziołek, 2022: 27–42). Również europejskie organy nadzoru wydały szereg instrumentów prawnych dotyczących obowiązków i roli depozytariusza (ESMA, 2023). Całość unijnych regulacji w tym zakresie zapewnia stosunkowo wysoki standard ochrony inwestora przed ryzykiem niewypłacalności emitenta. Aktywa inwestycyjne funduszu są bowiem powierzone osobnemu podmiotowi, niezależnemu od emitenta, na którym to podmiocie spoczywa szereg dodatkowych obowiązków zwiększających bezpieczeństwo inwestycji.

Obowiązki te dotyczą m.in. ograniczenia narażenia na ryzyko kontrahenta samego funduszu UCITS typu ETF, co ma równie istotne znaczenie z perspektywy inwestorów, tj. nabywców tytułów uczestnictwa w danym funduszu (Grill i in., 2018). Na poziomie dyrektywy UCITS (2009) określono m.in. w jakie instrumenty może inwestować fundusz UCITS i w jakich proporcjach może tego dokonywać. Wymogi te rozwinęto w dyrektywie Komisji (2010), w której wprowadzono szereg mechanizmów służących temu, by mierzyć i ograniczać ryzyka kontrahenta funduszu. Rozwiązania te zawarte są w rozdziale VI dyrektywy i należą do nich w szczególności ustanowienie i pomiar limitów ogólnego narażenia na ryzyko kontrahenta, obowiązek wdrożenia i utrzymywania odpowiedniej polityki zarządzania ryzykiem oraz jej ocenę, monitorowanie i przegląd. W zakresie natomiast inwestowania przez fundusz UCITS typu ETF w instrumenty pochodne –

wykorzystywane do syntetycznej replikacji wskaźników bazowych – wprowadzono w tym zakresie dodatkowe wymogi ostrożnościowe.

Inwestorzy funduszy UCITS typu ETF mogą więc liczyć na to, że opisany wyżej poziom ochrony będzie miał zastosowanie do każdego instrumentu tego typu, niezależnie od emitenta, kraju emisji czy też regulacji danego systemu obrotu. Tak wysoki standard ochrony inwestorów nie ma odzwierciedlenia regulacyjnego na poziomie unijnym w odniesieniu do instrumentów typu ETC, choć instrumenty te niejednokrotnie pełnią podobną do funduszy ETF rolę i często są z tymi funduszami błędnie utożsamiane, również przez profesjonalistów. Dla przykładu niektóre z polskich biur maklerskich swoją ofertę zagranicznych funduszy typu ETF oraz instrumentów typu ETC nazywają zbiorczo „listą funduszy ETF” (www4) lub „ofertą instrumentów ETF” (www5), co wydaje się uproszczeniem zbyt daleko idącym, mając na uwadze opisane wyżej różnice. Przedstawiciele organizacji branżowych zwracają uwagę na brak przejrzystości w prezentowaniu różnic pomiędzy funduszami typu ETF i instrumentami ETP oraz negatywne konsekwencje wynikające z tego dla inwestorów (EFAMA, 2020b).

Brak zharmonizowanych regulacji zapewniających inwestorom, którzy nabywają instrumenty typu ETC ochronę, podobną do funduszy UCITS typu ETF, nie oznacza, że inwestorzy ci pozbawieni są zupełnie rozwiązań zabezpieczających choćby przed ryzykiem kontrahenta. Realizowane jest to jednak na poziomie konstrukcji instrumentu, w ramach stosownych postanowień umownych i w dużej mierze zależy od decyzji emitenta, ewentualnych wymogów prawa krajowego oraz regulacji systemu obrotu, gdzie dokonywany jest obrót danym instrumentem typu ETC. Istotną rolę pełnią też organizacje branżowe, dostarczając informacji o specyfice produktów i ryzykach z tym związanych (EFAMA, 2020a).

#### **4.2. Rozwiązania przyjęte przez emitentów**

Emitenci instrumentów ETC, reagując na potrzebę ochrony inwestorów i czerpiąc inspiracje z mechanizmów funduszy ETF, wprowadzili pewien minimalny standard rynkowy dotyczący ograniczania ryzyka emitenta dla tych instrumentów. Służy temu kilka mechanizmów. Zastosowanie tych mechanizmów oraz zakres ich funkcjonowania czy też poziom transparentności w informowaniu o nich zależą przede wszystkim od emitenta, ewentualnie od postanowień regulaminowych danego systemu obrotu. O ile zatem można mówić o istnieniu swojego nieskodyfikowanego standardu rynkowego, o tyle praktyczne aspekty zastosowania tego standardu różnią się w poszczególnych produktach. Aby porównać dostępne na rynku rozwiązania, wybrano na potrzeby dalszej analizy trzy instrumenty typu ETC, dostępne w obrocie na największym rynku instrumentów

typu ETP w Unii Europejskiej<sup>10</sup> i zapewniające ekspozycję na złoto, będące najpopularniejszym z aktywów bazowych tego typu instrumentów<sup>11</sup>. Po pierwsze, Robal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC (dalej: RMAU), jako jedyny instrument typu ETC dostępny również (na zasadzie *dual listing*) dla polskich inwestorów na lokalnej giełdzie. Po drugie, XETRA Gold ETC (dalej: Xetra Gold), jako najpopularniejszy i najbardziej płynny instrument tego typu na Deutsche Börse Xetra<sup>12</sup>. Po trzecie, iShares Physical Gold ETC (dalej: SGLN), jako instrument od największego na świecie dostawcy produktów inwestycyjnych tego typu.

O ile w przypadku każdego z tych produktów można mówić o wydzieleniu aktywów inwestycyjnych, istnieniu swobodnego depozytariusza czy fizycznym zabezpieczeniu inwestycji, o tyle szczegóły mechanizmów, na podstawie których to jest dokonywane, znacząco się różnią. Dla przykładu, w przypadku RMAU i SGLN możemy mówić o pełnym fizycznym wydzieleniu aktywów, a aktywa te kontrolowane są przez niezależny od emitenta podmiot. Sprawozdania z tych audytów publikowane są natomiast na stronach internetowych emitentów<sup>13</sup>. W przypadku Xetra Gold nie ma informacji o takich audytach, choć emitent publikuje informacje o przechowywanych zasobach złota na swojej stronie internetowej<sup>14</sup>. Inny przykład to instytucja pełniąca funkcję swobodnego depozytariusza. Z uwagi na brak zharmonizowanych wymogów dotyczących podmiotu, który mógłby taką funkcję pełnić, emitenci ww. instrumentów przyjmują różne podejście do tej kwestii. W przypadku Royal Mint Responsibly Sourced Physical Gold ETC rolę tę pełni brytyjska mennica państwowa, a emitent podkreśla, że przechowywanie złota w takim podmiocie oraz poza systemem bankowym zwiększa w jego ocenie bezpieczeństwo inwestycji. W przypadku SGLN jest to londyński oddział JPMorgan Chase Bank N.A., a w przypadku Xetra Gold – Clearstream AG, czyli spółka z grupy kapitałowej emitenta. Z uwagi na brak harmonizacji na poziomie europejskim, istotną rolę w zabezpieczeniu inwestorów pełnić może prawo właściwe kraju emisji. Również i w tym wypadku występują pomiędzy ww. instrumentami różnice. SGLN oraz RMAU emitowane są na bazie lokalnych regulacji w Irlandii, podczas gdy Xetra Gold podlega regulacjom niemieckim.

Celem ww. analizy nie jest ocena, które z tych rozwiązań najlepiej zabezpiecza interesy inwestora, ale pokazanie, że brak jednolitego standardu może mieć istotny wpływ na poziom tej ochrony, a rozwiązania w tym zakresie są różne

---

<sup>10</sup> Na niemieckiej giełdzie w obrocie znajduje się ponad 191 instrumentów typu ETC, ponad 2200 ETF-ów oraz 261 instrumentów typu ETN (dane na dzień 31 marca 2024 r.). Drugim co do wielkości rynkiem europejskim jest LSE, a trzecim SIX Swiss Exchange, przy czym dwie ostatnie giełdy są w krajach pozaunijnych.

<sup>11</sup> Instrumenty typu ETC na złoto są najliczniejsze i najpopularniejsze pod względem obrotów na DB Xetra.

<sup>12</sup> Największe obroty według danych z dnia 31 marca 2024 r. (www6).

<sup>13</sup> Przykładowo (www7).

<sup>14</sup> www8.

i zależą w dużej mierze od decyzji emitenta. Wydaje się zatem, że inwestycja w ETC może wymagać od inwestora stosunkowo większego zaangażowania w analizę szczegółów dotyczących produktu, jego konstrukcji i mechanizmów zastosowanych celem wyłączenia lub zminimalizowania ryzyka emitenta, niż w przypadku funduszy typu ETF, gdzie kwestie te są zasadniczo zharmonizowane.

### 4.3. Rozwiązania kluczowych giełd europejskich

Ze względu na różnice w konstrukcji instrumentów typu ETC, mimo istnienia minimalnych standardów rynkowych, główne giełdy europejskie różnią się w podejściu do wymogów wprowadzenia tych instrumentów do obrotu. Niektóre giełdy wprowadzają dodatkowe wymogi, aby chronić inwestorów, którzy mogą nie posiadać odpowiednich umiejętności do analizy dokumentacji instrumentu. W artykule opisano zasady obowiązujące na największych giełdach europejskich dla instrumentów typu ETC.

Na głównej europejskiej giełdzie instrumentów typu ETC, Deutsche Börse Xetra, wewnętrzne regulacje obrotu nie przewidują specjalnych wymogów dla tych instrumentów. W regulaminie giełdy instrumenty ETC klasyfikowane są jako część szerszej kategorii ETP, która obejmuje zasadniczo obligacje odzwierciedlające indeksy bazowe (Xetra, 2024). W dodatkowych wytycznych dla segmentu ETF/ETP zdefiniowano natomiast instrumenty typu ETC i ETN, określając klasy aktywów i indeksy bazowe, które reprezentują (Xetra, 2014). Brak jest jednak dodatkowych wymogów dotyczących tego rodzaju instrumentów, a w szczególności nie jest wymagane, by instrumenty te były zabezpieczone bądź by istniały mechanizmy kontroli wydzielenia aktywów inwestycyjnych od aktywów emitenta.

Na rynkach operowanych przez giełdy z grupy Euronext, które przyciągają wielu inwestorów dzięki częściowej harmonizacji wymogów w różnych krajach (m.in. w Amsterdamie, Brukseli, Paryżu i Mediolanie), istnieją specyficzne regulacje dla produktów typu ETC. Zgodnie ze zharmonizowanym regulaminem stosowanym przez większość platform tej grupy, wprowadzone są definicje dla instrumentów ETN, ETV i ETF, ale nie używają one zbiorczej kategorii ETP ani nie definiują odrębnie instrumentów typu ETC (Euronext, 2020). Instrumenty typu ETN muszą być emitowane przez instytucje kredytowe lub firmy inwestycyjne, podczas gdy ETV mogą być emitowane przez spółki specjalnego przeznaczenia. Wspólnym wymogiem dla obu jest gwarantowanie ekspozycji na wskaźnik referencyjny aktualizowany codziennie oraz umożliwienie regularnej kreacji i umarzania instrumentów. Z uwagi na znaczący udział wielostronnych platform obrotu (tj. platform typu MTF, w Polsce funkcjonujących jako Alternatywne Systemy Obrotu), w obrocie instrumentami ETP, grupa Euronext wprowadziła specyficzne wymogi dla obrotu tymi instrumentami na takich platformach, zwłaszcza dla plat-



formy Euronext MTF Paris. Te wymogi odbiegają od standardów zharmonizowanych, przede wszystkim w zakresie definicji produktów. Regulamin platformy MTF w Paryżu zawiera dedykowany rozdział dla instrumentów typu ETC (i ETN), gdzie instrumenty te umieszczono razem z funduszami typu ETF w jednej kategorii produktowej (Euronext, 2022). Definiując instrumenty typu ETC, odwołano się natomiast do definicji z pakietu MiFID II (a zatem do RTS 2, wspomnianego we wcześniejszej części artykułu). W przypadku tego rynku instrumenty typu ETC wprowadzane są do obrotu na zasadzie *dual listing*, nie ma zatem dodatkowych wymogów, skupiono się na tym, aby były to instrumenty już dostępne w obrocie na innych rynkach.

W kontekście europejskich giełd obrotu produktami ETP, oprócz wcześniej wymienionych giełd Unii Europejskiej, warto uwzględnić giełdę w Zurychu – SIX Swiss Exchange, na której notowane jest ponad 1700 takich instrumentów. Zasady dotyczące wprowadzenia instrumentów typu ETP do obrotu określa dedykowany dokument z 2020 r., aktualizowany w 2024 r. (SIX, 2024). Ciekawostką jest brak odrębnej definicji instrumentów typu ETC na SIX Swiss Exchange, natomiast odróżnia się tam fundusze typu ETF od instrumentów typu ETP. W kategorii ETP notowane są m.in. instrumenty typu ETC, często w ramach *dual listing*<sup>15</sup>. Wprowadzone tam wymogi dotyczą uzależnienia wyników instrumentu od wskaźnika referencyjnego oraz zabezpieczania instrumentów ETC. Niemniej jednak nie ma wymogu udostępniania informacji o ewentualnej ocenie mechanizmów zabezpieczeń przez niezależnego audytora. W rezultacie na giełdzie szwajcarskiej instrumenty ETC uwzględnione są w szerszej kategorii ETP, kategoria ta jednak nie obejmuje funduszy typu ETF.

Powyższe przykłady podkreślają zróżnicowane podejście europejskich giełd do klasyfikacji i definicji instrumentów ETC, co skutkuje wyraźnymi rozbieżnościami. Mimo istnienia pewnych wspólnych cech w podejściu tych giełd, nie można nie zauważyć istniejących różnic. Różnice te stają się szczególnie widoczne na przykładzie instrumentu Invesco Physical Gold ETC, który jest największym europejskim instrumentem ETC pod względem aktywów pod zarządzaniem. Na Borsa Italiana jest on klasyfikowany w kategorii „ETCs and ETNs”. Tymczasem na SIX Swiss Exchange zalicza się go do instrumentów typu ETP, ponieważ specyficzna kategoria dla instrumentów ETC tam nie istnieje. Natomiast na Deutsche Boerse Xetra, Invesco Physical Gold ETC jest przedstawiany jako instrument ETC, spełniający wymogi dedykowanej definicji dla takich instrumentów w ramach szerszej kategorii instrumentów ETP.

Analizując klasyfikację instrumentów typu ETC na europejskich giełdach, ważne jest zrozumienie konsekwencji tych rozbieżności dla ochrony inwestorów. Widać różne podejścia w zakresie wymogów dotyczących konstrukcji produktów.

<sup>15</sup> Np. Invesco Physical Gold ETC, który notowany jest również na Deutsche Börse Xetra.

Głównie można wyróżnić dwa modele: pierwszy wymaga od emitenta wydzielenia i pełnego zabezpieczenia aktywów inwestycyjnych, drugi nie kładzie nacisku na tę kwestię na poziomie regulacyjnym. W praktyce każdy system obrotu korzysta z animatora rynku, co gwarantuje płynność tych instrumentów i zbliżenie ich ceny do wartości odpowiadających im aktywów.

## 5. INSTRUMENTY ETC NA RYNKU POLSKIM

### 5.1. Wymogi w zakresie dopuszczenia instrumentów ETC do obrotu

Mając na uwadze przedstawione powyżej zasady obrotu instrumentami typu ETC na największych europejskich giełdach, można przejść do analizy rozwiązań krajowych, zawartych w regulacjach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Warto jedynie nadmienić, że obecnie rozwiązania te znajdują zastosowanie wyłącznie do instrumentów zagranicznych, wprowadzonych w Polsce do obrotu na zasadzie *dual listing*. Nie powstały bowiem dotychczas instrumenty typu ETC wyemitowane lokalnie.

W zakresie zatem zagranicznych (i w przyszłości potencjalnie również krajowych) instrumentów ETC wprowadzanych o obrotu na GPW przede wszystkim wprowadzono wymóg, by instrumenty te spełniały wymienioną wcześniej definicję z RTSu 2. Instrumenty typu ETC będące w obrocie na warszawskiej giełdzie będą zatem zawsze instrumentami pasywnymi, gdyż definicja ta wymaga, aby cena instrumentu typu ETC związana była z wynikami instrumentu bazowego oraz pasywnie podążała za wynikami towaru lub indeksami towarów, do których się odnosi. Chociaż nie wprowadzono wymogu fizycznego zabezpieczenia instrumentów ETC, zastosowano inne rozwiązanie. Wprowadzono szereg wymogów o charakterze informacyjnym, które zawarto w §17b Regulaminu Giełdy. Wymogi te rozszerzono w Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego (dalej: SZOG), w szczególności w §7a, gdzie określono, jakie informacje (stanowiące realizację wymogów z Regulaminu Giełdy) powinny być zawarte we wniosku emitenta o dopuszczenie instrumentów typu ETC do obrotu. Informacje, które emitent zobowiązany jest podać do wiadomości, dotyczą istotnych z perspektywy bezpieczeństwa inwestora kwestii. W szczególności chodzi o informacje pozwalające inwestorom na ocenę aktywów emitenta, jego sytuacji finansowej oraz praw związanych z instrumentami ETC. Dodatkowo, co w przypadku tych instrumentów wydaje się kluczowe, emitent zobowiązany jest udostępnić informacje o tym czy, a jeżeli tak, to w jakim zakresie stosowane są przez niego mechanizmy zapewniające w szczególności pasywny charakter instrumentu (powiązanie ceny z aktywem bazowym), wydzielenie aktywów inwestycyjnych czy przeznaczenie środków pozyskanych z emisji wyłącznie na nabycie aktywów bazowych.

Ponadto, Zarząd Giełdy, podejmując decyzje o dopuszczeniu instrumentów ETC do obrotu, stosuje standardowe kryteria określone w §10 Regulaminu Giełdy, które dotyczą wszystkich instrumentów finansowych i w dużej mierze odnoszą się do sytuacji emitenta. W szczególności konieczne jest uwzględnienie sytuacji finansowej emitenta, jego perspektyw rozwojowych oraz doświadczenia i kwalifikacji członków organów zarządzających. Taki wymóg może przyczynić się do zwiększenia bezpieczeństwa obrotu, ponieważ wymaga on dodatkowej oceny emitenta. Z drugiej jednak strony, w przypadku emitentów instrumentów ETC, podmioty te są zazwyczaj spółkami prawa handlowego (Cugia, 2015: 2118–2127), niejednokrotnie nieposiadającymi dłuższej historii czy też statusu dużych instytucji finansowych (lub spółek należących do ich grupy kapitałowej), jak ma to miejsce w przypadku emitentów instrumentów strukturyzowanych (emitowanych często przez banki). Również sytuacja finansowa emitentów instrumentów typu ETC, którzy zazwyczaj prowadzą działalność skupiającą się wyłącznie na emitowaniu tego typu produktów, istotnie odbiega od sytuacji finansowej instytucji finansowych emitujących instrumenty strukturyzowane. W takiej sytuacji może nie wydawać się celowe skupianie się na analizie sytuacji finansowej emitenta przy podejmowaniu decyzji o wprowadzeniu danego instrumentu do obrotu, bo może to zawęzić paletę instrumentów do tych emitowanych przez największe instytucje finansowe. Możliwe, że bardziej odpowiednie i wystarczające byłoby skoncentrowanie się na konstrukcji samego instrumentu i zaimplementowanych w nim mechanizmach ochrony inwestorów.

Podsumowując powyższe rozwiązania regulaminowe związane z zapewnieniem bezpieczeństwa inwestorów, można zauważyć, że GPW posłużyła się w dużej mierze rozwiązaniem autorskim. Z jednej strony nie wprowadzono wprost wymogu fizycznego zabezpieczenia instrumentu, jak ma to miejsce na niektórych zagranicznych rynkach, pozostawiając (potencjalną przynajmniej) możliwość wprowadzenia instrumentów, które tak nie funkcjonują. W praktyce wydaje się wątpliwe, by dopuszczono do obrotu instrumenty ETC, które nie są pasywne lub fizycznie zabezpieczone, choćby z tego powodu, że na rynku europejskim są one mało popularne. Z drugiej strony – niezależnie od specyfiki instrumentu i praktyki dotyczącej emitentów, GPW ocenia – przynajmniej w regulaminowym zakresie – sytuację finansową i biznesową emitenta. Z pewnością zwiększa to w pewnym zakresie bezpieczeństwo inwestorów. Z drugiej jednak strony – może w praktyce uniemożliwić wprowadzenie do obrotu niektórych interesujących instrumentów typu ETC, w przypadku których emitenci to nowo utworzone spółki celowe z krótką historią działalności. Ma to znaczenie szczególnie w sytuacji, gdy za emisję danego instrumentu odpowiada np. międzynarodowy fundusz inwestycyjny o długiej historii i uznanej renomie, którego sytuacja finansowa – jak grupy kapitałowej – nie budzi zastrzeżeń. Natomiast na potrzeby emisji danego instrumentu ETC, opartego o konkretne aktywa, fundusz ten powołuje odrębną spółkę celową.

Pozytywnie ocenić należy wprowadzenie dodatkowych wymogów informacyjnych. Ma to znaczenie w szczególności z perspektywy inwestorów indywidualnych, dla których analiza prospektu emisyjnego czy też licznych innych dokumentów źródłowych celem identyfikacji kluczowych aspektów bezpieczeństwa mogłaby być utrudniona. Prospekty informacyjne są obszerne i zredagowane w specyficzny sposób, a stosowane mechanizmy funkcjonują na bazie prawa obcego, co tym bardziej utrudnia ocenę ryzyka z nimi związanych.

## 5.2. Wymogi w zakresie dopuszczenia instrumentów ETC do obrotu

Warto też zwrócić uwagę na zasady, na jakich odbywać się będzie obrót instrumentami typu ETC na warszawskiej giełdzie. Z tej perspektywy kierowano się zasadniczo praktyką innych rynków i zasady obrotu upodobniono do zasad określających obrót funduszami typu ETF. W szczególności, o ile instrumenty typu ETC są instrumentami dłużnymi, wyłączone je 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 od instrumentów strukturyzowanych, których obrót zorganizowany jest w tzw. Systemie Animatora Rynku.

Obrót instrumentami ETC odbywa się na podstawie §82a SZOG w systemie notowań ciągłych, a warunki tego obrotu są zbliżone do tych mających zastosowanie do ETF-ów<sup>16</sup>. Podobnie do innych giełd europejskich, obrót ten odbywa się przy udziale animatora rynku, a zasady działalności animatora określono zasadniczo identycznie, jak w przypadku ETF-ów, w szczególności, jeśli chodzi o obowiązki w zakresie obecności animatora w arkuszu zleceń (co najmniej 80% sesji) oraz maksymalne *spready*, które animator zobowiązany jest utrzymywać (tj. nie większe niż 1,5%)<sup>17</sup>.

Z perspektywy systemu obrotu sytuacja podobna jest do funduszy typu ETF, gdyż obrót instrumentami ETC możliwy jest wyłącznie na rynku regulowanym. Nie przewidziano możliwości obrotu instrumentami ETC w alternatywnych systemach obrotu. W szczególności zastanawiać może brak możliwości wprowadzania do obrotu instrumentów typu ETC na GlobalConnect, która to platforma służy zasadniczo obrotowi instrumentami zagranicznymi, gdzie z wykorzystaniem animatora rynku można wprowadzić do obrotu instrumenty bez zgody emitenta. Rozwiązanie, w którym instrumenty typu ETC wprowadzane są do obrotu w alternatywnym systemie obrotu bez zgody emitenta, funkcjonuje na rynkach zagranicznych. Dla przykładu można wymienić BSE w Bułgarii, gdzie notowane są liczne

<sup>16</sup> Porównaj §79 SZOG.

<sup>17</sup> Załącznik nr 11 i 12 SZOG.

fundusze typu ETF oraz kilka instrumentów typu ETC<sup>18</sup>. Obecne brzmienie regulaminu GlobalConnect wyraźnie ogranicza jednak do akcji spółek posiadających status „*blue chip*”.

## PODSUMOWANIE

Instrumenty typu ETC do niedawna jeszcze traktowane były w literaturze przedmiotu jako innowacje finansowe (Marszk, 2017). Rozwój popularności produktów pasywnego inwestowania połączony z ograniczeniami wynikającymi z unijnych przepisów dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych (a zatem i funduszy typu ETF) spowodował istotny wzrost zarówno liczby instrumentów ETC pozostających w obrocie na giełdach Unii Europejskiej, jak i aktywów zainwestowanych w te instrumenty (EFAMA, 2020a). Z perspektywy regulacyjnej, chociaż instrumenty typu ETC funkcjonują w obrocie na zasadach podobnych do funduszy typu ETF i pełnią podobne funkcje, są jednak zasadniczo różne pod względem formy prawnej, a co za tym idzie, w pewnym zakresie różnią się też ryzykiem inwestycyjnym (w szczególności w zakresie ryzyka emitenta). W przeciwieństwie do ETF-ów, nie istnieją zharmonizowane przepisy określające zasady tworzenia, funkcjonowania czy obrotu instrumentami typu ETC.

Dokonana w artykule analiza regulacyjna oraz porównawcza wykazała, że taki stan rzeczy skutkuje sytuacją, w której podobne instrumenty charakteryzują się potencjalnie różnym poziomem ryzyka, co ma znaczenie w szczególności z perspektywy ryzyka niewypłacalności emitenta. Sytuacja ta nie jest bez znaczenia dla bezpieczeństwa inwestorów, którzy – co podkreślają organizacje branżowe – niejednokrotnie nie potrafią dostrzec doniosłości różnic pomiędzy konstrukcją funduszu inwestycyjnego (ETF) a zerokuponowej, zabezpieczonej obligacji (ETC). Odnosząc to do postawionej we wstępie hipotezy o potrzebie dalszej harmonizacji instrumentów typu ETC, wydaje się, że hipoteza taka jest jak najbardziej uzasadniona.

Kluczowy jest jednak ewentualny zakres przyszłej regulacji i harmonizacji. Po przeanalizowaniu bowiem mechanizmów stosowanych przez emitentów oraz platformy obrotu, na których dostępne są instrumenty typu ETC nie wydaje się uprawnione twierdzenie, że z uwagi na niezharmonizowany charakter instrumenty ETC są instrumentami o wysokim ryzyku inwestycyjnym, gdyż na rynku wykształciły się pewne standardy konstrukcji instrumentu i mechanizmy istotnie ograniczające to ryzyko. Rozwiązania te sprawiają, że inwestorzy nabywający instrumenty typu ETC w praktyce są niejednokrotnie w kluczowych aspektach chronieni na poziomie zbliżonym do inwestorów w ETF-y. Nie są to jednak uniwer-

<sup>18</sup> Tak funkcjonuje np. platforma MTF BSE International, prowadzona przez Bulgarian Stock Exchange ([www9](http://www9)).

salne i zagwarantowane regulacyjnie standardy, na których mogliby polegać inwestorzy. Istnienie jednak tych mechanizmów i zakres ich funkcjonowania pozostaje w gestii emitentów oraz poszczególnych giełd i nie ma w tym zakresie całkowitej spójności.

Przeprowadzona na potrzeby niniejszego artykułu analiza potwierdza słuszność rekomendacji formułowanej przez organizacje branżowe w zakresie ujednoczenia terminologicznego instrumentów pasywnego inwestowania. Jak bowiem pokazuje przeprowadzona analiza, rozbieżności w tym zakresie mogą wprowadzać w błąd zarówno inwestorów indywidualnych, jak i nawet profesjonalistów. Tym bardziej zasadne jest – na co wskazano w postawionej hipotezie badawczej – rozważenie dalszej harmonizacji instrumentów ETC oraz innych wchodzących w skład grupy instrumentów typu ETF. Takie działanie regulacyjne powinno pociągać za sobą harmonizację podstawowych zasad konstrukcji danych instrumentów i ich obrotu, co ułatwiłoby inwestorom podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych. Formułując takie postulaty warto jednak mieć na uwadze, że o ile harmonizacja nazewnictwa wydaje się pożądana, o tyle w zakresie konstrukcji instrumentów czy zasad obrotu może być ona trudna do osiągnięcia w takim stopniu, jak w przypadku funduszy inwestycyjnych typu ETF. Te ostatnie ze względów regulacyjnych umożliwiają ekspozycję zasadniczo na dwie klasy aktywów: akcje i obligacje. W przypadku instrumentów typu ETC paleta aktywów jest dużo szersza, a poszczególne klasy aktywów istotnie się różnią. Dla przykładu można zwrócić uwagę na zupełną odmienną zasad, na jakich odbywa się fizyczne zabezpieczenie instrumentu dla złota i uprawnień do emisji CO<sub>2</sub><sup>19</sup>. Sformułowanie zatem szczegółowych wytycznych na poziomie europejskim, które objęłyby w sposób kompleksowy wszystkie potencjalne aktywa bazowe nie wydaje się realne.

Oceniając rozwiązania przyjęte w zakresie obrotu instrumentami typu ETC przez GPW w Warszawie, warto zwrócić uwagę, że w wprowadzone regulaminowo wymogi zdają się chronić inwestorów w nieco szerszym zakresie niż niektóre giełdy krajów unijnych, co zasługuje na aprobatę. Konieczność szczegółowej analizy i oceny sytuacji emitenta może jednak ograniczać wprowadzanie do obrotu nowych instrumentów ETC, których emitenci (pomimo bycia nieraz częścią większej grupy kapitałowej) to nowo utworzone spółki celowe, powstałe celem emisji danego instrumentu. Pojawia się zatem pytanie, czy tak sformułowane regulacje nie są nadmiarowe. Ocena będzie jednak możliwa dopiero w dłuższej perspektywie, na razie bowiem dopuszczono do obrotu jeden instrument, który cieszy się sporym, na tle innych podobnych produktów, zainteresowaniem inwestorów (Paćkowski, 2023). Istotnym ograniczeniem rozwoju instrumentów ETC w Polsce może też okazać się brak możliwości notowania instrumentów typu ETC

<sup>19</sup> Ekspozycję na tę klasę aktywów oferuje m.in. SparkChange Physical Carbon EUA ETC (www10).

w alternatywnym systemie obrotu. Rekomendowane byłoby zatem umożliwienie obrotu instrumentami typu ETC również np. GlobalConnect, gdzie – podobnie do akcji spółek zagranicznych i wzorem innych giełd regionu – można byłoby wprowadzać do obrotu więcej takich instrumentów bez zgody ich emitentów, powiększając tym samym ofertę dla polskich inwestorów.

## BIBLIOGRAFIA

- Antoniewicz, R.S., Heinrichs, J. (2014). Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work, *ICI Research Perspective*, 20(5), s. 1-40.
- Blümke, A. (2009). *How to Invest in Structured Products: A Guide for Investors and Investment Advisors*. Chichester: Wiley.
- Busch, D., Ferrarini, G. (red.) (2017). *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*. Oxford: Oxford University Press.
- Cugia, F.O. (2015). A Legal Analysis of Exchange-traded Products. *Journal of Business and Economics*, 6(12), s. 2118-2127.
- Dorfleitner, G., Gerl, A., Gerer, J. (2018). The Pricing Efficiency of Exchange-traded Commodities. *Review of Managerial Science*, 12, s. 255-284.
- Dyrektywa Komisji (2010). Dyrektywa Komisji 2010/43/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą (Dz.U. L 176 z 10.7.2010).
- EFAMA (2020a). *Demystifying ETPs: An EFAMA Guide for the European Investor*. <https://www.efama.org/newsroom/news/demystifying-etps-efama-guide-european-investor>, [dostęp: 01.05.2024].
- EFAMA (2020b). *3 Questions to Keshava Shastry on „Demystifying ETPs: A Simple Guide for the European Investor”*, <https://www.efama.org/newsroom/news/3-questions-keshava-shastry-demystifying-etps-simple-guide-european-investor>, [dostęp: 01.05.2024].
- ESMA (2022). *Q&A on MiFID II and MiFIR Commodity Derivatives Topics*. <https://www.esma.europa.eu/document/qa-mifid-ii-and-mifir-commodity-derivatives-topics> [dostęp: 01.05.2024].
- ESMA (2023). *Q&A on the Application of the UCITS Directive*. <https://www.esma.europa.eu/document/qa-application-ucits-directive-0>, [dostęp: 01.05.2024].
- Euronext (2020). *Euronext Rule Book. Book I: Harmonised Rules*. [https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Harmonised%20rulebook\\_EN.pdf](https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Harmonised%20rulebook_EN.pdf) [dostęp: 01.05.2024].
- Euronext (2022). *Euronext Access Rule Book. MTF Operated by Euronext Paris*. <https://www.euronext.com/en/regulation/mtfs-operated-euronext> [dostęp: 01.05.2024].
- Fassas, A.P. (2012). Exchange-traded Products Investing and Precious Metal Prices. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 18(2), s. 127-140.
- Frączek, B. (2012). Potencjał rozwoju rynku ETF-ów. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 46(4), s. 155-166.
- Grill, M., Lambert, C., Marquardt, P., Watfe, G., Weistroffer, C. (2018). Counterparty and Liquidity Risks in Exchange-traded Funds. *Financial Stability Review*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201811\\_3.en.html#toc5](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201811_3.en.html#toc5) [dostęp: 01.05.2024].
- Marszk, A. (2017). Exchange Traded Commodities as a Category of Innovative Products on European Financial Markets. *Financial Internet Quarterly*, 13(2), s. 14-21.

- Marszk, A. (2018). Exchange-traded Products in Germany: Development and Substitution of Exchange-traded Funds, Exchange-traded Commodities and Exchange-traded Notes. *EQUILIBRIUM Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 13(4), s. 643-665.
- MiFiD II (2014). Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 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. UE L 173).
- MiFIR (2014). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014).
- Miziołek, T. (2022). Ewolucja przepisów prawnych dotyczących depozytariuszy na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 84(2), s. 27-42.
- Miziołek, T. (2024). *Inwestowanie indeksowe. Instrumenty finansowe typu ETN i ETC*. Warszawa: Wydawnictwo Maklerska.
- Miziołek, T., Feder-Sempach, E., Zaremba, A. (2020). *International Equity Exchange-traded Funds: Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*. <https://link.springer.com/10.1007/978-3-030-53864-4>, [dostęp: 01.05.2024].
- Orlando, G. (2013). *A Brief Guide on Exchanged Traded Products (ETPs)*, <http://www.ssm.com/abstract=2374033>, [dostęp: 01.05.2024].
- Paćkowski, D. (2023). *HANetf: ETF na fizyczne złoto nie będzie naszym jedynym produktem notowanym na GPW*, <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/hanetf-etf-na-fizyczne-zloto-nie-bedzie-naszym-jedynym-produktem-notowanym-na-gpw.surowce.309415> [dostęp:01.05.2024].
- Regulamin Giełdy (2022). Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zmianami (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 15 grudnia 2022 r.), [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Regulamin\\_Gieldy.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Regulamin_Gieldy.pdf) [dostęp: 11.06.2024].
- Rogała, M. (2016). *Otwarte fundusze inwestycyjne. Zasady są proste*. Onepress. Gliwice.
- Rozporządzenie (2014). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012.
- Rozporządzenie (2017). 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 30.6.2017).
- Rozporządzenie delegowane Komisji (2016). 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 31.3.2017).
- SIX (2024). *Additional Rules for the Listing of Exchange Traded Products*. <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/aretp-en.pdf> [dostęp: 15.02.2024].
- Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego (2024). Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP, uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r., z uwzględnieniem zmian (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 15 maja 2024 r. [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG\\_pl.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG_pl.pdf) [dostęp:11.06.2024]
- TFUE (2009). Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana) (Dz.U. C 202 z 7.6.2016).



- UCITS (2009), 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 (Dz.U. L 302 z 17.11.2009).
- WisdomTree. (2023). *ETPedia – the Educational Guide to ETPs*. <https://www.wisdomtree.eu/en-gb/resource-library/etpedia> [dostęp: 01.05.2024].
- Xetra (2014). *Exchange Traded Funds & Exchange Traded Products Segment. Conditions for Participation*, <https://www.xetra.com/xetra-en/meta/rules-and-regulations/Exchange-Traded-Funds-Exchange-Traded-Products-Segment-Conditions-for-Participation-1736212> [dostęp: 01.05.2024].
- Xetra (2024). *Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse*. <https://www.xetra.com/xetra-en/meta/rules-and-regulations/Exchange-Rules-for-the-Frankfurter-Wertpapierb-rse-60120> [dostęp: 01.05.2024].
- (www1) Deutsche Börse Xetra, <https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps> [dostęp: 01.05.2024].
- (www2) Swiss Exchange, <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/etfs-etps-and-funds.html> [dostęp: 01.05.2024].
- (www3) <https://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etfs-etps/products> [dostęp: 01.05.2024].
- (www4) Lista funduszy ETF dostępnych w ofercie Biura maklerskiego mBanku, <https://www.mbank.pl/pdf/ind/inwestycje/lista-funduszy-etf.pdf> [dostęp: 01.05.2024].
- (www5) Wyszukiwarka funduszy ETF, <https://bossa.pl/oferta/rynek-zagraniczny/kid> [dostęp: 01.05.2024].
- (www6) <https://www.xetra.com/xetra-en/> [dostęp: 31.03.2024].
- (www7) *Inspection of Gold Bullion*, <https://www.ishares.com/uk/individual/en/literature/annual-report/ishares-physical-metals-gold-bullion-emea.pdf> [dostęp: 01.05.2024].
- (www8) [https://www.xetra-gold.com/fileadmin/user\\_upload/Downloads\\_Deutsch/Statistik-DBComm\\_Gold\\_bar\\_list.pdf](https://www.xetra-gold.com/fileadmin/user_upload/Downloads_Deutsch/Statistik-DBComm_Gold_bar_list.pdf) [dostęp: 01.05.2024].
- (www9) <https://bse-sofia.bg/mtf-international/> [dostęp: 05.05.2024].
- (www10) <https://www.hanetf.com/product/30/fund/sparkchange-physical-carbon-eua-etc> [dostęp: 10.03.2024].

## INSTRUMENTY TYPU ETC JAKO NOWE INSTRUMENTY FINANSOWE NA GPW – WYZWANIA REGULACYJNE W ASPEKcie PORÓWNAWCZYM

**Cel artykułu.** W niniejszym artykule podjęto tematykę instrumentów finansowych typu ETC (ang. *Exchange-Traded Commodities*). Przyczynkiem do tej analizy było wprowadzenie pierwszego takiego instrumentu do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w sierpniu 2023 r., co stanowiło znaczący krok w ewolucji rynku kapitałowego w Polsce. Koncentrując się na regulacjach wprowadzonych przez GPW w Warszawie, przeanalizowano adekwatność środków mających na celu ochronę nabywców instrumentów typu ETC. Analiza ta objęła również perspektywę i rynek europejski, dostarczając porównawczego spojrzenia na krajowe rozwiązania. Przeanalizowano konstrukcję instrumentu, ramy regulacyjne, genezę oraz zasady działania ETC, rozróżniając te instrumenty od funduszy typu ETF. Pomimo podobieństw, instrumenty typu ETC różnią się bowiem znacznie pod względem struktury i charakteru prawnego od funduszy typu ETF. W szczególności nie są one zharmonizowane na poziomie europejskim, co wpływa na ochronę inwestorów. Ta różnica skłania do postawienia pytań dotyczących skuteczności istniejących

regulacji dla zapewnienia bezpieczeństwa inwestorów i pewności obrotu, nie tylko na gruncie Polski.

**Metoda badawcza.** Aby odpowiedzieć na te pytania, w podjętej analizie dokonano przeglądu literatury, analizy aktów prawnych oraz danych rynkowych. Zastosowano analizę porównawczą, aby zbadać funkcję w obrocie, konstrukcję oraz aspekty regulacyjne funkcjonowania instrumentów typu ETC w porównaniu do ETF-ów, ze szczególnym uwzględnieniem mechanizmów ochrony inwestorów. Dodatkowo, porównano regulacje obowiązujące w zakresie instrumentów typu ETC na kluczowych giełdach europejskich w odniesieniu do rozwiązań wdrożonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

**Wyniki badań.** Przeprowadzona analiza prowadzi do wniosku, że brak zharmonizowanych regulacji dla instrumentów typu ETC stanowi istotne wyzwanie dla inwestorów. W praktyce są oni, niejednokrotnie w kluczowych aspektach, chronieni na poziomie zbliżonym do inwestorów w ETF-y. Nie są to jednak uniwersalne i zagwarantowane regulacyjne standardy, na których inwestorzy mogliby polegać. Rekomendowane jest zatem ujednoczenie terminologiczne instrumentów pasywnego inwestowania, które powinno pociągać za sobą harmonizację podstawowych zasad konstrukcji danych instrumentów i ich obrotu. W odniesieniu do instrumentów typu ETC na GPW w Warszawie, wprowadzone rozwiązania przewyższają pod względem ochrony inwestorów odpowiedniki obserwowane na niektórych innych rynkach UE. Niemniej jednak, postulowane są dalsze zmiany regulaminowe, który mogłyby przyczynić się do dalszego rozwoju rynku instrumentów typu ETC w Polsce.

**Słowa kluczowe:** ETC, ETF, Exchange Traded Commodities, inwestowanie pasywne, inwestowanie indeksowe.

**JEL Class:** K20, G15, G32.

Zakończenie recenzji/ End of review: 07.06.2024

Przyjęto/Accepted: 13.06.2024

Opublikowano/Published: 20.06.2024