

*Tomasz Miziołek**

WPLYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA DZIAŁALNOŚĆ TOWARZYSTW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Skutki światowego kryzysu finansowego w istotny sposób wpłynęły na funkcjonowanie polskiego sektora finansowego, w szczególności zaś krajowych instytucji finansowych. Choć z uwagi na skalę prowadzonej działalności najczęściej uwagi poświęca się roli, jaką globalny kryzys odegrał w funkcjonowaniu sektora bankowego, nie można równocześnie zapominać, iż zawirowania na światowych rynkach finansowych bardzo mocno pogorszyły także warunki funkcjonowania podmiotów rynku kapitałowego. Wśród nich jedną z najważniejszych instytucji finansowych stały się w ostatnich latach towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) – podmioty, których zadaniem jest tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi i reprezentowanie ich w stosunkach z osobami trzecimi.

Celem autora artykułu jest ocena znaczenia, jakie obecny kryzys finansowy odegrał w funkcjonowaniu tych podmiotów w okresie od połowy 2007 r. do końca I półrocza 2009 r., ze szczególnym uwzględnieniem wpływu kryzysu na wyniki finansowe TFI.

1. AKTYWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Wyniki finansowe towarzystw funduszy inwestycyjnych w minionych dwóch latach były w głównej mierze zdeterminowane malejącą przez prawie cały ten okres¹ wartością aktywów netto (WAN) zarządzanych przezeń funduszy inwestycyjnych. WAN funduszy zmniejszyła się z poziomu 139,0 mld zł w połowie 2007 r. do 77,2 mld zł w połowie 2009 r., czyli o 61,8 mld zł (–44,5%).

* Dr, adiunkt, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Łódzki.

¹ W analizowanym okresie wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się po raz pierwszy w sierpniu 2007 r., a następnie malała nieprzerwanie przez 13 miesięcy (od listopada 2007 r. do listopada 2008 r.) oraz w pierwszych dwóch miesiącach 2009 r.

Jeszcze większy spadek nastąpił od rekordowego poziomu zanotowanego w październiku 2007 r. (144,0 mld zł) do najniższego poziomu w tym okresie odnotowanego w lutym 2009 r. (67,2 mld zł) – aż o 76,8 mld zł (–53,3%).

Źródłem tak głębokiego spadku wartości środków finansowych zarządzanych przez fundusze inwestycyjne należy upatrywać w dwóch czynnikach. Pierwszym z nich były gwałtownie malejące wyceny udziałowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych funduszy. Kilkudziesięcioprocenowe spadki głównych indeksów Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie (od połowy 2007 r. do połowy 2009 r. WIG zniżył się o 54,0%, a WIG20 o 50,5%, natomiast od października 2007 r. do lutego 2009 r. spadki te wynosiły odpowiednio 65,6% i 64,6%), w połączeniu z bardzo agresywnym profilem inwestycji dokonywanych przez Polaków na rynku funduszy inwestycyjnych (wg danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami – IZFiA – w połowie 2007 r. udział krajowych funduszy akcyjnych i mieszanych w aktywach całego rynku sięgał aż 74,0%) i będącym tego konsekwencją bardzo wysokim zaangażowaniem tych podmiotów na warszawskiej giełdzie (wg danych GUS w końcu czerwca 2007 r. wartość lokat funduszy inwestycyjnych w akcje i prawa do akcji wyniosła łącznie 74,5 mld zł, co stanowiło aż 56,7% wszystkich lokat funduszy w tym okresie²) sprawiły, iż tylko z tego powodu wartość części akcyjnej portfeli funduszy zmalała w analizowanym okresie o około 40 mld zł.

Drugim powodem dramatycznego obniżenia się wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych był odpływ środków finansowych z instytucji wspólnego inwestowania w kierunku znacznie mniej ryzykownych instrumentów finansowych, głównie depozytów bankowych, ale także obligacji skarbowych i produktów strukturyzowanych. Według danych IZFiA łączne saldo nabyć i odkupień jednostek uczestnictwa³ było w analizowanym okresie ujemne i wyniosło (–25,4 mld zł) (jedynie podczas ośmiu spośród 24 miesięcy wystąpiła przewaga wpłat nad umorzeniami).

2. PRZYCHODY TOWARZYSTW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Malejąca wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych znalazła bezpośrednie odzwierciedlenie przede wszystkim w głównym składniku przychodów TFI z działalności operacyjnej – wynagrodzeniu tych podmiotów za zarządzanie

² Wyniki finansowe towarzystw i funduszy inwestycyjnych w I półroczu 2007 roku, GUS, Warszawa 2007, s. 11.

³ Saldo to obejmuje także wartość środków przemieszczanych między funduszami i subfunduszami w wyniku konwersji i zamiany jednostek uczestnictwa. Prezentowane dane – gromadzone przez IZFiA – obejmują głównie fundusze zarządzane przez TFI będące członkami Izby (w czerwcu 2009 r. było to 339 funduszy).

funduszami inwestycyjnymi (tab. 1). Ponieważ jest ono w przypadku zdecydowanej większości funduszy naliczane w oparciu o wielkość aktywów netto funduszy (pobierane jest zazwyczaj co kwartał jako określony stały procent od średniej WAN w danym okresie), niezależnie od uzyskiwanych przez nie stóp zwrotu⁴, skala spadku przychodów z wynagrodzenia za zarządzanie okazała się najwyższa dopiero w 2008 r. (o 24,2% w pierwszym półroczu w stosunku do II półrocza 2007 r. i o 41,8% w drugim półroczu wobec pierwszego półrocza), kiedy to mieliśmy do czynienia z największą dynamiką spadku wartości aktywów funduszy. W drugim półroczu 2007 r., kiedy aktywa funduszy utrzymywały się jeszcze na wysokim poziomie (mimo rozpoczętego w sierpniu i pogłębio- nego w listopadzie trendu spadkowego na GPW w Warszawie), wartość wynagrodzenia TFI zwiększyła się jeszcze o blisko 20%.

Tabela 1. Przychody z działalności operacyjnej towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 2007–2008

Rodzaje przychodów	Rok 2007		Rok 2008	
	I półrocze	II półrocze (dynamika ^a)	I półrocze (dynamika ^a)	II półrocze (dynamika ^a)
Wynagrodzenie za zarządzanie funduszami (w mln zł)	1 712,8	2 054,0 (+19,9%)	1 556,0 (-24,2%)	906,3 (-41,8%)
Opłata manipulacyjna (w mln zł)	353,4	185,4 (-47,5%)	54,9 (-70,4%)	30,1 (-45,2%)
Pozostałe przychody z działalności statutowej (w mln zł)	4,5	8,1 (+80,0%)	7,4 (-8,6%)	6,1 (-17,6%)
Przychody z działalności operacyjnej ogółem (w mln zł)	2 070,7	2 339,7 (+13,0%)	1 626,0 (-30,5%)	934,8 (-42,5%)

^a Zmiana procentowa w stosunku do poprzedniego półrocza.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji GUS o wynikach finansowych TFI i funduszy inwestycyjnych za lata 2007–2008.

Kolejnym czynnikiem, który wpłynął na spadek wartości wynagrodzenia za zarządzanie była zmiana struktury rodzajowej funduszy – prawie przez cały analizowany okres (do lutego 2009 r.) malał udział w aktywach ogółem funduszy pobierających najwyższe wynagrodzenie za zarządzanie (akcji, zrównoważonych i stabilnego wzrostu) oraz wzrastał udział funduszy obciążonych niższymi stawkami tej opłaty (dłużne, gotówkowe i rynku pieniężnego)⁵. Dodatkowymi

⁴ Zaledwie kilka procent funduszy pobiera obok stałej opłaty za zarządzanie także opłatę zmienną, której wysokość jest uzależniona od wyników inwestycyjnych.

⁵ Od listopada 2007 r. (wtedy IZFiA wprowadziła nową klasyfikację funkcjonujących na polskim rynku funduszy inwestycyjnych) do dna bessy w lutym 2009 r. udział funduszy akcyjnych

czynnikami, które także – choć już w znacznie mniejszym stopniu – wpłynęły na uszczuplenie wpływów z wynagrodzenia za zarządzanie były wprowadzane przez niektóre z towarzystw stałe lub czasowe obniżki stawek tej opłaty (miało to na celu zachęcenie klientów do pozostawienia dotychczas ulokowanych środków w funduszach) oraz znikome przychody z tytułu *success fee* (na skutek niekorzystnej koniunktury panującej na rynkach kapitałowych w 2008 r., w przeciwieństwie do 2007 r., kiedy to część towarzystw osiągnęła z tego tytułu znaczące przychody).

Wywołany kryzysem finansowym gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wśród klientów towarzystw funduszy inwestycyjnych znalazł odzwierciedlenie w drugim zasadniczym składniku przychodów TFI – opłatach manipulacyjnych. Opłaty te naliczane są jako procent od wartości nabyć (w znacznie mniejszym stopniu także odkupień) jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz wartości zbytych i wykupionych certyfikatów inwestycyjnych. Zasadnicza zmiana preferencji inwestycyjnych inwestorów, jaka rozpoczęła się już w II półroczu 2007 r., nasiliła się w 2008 r., a swoje dotychczasowe apogeum osiągnęła w pierwszej połowie 2009 r. (rezygnacja z instrumentów powiązanych z rynkiem akcji, w tym zwłaszcza funduszy inwestycyjnych, na rzecz produktów finansowych chroniących kapitał) spowodowała drastyczny spadek wartości nabyć jednostek uczestnictwa. Według danych IZFiA średnia miesięczna wartość nabyć w II półroczu 2007 r. wyniosła jeszcze 10,88 mld zł, w pierwszym półroczu 2008 r. obniżyła się do 7,63 mld zł, w drugim do 7,57 mld zł, a w pierwszych sześciu miesiącach 2009 r. do zaledwie 3,60 mld zł. W efekcie przychody z tytułu opłaty manipulacyjnej zmniejszyły się w pierwszych trzech analizowanych okresach półrocznych (brak jeszcze danych za pierwszą połowę 2009 r.) odpowiednio o 47,5%, 70,4% oraz 45,2%. Warto zauważyć, iż w ujęciu wartościowym suma opłat manipulacyjnych w 2008 r. wyniosła zaledwie 85 mln zł, czyli 16% kwoty osiągniętej rok wcześniej oraz najmniej od 2002 r.

Wpływ na tak znaczący spadek wartości opłat miała również zmiana struktury nabyć jednostek uczestnictwa. O ile w drugiej połowie 2007 r. dominowała sprzedaż funduszy mieszanych i akcyjnych (77,7% całkowitej sprzedaży funduszy w tym okresie), przy dystrybucji których pobierane są najwyższe opłaty manipulacyjne, a udział w sprzedaży funduszy obligacji, którym towarzyszą znikome opłaty dystrybucyjne, wynosił zaledwie 4,5%, to w pierwszym półroczu 2009 r. proporcje te wyraźnie zmieniły się i wynosiły 55,5% do 19,9%.

(uniwersalnych, sektorowych oraz małych i średnich spółek) zmniejszył się o 10,7 pkt. proc., do 21,1 proc., zaś funduszy mieszanych (zrównoważonych, stabilnego wzrostu, ochrony kapitału i innych) zmalał o 12,8 pkt. proc., do 39,1 proc. W tym samym czasie udział funduszy dłużnych zwiększył się o 10,8 pkt. proc., do 17,3 proc., a funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego o 3,5 pkt. proc., do 10,5 proc. (obliczenia własne na podstawie danych IZFiA).

Do tego należy dodać zwiększoną aktywność TFI w zakresie promowania swoich produktów poprzez okresowe zwolnienia nabyć jednostek uczestnictwa z opłat manipulacyjnych.

Podsumowując – łączna wartość przychodów TFI z działalności operacyjnej jeszcze w II półroczu 2007 r. zwiększyła się (na skutek wzrostu wynagrodzenia za zarządzanie) o 13,0% w stosunku do pierwszej połowy 2007 r., natomiast już w dwóch kolejnych okresach półrocznych zmalała o 30,5% i 42,5%. Całkowita wartość przychodów towarzystw z działalności operacyjnej w 2008 r. wyniosła 2 560,8 mln zł i była o 41,9% niższa niż rok wcześniej i zbliżona do poziomu z 2006 r. (2 509,3 mln zł).

3. KOSZTY TOWARZYSTW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Gwałtowny spadek przychodów spowodował konieczność wdrożenia przez TFI działań, które znacząco obniżyłyby koszty ich działalności operacyjnej. Największy wpływ na ograniczenie kosztów miało jednak niejako samoistne (wynikające z opisanego wcześniej wyraźnego obniżenia się wartości aktywów funduszy i spadku wartości nabyć jednostek i certyfikatów) zmniejszenie się pozycji „usługi obce”, która jest równoznaczna z wynagrodzeniem dystrybutorów z tytułu sprzedaży tytułów uczestnictwa (na ten cel przeznaczana jest zazwyczaj cała opłata manipulacyjna oraz około połowy wynagrodzenia za zarządzanie). Jeszcze w drugiej połowie 2007 r. koszty usług obcych wzrosły w porównaniu z pierwszym półroczem o 5,3%, ale już w dwóch kolejnych okresach zmniejszyły się o 37,6% i 36,8% (tab. 2). W 2008 r. wyraźnie zmniejszyły się również wydatki na pokrycie ponadlimitowych kosztów funduszy zgodnie z zapisami w ich statutach oraz pozostałe koszty operacyjne. Wśród tych ostatnich m.in. znacząco spadły wydatki reklamowe towarzystw – wg danych firmy Expert Monitor jeszcze w 2007 r. wyniosły one 133,9 mln zł, w 2008 r. już tylko 37,1 mln zł, a w pierwszej połowie 2009 r. zaledwie 1,2 mln zł (w tym tylko 0,4 mln zł w II kwartale 2009 r.)⁶. Towarzystwa szukały oszczędności także likwidując fundusze, które – z uwagi na zbyt niską wartość zarządzanych aktywów – okazywały się nierentowne⁷. Wyraźnemu ograniczeniu uległa też liczba nowych (sub)funduszy otwartych wprowadzanych na rynek przez TFI⁸.

⁶ M. Kwiatkowska, *TFI wydały na reklamę tylko 1,2 mln zł*, „Gazeta Prawna”, 10.09.2009 r.

⁷ W 2008 r. zlikwidowano tylko z tego powodu 4 fundusze otwarte, 2 subfundusze zostały połączone z większymi podmiotami oraz rozpoczęto likwidację 3 funduszy zamkniętych. W pierwszym półroczu trzy kolejne (sub)fundusze zostały połączone z większymi podmiotami.

⁸ W drugim półroczu 2007 r. TFI uruchomiły 42 nowe (sub)fundusze otwarte, w pierwszym półroczu 2008 r. 25, w drugim półroczu 26, a w pierwszym półroczu 2009 r. zaledwie 10.

Tabela 2. Koszty działalności operacyjnej towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 2007–2008

Rodzaje kosztów	Rok 2007		Rok 2008	
	I półrocze	II półrocze (dynamika ^a)	I półrocze (dynamika ^a)	II półrocze (dynamika ^a)
Usługi obce (w mln zł)	1 110,7	1 169,3 (+5,3%)	729,1 (-37,6%)	461,1 (-36,8%)
Pokrycie ponadlimitowanych kosztów funduszy (w mln zł)	138,1	186,7 (+35,2%)	145,9 (-21,9%)	104,3 (-28,5%)
Pozostałe koszty ^b (w mln zł)	263,3	345,2 (+31,1%)	304,3 (-11,8%)	150,8 (-50,4%)
Koszty działalności operacyjnej ogółem (w mln zł)	1 512,1	1 701,2 (+12,5%)	1 179,3 (-30,7%)	716,2 (-39,3%)

^a Zmiana procentowa w stosunku do poprzedniego półrocza.

^b Amortyzacja, zużycie materiałów i energii, podatki i opłaty, wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia oraz pozostałe koszty rodzajowe.

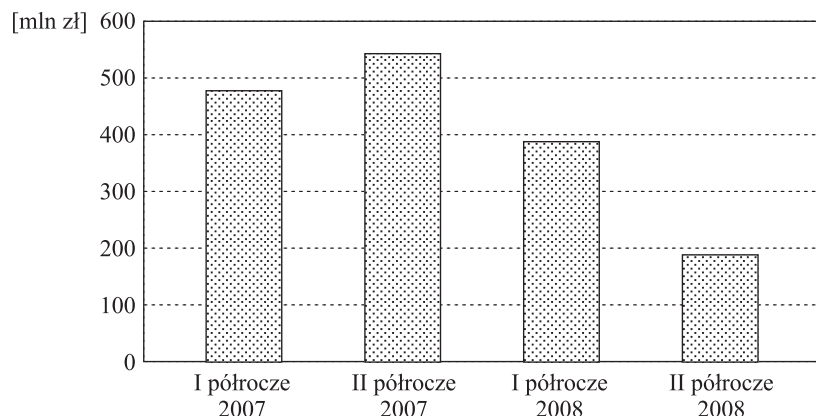
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji GUS o wynikach finansowych TFI i funduszy inwestycyjnych za lata 2007–2008.

Ogółem koszty działalności operacyjnej TFI sięgnęły w 2008 r. sumy 1895,5 mln zł i były o 41,0% niższe niż w roku poprzednim oraz niemal identyczne jak zanotowane w 2006 r. (1889,5 mln zł). Warto też podkreślić, iż analizując wyniki TFI w okresach półrocznych, zarówno pierwsza jak i druga połowa 2008 r. przyniosły zmniejszenie kosztów odpowiednio o 30,7% i 39,3%.

4. WYNIKI FINANSOWE I ANALIZA RENTOWNOŚCI TFI

Ograniczenie wysokości ponoszonych kosztów przez TFI nie uchroniło ich jednak przed istotnym spadkiem generowanego zysku. Według danych GUS wynik finansowy netto jeszcze w drugiej połowie 2007 r. zwiększył się w stosunku do pierwszego półrocza o 13,9%, ale już w kolejnych okresach półrocznych zmalał odpowiednio o 28,0% i 51,5%. Zysk netto TFI w całym 2008 r. zamknął się kwotą 579,7 mln zł, o 43,1% niższą niż w 2007 r. (1018,1 mln zł) i tylko o 9,8% wyższą niż w 2006 r. (528,1 mln zł). Ponad $\frac{1}{3}$ towarzystw funkcjonujących na rynku poniosła w 2008 stratę (14 na 39), podczas gdy w 2007 r. takich przypadków było nieco ponad $\frac{1}{5}$ (7 na 33)⁹.

⁹ Straty na poziomie wyniku finansowego netto ponosiły głównie towarzystwa, które stosunkowo niedawno rozpoczęły swoją działalność i prowadziły ją na niewielką skalę (często były to podmioty, które zarządzały zaledwie kilkoma funduszami, najczęściej o charakterze zamkniętym).



Wykres 1. Wyniki finansowe netto TFI w latach 2007–2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS nt. wyników finansowych TFI i funduszy inwestycyjnych w latach 2007–2008.

Na skutek znaczącego obniżenia wyniku finansowego netto pogorszeniu uległy w 2008 r. również wskaźniki rentowności towarzystw funduszy inwestycyjnych (tab. 3). W największym stopniu obniżyła się rentowność kapitałów własnych (ROE) (z 67,49% do 43,98%) i rentowność aktywów (ROA) (z 46,13% do 37,18%). Było to spowodowane faktem, że zarówno wysokość kapitałów własnych, jak i wartość aktywów TFI obniżyła się w 2008 r. w znacznie mniejszym stopniu niż wynik finansowy netto¹⁰. Minimalnie obniżyły

Tabela 3. Wybrane wskaźniki rentowności (w procentach) towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 2006–2008

Wskaźnik	2006 r.	2007 r.	2008 r.
Rentowność			
kapitałów własnych (ROE)	51,95	67,49	43,98
aktywów (ROA)	36,14	46,13	37,18
przychodów ze sprzedaży (ROS)	21,05	23,08	22,64
operacyjna	24,72	27,16	26,01

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS nt. wyników finansowych TFI i funduszy inwestycyjnych w latach 2006–2008.

¹⁰ Kapitały własne TFI zmniejszyły się w 2008 r. o 12,6% wobec 2007 r., a aktywa ogółem o 29,37%. Do spadku kapitałów własnych przyczyniły się niższe zyski towarzystw oraz wypłaty dywidend na rzecz akcjonariuszy. Zmniejszeniu uległa również średnia wartość wskaźnika pokrycia minimalnego ustawowego progu kapitału własnego (relacja kapitału własnego do minimalnego wymogu kapitałowego) – według danych KNF spadła ona z poziomu 6,47 w połowie 2007 r. do 5,11 na koniec III kwartału 2008 r.

się natomiast wskaźniki rentowności przychodów ze sprzedaży i rentowności operacyjnej. Warto też dodać, iż o ile wartość wskaźnika ROE osiągnęła w 2008 r. poziom wyraźnie niższy niż w roku 2006, to już w przypadku pozostałych trzech wskaźników rentowności znalazły się one – mimo spadku – na minimalnie wyższych poziomach niż w roku 2006. Oznacza to, że mimo coraz trudniejszych warunków na rynku finansowym (w szczególności w drugiej połowie 2008 r.), towarzystwom funduszy inwestycyjnych udało się zachować rentowność przychodów na stosunkowo wysokim poziomie.

5. ZMIANY PODMIOTOWE

Zmniejszające się zyski towarzystw funduszy inwestycyjnych nie pozostały bez wpływu na strategiczne decyzje akcjonariuszy zarówno tych podmiotów, które w analizowanym okresie dopiero rozpoczynały swoją działalność (starały się o uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności w zakresie zarządzania funduszami bądź dopiero co takie zezwolenie otrzymały), jak i tych towarzystw, które od dawna funkcjonowały na polskim rynku finansowym.

Znakomita koniunktura panująca na rynku funduszy inwestycyjnych do połowy 2007 r. sprawiła, iż coraz więcej podmiotów (przede wszystkim osób fizycznych związanych z rynkiem kapitałowym) decydowało się na założenie własnego TFI i podejmowało starania o uzyskanie licencji organu nadzoru. Choć koniunktura na rynku finansowym zaczęła się pogarszać już w drugiej połowie 2007 r., wnioski te trafiały szerokim strumieniem do KNF jeszcze przez kolejnych kilkanaście miesięcy. W rezultacie w połowie października 2008 r. w Komisji złożonych było aż 17 wniosków nowych podmiotów o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności jako TFI oraz na utworzenie i zarządzanie funduszami inwestycyjnymi¹¹. Gwałtowne turbulencje na światowych rynkach finansowych jesienią 2008 r., które zaprzepąściły nadzieję na poprawę koniunktury na krajowym rynku kapitałowym (w tym także na rynku funduszy inwestycyjnych), zmusiły część wnioskodawców do zweryfikowania swoich ambitnych planów rozpoczęcia samodzielnej działalności na rynku zarządzania aktywami. W rezultacie jeszcze w 2008 r. dwa wnioski o licencję dla TFI zostały umorzone, a jeden zawieszony, zaś w 2009 roku (do września) zawieszono zostały cztery wnioski, a trzy umorzono. Do grona podmiotów, które zrezygno-

¹¹ *Sytuacja finansowa towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2007 r. i w I półroczu 2008 r.*, KNF, Warszawa 2008 r., s. 22.

wały (ostatecznie lub tymczasowo) z zarządzania funduszami, należały m.in. Caspian Capital TFI¹², ECM TFI i Secus TFI.

Mimo trudnych warunków rynkowych w roku 2008 i w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2009 r. licencję KNF na zarządzanie funduszami uzyskało w tych okresach (odpowiednio) sześć i pięć towarzystw funduszy inwestycyjnych¹³. Towarzystwa te musiały jednak zweryfikować swoje prognozy finansowe i strategie rozwoju, dostosowując się do nowych, znacznie trudniejszych warunków. Przykładem może być Quercus TFI, które zostało utworzone w sierpniu 2007 r., miesiąc później złożyło wniosek do organu nadzoru, otrzymało zezwolenie KNF w lutym 2008 r., a w marcu uruchomiło pierwszy fundusz (Quercus Parasolowy SFIO). W maju 2008 r., przygotowując się do wejścia na rynek NewConnect, towarzystwo prognozowało, że w pierwszych 12 miesiącach działalności wpływy netto do funduszu sięgną 350 mln zł, a przychody ogółem w 2008 r. wyniosą 3,3 mln zł. Zgodnie z tymi założeniami strata netto w 2008 r. miała zamknąć się kwotą 3,3 mln zł. W październiku 2008 r. towarzystwo obniżyło prognozę aktywów pod zarządzaniem do 80 mln zł w końcu 2008 r. (w rzeczywistości udało się osiągnąć poziom 83,6 mln zł) oraz przychodów netto ze sprzedaży do 1,2 mln zł (faktycznie było to 1,27 mln zł). Plany na rok 2009 zakładały, że Quercus TFI osiągnie przychody w wysokości 14,1 mln zł oraz wypracuje zysk netto na poziomie 0,47 mln zł. Kryzys na rynkach finansowych oraz przesunięcie w czasie podpisania kilku znaczących umów dystrybucyjnych spowodowały, iż napływy środków do funduszu Quercus Parasolowy i w ramach usługi *asset management* były w 2009 r. niższe od założeń z I połowy 2008 r. W rezultacie w wyniku ogłoszonej we wrześniu weryfikacji prognoz wyników finansowych wartość aktywów pod zarządzaniem ma sięgnąć w końcu 2009 r. 250 mln zł (w końcu sierpnia było to 195 mln zł), przychody towarzystwa mają osiągnąć poziom ponad 3,8 mln zł (w pierwszym półroczu było to 1,3 mln zł), a wynik finansowy powinien wynieść -1,8 mln zł (w pierwszym półroczu było to -1,35 mln zł).

W przypadku towarzystw obecnych na rynku funduszy inwestycyjnych od wielu lat, najbardziej spektakularnym skutkiem kryzysu finansowego była rezygnacja z zarządzania aktywami na polskim rynku przez SEB TFI, które

¹² Towarzystwo to, założone przez Rafała Lisa, złożyło wniosek do KNF w lutym 2008 r. i planowało rozpocząć działalność w połowie 2008 r. Zamierzało zebrać przez pierwszy rok działalności kilkaset milionów złotych, oferując fundusze inwestujące na rynkach akcji w regionie Europy Wschodniej i Azji Środkowej. Wskutek pogarszającej się sytuacji na rynku finansowym oraz przedłużającego się postępowania licencyjnego w KNF kilka miesięcy później Rafał Lis zrezygnował z ubiegania się o to zezwolenie i w styczniu 2009 r. dołączył do Opera TFI.

¹³ W 2008 r. KNF udzieliła zezwolenia na zarządzanie funduszami Best TFI, Quercus TFI, TFI Agro, Spatium TFI, GO TFI i Altus TFI, natomiast w 2009 r. Société Générale Asset Management Alternative Investments (Poland) TFI, AgioFunds TFI, Penton TFI, Ostoja TFI i TFI Satus.

działało na nim od 1999 r.¹⁴ Przyczyną tej decyzji był spadek zysków towarzystwa (w listopadzie 2008 r. straciło ono rentowność) wywołany przede wszystkim spadkiem wartości aktywów zarządzanych przez funduszy (od połowy 2007 r. do końca 2008 r. zmniejszyły się one o 66%). Załamanie na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, a także bardzo poważne kłopoty finansowe zagranicznych banków i firm ubezpieczeniowych, do których należą krajowe instytucje finansowe będące właścicielami lub podmiotami dominującymi wobec TFI, mogą w najbliższych miesiącach przynieść kolejne zmiany własnościowe na tym rynku (chodzić może m.in. o BZ WBK AIB TFI, AIG TFI i BPH TFI)¹⁵.

PODSUMOWANIE

Kryzys finansowy odcisnął olbrzymie piętno na działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce w minionych dwóch latach. W szczególności przerwał on, trwającą od początku obecnej dekady, dodatnią dynamikę zmian wyniku finansowego TFI (zysk w 2008 r. był o 43% niższy niż rok wcześniej). Główną przyczyną tego stanu rzeczy był istotny spadek ich przychodów z działalności operacyjnej, zwłaszcza zaś wynagrodzenia za zarządzanie (co było efektem malejącej wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych) oraz opłaty manipulacyjnej (jako konsekwencja gwałtownego spadku popytu na tytuły uczestnictwa funduszy). Obniżeniu uległy również wskaźniki rentowności TFI, choć w przypadku rentowności sprzedaży spadek ten okazał się znikomy. Pogorszenie warunków rynkowych spowodowało konieczność dostosowania prowadzonej działalności do nowych okoliczności (głównie w zakresie optymalizacji kosztowej), zaś w przypadku niektórych nowych towarzystw, które ubiegały się o uzyskanie zezwolenia KNF na zarządzanie funduszami, było powodem zawieszenia lub umorzenia złożonych wcześniej wniosków.

¹⁴ 23 lutego 2009 r. podpisana została umowa przejęcia tego przedsiębiorstwa przez Opera TFI, które to towarzystwo 1 maja przejęło zarządzanie dwoma funduszami SEB (SEB FIO i SEB SFIO). 9 lipca KNF podjęła uchwałę w sprawie uchylecia, na wniosek TFI, zezwolenia na wykonywanie działalności przez SEB TFI SA, zaś dzień później nastąpiła likwidacja towarzystwa.

¹⁵ N. Chudzyńska, P. Rutkowski, *Dziesięć TFI na sprzedaż?*, „Parkiet”, 6.02.2009 r., s. 9; A. Wróblewska-Cieślak, *Arka nie wyklucza przejąć*, „Rzeczpospolita”, 8.06.2009 r., s. B10.

Tomasz Miziołek

**IMPACT OF FINANCIAL CRISIS ON ACTIVITY OF INVESTMENT
FUND MANAGEMENT COMPANIES IN POLAND**

(Summary)

The aim of this article is estimation of significance of financial crisis on investment fund management companies' activity on Polish financial market during two years – from July 2007 to June 2009. The most important aspect of this impact was decline of investment funds' net asset value (from 139,0 billion PLN to 77,2 billion PLN). It was due to decreasing value of securities in funds' investment portfolios and negative balance of payments and amortizations (investors withdrew from funds 25,4 billion PLN more than they paid in). Declining value of net assets value caused decrease of value of investment fund management companies' management fees and decreasing payments were a reason of falling distribution fees. Decreasing fees contributed to lower income and lower net profit. Financial crisis had also other consequences – for example decreasing amount of new investment fund management companies and investment funds and increasing amount of funds' liquidations.