



Bruksela, 18 listopada 2025 r.  
(OR. en)

15550/25

EF 375  
ECOFIN 1532  
DELECT 174

**PISMO PRZEWODNIE**

---

Od: Sekretarz generalna Komisji Europejskiej (podpisała dyrektor Martine DEPREZ)

Data otrzymania: 17 listopada 2025 r.

Do: Thérèse BLANCHET, sekretarz generalna Rady Unii Europejskiej

---

Nr dok. Kom.: C(2025) 7643 final

---

Dotyczy: ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...  
z dnia 17.11.2025 r.  
uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE  
w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających  
cechy narzędzi zarządzania płynnością

---

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument C(2025) 7643 final.

Załącznik: C(2025) 7643 final

Bruksela, dnia 17.11.2025 r.  
C(2025) 7643 final

**ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...**

**z dnia 17.11.2025 r.**

**uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających cechy narzędzi zarządzania płynnością**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

## UZASADNIENIE

### **1. KONTEKST AKTU DELEGOWANEGO**

W dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI) ustanowiono zharmonizowane ramy regulacyjne dotyczące zezwoleń na prowadzenie działalności przez alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) w Unii Europejskiej, działalności tych funduszy oraz wprowadzania ich do obrotu. Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/927 z dnia 13 marca 2024 r. wprowadzono zmiany do dyrektywy w sprawie ZAFI mające na celu zwiększenie przejrzystości ustaleń dotyczących przekazywania funkcji, harmonizację dostępności i stosowania narzędzi zarządzania płynnością oraz usprawnienie ram sprawozdawczości nadzorczej.

Narzędzia zarządzania płynnością umożliwiają zarządzającym AFI typu otwartego lepsze zarządzanie płynnością tych AFI, przeciwdziałanie presji umorzeniowej w skrajnych warunkach rynkowych oraz ochronę interesów inwestorów. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), Rada Stabilności Finansowej i Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) zaleciły harmonizację przepisów dotyczących stosowania narzędzi zarządzania płynnością przez fundusze typu otwartego.

Dyrektywą (UE) 2024/927 wprowadzono zharmonizowany zbiór przepisów dotyczących dostępności i stosowania narzędzi zarządzania płynnością przez ZAFI w celu zwiększenia odporności zarządzanych przez nich AFI na napięcia rynkowe i presję umorzeniową oraz w celu zminimalizowania rozbieżnych praktyk krajowych w zakresie stosowania narzędzi zarządzania płynnością. W tym kontekście w załączniku V do dyrektywy 2011/61/UE ustanowiono zharmonizowany wykaz narzędzi zarządzania płynnością, a nowe przepisy nakładają na ZAFI obowiązek wyboru – dla każdego AFI typu otwartego, którym zarządza – co najmniej dwóch odpowiednich narzędzi zarządzania płynnością z tego wykazu do ewentualnego wykorzystania w interesie inwestorów. Nowe przepisy zaczną obowiązywać od dnia 16 kwietnia 2026 r.

W art. 16 ust. 2g dyrektywy 2011/61/UE zmienionej dyrektywą (UE) 2024/927 powierzono ESMA zadanie opracowania do dnia 16 kwietnia 2025 r. projektu regulacyjnych standardów technicznych w celu określenia cech narzędzi zarządzania płynnością przedstawionych w załączniku V do dyrektywy 2011/61/UE.

Zgodnie z art. 16 ust. 5 dyrektywy 2011/61/UE, zmienionej dyrektywą (UE) 2024/927, Komisja jest uprawniona do przyjmowania tych regulacyjnych standardów technicznych w drodze aktu delegowanego. W niniejszym rozporządzeniu delegowanym przyjmuje się regulacyjne standardy techniczne opracowane przez ESMA i przedłożone Komisji zgodnie z art. 10 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010<sup>1</sup>. Niniejsze rozporządzenie delegowane uzupełnia dyrektywę 2011/61/UE poprzez określenie cech następujących narzędzi zarządzania płynnością: zawieszenie subskrypcji, odkupu i umorzeń, barier umorzeniowych, przedłużenia okresów wypowiedzenia, opłat z tytułu umorzenia, mechanizmu ustalania ruchomych cen, mechanizm ustalania podwójnych cen, opłat przeciwdziałających rozwodnieniu, umorzeń w formie niepieniężnej i bocznych kieszeni.

---

<sup>1</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84).

Opracowując te projekty regulacyjnych standardów technicznych, ESMA wzięła pod uwagę różnorodność strategii inwestycyjnych i aktywów bazowych AFI. Niniejsze rozporządzenie nie powinno ograniczać możliwości stosowania przez ZAFI odpowiednich narzędzi zarządzania płynnością w przypadku wszystkich klas aktywów, jurysdykcji i warunków rynkowych.

## 2. KONSULTACJE PRZEPROWADZONE PRZED PRZYJĘCIEM AKTU

W dniu 8 lipca 2024 r. ESMA opublikowała dokument konsultacyjny w zakresie treści projektu regulacyjnych standardów technicznych dotyczących cech narzędzi zarządzania płynnością zgodnie z art. 16 ust. 2g dyrektywy 2011/61/UE zmienionej dyrektywą (UE) 2024/927. Konsultacje publiczne zakończono w dniu 8 października 2024 r. Po otrzymaniu wyników konsultacji publicznych ESMA wprowadziła szereg zmian do projektu regulacyjnych standardów technicznych. W szczególności, aby uwzględnić różne praktyki rynkowe, ESMA wprowadziła większą elastyczność zarówno pod względem sposobu wyrażenia prognozy uruchomienia barier umorzeniowych dla AFI, jak i sposobu uwzględniania zleceń umorzenia przy obliczaniu prognozy uruchomienia barier umorzeniowych. Ponadto ESMA usunęła specjalne przepisy dotyczące stosowania narzędzi zarządzania płynnością do określonych klas udziałów w odniesieniu do niektórych narzędzi zarządzania płynnością i wyjaśniła, że stosowanie mechanizmu umorzenia w formie niepieniężnej w ramach regularnej działalności transakcyjnej funduszy inwestycyjnych typu ETF nie powinno stanowić uruchomienia narzędzia zarządzania płynnością w postaci umorzenia w formie niepieniężnej. W ramach tych konsultacji publicznych ESMA otrzymała 33 odpowiedzi. ESMA skonsultowała się również z Grupą Interesariuszy z Sektora Giełd i Papierów Wartościowych, lecz grupa ta postanowiła nie wydawać opinii na temat projektu regulacyjnych standardów technicznych.

ESMA dołączyła do projektu regulacyjnych standardów technicznych ocenę kosztów i korzyści oraz stwierdziła, że ogólne koszty nadzoru i przestrzegania przepisów związane z wdrożeniem tych regulacyjnych standardów technicznych są uzasadnione i w dużej mierze zostaną zrekompensowane korzyściami płynącymi ze zharmonizowanych ogólnounijnych ram dotyczących narzędzi zarządzania płynnością dla wszystkich organów nadzoru, ZAFI, AFI i inwestorów.

## 3. ASPEKTY PRAWNE AKTU DELEGOWANEGO

W dniu 15 kwietnia 2025 r. ESMA opublikowała sprawozdanie końcowe na temat projektu regulacyjnych standardów technicznych dotyczących narzędzi zarządzania płynnością i przedłożyła ten projekt Komisji Europejskiej do przyjęcia<sup>2</sup>. Komisja przeprowadziła weryfikację prawną przedstawionego projektu regulacyjnych standardów technicznych oraz dostosowała przepisy standardów – ale bez dokonywania jakichkolwiek zmian w zasadniczych wymogach – w celu zapewnienia legalności i legislacyjnej jakości niniejszego rozporządzenia, a także spójności przepisów niniejszego rozporządzenia z dyrektywą 2011/61/UE.

W **art. 1** określono cechy zawieszenia subskrypcji, odkupu i umorzeń. Doprecyzowano w nim wymóg jednoczesnego zawieszenia subskrypcji, odkupu i umorzeń AFI oraz stosowania tego narzędzia zarządzania płynnością w odniesieniu do wszystkich klas udziałów AFI.

W **art. 2** określono cechy barier umorzeniowych. Przedstawiono w nim metodę obliczania prognozy uruchomienia oraz tryb uruchomienia tego narzędzia zarządzania płynnością. W artykule tym doprecyzowano również stosowanie tego narzędzia zarządzania płynnością w odniesieniu do wszystkich inwestorów AFI.

---

<sup>2</sup> [Sprawozdanie końcowe w sprawie projektu regulacyjnych standardów technicznych dotyczących narzędzi zarządzania płynnością na podstawie dyrektywy w sprawie ZAFI i dyrektywy w sprawie UCITS.](#)

W **art. 3** określono cechy przedłużenia okresów wypowiedzenia. Wyjaśniono w nim specyfikę przedłużenia okresów wypowiedzenia w przypadku uruchomienia tego narzędzia zarządzania płynnością.

W **art. 4** określono cechy opłat z tytułu umorzenia. Objąsniiono w nim elementy, które należą uwzględnic przy obliczaniu zakresu opłat z tytułu umorzenia, oraz metodykę obliczania poziomu tych opłat.

W **art. 5** określono cechy mechanizmu ustalania ruchomych cen. Przedstawiono w nim metodykę obliczania współczynnika ruchomej ceny i jego wpływ na wartość aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI.

W **art. 6** określono cechy mechanizmu ustalania podwójnych cen. Przedstawiono w nim metodykę obliczania związaną z tym narzędziem zarządzania płynnością oraz elementy, które należą uwzględnic przy jego uruchomieniu.

W **art. 7** określono cechy opłaty przeciwdziałającej rozwodnieniu. Przedstawiono w nim metodykę obliczania opłaty oraz mechanizm uruchomienia tego narzędzia zarządzania płynnością.

W **art. 8** określono cechy umorzenia w formie niepieniężnej. Przedstawiono w nim mechanizmy uruchomienia tego narzędzia. Wyjaśniono w nim również, że mechanizmu umorzenia w formie niepieniężnej stosowanego przez AFI typu ETF w ramach ich regularnej działalności transakcyjnej nie uznaje się za uruchomienie tego narzędzia zarządzania płynnością.

W **art. 9** określono cechy bocznych kieszeni. Przedstawiono w nim poszczególne rodzaje bocznych kieszeni i mechanizmy ich uruchomienia.

W **art. 10** ustanowiono okres przejściowy stosowania niniejszego rozporządzenia w odniesieniu do AFI utworzonych przed dniem 16 kwietnia 2026 r.

## ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...

z dnia 17.11.2025 r.

**uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających cechy narzędzi zarządzania płynnością**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej,

uwzględniając dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010<sup>3</sup>, w szczególności jej art. 16 ust. 2i akapit drugi,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Aby chronić inwestorów i ograniczyć skutki uboczne, zawieszenie powinno mieć zastosowanie jednocześnie i przez ten sam okres do subskrypcji, odkupu i umorzeń.
- (2) Aby chronić obecnych inwestorów i zarządzać przepływem nowych inwestycji do AFI, ZAFI powinien mieć możliwość ograniczenia subskrypcji, przy jednoczesnym dalszym umożliwianiu odkupu i umorzeń przez obecnych inwestorów („miękkie zamknięcie”). Takie miękkie zamknięcie AFI nie powinno jednak kwalifikować się jako narzędzie zarządzania płynnością, o którym mowa w załączniku V do dyrektywy 2011/61/UE, ponieważ nie służy ono zarządzaniu ryzykiem płynności ani przeciwdziałaniu presji umorzeniowej w skrajnych warunkach rynkowych.
- (3) Biorąc pod uwagę cele inwestycyjne i politykę umarzania AFI, próg uruchomienia bariery umorzeniowej należy określić na poziomie AFI („bariera na poziomie funduszu”) albo na poziomie inwestorów („bariera na poziomie inwestora”), bądź jako połączenie obu tych elementów. Zgodnie z wytycznymi Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych dotyczącymi zarządzania ryzykiem płynności funduszy typu otwartego<sup>4</sup> przy ustalaniu progu uruchomienia bariery na poziomie funduszu należy uwzględnić zagregowane zlecenia umorzenia netto lub brutto na poziomie AFI na dany dzień transakcyjny lub w określonym okresie. Ponadto próg uruchomienia powinien być wyrażony jako odsetek wartości aktywów netto AFI, jako wartość pieniężna, jako odsetek aktywów płynnych, o których mowa w art. 50 ust. 1 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE<sup>5</sup>, lub jako połączenie powyższych elementów. Aby zmniejszyć przewagę, jaką

<sup>3</sup> Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

<sup>4</sup> IOSCO, *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management* [Wytyczne dla funduszy typu otwartego w zakresie skutecznego wdrażania zaleceń dotyczących zarządzania ryzykiem płynności], maj 2025 r., <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

<sup>5</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

zyskują inwestorzy, którzy jako pierwsi dokonują umorzenia, co może powodować problemy pod względem ochrony inwestorów, oraz aby uwzględnić AFI typu otwartego o ograniczonej liczbie inwestorów branżowych, próg uruchomienia bariery na poziomie inwestora powinien uwzględniać indywidualne zlecenia umorzenia każdego inwestora w AFI i być wyrażony albo jako odsetek posiadanych przez inwestora udziałów w AFI, albo jako odsetek wartości aktywów netto AFI i w porównaniu ze zleceniem umorzenia tego inwestora. W przypadku przekroczenia progu uruchomienia ZAFI powinien mieć możliwość podjęcia decyzji o uruchomieniu barier umorzeniowych lub o dalszym wykonywaniu zleceń umorzenia, biorąc pod uwagę płynność AFI, warunki rynkowe oraz najlepszy interes inwestorów.

- (4) Jeżeli jest to właściwe ze względu na cele inwestycyjne i politykę umarzania AFI ZAFI powinien mieć możliwość uruchomienia połączonej bariery umorzeniowej obejmującej elementy bariery na poziomie inwestora i bariery na poziomie funduszu.
- (5) Aby zapewnić sprawiedliwe traktowanie inwestorów, ZAFI, który uruchamia bariery umorzeniowe, powinien mieć możliwość traktowania niewykonanej części zleceń umorzenia zgodnie z wcześniej ustalonymi warunkami, które ujawniono inwestorom. Warunki te mogą obejmować automatyczne przeniesienie niewykonanej części zleceń umorzenia na kolejny dzień transakcyjny, ewentualnie z nadaniem pierwszeństwa względem zleceń umorzenia złożonych w późniejszym dniu transakcyjnym, lub anulowanie takich niewykonanych zleceń umorzenia.
- (6) Aby chronić inwestorów i utrzymać stabilność rynku w okresach występowania warunków skrajnych lub nietypowej aktywności umorzeniowej, ZAFI może uruchomić mechanizm przedłużenia okresów wypowiedzenia. W zależności od celu inwestycyjnego i polityki umarzania AFI przedłużony okres wypowiedzenia może obejmować określoną liczbę dni, tygodni lub miesięcy lub ustaloną datę poprzedzającą datę umorzenia. W przypadku gdy jest to właściwe z uwagi na strategię inwestycyjną oraz politykę umarzania AFI minimalny okres wypowiedzenia, jaki inwestorzy powinni zachować wobec ZAFI przy umarzaniu swoich jednostek uczestnictwa lub udziałów, może wynosić zero. W takim przypadku ZAFI nadal powinien mieć możliwość wyboru i, w stosownych przypadkach, uruchomienia mechanizmu przedłużenia okresów wypowiedzenia poprzez ich przedłużenie poza okres wypowiedzenia równy zero.
- (7) Z uwagi na fakt, że proces rozrachunku zwykle nie jest kontrolowany przez ZAFI, procesu tego nie należy uwzględniać w przedłużonym okresie wypowiedzenia.
- (8) Aby chronić inwestorów, przedłużenie okresów wypowiedzenia nie powinno mieć żadnego wpływu na przyjętą przez AFI częstotliwość umorzeń.
- (9) Zgodnie z wytycznymi Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych dotyczącymi zarządzania ryzykiem płynności funduszy typu otwartego oraz w celu zapewnienia, aby koszty płynności wynikające z subskrypcji i umorzeń nie miały negatywnego wpływu na obecnych inwestorów AFI lub inwestorów, którzy pozostają w AFI, narzędzia zarządzania płynnością przeciwdziałające rozwodnieniu, a mianowicie opłaty z tytułu umorzenia, mechanizm ustalania ruchomych cen, mechanizm ustalania podwójnych cen i opłaty przeciwdziałające rozwodnieniu, powinny obciążać inwestorów dokonujących subskrypcji i umorzenia szacunkowymi kosztami płynności. Na koszty płynności składają się jawne i ukryte koszty transakcyjne związane z subskrypcją lub umorzeniem, w tym jakikolwiek znaczący wpływ na rynek. ZAFI, który uruchamia narzędzie zarządzania płynnością przeciwdziałające rozwodnieniu, powinien uwzględnić szacunkowe jawne koszty transakcyjne. Jeżeli jest to właściwe z uwagi na strategię inwestycyjną AFI, ZAFI powinien również uwzględnić ukryte koszty transakcyjne, w tym

jakikolwiek znaczący wpływ, jaki na rynek wywierają zakup lub sprzedaż aktywów dokonywane w celu realizacji zleceń umorzenia. Aby uwzględnić różnorodność aktywów bazowych AFI, w przypadku gdy informacje niezbędne do obliczenia ukrytych kosztów transakcyjnych, w tym znaczącego wpływu na rynek, nie są dostępne lub wiarygodne, koszty te należy oszacować z zachowaniem należytej staranności.

- (10) Aby pokryć koszty płynności generowane przez inwestorów dokonujących umorzeń, posiadacze jednostek uczestnictwa lub udziałowcy powinni uiszczać na rzecz AFI opłaty z tytułu umorzenia przy umarzaniu ich jednostek uczestnictwa lub udziałów. Stosując opłaty z tytułu umorzenia, ZAFI powinien mieć możliwość odliczania tych opłat od kwoty środków pieniężnych wypłacanych inwestorom dokonującym umorzenia.
- (11) W ramach mechanizmu ustalania ruchomych cen ZAFI powinien określić współczynnik ruchomej ceny, który będzie stosowany do korekty wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, którym zarządza. W celu zapewnienia, aby wszyscy inwestorzy dokonujący subskrypcji i umorzenia płacili lub otrzymywali tę samą cenę przy nabywaniu lub umarzaniu jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, publikowana wartość aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów tego AFI powinna być wartością aktywów netto po zastosowaniu współczynnika ruchomej ceny.
- (12) Aby zapewnić równe traktowanie inwestorów oraz ograniczyć efekt rozładniający wynikający z kosztów transakcyjnych generowanych przez inwestorów dokonujących subskrypcji lub umorzenia, ZAFI stosujący mechanizm ustalania ruchomych cen powinien mieć prawo do korygowania wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów zarządzanego przez siebie AFI w każdym dniu transakcyjnym (tzw. „bezw warunkowe stosowanie ruchomych cen”) lub tylko wtedy, gdy wartość subskrypcji lub umorzeń netto przekracza z góry określony próg (tzw. „warunkowe stosowanie ruchomych cen”). W przypadku obu rodzajów mechanizmu ustalania ruchomych cen ich kierunek (tj. czy współczynnik ruchomej ceny jest dodawany do wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, czy też odejmowany od tej wartości) określa się na podstawie aktywności kapitałowej netto (saldo napływów i odpływów) w danym dniu transakcyjnym. W związku z tym w dniu transakcyjnym, w którym odnotowano subskrypcje netto, współczynnik ruchomej ceny należy dodać do wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, która zostanie skorygowana w górę. W przeciwnym scenariuszu, w dniu transakcyjnym, w którym odnotowano umorzenia netto, współczynnik ruchomej ceny należy odjąć od wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, która zostanie skorygowana w dół. Aby zapewnić sprawiedliwe traktowanie inwestorów i ułatwić stosowanie mechanizmu ustalania ruchomych cen zarówno w normalnych, jak i skrajnych warunkach rynkowych, w przypadku obu rodzajów mechanizmów ustalania ruchomych cen ZAFI powinien mieć możliwość podjęcia decyzji o zastosowaniu jednego współczynnika ruchomej ceny albo o zastosowaniu współczynników ruchomej ceny w zależności od wielkości aktywności kapitałowej netto (tzw. „podejście stopniowane”) lub o zastosowaniu innych dostępnych rozwiązań, w tym podejść mieszanych.
- (13) Cechy mechanizmu ustalania podwójnych cen powinny uwzględniać właściwą dla niego metodykę obliczania. W celu uwzględnienia różnorodności strategii inwestycyjnych i polityki umarzania oraz zgodnie z międzynarodowymi zaleceniami ZAFI powinien rozważyć dwie alternatywne metodyki obliczania w ramach mechanizmu ustalania podwójnych cen poprzez obliczenie dwóch odrębnych wartości aktywów netto obejmujących odpowiednio ceny, odpowiednio, sprzedaży i kupna aktywów albo poprzez ustalenie regulowanego spreadu wokół wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów.

- (14) Aby chronić inwestorów, którzy pozostają w AFI, przed rozwadniającym wpływem potencjalnie dużych subskrypcji lub umorzeń, ZAFI, który uruchamia opłatę przeciwdziałającą rozwodnieniu, powinien stosować tę opłatę wobec inwestorów dokonujących umorzenia w przypadku umorzeń netto oraz wobec inwestorów dokonujących subskrypcji w przypadku subskrypcji netto.
- (15) ZAFI powinien mieć możliwość uruchomienia umorzeń w formie niepieniężnej, aby zapobiec sprzedaży znacznych pakietów papierów wartościowych w reakcji na zlecenia umorzenia, jeżeli taka sprzedaż mogłaby prowadzić do powstania znaczących kosztów transakcyjnych oraz wpływać na ceny rynkowe, co miałyby konsekwencje dla udziałowców lub posiadaczy jednostek uczestnictwa w AFI, którym zarządza.
- (16) Posiadający zezwolenie uczestnicy oraz animatorzy rynku w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 7 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE<sup>6</sup> pełnią istotne funkcje w kontekście bieżącej działalności AFI typu ETF. Rola posiadających zezwolenie uczestników i animatorów rynku obejmuje nabywanie lub sprzedaż jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI typu ETF na rynku wtórnym, wspieranie ZAFI AFI typu ETF w wykonywaniu zleceń oraz zapewnianie ciągłej płynności i obrotu na rynku wtórnym. W ramach regularnej działalności transakcyjnej AFI typu ETF dostawy w całości lub w części aktywów bazowych, które znajdują się w posiadaniu AFI typu ETF lub są przechowywane w jego imieniu, na rzecz posiadających zezwolenie uczestników oraz animatorów rynku w celu realizacji zleceń umorzenia nie należy uznawać za uruchomienie narzędzia zarządzania płynnością w postaci umorzenia w formie niepieniężnej, o którym mowa w pkt 8 załącznika V do dyrektywy 2011/61/UE, ponieważ operacja ta nie odnosi się do zarządzania płynnością portfela AFI typu ETF.
- (17) W celu ograniczenia ryzyka płynności w odniesieniu do aktywów AFI, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności, ZAFI powinien mieć możliwość uruchomienia bocznych kieszeni poprzez rozdzielność księgową lub fizyczne oddzielenie.
- (18) W przypadku gdy utrzymanie bocznej kieszeni w ramach istniejącej struktury funduszu leży w najlepszym interesie AFI i jego inwestorów, ZAFI powinien mieć możliwość utworzenia bocznej kieszeni w drodze rozdzielności księgowej. W takim przypadku aktywa, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności, należy przypisać do specjalnej klasy udziałów AFI.
- (19) Jeżeli w najlepszym interesie AFI leży fizyczne wyodrębnienie aktywów, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności, ZAFI powinien mieć możliwość utworzenia bocznej kieszeni poprzez fizyczne oddzielenie. W takim przypadku aktywa, których wspomniane cechy uległy zmianie lub stały się niepewne, powinny pozostać w pierwotnym AFI albo zostać przeniesione do nowego AFI.
- (20) Aby chronić inwestorów i ograniczyć ryzyko efektu domina dla pozostałej części AFI, należy uniemożliwić dokonywanie subskrypcji, odkupu i umorzeń w odniesieniu do bocznych kieszeni. W interesie inwestorów ZAFI powinien – niezależnie od tego, czy boczną kieszeń tworzy się w drodze rozdzielności księgowej czy fizycznego oddzielenia – mieć jednak możliwość zbycia lub likwidacji bocznej kieszeni w imieniu zarządzanego

---

<sup>6</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

przez siebie AFI i przekazania wszelkich wpływów z tego zbycia lub tej likwidacji inwestorom proporcjonalnie do wielkości ich udziału w tej bocznej kieszeni.

- (21) W celu zapewnienia pewności prawa i spójności z dyrektywą 2011/61/UE w odniesieniu do AFI utworzonych po dacie rozpoczęcia stosowania niniejszego rozporządzenia niniejsze rozporządzenie powinno mieć zastosowanie od dnia 16 kwietnia 2026 r. Zgodność z niniejszym rozporządzeniem wymagałaby zmian w dokumentacji funduszu oraz aktualizacji istniejących procesów i infrastruktury technicznej ZAFI i AFI w celu umożliwienia uruchomienia wybranych narzędzi zarządzania płynnością. Należy zatem przewidzieć roczny okres przejściowy dla AFI utworzonych przed datą rozpoczęcia stosowania niniejszego rozporządzenia, aby umożliwić tym AFI dostosowanie się do nowego systemu. Te AFI powinny jednak nadal mieć możliwość podjęcia decyzji o objęciu ich niniejszym rozporządzeniem od daty rozpoczęcia jego stosowania, tj. od dnia 16 kwietnia 2026 r.
- (22) Podstawę niniejszego rozporządzenia stanowi projekt regulacyjnych standardów technicznych przedłożony Komisji przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.
- (23) Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych przeprowadził otwarte konsultacje publiczne na temat projektu regulacyjnych standardów technicznych, który stanowi podstawę niniejszego rozporządzenia, dokonał analizy potencjalnych powiązanych z nim kosztów i korzyści oraz zwrócił się o opinię do Grupy Interesariuszy z Sektora Giełd i Papierów Wartościowych ustanowionej zgodnie z art. 37 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010<sup>7</sup>,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ROZPORZĄDZENIE:

#### *Artykuł 1*

#### ***Zawieszenie subskrypcji, odkupu i umorzeń***

1. ZAFI zawiesza subskrypcje, odkup i umorzenia jednocześnie, na ten sam okres i w odniesieniu do wszystkich inwestorów AFI.  
ZAFI nie zawiesza umorzeń bez jednoczesnego zawieszenia subskrypcji i odkupu.
2. Zawieszenie subskrypcji, odkupu i umorzeń ma charakter tymczasowy, ściśle ograniczony do okresu niezbędnego do zaradzenia wyjątkowym okolicznościami, które uzasadniają to zawieszenie, i może zostać wdrożone wyłącznie wówczas, gdy jest to należyście uzasadnione z uwzględnieniem najlepszego interesu inwestorów.
3. W przypadku AFI z wieloma klasami udziałów zawieszenie subskrypcji, odkupu i umorzeń ma zastosowanie do wszystkich klas udziałów tego AFI.

#### *Artykuł 2*

#### ***Barьеры umorzeniowe***

1. ZAFI, który podejmuje decyzję o uruchomieniu barier umorzeniowych, stosuje te bariery w sposób jednolity wobec wszystkich inwestorów AFI.

---

<sup>7</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

2. Bariera umorzeniowa ma próg uruchomienia, poniżej którego nie może zostać uruchomiona.  
Próg uruchomienia ustala się na jednym z następujących poziomów:
  - a) na poziomie AFI („bariera na poziomie funduszu”);
  - b) na poziomie inwestorów („bariera na poziomie inwestora”);
  - c) jako połączenie obu tych rodzajów.
3. Jeżeli próg uruchomienia ustala się zgodnie z ust. 2 akapit drugi lit. a), opiera się on na łącznej wartości netto lub brutto zleceń umorzenia AFI otrzymanych na dany dzień transakcyjny lub w określonym okresie i wyraża się go w jednej z następujących form:
  - a) jako odsetek wartości aktywów netto AFI;
  - b) jako wartość pieniężną;
  - c) jako odsetek aktywów płynnych, o których mowa w art. 50 ust. 1 dyrektywy 2009/65/WE;
  - d) jako połączenie elementów określonych w lit. a), b) lub c).
4. Jeżeli próg uruchomienia ustala się na poziomie inwestora zgodnie z ust. 2 akapit drugi lit. b), opiera się on na indywidualnych zleceniach umorzenia brutto składanych przez każdego posiadacza jednostek uczestnictwa lub udziałowca na dany dzień transakcyjny lub w określonym okresie i wyraża się go w jednej z następujących form:
  - a) jako odsetek jednostek uczestnictwa posiadanych przez posiadacza jednostek uczestnictwa lub udziałów posiadanych przez udziałowca w AFI;
  - b) jako odsetek wartości aktywów netto AFI.
5. ZAFI, który zdecyduje się na uruchomienie bariery umorzeniowej, realizuje proporcjonalnie zlecenia umorzenia złożone przez wszystkich inwestorów AFI na dany dzień transakcyjny, na kwotę odpowiadającą co najmniej poziomowi progu uruchomienia.

### *Artykuł 3*

#### ***Przedłużenie okresów wypowiedzenia***

1. Przedłużony okres wypowiedzenia obejmuje okres między otrzymaniem zlecenia umorzenia przez ZAFI a jego realizacją.  
Przedłużony okres wypowiedzenia nie obejmuje czasu potrzebnego na proces rozrachunku.
2. Przedłużenie okresu wypowiedzenia nie ma wpływu na przyjętą przez AFI częstotliwość umorzeń.

### *Artykuł 4*

#### ***Oplaty z tytułu umorzenia***

1. Wcześniej ustalony zakres opłat z tytułu umorzenia uwzględnia szacunkowe jawne koszty transakcyjne. Jeżeli jest to właściwe z uwagi na strategię inwestycyjną AFI, wcześniej ustalony zakres opłat z tytułu umorzenia uwzględnia również ukryte koszty transakcyjne, w tym jakikolwiek znaczący wpływ, jaki na rynek wywiera sprzedaż aktywów dokonywana w celu realizacji tych umorzeń. Te ukryte koszty transakcyjne szacuje się z zachowaniem należytej staranności.

2. Opłaty z tytułu umorzenia wyraża się jako odsetek zleceń umorzenia brutto lub jako wartość pieniężną, lub jako połączenie obu tych elementów. Wysokość opłat z tytułu umorzenia może różnić się w zależności od wielkości zlecenia umorzenia.
3. Do celów ust. 1 niniejszego artykułu oraz art. 5, 6 i 7 jawne koszty transakcyjne oznaczają koszty, które są bezpośrednio ponoszone przez AFI w związku z dokonywanym przez AFI nabyciem lub zbyciem aktywów i których wysokość kształtuje się na stabilnym poziomie oraz które da się określić kwotowo przed przeprowadzeniem transakcji. Koszty te mogą obejmować prowizje maklerskie, opłaty transakcyjne, podatki i opłaty z tytułu rozrachunku.

Ukryte koszty transakcyjne oznaczają koszty ponoszone pośrednio przez AFI przy nabywaniu lub zbywaniu aktywów, które wynikają przede wszystkim z różnicy pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży i z wpływu na rynek. Te ukryte koszty transakcyjne mogą się różnić w zależności od rodzaju aktywów bazowych i warunków rynkowych.

#### *Artykuł 5*

#### ***Mechanizm ustalania ruchomych cen***

1. Współczynnik ruchomej ceny obejmuje szacunkowe jawne koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit pierwszy. Jeżeli jest to właściwe ze względu na strategię inwestycyjną AFI, współczynnik ruchomej ceny obejmuje również ukryte koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit drugi, w tym jakikolwiek znaczący wpływ, jaki na rynek wywierają zakup lub sprzedaż aktywów dokonywane w celu realizacji tych subskrypcji lub umorzeń. Te ukryte koszty transakcyjne szacuje się z zachowaniem należytej staranności.
2. Współczynnik ruchomej ceny wyraża się jako odsetek wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI.
3. ZAFI może stosować mechanizm ustalania ruchomych cen, w przypadku gdy istnieje różnica między zleceniami umorzenia a zleceniami subskrypcji („bezw warunkowe stosowanie ruchomych cen”) lub w przypadku gdy różnica przekracza wcześniej określony próg uruchomienia („warunkowe stosowanie ruchomych cen”). W obydwu przypadkach:
  - a) jeżeli różnica między zleceniami umorzenia a zleceniami subskrypcji na dany dzień transakcyjny skutkuje umorzeniami netto, współczynnik ruchomej ceny odlicza się od wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI;
  - b) jeżeli różnica między zleceniami umorzenia a zleceniami subskrypcji na dany dzień transakcyjny skutkuje subskrypcjami netto, współczynnik ruchomej ceny dodaje się do wartości aktywów netto jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI.
4. Mechanizm ustalania ruchomych cen może obejmować różne współczynniki ruchomej ceny odpowiadające różnym progom uruchomienia.

#### *Artykuł 6*

#### ***Mechanizm ustalania podwójnych cen***

1. ZAFI, który uruchamia mechanizm ustalania podwójnych cen, stosuje w tym celu jedną z następujących metod obliczania:
  - a) obliczenie dwóch wartości aktywów netto:
    - (i) jednej wartości aktywów netto dla subskrypcji, ustalonej na podstawie cen sprzedaży (*ask prices*) aktywów posiadanych przez AFI;

- (ii) jednej wartości aktywów netto dla umorzeń, obliczonej na podstawie cen kupna (*bid prices*) aktywów posiadanych przez AFI;
  - b) obliczenie tylko jednej wartości aktywów netto dla inwestorów dokonujących subskrypcji i umorzenia.
2. W przypadku obu metod obliczania, o których mowa w ust. 1, koszty płynności, o które korygowana jest wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub udział, obejmują szacunkowe jawne koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit pierwszy. Jeżeli jest to właściwe ze względu na strategię inwestycyjną AFI, takie koszty płynności obejmują również ukryte koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit drugi, w tym jakikolwiek znaczący wpływ, jaki na rynek wywierają zakup lub sprzedaż aktywów dokonywane w celu realizacji tych subskrypcji lub umorzeń. Te ukryte koszty transakcyjne szacuje się z zachowaniem należytej staranności.

#### *Artykuł 7*

#### ***Oплата przeciwdziałająca rozwodnieniu***

1. Opłaty przeciwdziałające rozwodnieniu obejmują szacunkowe jawne koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit pierwszy. Jeżeli jest to właściwe ze względu na strategię inwestycyjną AFI, opłaty przeciwdziałające rozwodnieniu obejmują również ukryte koszty transakcyjne, o których mowa w art. 4 ust. 3 akapit drugi, w tym jakikolwiek znaczący wpływ, jaki na rynek wywierają zakup lub sprzedaż aktywów dokonywane w celu realizacji tych subskrypcji lub umorzeń. Te ukryte koszty transakcyjne szacuje się z zachowaniem należytej staranności.
2. Opłaty przeciwdziałające rozwodnieniu wyraża się w jednej z następujących form:
  - a) odsetek zleceń subskrypcji lub umorzenia;
  - b) wartość pieniężna.
3. ZAFI może uruchomić opłaty przeciwdziałające rozwodnieniu, jeżeli na dany dzień transakcyjny:
  - a) łączna kwota zleceń umorzenia przewyższa łączną kwotę zleceń subskrypcji, skutkując umorzeniami netto;
  - b) łączna kwota zleceń subskrypcji przewyższa łączną kwotę zleceń umorzenia, skutkując subskrypcjami netto.

Do celów lit. a) opłatę przeciwdziałającą rozwodnieniu odlicza się od kwoty wypłaconej inwestorom dokonującym umorzenia.

Do celów lit. b) opłatą przeciwdziałającą rozwodnieniu obciąża się inwestorów dokonujących subskrypcji.

#### *Artykuł 8*

#### ***Umorzenia w formie niepieniężnej***

1. Umorzenie w formie niepieniężnej jest równoznaczne z przeniesieniem na rzecz inwestorów, którzy dokonują umorzenia, aktywów będących w posiadaniu AFI zamiast środków pieniężnych w celu realizacji zleceń umorzenia. Przeniesienie aktywów na rzecz inwestorów może nastąpić bezpośrednio lub pośrednio za pośrednictwem pośredników.
2. Dostarczenia, w ramach regularnej działalności transakcyjnej AFI typu ETF, w całości lub w części, aktywów bazowych będących w posiadaniu AFI typu ETF lub w jego imieniu do

posiadającego zezwolenie uczestnika lub animatora rynku w celu realizacji zleceń umorzenia nie uznaje się za uruchomienie umorzenia w formie niepieniężnej, o którym mowa w pkt 8 załącznika V do dyrektywy 2011/61/UE.

### *Artykuł 9* **Boczne kieszenie**

1. Boczna kieszeń może przyjąć jedną z następujących form:
  - a) specjalnej klasy udziałów AFI utworzonej specjalnie w celu wprowadzenia rozdzielności księgowej aktywów, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności, od pozostałych aktywów tego AFI („rozdzielność księgowa”);
  - b) odrębnego AFI utworzonego w celu oddzielenia aktywów, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności, od pozostałych aktywów tego AFI („fizyczne oddzielenie”).
2. Do celów bocznej kieszeni, o której mowa w ust. 1 lit. a), nowe subskrypcje, odkup i umorzenia w klasach udziałów innych niż klasa udziałów przypisanych do bocznej kieszeni są realizowane na podstawie wartości aktywów netto AFI, którą oblicza się po wyłączeniu aktywów podlegających rozdzielności księgowej.

Klasa udziałów przypisanych do bocznej kieszeni jest zamknięta dla subskrypcji, odkupu i umorzeń.
3. W przypadku uruchomienia przez ZAFI bocznej kieszeni, o której mowa w ust. 1 lit. b), aktywa, których cechy ekonomiczne lub prawne znacznie się zmieniły lub stały się niepewne ze względu na wyjątkowe okoliczności:
  - a) pozostawia się w pierwotnym AFI, natomiast pozostałe aktywa przenosi się do nowego AFI lub przenosi się – w drodze łączenia – do istniejącego AFI; albo
  - b) przenosi się do nowego AFI, natomiast pozostałe aktywa pozostawia się w pierwotnym AFI.

Boczną kieszeń zamyka się dla subskrypcji, odkupu i umorzeń.

W przypadku uruchomienia przez ZAFI bocznej kieszeni zgodnie z akapitem pierwszym lit. a) zarządza on nowym AFI zgodnie ze strategią inwestycyjną pierwotnego AFI.

W przypadku uruchomienia przez ZAFI bocznej kieszeni zgodnie z akapitem pierwszym lit. b) zarządza on nadal pierwotnym AFI zgodnie z jego dotychczasową strategią inwestycyjną.
4. Po utworzeniu bocznej kieszeni każdemu inwestorowi przydziela się jednostki uczestnictwa lub udziały w tej kieszeni proporcjonalnie do jego udziału w pierwotnym AFI.

### *Artykuł 10* **Przepisy przejściowe**

Do dnia 16 kwietnia 2027 r. uznaje się, że AFI utworzone przed dniem 16 kwietnia 2026 r. spełniają wymogi niniejszego rozporządzenia. Te AFI mogą jednak podjąć decyzję o objęciu ich niniejszym rozporządzeniem od dnia 16 kwietnia 2026 r., pod warunkiem że ZAFI powiadomi o tym właściwe organy swojego rodzimego państwa członkowskiego.

*Artykuł 11*  
***Wejście w życie i rozpoczęcie stosowania***

Niniejsze rozporządzenie wchodzi w życie dwudziestego dnia po jego opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Niniejsze rozporządzenie stosuje się od dnia 16 kwietnia 2026 r.

Niniejsze rozporządzenie wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich.

Sporządzono w Brukseli dnia 17.11.2025 r.

*W imieniu Komisji*  
*Przewodnicząca*  
*Ursula VON DER LEYEN*