Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Zakład Rynków Finansowych

TERESA KONDRAKIEWICZ

Fundusze ETF na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

ETF on the Warsaw Stock Exchange

Słowa kluczowe: ETF, fundusze inwestycyjne

Key words: ETF, investment funds

Wstęp

Współczesne rynki finansowe oferują potencjalnym inwestorom szeroką gamę instrumentów finansowych o zróżnicowanym poziomie płynności, ryzyka i możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu, a także o różnej dostępności – w niektórych przypadkach wymagane są znaczne zasoby kapitału lub oferta jest skierowana do określonej grupy podmiotów. Jednym z nowych instrumentów polskiego rynku kapitałowego są fundusze ETF, które we wrześniu 2010 r. pojawiły się na GPW w Warszawie. Należą one do funduszy inwestycyjnych otwartych, ale w odróżnieniu od pozostałych podmiotów tej grupy mogą być przedmiotem obrotu giełdowego i w związku z tym są dostępne dla szerokiej rzeszy inwestorów indywidualnych. Zasady obrotu jednostkami funduszy ETF są takie same jak w przypadku akcji, co zapewnia ich płynność i bieżącą wycenę.

Celem artykułu jest prezentacja funduszy ETF jako nowych na polskim rynku giełdowym instrumentów finansowych oraz ocena ich atrakcyjności jako przedmiotu inwestycji. Analiza stanu rynku funduszy ETF notowanych na GPW oraz ich rentowności w porównaniu z odpowiednimi indeksami giełdowymi pozwoliła na

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

określenie ich specyfiki oraz identyfikację ważniejszych zalet i wad. Dane liczbowe dotyczące analizowanego rynku pochodzą ze stron funduszy ETF, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz portali finansowych.

1. Specyfika funduszy ETF

Fundusze ETF funkcjonują na rynkach światowych stosunkowo krótko, w Polsce zaledwie od niespełna trzech lat. Są to instrumenty finansowe, w odniesieniu do których używana jest nazwa ETF, gdyż określenie to nie ma swojego odpowiednika w języku polskim. Termin ETF pochodzi z języka angielskiego i jest skrótem od zwrotu *exchange-traded fund*, co w dosłownym brzmieniu oznacza „fundusz notowany na giełdzie". Tak więc ETF to rodzaj funduszy inwestycyjnych, które stanowią jedną z form lokowania czasowo wolnych środków na rynkach finansowych. Obecnie fundusze inwestycyjne są powszechne nie tylko na rynkach światowych, ale również w Polsce. W praktyce funkcjonują ich liczne rodzaje przeznaczone dla różnych uczestników, przyjmujące odmienne konstrukcje prawne, emitujące różne instrumenty finansowe i prowadzące zróżnicowaną politykę inwestycyjną. Duża różnorodność funduszy inwestycyjnych sprawia, że klasyfikuje się je zarówno pod względem kryteriów prawnych, jak i ekonomicznych [por. Perez, 2012, s. 44–57].

Zgodnie z Ustawą o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz. U. 2004 Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.) do podstawowych rodzajów funduszy, jakie mogą być obecnie tworzone w Polsce, należą fundusze inwestycyjne otwarte, fundusze inwestycyjne zamknięte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, wyróżnione według kryterium konstrukcji prawnej funduszu. Fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) są skierowane do potencjalnie nieograniczonej liczby inwestorów różnego rodzaju (osoby fizyczne, prawne i instytucje nieposiadające osobowości prawnej) i emitują jednostki uczestnictwa, które nie są papierami wartościowymi i nie mogą być przedmiotem obrotu wtórnego, ale podlegają codziennej wycenie i są zbywane i odkupywane w zasadzie na każde żądanie uczestników.

Fundusze ETF, podobnie jak FIO, również są dostępne dla szerokiej rzeszy inwestorów indywidualnych, ale emitowane przez nie instrumenty nie stanowią przedmiotu obrotu na rynku wtórnym, co istotnie różni je od funduszy otwartych. Rodzi to problemy w zakresie jednoznacznej klasyfikacji funduszy ETF oraz ich instrumentów i sprawia, że zarówno w przepisach prawnych, jak i w literaturze o tematyce finansowej brak jest pełnych i jednoznacznych definicji. Sytuacja taka ma miejsce nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach. Potwierdzeniem tego może być fakt, że według klasyfikacji stosowanej przez Investment Company Institute (instytucja wspierająca funkcjonowanie i rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w USA) fundusze ETF zostały zaliczone do odrębnej grupy, chociaż prawnie są klasyfikowane jako fundusze inwestycyjne otwarte. Warto jednak podkreślić, że pod względem niektórych cech fundusze ETF funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych są zbliżone

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

do funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Chodzi przede wszystkim o to, że nie mają one obowiązku umarzania swoich tytułów uczestnictwa [Krupa, 2008, s. 71].

Brak jednoznacznego charakteru prawnego funduszy ETF sprawia, że podobne dylematy klasyfikacyjne dotyczą również emitowanych przez nie instrumentów. Analiza ich charakterystycznych cech prowadzi do wniosku, że należy je uznać za dokumenty o statusie papieru wartościowego, określane też czasami jako zbywalne certyfikaty lub tytuły uczestnictwa w dochodach lub w podziale majątku spółek. Uściślając specyfikę ETF jako instrumentów finansowych, można je zdefiniować jako zbywalne dokumenty reprezentujące prawo własności do portfela papierów wchodzących w skład wybranego indeksu. Inwestor kupujący te dokumenty w sposób pośredni nabywa akcje wchodzące w skład wybranego indeksu w dokładnie takich samych proporcjach, w jakich znajdują się one w danym indeksie. Podstawowa różnica pomiędzy inwestycją w jednostki ETF a inwestycją w akcje polega na tym, że prawa wynikające z posiadanych walorów mogą być realizowane nie w sposób bezpośredni, lecz za pośrednictwem emitenta ETF [por. Nawrot, 2007, s. 68–69].

Fundusze ETF są funduszami indeksowymi, zarządzanymi pasywnie. Specyfika ich konstrukcji implikująca zarządzanie pasywne sprawia, że zarządzający nie stara się być lepszy od indeksu, którego odzwierciedleniem jest dany fundusz, ale osiągnąć rentowność jak najwierniej oddającą stopę zwrotu z danego indeksu. Dlatego też *tracking error*, czyli błąd odchylenia stopy zwrotu ETF od indeksu, często nie przekracza 0,1%. Jednostki funduszy ETF naśladują zmiany indeksów akcji, obligacji czy rynku towarowego, ale ich skład nie musi być repliką konkretnego instrumentu, którego dotyczy. O wiele częściej firmy zarządzające funduszami stosują tzw. replikację syntetyczną, polegającą na odwzorowaniu zachowania indeksu z użyciem swapa, niż fizyczną, poprzez kupno instrumentów z indeksu.

2. Początki funduszy ETF na GPW i zasady obrotu

Fundusze ETF funkcjonują w Polsce bardzo krótko, ale warto zaznaczyć, że po raz pierwszy próbę utworzenia takiego funduszu podjęto już w maju 2002 r. Obecne BPH TFI (funkcjonujące wówczas jako CA IB TFI) planowało powołanie funduszu inwestycyjnego mieszanego naśladującego zmiany jednego z najbardziej popularnych indeksów światowego rynku akcji (DAX lub S & P 500). Jednak z uwagi na zbyt małe zainteresowanie ze strony potencjalnych inwestorów instytucjonalnych (wynikające ze złej koniunktury panującej wówczas na zagranicznych giełdach) zrezygnowano z tego pomysłu. Kolejne możliwości rozwoju funduszy ETF pojawiły się wraz z wejściem w życie Ustawy o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r., która wprowadziła m.in. nowe szczególne typy funduszy inwestycyjnych, a wśród nich fundusze portfelowe, stanowiące polskie odpowiedniki *exchange-traded funds*. Pomimo zainteresowania ze strony zagranicznych instytucji finansowych do wprowadzenia funduszy ETF do Polski w tamtym okresie również nie doszło. Główną przyczyną były przepisy

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, uniemożliwiające wówczas obrót papierami wartościowymi funduszy zagranicznych typu UCITS mających charakter otwarty. Dopiero kolejne zmiany legislacyjne stworzyły podstawy rozwoju rynku funduszy ETF, ale procedury ich wprowadzania trwały relatywnie długo. Dlatego też wbrew optymistycznym oczekiwaniom nie zrealizowano wówczas ani zamiarów Lyxor Asset Management z francuskiej grupy Societe Generale (plan debiutu na GPW funduszy ETF jesienią 2008 r.), ani porozumienia GPW z Taiwan Stock Exchange Corporation (dotyczącego wprowadzenia funduszu ETF). Przepisy pozwalające na obrót otwartymi funduszami ETF weszły w życie dopiero w styczniu i październiku 2009 r. (odpowiednie nowelizacje Ustawy o funduszach inwestycyjnych i Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Wprowadzenie funduszy ETF na rynek GPW stało się faktem dopiero we wrześniu 2010 r. Jako pierwszy produkt tego typu powstał ETF na WIG20. Jego emitentem jest Multi Units Luxembourg, należący do grupy kapitałowej Société Générale, a podmiot zarządzający funduszem to Lyxor Asset Management, z siedzibą w Luksemburgu. Procedura wprowadzania funduszu na GPW trwała stosunkowo długo, bo aż kilkanaście miesięcy. Dopuszczenie do obrotu giełdowego nastąpiło 16 września 2010 r., a kilka dni później (22 września) odbyło się pierwsze notowanie funduszu Lyxor ETFW20L [www.gpw.pl].

Kolejne fundusze ETF pojawiły się na GPW ponad pół roku później. Od 31 maja 2011 r. notowane są dwa ETF na indeksy giełd zagranicznych: DAX i S & P 500. Dla ETF na indeks DAX nazwa skrócona to ETFDAX, a dla ETF na indeks S & P 500 – ETFSP500. Ich emitentem jest również Multi Units Luxembourg, wszystkie ETF wprowadzone dotychczas na polski rynek giełdowy są więc subfunduszami jednego funduszu parasolowego. Warto zaznaczyć, że ETF powiązane z indeksami giełd zagranicznych powstały znacznie wcześniej, niż wprowadzono je na rynek polski, i są one notowane również na innych giełdach (m.in. Deutsche Boerse, NYSE Euronext czy Bolsa de Madrid) [www.lyxoretf.pl].

Wszystkie fundusze ETF na GPW w Warszawie notuje się w walucie polskiej, w systemie notowań ciągłych, na takich samych zasadach jak akcje, więc termin rozliczenia transakcji również wynosi T + 3; możliwe jest także zawieranie transakcji pakietowych. Jednostkę notowania stanowi jeden tytuł uczestnictwa, którego wartość początkowa odzwierciedlała określony ułamek wartości odpowiedniego indeksu. W przypadku ETFW20L była to 1/10 wartości indeksu WIG20, dla ETFDAX wartość w PLN odpowiada 1/100 wartości indeksu DAX w euro, zaś dla ETFSP500 wartość w PLN to 1/100 wartości indeksu S & P 500 w USD. Bieżącej wyceny walorów dokonuje się na bazie kwotowania animatorów i kursów transakcji zawieranych w trakcie sesji giełdowej. Funkcję animatorów rynku dla funduszy ETF pełnią renomowanie firmy inwestycyjne (Unicredit Bank i Societe Generale SA dla ETFW20L; Societe Generale i Investment Bank dla pozostałych ETF), które mają gwarantować zapewnienie odpowiedniej płynności obrotów na rynku wtórnym. Maksymalny spread w ofertach animatora nie może przekroczyć 1,5%, a minimalna wartość oferty kup-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

na lub sprzedaży wynosi po 400 tys. PLN. Animatorzy muszą utrzymywać oferty w arkuszu zleceń przez minimum 80% czasu trwania sesji giełdowej. Jeśli na rynku występuje duża zmienność, ETF może być przedmiotem daytradingu, podobnie jak zwykłe akcje czy kontrakty terminowe. Jak dotąd nie ma jednak możliwości zastosowania krótkiej sprzedaży.

3. Wolumen i wartość obrotów na rynku funduszy ETF na GPW

Wprowadzenie funduszy ETF do obrotu giełdowego rozszerzyło możliwości wyboru potencjalnych inwestorów. Na pierwszej sesji wykazali oni co prawda zainteresowanie nowym instrumentem, ale ani liczba, ani wartość transakcji zawieranych na rynku ETF nie była zbyt wysoka. Do końca 2010 r. wolumen obrotu jednostkami ETFW20L wyniósł 259,6 tys., przy wartości obrotu około 70,5 mln zł (w statystykach z roku 2010 podawano wartość 141 mln zł, gdyż początkowo wartość obrotu liczono podwójnie). W dwóch kolejnych latach łączna wartość obrotów jednostkami ETF znacznie przekroczyła poziom 200 mln zł. Podstawowe informacje dotyczące statystyk obrotu jednostkami ETF na GPW w latach 2010–2012 zawiera tabela 1.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki giełdowe dla funduszy ETF na GPW w latach 2010–2012

	2010	2011	2012
ETF – notowania ciągłe			
Liczba notowanych serii na koniec roku	1	3	3
Wartość obrotów w całym roku (tys. zł)[a]	70 515	259 718	217 126
Średnie obroty na sesję (tys. zł)	279	1 035	872
Liczba transakcji na sesję	10	35	29
Średnia wartość transakcji (zł)	26 822	29 798	29 825
Wolumen obrotu na sesję	1 026	4 178	4 479
Wartość aktywów netto ogółem (tys. zł)	251 357	3 418 025	3 248 486
Wartość aktywów netto na jednostkę (zł)	279,29	514,15	618,44
ETF – transakcje pakietowe			
Liczba zawartych transakcji (pojedynczo)	5	5	1
Średnia wartość transakcji (tys. zł)	2 923	4 918	6 045
Wartość obrotów w całym roku (tys. zł)	14 616	24 590	6 045

[a] Bez transakcji pakietowych.

Źródło: www.gpw.com.pl.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

Analizując dane zawarte w tabeli 1, należy pamiętać, iż fundusze ETF były przedmiotem obrotu giełdowego dopiero od września 2010 r., stąd znacznie niższe wartości obrotów niż w kolejnych latach. W danych dotyczących aktywności inwestorów na rynku funduszy ETF zwraca uwagę spadek wartości obrotów w 2012 r. w stosunku do roku poprzedniego (łącznie z transakcjami pakietowymi wyniosły one 223,2 mln zł przy wartości 284,3 mln zł w roku 2011). Towarzyszył mu wzrost przeciętnego wolumenu obrotu przypadającego na sesję i spadek liczby zawieranych transakcji. Warto zaznaczyć, że rynek funduszy ETF cechuje dużo większa zmienność skali obrotów niż w przypadku pozostałych instrumentów notowanych na GPW. Różnice w wartości wolumenu i wartości obrotów na kolejnych sesjach przekraczają często kilkaset procent, dlatego wartości średnie mogą być mylące i nie wystarczają do odzwierciedlenia tendencji panujących na tym rynku. W niektórych miesiącach następował ponaddwukrotny wzrost wartości obrotów w stosunku do wielkości z poprzedniego okresu (czerwiec 2012, sierpień 2012). Jako inny przykład znacznych wahań wartości zawieranych transakcji można przytoczyć fakt, że w drugim tygodniu sierpnia 2011 r. łączna wartość obrotów sesyjnych tytułami uczestnictwa funduszy ETF była zbliżona do średniej z kilku poprzednich miesięcy. Z kolei średnia dzienna wartość transakcji 8 sierpnia 2011 r. wyniosła prawie 6 mln zł, co w zestawieniu z danymi z tabeli 1 pokazuje skalę zmienności zainteresowania funduszami ETF.

Udział poszczególnych ETF w obrotach ogółem jest bardzo nierównomierny. Zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym zdecydowanie dominuje w nich ETFW20L, na który – generalnie rzecz biorąc – zawsze przypada ponad 85% zawieranych transakcji, a są sesje, gdy wartość ta jest bliska 99%. Tak znikomy udział funduszy ETF na indeksy giełd zagranicznych w obrotach ogółem wynika prawdopodobnie przede wszystkim z braku zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych. Jedynie w lutym 2012 r. zawierano stosunkowo duże transakcje tytułami uczestnictwa funduszy Lyxor ETF S & P 500 i Lyxor ETF DAX (o łącznej wartości blisko 8 mln zł), co przypuszczalnie wynikało z inwestycji podmiotów instytucjonalnych. W pierwszym roku notowań ETF na indeksy giełd zagranicznych zawarto zaledwie 883 transakcje tytułami uczestnictwa funduszu odwzorowującego wyniki indeksu S & P 500 i 533 transakcje tytułami uczestnictwa funduszu replikującego wyniki indeksu DAX, zaś łączne obroty tymi instrumentami wyniosły odpowiednio 10,28 mln zł i 4,86 mln zł [www.etf.com.pl].

W kontekście tendencji rynku ETF niepokojący jest nie tylko fakt niewielkiego udziału ETFDAX i ETFSP500 w łącznych obrotach, ale również brak kolejnych tego typu produktów na GPW i zauważalna od 2012 r. tendencja spadku liczby i wartości zawieranych transakcji. W pierwszych pięciu miesiącach 2013 r. łączna wartość obrotów wyniosła niespełna 58 mln zł i była o ponad połowę (52,8%) niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

4. Rentowność funduszy ETF na GPW

Z punktu widzenia potencjalnych inwestorów najważniejsze są osiągane przez dany instrument stopy zwrotu. W przypadku funduszy ETF były one bardzo zróżnicowane zarówno w ujęciu długookresowym, tj. w całym analizowanym przedziale czasowym, jak i w poszczególnych latach. Ich zmienność ściśle wiąże się z ogólną koniunkturą na rynkach giełdowych. Zdecydowanie najlepszym podokresem okazał się rok 2012, kiedy stopy zwrotu wszystkich funduszy ETF były dodatnie. Z kolei najmniej korzystny okazał się rok 2011, który z jednym wyjątkiem przyniósł ujemną rentowność funduszy ETF (por. tabela 2).

Tabela 2. Stopy zwrotu funduszy ETF i odpowiadających im indeksów w okresie 22.09.2010–31.05.2013

Fundusz lub indeks	2010 (od 22.09)	2011	2012	2013 (do 31.05)	Od dnia debiutu do 31.05.2013
ETFDAX[a]	–	–6,36	14,26	15,00	23,05
DAX[a]		–19,13	29,06	9,67	14,47
EYFSP500[a]	–	17,71	0,50	25,06	47,94
S & P 500[a]		–6,51	11,52	16,73	21,23
ETFWIG20[a]		–26,11			–10,77[b]
WIG20[a]		–26,14			–14,40 [b]
ETFWIG20	9,37	–25,34	26,89	–4,83	–1,39
WIG20	5,60	–21,85	20,45	–3,77	–4,08

– Instrument nie był jeszcze notowany na GPW.
[a] Za rok 2011 stopa zwrotu w okresie od 31.05.2011 do 30.12.2011.
[b] Stopa zwrotu w okresie od 31.05.2011 do 31.05.2013.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.com.pl, www.money.pl.

Analiza całego okresu obecności jednostek ETF na GPW wskazuje, że dodatnie stopy zwrotu osiągnęły jedynie fundusze powiązane z indeksami giełd zagranicznych, a ETF na WIG20 cechowały spadki. Miały one miejsce nie tylko dla całego okresu notowań (od dnia debiutu), ale również w okresie dwuletniej obecności na giełdzie pozostałych ETF, które osiągnęły dodatnie stopy zwrotu. Rentowność ETFW20 była w analogicznym okresie ujemna, a co więcej, straty okazały się znacznie większe niż dla okresu liczonego od dnia debiutu.

Ze względu na specyfikę funduszy ETF oprócz analizy bezwzględnej stopy zwrotu istotne jest także jej porównanie z kształtowaniem się odpowiednich indeksów giełdowych. Potrzebne do tego dane również zawiera tabela 2. W związku z różnym terminem wejścia do obrotu poszczególnych funduszy ETF w celu adekwatnego po-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

równania wyników dla najdłużej notowanego instrumentu (ETFW20L) obliczono nie tylko stopy zwrotu w całym 2011 r. ale dodatkowo także w okresach odpowiadających obecności pozostałych ETF na rynku giełdowym (tj. od 31 maja 2011 do 30 grudnia 2011 r.). Jako daty końcowe notowań w poszczególnych latach przyjęto dzień ostatniej sesji na GPW (odpowiednio 31 grudnia 2010, 30 grudnia 2011 i 28 grudnia 2012 r.), chociaż nie w każdym przypadku był to ostatni dzień notowań danego indeksu – giełdy we Frankfurcie i w Nowym Jorku pracowały również 31 grudnia 2012 r. W analizie nie uwzględniono wartości indeksów DAX i S & P 500 w tym dniu, aby zachować ten sam okres badawczy.

Z założenia fundusze ETF mają wiernie naśladować zmiany odpowiednich indeksów. W praktyce kurs wszystkich ETF notowanych na GPW znacznie odbiegał od przyjętych założeń, które wynosiły 1/10 wartości indeksu bazowego dla ETFW20L oraz 1/100 w przypadku funduszy ETFDAX i ETFSP500. Było tak praktycznie w całym okresie notowań jednostek na GPW; co więcej, zdarzały się też sytuacje, że kierunek zmian kursu ETF był inny niż kierunek zmian odpowiadającego mu indeksu (np. w 2011 r. kurs ETFSP500 piął się w górę, a indeksu S & P 500 – spadał). W rezultacie również stopy zwrotu osiągane przez fundusze ETF znacznie różnią się od zmian wartości indeksów w analogicznych okresach. Duże różnice między procentowo wyrażonymi zmianami notowań jednostek funduszy ETF i odpowiadającymi im indeksami występują w przypadku każdego z trzech notowanych na GPW instrumentów. Generalnie jednak są one znacznie większe w przypadku produktów odwzorowujących indeksy giełd zagranicznych, dochodziły bowiem do kilkunastu lub nawet kilkudziesięciu punktów procentowych, podczas gdy dla ETFW20L i WIG20 nie przekraczały kilku punktów procentowych. Uwzględniając cały okres badawczy, jako instrument o największej rozpiętości i zmienności stóp zwrotu należy wskazać fundusz ETFSP500. Rozbieżność wartości jednostek ETF i odpowiadających im indeksów występuje na całym świecie i można to zjawisko uznać za normalne, istotna jest jednak wielkość tej różnicy, która w przypadku funduszy polskiej giełdy znacznie przekracza wartości na innych rynkach. Wyjaśnienie tak znacznej dysproporcji stanowi ważne wyzwanie badawcze. Zadanie to wykracza poza cel i ramy objętościowe niniejszego opracowania, ale powinno stać się przedmiotem przyszłych badań. Wydaje się, że jednym z możliwych powodów tego stanu rzeczy może być relatywnie niewielka skala obrotu funduszami powiązanymi z indeksami giełd zagranicznych.

Oprócz występowania rozbieżności pomiędzy stopami zwrotu funduszy ETF i indeksów giełdowych istotną kwestią jest również to, jakie są tendencje relatywnych zmian wartości kursów funduszy ETF w porównaniu do indeksów w okresach hossy i bessy. Rok wejścia na giełdę obu funduszy ETF powiązanych z indeksami zagranicznymi był okresem głębokich spadków. Ich jednostki cechowały wówczas dużo lepsze wyniki inwestycyjne niż odpowiadające im indeksy, a w przypadku ETFSP500 była to nawet wysoka dodatnia stopa zwrotu (17,71% przy –6,51% dla indeksu S & P 500). Następny rok przyniósł dodatnie stopy zwrotu indeksów, wyniki jednostek funduszy były również dodatnie, ale miały zdecydowanie niższą wartość

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

niż indeksy. Z kolei pierwsze miesiące 2013 r., jak również cały okres badawczy przyniosły większą opłacalność inwestycji w fundusze w porównaniu do zmian indeksów. Analiza rentowności ETFW20L prowadzi do wniosku, że w okresach wzrostów WIG20 fundusz osiągał wyniki jeszcze lepsze niż indeks, ale w okresie dekoniunktury jego spadki były głębsze niż w przypadku WIG20. Odstępstwem od tej zależności są wyniki w całym analizowanym okresie, tj. od dnia jego debiutu do końca maja 2013 r., kiedy to spadki indeksu były o prawie 3 punkty procentowe większe niż spadki wartości jednostek funduszu.

Jedną z przyczyn różnic w kursach ETF i odpowiadających im indeksach może być komponent dywidendy. Generalnie rzecz biorąc, fundusze indeksowe nie wypłacają swoim uczestnikom dywidendy, jaką otrzymują ze spółek z indeksu, gdyż powiększa ona majątek funduszu. W przypadku funduszy ETF możliwe jest jedynie otrzymywanie tzw. dywidendy syntetycznej, będącej odpowiednikiem strumienia dywidend wypłacanych przez spółki z odpowiedniego indeksu, na zasadach podobnych jak na rynku akcji. Wypłaty dywidendy nie przewiduje statut ETFDAX, z kolei ETFSP500 zakłada wypłatę dwukrotnie w ciągu roku. Dotychczas wyniosła ona 0,12 euro (12 grudnia 2011 r.) i 0,10 euro (16 lipca 2012 r.). W przypadku ETFWIG20 od listopada 2012 r. wypłata dywidendy nie jest możliwa (zmiany w prospekcie funduszu). We wcześniejszym okresie funkcjonowania Lyxor ETF WIG20 dwukrotnie wypłacił dywidendę w wysokości 4,59 zł (3 marca 2011 r.) i 9,68 zł (grudzień 2011 r.). Była ona równa średniej ważonej dywidend spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 i wpłynęła oczywiście na kształtowanie się kursu jednostek, ale polityka poszczególnych ETF w tym zakresie nie wyjaśnia w sposób wystarczający zmienności i zróżnicowania ich stóp zwrotu.

Na wyniki inwestycji w jednostki funduszy ETF wpływają również inne koszty, z których najważniejsze są opłaty manipulacyjne przy zawieraniu transakcji oraz opłaty za zarządzanie pobierane przez wszystkie fundusze inwestycyjne. Opłaty manipulacyjne kształtują się na tym samym (lub w zależności od domu maklerskiego bardzo zbliżonym) poziomie co na rynku akcji. Koszty zarządzania obciążają aktywa i są rozłożone proporcjonalnie w stosunku rocznym. Ich poziom jest znacznie niższy niż w funduszach zarządzanych aktywnie i wynosi obecnie 0,15–0,2% (w trakcie notowań na GPW obniżono opłaty dla ETFSP500) [www.lyxoretf.pl].

5. Ocena atrakcyjności funduszy ETF jako przedmiotu inwestycji

Jednostki uczestnictwa funduszy ETF stanowią jedną z alternatywnych możliwości inwestycji na GPW w Warszawie. Cechuje je szereg zalet, z których za najważniejsze należy uznać łatwy dostęp dla szerokiego kręgu potencjalnych uczestników i bieżącą wycenę. W przypadku jednostek będących przedmiotem obrotu giełdowego wycena jest prowadzona w sposób ciągły w całym czasie trwania sesji, a nie tylko raz dziennie, jak ma to miejsce w przypadku zwykłych funduszy inwestycyjnych otwartych.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

Ważną cechę ETF stanowi też duża prostota i przejrzystość instrumentu. Strategia inwestycyjna jest bardzo klarowna – naśladowanie zmian odpowiedniego indeksu. Tym samym nabycie jednostek umożliwia inwestowanie zgodne z jego zachowaniem, bez konieczności kupowania akcji wszystkich spółek z jego portfela, gdyż teoretycznie powinno to przynieść taki sam wynik. Analiza stóp zwrotu funduszy ETF notowanych na GPW nie potwierdziła jednak wystąpienia takiej zależności.

Do niewątpliwych zalet funduszy ETF należy zaliczyć również niewielkie w porównaniu z klasycznymi funduszami koszty transakcyjne. Opłaty za zarządzanie są kilkakrotnie niższe od średnich stawek pobieranych przez tradycyjne TFI. Ponadto istotną kwestią jest fakt, iż nabycie jednostek ETF – podobnie jak ma to miejsce w zdecydowanej większości funduszy otwartych obecnych na polskim rynku finansowym – nie wymaga posiadania wysokich kapitałów na rozpoczęcie inwestycji. Dodatkowo inwestowanie w ETF nie wiąże się z koniecznością podejmowania decyzji o czasie trwania inwestycji, jak w przypadku niektórych instrumentów o określonym terminie zapadalności [Kondrakiewicz, 2011, s. 165–166].

Wprowadzenie ETF do obrotu giełdowego stworzyło potencjalnym inwestorom dodatkowe możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Jednostki ETF należy uznać za instrument atrakcyjny dla daytradingu, gdyż spread w ich przypadku jest stosunkowo niewielki. W przypadku niektórych ETF zaletę stanowi także możliwość uzyskania dodatkowego dochodu w czasie trwania inwestycji dzięki wypłacie dywidendy. Posiadacze jednostek ETFW20L mogą je także wykorzystać do zawierania transakcji w ramach IKE.

Niewątpliwą zaletą notowania na giełdzie powinna być też duża płynność. Jej warunkiem jest jednak odpowiedni popyt ze strony inwestorów, w tym przede wszystkim instytucjonalnych. Dotychczasowa sytuacja na rynku ETF w tym zakresie nie wygląda zbyt optymistycznie, co trzeba uznać za jeden z głównych czynników ograniczających dalszy rozwój tego segmentu, pomimo ogromnego potencjału rozwoju rynku światowego [Frączek, 2012, s. 156 i nast.].

Do ważniejszych wad inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy ETF należy możliwość wystąpienia rozwodnienia zysku i konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów w postaci prowizji maklerskich i opłat za prowadzenie rachunku inwestycyjnego, jakie nie występują w przypadku klasycznych funduszy inwestycyjnych. Omawiając mankamenty inwestycji w ETF, nie sposób pominąć kwestię ryzyka (m.in. rynkowe, kapitałowe, kontrahenta, walutowe), chociaż jest ono częściowo ograniczone ze względu na specyfikę funduszy inwestycyjnych. Ponadto ze względu na brak dźwigni finansowej w przypadku funkcjonujących w Polsce ETF inwestor ponosi ryzyko tylko do wysokości zaangażowanej kwoty, a więc odmiennie, niż ma to miejsce w przypadku tych instrumentów, w których przypadku strata może przekroczyć początkową wartość inwestycji.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

Zakończenie

ETF to instrumenty finansowe należące do funduszy inwestycyjnych otwartych, ale w przeciwieństwie do tych ostatnich ich jednostki mogą być przedmiotem obrotu giełdowego. ETF są funduszami indeksowymi, zarządzanymi pasywnie, dlatego cechuje je relatywnie niski poziom opłat za zarządzanie.

Rynek funduszy ETF w Polsce wciąż znajduje się w początkowej fazie rozwoju. We wrześniu 2010 r. na GPW w Warszawie pojawił się pierwszy fundusz tego typu – Lyxor ETF WIG20, a w maju 2011 r. dwa kolejne: Lyxor ETF DAX i Lyxor ETF S & P 500. Oceniając stopień realizacji głównego celu inwestycyjnego, jakim jest wierne naśladowanie zmian odpowiedniego indeksu, należy stwierdzić, iż w praktyce kursy wszystkich ETF znacznie odbiegały od zakładanego ułamka wartości (1/10 lub 1/100) indeksu bazowego i w całym okresie notowań na GPW cechowało je znaczne zróżnicowanie stóp zwrotu. Warto zaznaczyć, że chociaż fundusz ETF na WIG20, zarówno w całym okresie notowań, jak i w okresie od wejścia na giełdę pozostałych funduszy, odnotował ujemne stopy zwrotu, to jego wynik był o kilka punktów procentowych lepszy niż dla indeksu WIG20 w analogicznym okresie.

Skala obrotów jednostkami funduszy ETF na GPW pozostaje niewielka, zwłaszcza w porównaniu z rynkami w innych krajach. Za jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy należy uznać brak znajomości zasad funkcjonowania i zalet tego instrumentu ze strony inwestorów indywidualnych, którzy mają dominujący udział w obrotach. Z kolei inwestorzy instytucjonalni mają do dyspozycji znacznie szerszą ofertę tego typu produktów na innych rynkach (m.in. w Nowym Jorku, Londynie, we Frankfurcie lub w Paryżu), które są bardziej płynne i tańsze (niższy spread) niż na GPW. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym rozwój segmentu ETF jest z pewnością również zmienna koniunktura na światowych rynkach finansowych. Można przypuszczać, że wraz z ogólną poprawą sytuacji gospodarczej powinien nastąpić dalszy rozwój rynku przejawiający się zarówno wzrostem obrotów dotychczas notowanych instrumentów, jak i rozszerzeniem oferty i pojawieniem się nowych funduszy ETF.

Bibliografia

1. Frączek B., *Potencjał rozwoju rynku ETF-ów*, Annales UMCS, sectio H: Oeconomia, vol. XLVI, z. 4, Lublin 2012.
2. Kondrakiewicz T., *Fundusze ETF – nowe instrumenty rynku finansowego*, [w:] M. Kalinowski (red.), *Rynki finansowe. Nowe wyzwania i możliwości*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku", t. 11, Warszawa 2011.
3. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu.pl, Warszawa 2008.
4. Nawrot W., *Exchange-traded funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2007.
5. Perez K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:20:03

6. Ustawa z 27 maja 2004 r. *o funduszach inwestycyjnych* (Dz. U. 2004 Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).
7. www.etf.com.pl.
8. www.gpw.com.pl.
9. www.lyxoretf.pl.
10. www.money.pl.

ETF on the Warsaw Stock Exchange

ETF is a new financial instrument, which was introduced on the Warsaw Stock Exchange in September 2010. Currently there are three ETF's: it is ETFWIG20L which follows the value of WIG20, ETFDAX which follows the value of DAX and ETFSP500 which follows the value of S&P500. The basic advantages of ETF are: high liquidity, simplicity and clarity of the instrument, low transactions' cost and others. Nevertheless ETF's market in Poland is at very early stage of their development.