



UNIwersytet EKONOMICZNY  
W POZNANIU

**Wydział Gospodarki Międzynarodowej**

**Piotr Gawrzyał**

**Determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy  
inwestycyjnych**

**Aspekt krajowy i międzynarodowy**

**Rozprawa doktorska**

Promotor:  
**prof. dr hab. Marian Gorynia**

Katedra Strategii i Polityki Konkurencyjności Międzynarodowej

Poznań 2009

## Spis treści

Wstęp .....	5
-------------	---

### Rozdział 1

<b>Podstawy teoretyczne badania konkurencyjności przedsiębiorstw.....</b>	<b>12</b>
---	-----------

<b>1.1. Przedsiębiorstwo jako przedmiot badania .....</b>	<b>12</b>
1.1.1. Model ekonomiczny.....	13
1.1.2. Model finansowy .....	13
1.1.3. Model produkcyjny (technologiczny).....	15
1.1.4. Model organizacyjny .....	16
1.1.5. Model prawny .....	16
1.1.6. Model behawioralny .....	17
1.1.7. Model strategiczny.....	19
<b>1.2. Pojęcie branży .....</b>	<b>19</b>
<b>1.3. Konkurencyjność i związane z nią terminy.....</b>	<b>22</b>
1.2.1. Konkurencja.....	23
1.2.2. Konkurowanie.....	24
1.2.3. Konkurencyjność .....	25
1.2.4. Pozycja konkurencyjna .....	27
<b>1.4. Determinanty konkurencyjności .....</b>	<b>29</b>
<b>1.5. Metody badania konkurencyjności.....</b>	<b>32</b>
<b>1.6. Podsumowanie rozdziału .....</b>	<b>34</b>

### Rozdział 2

<b>Specyfika branży towarzystw funduszy inwestycyjnych.....</b>	<b>36</b>
---	-----------

<b>2.1. Pojęcie branży w kontekście badanych zagadnień.....</b>	<b>36</b>
2.1.1. Branża towarzystw funduszy inwestycyjnych .....	36
2.1.2. Oferta towarzystw funduszy inwestycyjnych .....	38
<b>2.2. Specyfika nowoczesnego produktu inwestycyjnego .....</b>	<b>42</b>
2.2.1. Fundusze inwestycyjne – podstawa działalności TFI.....	43
2.2.2. Zarządzanie aktywami – uzupełnienie oferty TFI .....	44
2.2.3. Formy pochodne i hybrydowe .....	47
<b>2.3. Rynek funduszy inwestycyjnych .....</b>	<b>49</b>
2.3.1. Świat .....	50
2.3.2. Polska.....	54
<b>2.4. Cechy specyficzne rynku funduszy inwestycyjnych.....</b>	<b>56</b>

2.4.1. Produkt/usługa .....	56
2.4.2. Homogeniczność.....	57
2.4.3. Szeroka grupa docelowa .....	59
2.4.4. Transgraniczność – swoboda międzynarodowego przepływu kapitału.....	60
<b>2.5. Determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych .....</b>	<b>61</b>
<b>2.6. Podsumowanie rozdziału .....</b>	<b>64</b>

### **Rozdział 3**

<b>Egzogeniczne determinanty konkurencyjności TFI.....</b>	<b>65</b>
<b>3.1. Warunki czynnikowe.....</b>	<b>66</b>
3.1.1. Otoczenie prawne.....	66
3.1.2. Stan infrastruktury rynkowej.....	76
3.1.3. Dostęp do wykwalifikowanych pracowników .....	79
3.1.4. Globalizacja.....	82
<b>3.2. Warunki popytowe .....</b>	<b>86</b>
3.2.1. Wielkość popytu.....	86
3.2.2. Świadomość klientów .....	92
<b>3.3. Branże pokrewne i wspierające.....</b>	<b>100</b>
3.3.1. Rozwój bankowości i ubezpieczeń .....	100
3.3.2. Formy współpracy z zewnętrznymi podmiotami .....	107
3.3.3. Współpraca z podmiotami z branż wspierających .....	111
3.3.4. Komplementarność czy substytucyjność .....	112
<b>3.4. Podsumowanie rozdziału .....</b>	<b>115</b>

### **Rozdział 4**

<b>Endogeniczne determinanty konkurencyjności TFI.....</b>	<b>116</b>
<b>4.1. Dystrybucja .....</b>	<b>117</b>
4.1.1. Formy dystrybucji .....	119
4.1.2. Kanały dystrybucji .....	120
4.1.3. Problem otwartej/zamkniętej architektury .....	125
4.1.4. Zarządzanie siecią dystrybucji .....	127
4.1.5. Przykłady nieumiejętnego zarządzania siecią dystrybucji.....	128
<b>4.2. Promocja.....</b>	<b>132</b>
4.2.1. Komunikaty.....	132
4.2.2. Narzędzia.....	137
4.2.3. Efekty działań promocyjnych.....	146
<b>4.3. Polityka cenowa .....</b>	<b>147</b>

4.3.1.	Charakterystyka stosowanych opłat .....	147
4.3.2.	Wykorzystanie polityki cenowej .....	153
4.3.3.	Wpływ zza granicy .....	157
<b>4.4.</b>	<b>Polityka produktowa .....</b>	<b>158</b>
4.4.1.	Cechy charakterystyczne branży .....	158
4.4.2.	Scenariusze produktowe .....	161
4.4.3.	Kategorie produktów .....	163
4.4.4.	Czynniki wewnętrzne wpływające na politykę produktową.....	166
4.4.5.	Czynniki zewnętrzne wpływające na politykę produktową.....	167
<b>4.5.</b>	<b>Pozostałe czynniki determinujące konkurencyjność TFI .....</b>	<b>169</b>
4.5.1.	Kadry .....	169
4.5.2.	Dobór partnerów biznesowych.....	172
4.5.3.	Badania i rozwój.....	173
4.5.4.	Technologia .....	174
4.5.5.	Lokalizacja .....	175
<b>4.6.</b>	<b>Zarządzanie determinantami - strategia .....</b>	<b>175</b>
4.6.1.	Strategie towarzystw funduszy inwestycyjnych .....	176
4.6.2.	Interakcje determinant.....	180
<b>4.7.</b>	<b>Podsumowanie rozdziału .....</b>	<b>183</b>
<b>Zakończenie .....</b>		<b>185</b>
<b>Spis wykresów.....</b>		<b>191</b>
<b>Spis tabel .....</b>		<b>191</b>
<b>Spis rysunków.....</b>		<b>191</b>
<b>Załączniki.....</b>		<b>192</b>
	<b>Załącznik 1.....</b>	<b>192</b>
	<b>Załącznik 2.....</b>	<b>194</b>
	<b>Załącznik 3.....</b>	<b>196</b>
<b>Bibliografia .....</b>		<b>201</b>
	<b>Publikacje zwarte.....</b>	<b>201</b>
	<b>Artykuły .....</b>	<b>204</b>
	<b>Inne źródła .....</b>	<b>205</b>
	<b>Źródła reklam.....</b>	<b>206</b>
	<b>Internet.....</b>	<b>207</b>

## Wstęp

Wraz ze wzrostem poziomu życia Polaków rodzą się nowe potrzeby, życzenia, oczekiwania. Osiąganie coraz większych nadwyżek finansowych zachęca do poszukiwania coraz to nowych sposobów ich zagospodarowania. Przystają wystarczać rozwiązania, które były stosowane przez pokolenia. Globalizacja, łatwość przepływu kapitału, dostępność informacji, postęp technologiczny, pojawienie się nowych rozwiązań i instrumentów umożliwiają stosowanie coraz bardziej efektywnych narzędzi pomnażania oszczędności.

Łączne oddziaływanie obu powyższych czynników doprowadziło do wykształcenia się nowych działów gospodarki. Na świecie branża towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) jest jedną z najbardziej dynamicznie się rozwijających. W Polsce realny jej początek datuje się na koniec lat 90 XX wieku. W swojej krótkiej historii branża jako całość i każdy z jej elementów miały okazję doświadczyć okresów prosperity i dekonjunktury.

Co powoduje, że jedne podmioty radzą sobie lepiej niż inne? Że są w stanie przyciągnąć więcej klientów, zgromadzić więcej aktywów, oferować lepsze produkty? Odpowiedź wydaje się być prosta: droga do sukcesu prowadzi poprzez poznanie i optymalne wykorzystanie czynników determinujących ich konkurencyjność.

Autor stoi na stanowisku, iż w gospodarce wolnorynkowej nastawione na sukces przedsiębiorstwo nie może pozwolić sobie na niepełne wykorzystanie możliwości wpływania na determinanty konkurencyjności – drugorzędne znaczenie ma pozycja konkurencyjna w punkcie wyjścia – jedynie ciągłe, świadome kształtowanie przedsiębiorstwa i, w miarę możliwości, jego otoczenia konkurencyjnego pozwoli mu osiągnąć sukces.

Zakres tematyczny rozprawy wynika ze zderzenia dwóch powszechnie badanych obszarów – konkurencyjności przedsiębiorstw oraz zagadnień dotyczących towarzystw funduszy inwestycyjnych.

TFI, jak każde przedsiębiorstwo, aby odnieść sukces rynkowy, musi zdefiniować czynniki, które ten sukces warunkują. Owe determinanty konkurencyjności będą najczęściej wspólne dla wszystkich przedsiębiorstw działających w jednej branży. Tym ważniejsze staje się umiejętne nimi zarządzanie.

Można przyjąć, że u podstaw niniejszej rozprawy leżą świadomość istnienia grupy czynników istotnie wpływających na pozycję konkurencyjną TFI oraz chęć wskazania możliwych dróg zarządzania nimi.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych ma do wyboru dwie racjonalne drogi do sukcesu:

- określić własną pozycję konkurencyjną, zidentyfikować przewagi i luki, a następnie dążyć do utrzymania tych pierwszych jednocześnie podejmując próby eliminowania ostatnich,
- wskazać kluczowe czynniki determinujące konkurencyjność i świadomie dążyć do optymalnego ich wykorzystania.

Wybór drogi uwarunkowany będzie „mierzalnością” konkurencyjności w przypadku danego przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Bez względu jednak na preferowany sposób postępowania niezbędne jest jasne zdefiniowanie determinant konkurencyjności, określenie ich wpływu na zdolność do osiągnięcia sukcesu i, o ile to możliwe, znalezienie optymalnego sposobu ich wykorzystania.

Jak wspomniano wcześniej, towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają w Polsce stosunkowo krótką historię. Wyznacza ona główne ramy czasowe niniejszej rozprawy. Wielokrotnie zasadnym okazywało się sięgnięcie dalej w przeszłość – wskazanie początków tej gałęzi gospodarki w krajach bardziej rozwiniętych oraz przybliżenie genezy branż wspierających. Można zatem wskazać trzy okresy w rozwoju branży, które dają się wyodrębnić w treści rozprawy:

- główny – od pojawienia się w Polsce pierwszej instytucji zbiorowego inwestowania do końca 2008 roku,
- uzupełniający – rozszerzający ramy czasowe aż do początków TFI na świecie,
- pomocniczy – odnoszący się do czasów przed pojawieniem się pierwszych TFI.

Geograficzny zakres pracy daje się podzielić na dwie kategorie – jej znakomita większość poświęcona jest polskim realiom, jednak autor wielokrotnie odwołuje się do doświadczeń płynących z rynków, na których TFI mają dłuższą historię – głównie Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych.

Obszarem badawczym w rozprawie będzie zatem polski rynek funduszy inwestycyjnych, a więc wszystkie TFI obecne na tym rynku bez względu na historyczne, kapitałowe czy terytorialne aspekty stawiające pod znakiem zapytania „polskość” owych podmiotów. Dodatkowym obszarem zainteresowania będzie międzynarodowy aspekt działalności tych podmiotów.

---

<sup>1</sup> Por. Gorynia M. (red.) „Luka konkurencyjna na poziomie przedsiębiorstwa a przystąpienie Polski do Unii Europejskiej”, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2002.

W toku badań zaobserwowano dwa modele biznesowe interesujące z punktu widzenia niniejszej rozprawy:

- produkty są oferowane przez podmioty dedykowane dla rynku polskiego (lokalne)<sup>2</sup>,
- oferowanie produktów w Polsce jest elementem działalności podmiotów o międzynarodowym zasięgu.

Międzynarodowa ekspansja podmiotów lokalnych i wchodzenie na rynek polski podmiotów o międzynarodowym zasięgu (tworzenie nowych obszarów konkurencji i zwiększanie liczby konkurentów) jest jedynie jednym ze zjawisk o transgranicznym charakterze, które można obserwować na polskim rynku funduszy inwestycyjnych. Polska branża TFI jest w znacznej mierze otwarta na wpływy, które również zostały omówione w pracy. W szczególności chodzi o:

- wysoki stopień dopasowania polskich przepisów do międzynarodowego prawa,
- import wzorców zachowań zarówno po stronie popytu, jak i podaży,
- dostępność zagranicznych produktów,
- rosnącą świadomość klientów – swoistą dojrzałość inwestycyjną.

Pomimo niezaprzeczalnego wpływu wymienionych powyżej czynników branża towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce od lat zachowuje cechy niespotykane nigdzie indziej na świecie, pozostając domeną niemal wyłącznie rodzimych podmiotów. Chęć zbadania tego paradoksu w znacznej mierze przyczyniła się do powstania niniejszej rozprawy.

Ponadto na wybór tematyki pracy główny wpływ miały:

- chęć wyekstrahowania z ogólnoekonomicznego dorobku naukowego dotyczącego konkurencyjności przedsiębiorstw elementów mających zastosowanie w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych,
- możliwość wypełnienia luki w rodzimych publikacjach pomijających zagadnienia dotyczące funduszy inwestycyjnych z perspektywy ich oferentów,
- praktyczna wartość płynąca z zajęcia się tymi właśnie zagadnieniami – możliwość zaproponowania usystematyzowanego punktu wyjścia do rozważań na temat konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych,

Jako dodatkowe elementy skłaniające do zajęcia się tym właśnie tematem należy wymienić:

- sukcesywnie rosnącą rolę towarzystw funduszy inwestycyjnych w polskiej gospodarce,

---

<sup>2</sup> Jako uzupełnienie tego modelu można potraktować próby ekspansji międzynarodowej podejmowane przez TFI o polskich korzeniach.

- coraz większy wpływ TFI na kształtowanie portfela oszczędności Polaków,
- stosunkowo niewielką liczbę rodzimych opracowań dotyczących praktycznych i teoretycznych aspektów działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych,
- przyspieszenie przekształceń branży spowodowane przystąpieniem Polski do UE i pojawieniem się na polskim rynku podmiotów o międzynarodowym zasięgu.

Głównym celem pracy jest identyfikacja podstawowych czynników determinujących sukces towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W dalszej kolejności, wskazanie praktycznych sposobów wykorzystania wiedzy na temat determinant konkurencyjności do zwiększenia szans osiągnięcia sukcesu przez dane TFI. Rozprawa ma również wartość dla potencjalnych klientów towarzystw funduszy inwestycyjnych – odsłania kulisy zarządzania aktywami, wskazuje patologie rynku, przedstawia metody wyboru optymalnych sposobów lokowania nadwyżek finansowych. Zamiarem autora było uczynienie pracy możliwie interesującą z praktycznego punktu widzenia.

W rozprawie odniesiono się do kilku hipotez badawczych:

- polska branża TFI stopniowo upodabnia się do branż z rynków bardziej rozwiniętych w zakresie:
  - stosowanych regulacji prawnych,
  - oferowanych produktów,
  - struktury popytu.
- historyczne uwarunkowania, a w szczególności nawyki klientów, uniemożliwią lub znacznie opóźnią ujednoczenie rynku w ujęciu międzynarodowym – lokalna specyfika może mieć kluczowe znaczenie dla określania branży i musi być uwzględniana przez przedsiębiorstwa dążące do odniesienia sukcesu.
- w polskich warunkach dla sukcesu TFI kluczowe znaczenie ma sieć sprzedaży – dystrybucja jest najistotniejszą determinantą konkurencyjności, a pozostałe czynniki odgrywają mniejszą rolę.

W treści rozprawy wyraźnie rysują się stosowane metody badawcze. Analiza logiczna posłużyła do wyodrębnienia z gospodarki branży towarzystw funduszy inwestycyjnych, a z niej, poszczególnych podmiotów bez pomijania ich wzajemnych interakcji. Dzięki takiemu zabiegowi, szczególnie w rozdziale trzecim, możliwe stało się wskazanie wpływu ogólnorynkowych (i „ogólnobranżowych”) zjawisk na poszczególne podmioty.



Synteza pozwoliła na wskazanie cech szczególnych branży (rozdział drugi) na podstawie wniosków płynących z obserwacji poszczególnych podmiotów. Innym przykładem jej zastosowania może być rozdział czwarty, gdzie syntezę wykorzystano do przedstawienia strategii – pojęcia nadrzędnego względem pojedynczych determinant.

W rozważaniach wykorzystano zarówno indukcję, jak i dedukcję z wyraźną dominacją tej ostatniej. Zachowania poszczególnych podmiotów, a niekiedy nawet pojedyncze decyzje, wykorzystywane były do wnioskowania na poziomie ogólnym. Częściej sprowadzono rozważania z wyższego poziomu na niższy i wnioskowano o zachowaniach podmiotów na podstawie zjawisk zachodzących na poziomie branży czy całej gospodarki.

W toku rozważań wielokrotnie odwoływano się również do analogii między rynkiem polskim a rynkami bardziej zaawansowanymi. Pozwoliło to na wskazanie najbardziej prawdopodobnego kierunku rozwoju rodzimej branży TFI, jednocześnie uwypukliło jej cechy specyficzne.

Wielość stosowanych metod jest bezpośrednim następstwem trzech cech rozprawy:

- złożoności badanych zjawisk uniemożliwiającej koncentrację na poszczególnych elementach bez uwzględniania ich wzajemnych zależności,
- konieczności równoległego prowadzenia rozważań o różnym stopniu uogólnienia (makro, mezo, mikro),
- kompleksowości podejścia do badanych kwestii – intencją autora było możliwie pełne oddanie wszelkich aspektów zjawisk będących przedmiotem badania.

W rozprawie jako punkt wyjścia przyjęto pojęcie konkurencyjności jako zdolności danego przedsiębiorstwa do odnoszenia sukcesów w otoczeniu rynkowym. W rozważaniach na temat konkurencyjności istotną rolę odgrywa możliwość jej mierzenia. W przeciwieństwie do wielu innych branż towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą być stosunkowo łatwo analizowane ze względu na ogólną dostępność niezbędnych informacji. Dotyczy to również miar, które można skutecznie wykorzystać do analizowania postępów danego TFI w poprawianiu własnej sytuacji rynkowej i w osiąganiu sukcesów. Bez względu na to, czy za sukces uzna się rosnący udział rynku, wzrost poziomu aktywów, zwiększenie efektywności zarządzanych środków, zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków – dostęp do informacji jest stosunkowo łatwy.

Jako główne źródła informacji na temat rynku funduszy inwestycyjnych można wskazać:

- organy nadzoru – są one źródłem aktualnej i rzetelnej informacji na temat podmiotów działających w tej branży,

- niezależne podmioty – instytucje monitorujące rynek i udostępniające publikacje (głównie gazety i czasopisma), portale internetowe oraz stowarzyszenia skupiające podmioty z branży lub stawiające sobie za cel krzewienie wiedzy wśród klientów,
- podmioty z branży – same TFI publikują cenne informacje, które pozwalają na lepsze zrozumienie zasad ich funkcjonowania,
- publikacje zwarte – rosnąca popularność zagadnień związanych z rynkiem TFI umożliwiła konfrontowanie przedstawianych poglądów z dorobkiem innych autorów.

W części rozprawy poświęconej przeglądowi dotychczasowego dorobku naukowego w badanej dziedzinie wykorzystane zostały publikacje zwarte oraz artykuły (zarówno drukowane, jak i publikowane w mediach elektronicznych), których pełną listę zamieszczono w bibliografii.

Konstrukcja pracy prowadzi czytelnika od zagadnień o charakterze najbardziej ogólnym, zawężając stopniowo tematykę, by w ostatniej części skupić się na elementach o największym stopniu uszczegółowienia.

Zagadnieniu konkurencyjności przedsiębiorstw, budowaniu i utrzymywaniu przewagi konkurencyjnej poświęcono w ekonomii relatywnie dużo uwagi. Przeglądu dotychczasowego dorobku w tej dziedzinie dokonano w rozdziale pierwszym rozprawy.

Również zagadnienia związane z funduszami inwestycyjnymi w literaturze światowej reprezentowane są przez znaczną liczbę publikacji<sup>3</sup>. Liczba rodzimych prac poświęconych funduszom inwestycyjnym rośnie wraz z popularyzacją tej formy gromadzenia kapitału. Zdecydowana większość autorów koncentruje się na „konsumenckim” punkcie widzenia – jak wybrać najlepszy fundusz, czym się kierować, szukając optymalnych rozwiązań inwestycyjnych, jak zbudować dopasowany do indywidualnych potrzeb portfel inwestycyjny – na te pytania w literaturze (również polskiej) dość łatwo można znaleźć odpowiedzi<sup>4</sup>.

Tymczasem warto pochylić się nad problemami, na które napotykają przedsiębiorstwa działające w tej branży. Restrykcyjne regulacje prawne, presja konkurentów, brak wiedzy

<sup>3</sup> Najlepszym i często uaktualnianym źródłem informacji są podmioty zajmujące się badaniem rynku – europejskie EFAMA – European Fund and Asset Management Association czy amerykańskie ICI – Investment Company Institute. W Polsce ich odpowiednikiem jest Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami. Można również znaleźć liczne przykłady wydawnictw zwartych poświęconych tematyce funduszy inwestycyjnych, chociażby: Bogle J. C. „Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor”, John Wiley & Sons Inc, Canada 1999; Scott D. L. „David Scott's Guide to Investing In Mutual Funds”, Houghton Mifflin Copany, Boston 2004; Jacobs B. „All About Mutual Funds”, McGraw-Hill, USA 2001; Tyson E. „Mutual Funds For Dummies”, John Wiley & Sons Inc, Canada 2005; Dembowski A. „Schnellkurs Investmentfonds: Praktischer Leitfaden für Privatanleger“, Walhalla U. Praetoria, 2008; Rühl A. „Investmentfonds verstehen und richtig nutzen. Strategien für die optimale Vermögensstruktur“, FinanzBuch Verlag, 2006; Dembowski A. „Profi-Handbuch Investmentfonds“, Walhalla U. Praetoria, 2007.

<sup>4</sup> Jako przykłady można wymienić: Rogala M. „Otwarte fundusze inwestycyjne”, Helion, Gliwice 2006; Gabryelczyk K. „Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność”, Oficyna Ekonomiczna OPWP, 2006; Lipiński M. „Finanse osobiste”, Helion, Gliwice 2008.

klientów, mnogość czynników pozostających poza wpływem danego podmioty powodują, że odnieść sukces na rynku funduszy inwestycyjnych nie jest łatwo.

Jednak, aby zacząć mówić o czynnikach sukcesu w danej branży, należy zacząć od precyzyjnego jej zdefiniowania oraz wskazania cech decydujących o jej wyjątkowości. Rozdział drugi rozprawy traktuje właśnie o branży towarzystw funduszy inwestycyjnych – definiuje ją, mówi o jej pochodzeniu, wskazuje jej unikalne cechy powodujące, że zasadnym jest wyodrębnienie TFI spośród podmiotów działających w branżach oferujących produkty zaspakajające zbliżone potrzeby klientów. W rozdziale drugim zaproponowany został schemat analityczny rozwinięty w kolejnych częściach rozprawy.

Rozdział trzeci poświęcony jest czynnikom zewnętrznym warunkującym sukces towarzystw funduszy inwestycyjnych. Stosując porterowskie podejście do zagadnienia, determinanty podzielono na czynnikowe, popytowe i kształtowane przez branże pokrewne i wspierające. W tej części pracy odniesiono się między innymi do regulacji prawnych branży, infrastruktury rynkowej, wpływów zagranicznych, świadomości konsumentów, rozwoju branż wpływających na TFI – determinant, które z definicji pozostają poza wpływem pojedynczych podmiotów.

Rozdział czwarty charakteryzuje te czynniki, które mogą być świadomie kształtowane przed towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Przykłady z rynku posłużyły do zilustrowania zarówno trafnych, jak i błędnych decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwa. W rozdziale tym przedstawiono sposoby, którymi towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą wpływać na poprawę swojej pozycji konkurencyjnej – konkretne wzorce zachowań przedsiębiorstw, rekomendacje dotyczące maksymalizowania szans na odniesienie sukcesu oparto na badaniach zachowań przedsiębiorstw działających na rynku polskim oraz na strategiach realizowanych z sukcesem przez podmioty o zasięgu międzynarodowym.

## **Rozdział 1**

### **Podstawy teoretyczne badania konkurencyjności przedsiębiorstw**

Do przedstawienia zagadnień będących tematem rozprawy niezbędne jest określenie jednoznacznych przejrzystych definicji kluczowych pojęć występujących w jej treści. Rozdział pierwszy przybliży wybrane pozycje z dorobku ekonomii, przedstawiając jednocześnie interpretacje kluczowych pojęć wykorzystanych w rozprawie.

Podstawowym pojęciem, wielokrotnie pojawiającym się w toku wywodu, jest „przedsiębiorstwo”. Przeprowadzone badania literaturowe, których wyniki przedstawiono w pierwszej części rozdziału, wykazały mnogość aspektów, które uwzględniane są przy próbach definiowania tego pozornie jednoznacznego pojęcia. Konieczne zatem stało się wskazanie spójnej definicji, która umożliwiłaby właściwy odbiór zagadnień poruszanych w dalszej części rozprawy.

Podobny zabieg okazał się niezbędny w przypadku pojęcia branży. Przytaczane opinie autorów badających zjawiska związane z tym zagadnieniem posłużyły do wykazania, że branża jest czymś więcej niż prostą sumą przedsiębiorstw, a fakt ten musi być uwzględniany w toku rozprawy. W drugiej części rozdziału przeprowadzono delimitację pojęcia branży w sensie ogólnym.

Rozdział zamykają rozważania na temat konkurencyjności. Podjęto próbę krytycznego przeglądu spotykanych w literaturze definicji kluczowych pojęć z nią związanych i na ich podstawie zaproponowano interpretacje spójne z poglądami autora przedstawianymi w kolejnych rozdziałach.

Przegląd literatury umożliwił również przedstawienie wybranych sposobów grupowania determinant konkurencyjności, które posłużyły za punkt wyjścia do dalszych rozważań.

Dla pełniejszego oddania zróżnicowania występujących w nauce podejść do zagadnienia konkurencyjności w ostatniej części rozdziału krótko scharakteryzowane zostały wybrane metody jej badania.

#### **1.1. Przedsiębiorstwo jako przedmiot badania**

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych są przedsiębiorstwami. „Przedsiębiorstwo” jest jednym z podstawowych pojęć dla wielu dziedzin nauki. Jak zwykle, gdy mamy do czynienia z powszechnie rozumianym i wykorzystywanym terminem, przy próbie ujęcia go w ramy

definicji, pojawiają się problemy – różnorodność możliwych podejść mnoży interpretacje, zwracając uwagę na kolejne aspekty definiowanego pojęcia – A. Noga zidentyfikował aż 27 różnych teorii przedsiębiorstw, starając się również dociec, jakie są źródła takiej obfitości<sup>5</sup>. Co więcej, J. Duraj wskazuje, że przedsiębiorstwo może być przedmiotem badania nie tylko ekonomistów, ale i prawników, socjologów, psychologów, inżynierów, historyków itd.<sup>6</sup> Taka sytuacja wymusza rozpoczęcie wywodu od podjęcia próby kompilacji najbardziej popularnych definicji celem ustalenia spójnego zakresu pojęcia przedsiębiorstwa – zakresu, który będzie najbliższy charakterowi wywodu<sup>7</sup>.

T. Gruszecki zebrał możliwe ujęcia i modele przedsiębiorstwa<sup>8</sup>. Klasyfikacja zaproponowana przez tego autora może posłużyć do uporządkowania występujących w nauce podejść do kwestii definiowania tego pozornie jednoznacznego pojęcia.

#### 1.1.1. Model ekonomiczny

Jest to system najbliższy intuicyjnemu pojmowaniu przedsiębiorstwa. Spośród dziedzin ekonomii najwięcej uwagi ekonomicznemu modelowi przedsiębiorstwa poświęca mikroekonomia. Przedsiębiorstwo traktowane jest jako byt dążący do maksymalizowania różnicy między efektami a nakładami. Jest to podejście zgodne z założeniami ekonomii neoklasycznej. W innym ujęciu (szumpeterowskim) uwaga koncentruje się raczej na aspektach związanych z osiąganiem przez przedsiębiorcę zysku nadzwyczajnego dzięki ciągłemu rozwojowi – stosowaniu innowacji. W ramach tego nurtu można mnożyć podejścia.

Begg, Dornbusch i Fischer uciekają od jednoznacznego definiowania pojęcia „przedsiębiorstwo”. Sugerują postrzeganie przedsiębiorstwa przez pryzmat mierzalnych aspektów przychodów, kosztów, wielkości produkcji, a także organizacji funkcjonowania, poświęcając relatywnie dużo miejsca tym zagadnieniom.

#### 1.1.2. Model finansowy

Model finansowy określa przedsiębiorstwo przez pryzmat księgowy jako zbiór wielkości czysto finansowych. Kluczowymi kryteriami opisującymi przedsiębiorstwo zgodnie

<sup>5</sup> Noga A. „Teorie przedsiębiorstw”, PWE, Warszawa 2009.

<sup>6</sup> Duraj J. „Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa”, PWE, Warszawa 2004.

<sup>7</sup> Por. Gorynia M. „Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych”, Ekonomista 4/1999 oraz Gorynia M. „Strategie zagranicznej ekspansji przedsiębiorstw”, PWE, Warszawa 2007, gdzie autor przedstawia i porządkuje ontologiczne i metodologiczne założenia dotyczące pojęcia przedsiębiorstwa.

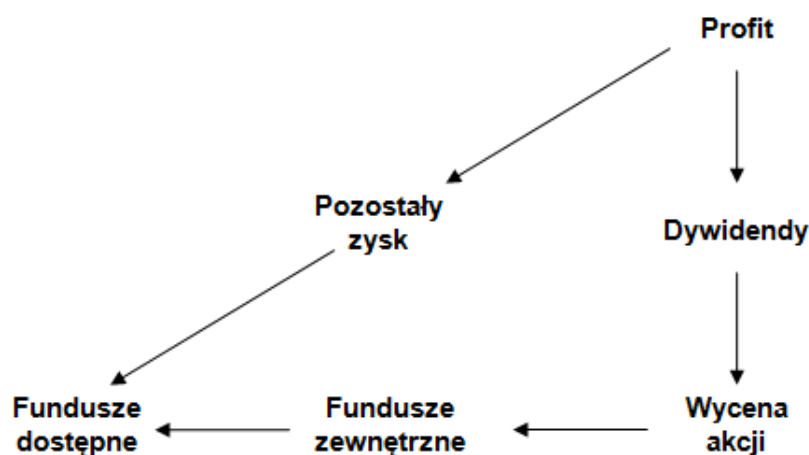
<sup>8</sup> Gruszecki T. „Współczesne teorie przedsiębiorstwa”, PWN, Warszawa 2002.

z modelem finansowym są jego aktywa tworzące kapitał (traktowany jako wartość), koszty (w ujęciu księgowym), a także wartości niematerialne i prawne (goodwill). Głównym dążeniem przedsiębiorstwa jest zwiększanie jego wartości, nie koniecznie idące w parze z maksymalizacją osiąganych zysków. Taki obraz przedsiębiorstwa będzie istotny z punktu widzenia dziedzin zajmujących się aspektami finansowymi działalności podmiotów gospodarczych, a także giełdą, gdzie stosunek wartości przedsiębiorstwa do jego aktualnej ceny jest jednym z kluczowych mierników efektywności inwestycji.

Za przykład takiego podejścia może posłużyć definicja, według której przedsiębiorstwo jest [...] kompleksem majątkowym odpowiednio zorganizowanym w celu prowadzenia działalności gospodarczo-zarobkowej<sup>9</sup>.

Model finansowy przedsiębiorstwa przedstawili D. Hay i D. Morris w „Industrial economics: theory and evidence”<sup>10</sup>.

**Rysunek 1:** Model finansowy przedsiębiorstwa



Źródło: Hay D., Morris D. „Industrial economics: theory and evidence”, Oxford University Press, Oxford 1979.

Celem głównym działalności przedsiębiorstwa w modelu finansowym jest maksymalizacja finansowych korzyści właścicieli przedsiębiorstwa, osiągnięta dzięki maksymalizacji wartości rynkowej firmy<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Bal T. (red.) „Przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej: zarządzanie – marketing – finanse”, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Rzeszów 1992.

<sup>10</sup> Hay D., Morris D. „Industrial economics: theory and evidence”, Oxford University Press, Oxford 1979; Por. rozważania na temat strumieni gotówki w Pluta W. „Strategiczne zarządzanie finansami”, Ekspert, Wrocław 1996.

Finansowe spojrzenie na zagadnienia związane z przedsiębiorczością w jednym rządzie z podejściem strategicznym stawiają B. Schwenkner i K. Spremann<sup>12</sup>. Autorzy podkreślają znaczenie dostrzegania potencjału przyrostu wartości przedsiębiorstwa (i umiejętności jej oceny) dla zwiększenia efektywności jego funkcjonowania. Dostarczają oni podstawowych narzędzi wyceny i oceny efektywności przedsiębiorstwa, wskazując możliwe ich zastosowania.

### 1.1.3. Model produkcyjny (technologiczny)

Definicje zgodne z tym modelem przedstawiają przedsiębiorstwo jako podmiot, który w oparciu o dostępne surowce i technologie wytwarza produkt finalny. Technologia rozumiana będzie jako forma przepisu wykonania w sposób efektywny konkretnego procesu produkcyjnego<sup>13</sup>. Taka definicja dobrze się sprawdza w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych, a wykorzystywana jest w dziedzinach koncentrujących się na procesie wytwórczym. Jeśli jednak za produkt uznamy również usługę, takie podejście stanie się bardziej uniwersalne.

Rolę przedsiębiorstwa jako ośrodka tworzącego i wykorzystującego technologię omawia W. Świtalski w publikacji „Science-Technology – Economy. International Competition”<sup>14</sup>. Autor ilustrując zależności między nauką a ekonomią, wskazuje na zastosowanie technologii nie tylko do wytwarzania produktów. Podkreśla również jej znaczenie dla konkurencyjności przedsiębiorstwa<sup>15</sup>.

Technologia może i powinna być źródłem innowacji obejmujących praktycznie wszystkie aspekty działalności przedsiębiorstwa:

- doskonalenie i rozwój istniejących technologii produkcyjnych, eksploatacyjnych i dotyczących sfery usług,
- wprowadzanie nowych rozwiązań w organizacji i zarządzaniu,
- doskonalenie i rozwój infrastruktury<sup>16</sup>.

---

<sup>11</sup> Górczyńska M., Zaniecka K. „Zarządzanie finansami przedsiębiorstw”, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2006.

<sup>12</sup> Schwenkner B., Spremann K. „Unternehmerisches Denken zwischen Strategie und Finanzen: die vier Jahreszeiten der Unternehmung”, Springer, Berlin 2008.

<sup>13</sup> Mindur L. „Technologie w transporcie samochodowym”, WKŁ, Warszawa 1990.

<sup>14</sup> Kukliński A. (red.) „Science technology economy”, Komitet Badań Naukowych, Warszawa 1994.

<sup>15</sup> Wpływowi technologii na gospodarkę i jej poszczególne elementy poświęcono wiele miejsca w „General Purpose Technologies: Engines of growth?”, autorstwa Bresnahan T. i Trajtenberg M., National Bureau of Economic Research, 1992.

<sup>16</sup> Marciniak B. „Rola parków naukowo-technologicznych w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw”, Wydawnictwo Poznańskie, Poznań 1997.

#### 1.1.4. Model organizacyjny

Przedsiębiorstwo jest przykładem organizacji, która przyporządkowując poszczególnym jednostkom określone pozycje, umożliwia realizację nadrzędnego celu. Oczywiście taka definicja nie sprawdzi się w przypadku przedsiębiorstw jednoosobowych, ale wszędzie tam, gdzie występują przynajmniej dwie jednostki, może ona zdać egzamin.

Za przykład takiego podejścia posłużyć może publikacja J.G. March i H.A. Simona „Teoria organizacji”<sup>17</sup>. Autorzy proponują, jako jeden z możliwych sposobów usystematyzowania elementów przedsiębiorstwa, oddzielenie elementów rzeczowych od organizacji formalnej – układu formalnych powiązań, który ma umożliwić jednostce sprawującej kontrolę koordynowanie i organizację pracy podległych jednostek i grup zróżnicowanych pod względem celów, umiejętności i preferencji.

#### 1.1.5. Model prawny

Postrzeganie przedsiębiorstwa jako podmiotu posiadającego prawa i obowiązki, wykonującego określone czynności zgodnie z obowiązującymi regulacjami będzie zgodne z prawnym podejściem do zagadnienia. Polskie przepisy definiują przedsiębiorstwo jako zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczony do prowadzenia działalności gospodarczej.

Przedsiębiorstwo obejmuje w szczególności:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),
- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
- koncesje, licencje i zezwolenia,
- patenty i inne prawa własności przemysłowej,
- majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,

---

<sup>17</sup> March J.G., Simon A.H. „Teoria Organizacji”, PWN, Warszawa 1964.



- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej<sup>18</sup>.

Powyższa definicja wskazuje na kilka cech charakteryzujących badane pojęcie:

- fakt zorganizowania (pierwiastek organizacji),
- istnienie powiązań między składnikami przedsiębiorstwa (zespół składników),
- prymat czynników niematerialnych nad materialnymi (szyk zdania w części wstępnej)<sup>19</sup>.

Choć termin „przedsiębiorstwo” w prawie europejskim ma bezspornie istotne znaczenie brakuje definicji przedsiębiorstwa o charakterze ogólnym. W Traktacie Rzymskim<sup>20</sup> wielokrotnie pojawia się termin „undertaking” będący odpowiednikiem polskiego przedsiębiorstwa, jednak jego znaczenie zmienia się w zależności od kontekstu, w którym go użyto<sup>21</sup>.

Odniesienia do terminu przedsiębiorstwa znaleźć można w innych źródłach prawa europejskiego, np. w Traktacie ustanawiającym Europejską Wspólnotę Węgla i Stali (tzw. Traktat Paryski), jednak dopiero w art. 1 protokołu 22 Układu o Europejskiej Przestrzeni Gospodarczej znaleźć można definicję przedsiębiorstwa, która mówi, że „przedsiębiorstwem jest każda jednostka wykonująca działalność handlową lub gospodarczą”<sup>22</sup>.

#### 1.1.6. Model behawioralny

W tym podejściu najważniejsza jest rola jednostki w organizacji, a przedsiębiorstwo jest analizowane jako system społecznych powiązań. Nacisk położono głównie na relacje interpersonalne, zdolności przywódcze zdolność jednostek do współpracy – aspekty pozostające w obszarze zainteresowania socjologów i psychologów. Bez działania jednostek tworzących przedsiębiorstwo wiedza, surowce, siła robocza pozostaną niewykorzystane.

Rola jednostek w przedsiębiorstwie jest silnie zaakcentowana u M. Haire i E.W. Bakke. To ludzie tworzą przedsiębiorstwo dzięki dążeniu do realizacji celu przy wykorzystaniu dostępnych zasobów. Aby jednak mówić o przedsiębiorstwie, podejmowane działania muszą być zróżnicowane, skoordynowane i powinny opierać się na określonych ustrukturyzowanych

<sup>18</sup> Kodeks Cywilny, art. 55<sup>1</sup>

<sup>19</sup> Zagadnieniom tym poświęcony jest obszerny artykuł Widło J. „Przedsiębiorstwo w świetle zmian Kodeksu cywilnego”, Monitor Prawniczy, 1/2004.

<sup>20</sup> Traktat Rzymski o Europejskiej Wspólnocie Gospodarczej sygnowany był w 1957 roku. W 1997 roku został zmodyfikowany przez zapisy Traktatu Amsterdamskiego. Pełną treść dokumentu znaleźć można pod adresem <http://www.ueonline.host.sk/aktyprawne.html>

<sup>21</sup> Kępa A.M. „Małe i średnie przedsiębiorstwa w acquis communautaire”, Glosa Przegląd Prawa Gospodarczego, maj 2004.

<sup>22</sup> Ibidem.

zasobach kapitału, wiedzy, surowców i siły roboczej<sup>23</sup>. Istotną cechą przedsiębiorstwa w tej definicji jest również względna trwałość systemu działań i powiązań.

Na zachowania jednostek wpływać będą również obowiązujące normy moralne. T. Gruszecki wyróżnił aspekt etyczny jako jeden z modeli i choć jego elementy znajdują odzwierciedlenie na płaszczyźnie behawioralnej, nie można pominąć go zupełnie. Istnieje bogata literatura odnosząca się do etyki w biznesie i zwracająca uwagę na konieczność regulowania funkcjonowania przedsiębiorstw nie tylko na gruncie prawnym, ale oceniania ich działalności przez pryzmat zgodności z normami etycznymi, gdyż w rozwiniętych gospodarkach jest on bardzo istotny<sup>24</sup>.

E.W. Bakke użył określenia „system”, żeby oddać pajęczynę powiązań wewnątrz przedsiębiorstwa. Również R.L. Ackoff ucieka się do tego terminu – przedsiębiorstwo jest „systemem zachowującym się rozmyślnie, zawierającym przynajmniej dwa zachowujące się rozmyślnie składniki mające wspólne zamierzenie [...]”<sup>25</sup>.

Wspomniani powyżej autorzy zwracają uwagę na fakt, że przedsiębiorstwa nie można traktować holistycznie, ignorując wpływ elementów składowych na jego funkcjonowanie. Podejście z drugiego bieguna nauki – redukcjonizm również nie będzie adekwatny, jako że przedsiębiorstwo nie jest prostą sumą składników. Podejściem, które w pełni odda złożoność przedsiębiorstwa, jednocześnie wskazując jego rolę jako części składowej nadrzędnego tworu, jakim będzie branża czy gospodarka jest systemizm. Choć założenia systemizmu opracowane zostały na potrzeby socjologii, jednak w kontekście behawioralnego modelu definiowania przedsiębiorstwa można rozszerzyć ich zastosowanie do zagadnień pozostających tematem rozprawy.

Traktujmy więc przedsiębiorstwo jako system, na który składa się szereg podsystemów (np. jednostek organizacyjnych) umożliwiających mu sprawne działanie i osiągnięcie zamierzonych celów. Przedsiębiorstwo będzie jednocześnie elementem składowym większego, bardziej złożonego systemu – branży (i dalej gospodarki). Między poszczególnymi szczeblami tego łańcucha zachodzić będą interakcje determinujące zachowanie poszczególnych jego elementów. Jeśli w centrum naszych rozważań pozostawimy przedsiębiorstwo, oznaczać to będzie, że na jego zachowanie wpływać będą jego podsystemy, inne przedsiębiorstwa, a także systemy wyższego rzędu – branża, gospodarka.

---

<sup>23</sup> Haire M., Bakke E.W. (red.) „Nowoczesna teoria organizacji”, „Pojęcie organizacji społecznej”, PWN Warszawa 1965.

<sup>24</sup> Por. Gasparski W., Dietl J. (red.) „Etyka biznesu w działaniu. Doświadczenia i perspektywy”, PWN, Warszawa 2001 oraz Chryssides G.D., Kaler J.H. „Wprowadzenie do etyki biznesu”, PWN, Warszawa 1999.

<sup>25</sup> Ackoff R.L. „O systemie pojęć systemowych”, *Prakseologia* nr 2 (46).

### 1.1.7. Model strategiczny

Jest to kompleksowy model przedsiębiorstwa, który wiąże w jedną całość modele produkcji i sprzedaży z modelem finansowym<sup>26</sup>. Można przyjąć, że jest to model managerski – skłaniający do spojrzenia na przedsiębiorstwo całościowo przez pryzmat rachunkowości, finansów, sprzedaży, produkcji i innych istotnych aspektów działalności przedsiębiorstwa. Za podejście zgodne z modelem strategicznym można uznać wszelkie kombinacje modeli przedsiębiorstwa przedstawione wcześniej.

Jest to jednocześnie sposób pojmowania przedsiębiorstwa najbliższy poglądom autora niniejszej rozprawy. W zależności od badania konkretnego aspektu działalności przedsiębiorstwa na znaczeniu zyskiwać będą różne jego elementy. Nie można zatem wskazać jednego preferowanego „specjalistycznego” modelu istotnego z punktu widzenia dalszej części wywodu. Jednocześnie błędem byłoby odrzucenie na tym etapie którejkolwiek z przedstawianych w literaturze „wąskich” definicji. Wykorzystanie modelu strategicznego daje możliwość szerokiego spojrzenia na przedsiębiorstwo jako całość, nie wykluczając jednocześnie poparcia wywodu przykładami wykorzystującymi niektóre, często bardzo specyficzne, aspekty jego działalności.

## 1.2. Pojęcie branży

Koniec dwudziestego wieku był okresem dynamicznego rozwoju zjawisk związanych z obszarem znajdującym się pomiędzy badaniami poświęconymi przedsiębiorstwom (mikroekonomia) z jednej strony, a gospodarkom (makroekonomia) z drugiej. Badaniom wszelkich podmiotów znajdujących się pomiędzy szczeblem mikro i makro poświęcona jest mezoekonomia<sup>27</sup>. Jednym z tematów pozostających w obszarze zainteresowania tej dziedziny nauki jest branża<sup>28</sup>.

D. Hay i D. Morris w „Industrial economics: theory and evidence”<sup>29</sup> wskazują, że na pojawienie się kolejnego poziomu rozważań główny wpływ miały niedostatki badań koncentrujących się wyłącznie na przedsiębiorstwie<sup>30</sup>.

<sup>26</sup> Siegel J.G., Shim, J.K., Hartman, S.W. „Przewodnik po finansach”, PWN, Warszawa 1995.

<sup>27</sup> Por. Gorynia M., Jankowska B., Maślak E. „Branża jako przedmiot badań w ekonomii”, *Gospodarka Narodowa*, 3/2000. Autorzy wskazują, że poza branżą mezoekonomia bada kartele, zrzeszenia, związki pracowników i pracobiorców, grupy interesów – podmiotów z obszaru pomiędzy mikro i makro. Por. również Gorynia M. „Mezoekonomia – modele samoregulacji branży”, *Ekonomista*, 5-6/1995.

<sup>28</sup> Por. Jankowska B. „Międzynarodowa konkurencyjność branży na przykładzie polskiej branży budowlanej w latach 1994-2001”, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2005.

<sup>29</sup> Hay D., Morris D. „Industrial economics: theory and evidence”, Oxford University Press, Oxford 1979.

<sup>30</sup> Por. Dopfer K., Potts J. „The general theory of economic revolution”, Routledge, London, New York 2008.

O początkach rozważań związanych z branżą pisze również S. Martin w „Advanced industrial economics” będącym kompleksowym opracowaniem poświęconym teorii organizacji branży<sup>31</sup>. Autor przywołuje prace E. Masona, J. Baina i R. Schmalensee, ilustrując rozwój poglądów na temat definiowania i badania branż<sup>32</sup>.

Za punkt wyjścia do dalszych rozważań można przyjąć definicję branży zaproponowaną właśnie przez J. Baina w „Industrial organization”. Autor zauważa, że produkty przedsiębiorstw dają się pogrupować w zbiory bliskich substytutów różniących się istotnie od innych grup. Oferenci substytutów będą wykorzystywać te same kanały dystrybucji i docierać do zbliżonej grupy klientów. Zatem branżą według J. Baina będzie grupa podmiotów oferująca substytucyjne podmioty tej samej grupy klientów<sup>33</sup>.

Na definiowanie branży na podstawie podobieństwa produktów wskazuje również M. Waterson, dodając jeszcze elastyczność krzyżową jako kolejne możliwe kryterium grupowania podmiotów<sup>34</sup>.

M. Gorynia, B. Jankowska i E. Maślak dodatkowo rozszerzają katalog kryteriów o aspekt technologiczny<sup>35</sup>. Zbierając przytoczone podejścia, można wyróżnić cztery kryteria wyodrębniania branży:

- zbieżność oferowanych produktów,
- homogeniczność technologicznej,
- zdolność do zaspokajania określonej potrzeby,
- wysoki współczynnik elastyczności krzyżowej<sup>36</sup>.

Do definiowania branży może również posłużyć sformalizowane podejście – system Europejskiej Klasyfikacji Działalności (EKD)<sup>37</sup>. Jest to pięciostopniowy system przypisujący określoną działalność gospodarczą do konkretnej sekcji, grupy i klasy. Oznacza to, że w warunkach polskich czterocyfrowy kod EKD może być zwykle traktowany jako synonim branży.

Kompilując podejścia występujące w literaturze, można uznać, że branża to gałąź produkcji lub handlu obejmująca towary lub usługi jednego rodzaju<sup>38</sup>.

---

<sup>31</sup> Martin S. „Advanced industrial economics” Oxford, 1993.

<sup>32</sup> Warto odnotować, że J. Baina jako twórcę teorii struktury branży wskazują Otta J. i Gorynia M. w: „Regulacja sfery turystyki zagranicznej: przyczynek do teorii regulacji systemów gospodarczych”, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Poznań 1991.

<sup>33</sup> Por. Bain J. „Industrial organization”, Wiley & Sons, New York 1959.

<sup>34</sup> Waterson M. „Economic theory of the industry”, Cambridge University Press, Cambridge 1984.

<sup>35</sup> Gorynia M., Jankowska B., Maślak E. op. cit.

<sup>36</sup> Na podstawie Gorynia M., Jankowska B., Maślak E. op. cit.

<sup>37</sup> Wprowadzony w Polsce od 1994 roku.

<sup>38</sup> [www.wikipedia.pl](http://www.wikipedia.pl).

Branża jest systemem, którego charakterystyka wywodzi się z cech poszczególnych jego elementów (przedsiębiorstw), ale stanowi więcej niż tylko ich sumę<sup>39</sup>. Można wskazać na takie cechy branży jako podmiotu, jak koncentracja, organizacja, regulacje prawne, struktura itp.<sup>40</sup>

Branża cały czas ewoluuje, zmieniając parametry, które ją określają. Ma to istotny wpływ na podmioty wchodzące w jej skład. Należy zatem zidentyfikować podstawowe czynniki wpływające na branżę w ogóle, a na branżę towarzystw funduszy inwestycyjnych w szczególności.

- długofalowe zmiany w tempie rozwoju społeczeństwa – zmiany demograficzne, zmiany w modelu konsumpcji,
- zmiany w obsługiwanych segmentach nabywców – pojawianie się nowych segmentów umożliwiające wprowadzanie nowych produktów,
- uczenie się nabywców – zmniejszenie atrakcyjności produktów, zwiększenie wymagań klientów,
- zmniejszanie niepewności – stabilizacja prawna, strukturalna, formalna,
- rozszerzanie się (lub kurczenie) skali – ekspansja/redukcja branży,
- istotne zmiany kosztów działalności – wystąpienie nowych czynników zwiększających koszty działalności,
- innowacje produktowe – pojawianie się nowych rozwiązań, zastosowań itp.,
- innowacje w marketingu – popularyzacja wiedzy, rozszerzenie rynku, zmiana wizerunku branży i relacji między poszczególnymi podmiotami,
- zmiany w branżach konkurencyjnych i komplementarnych – pojawienie się nowych substytutów,
- zmiany prawne i polityczne – zmiany regulacji prawnych czy pojawienie się wpływu państwa w jakiegokolwiek innej formie,
- wejścia i wyjścia – pojawienie się lub wycofanie podmiotów<sup>41</sup>.

Dla branży, podobnie jak dla produktu, można wyznaczyć fazy rozwoju:

- rozruch (wprowadzenie),
- ekspansja (rozwój),
- dojrzałość,

---

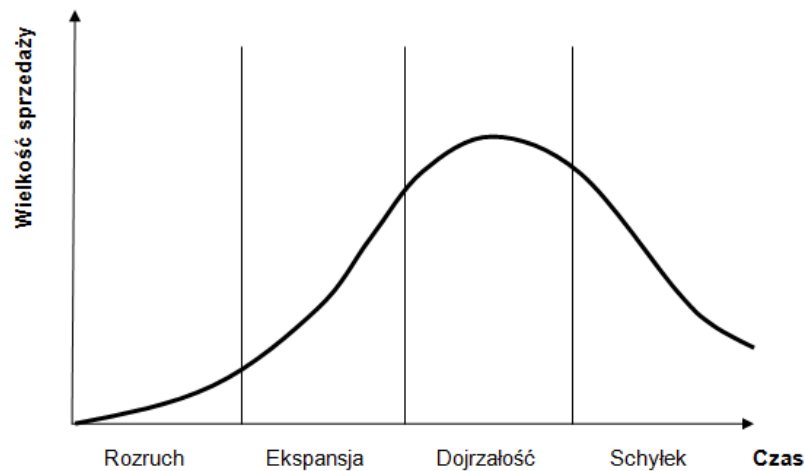
<sup>39</sup> Por. Bunge M. „A system Concept of Society. Beyond Individualism an Holism”, Theory and Decision, 1979 oraz Von Bertalanffy L. „Ogólna teoria systemów”, PWN, Warszawa 1984.

<sup>40</sup> Por. Jankowska B. op. cit.

<sup>41</sup> Opracowano na podstawie Rogowski W. „Biznesplan oraz ocena opłacalności projektów inwestycyjnych”, Materiał szkoleniowy przygotowany przez Biuro Promocji Inwestycji i Technologii Organizacji Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju Przemysłowego UNIDO w Warszawie 2005.

- schyłek<sup>42</sup>.

**Rysunek 2:** Fazy rozwoju branży



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kotler Ph. „Principles of Marketing”, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1999

Warto zwrócić uwagę na kilka istotnych problemów związanych z badaniem cyklu życia branży:

- czas trwania poszczególnych etapów będzie różny branżach,
- mogą wystąpić problemy z określaniem aktualnego etapu cyklu w danej branży,
- kształt krzywej dla branż może się istotnie różnić,
- zmiany w technologii stosowanej w branży mogą wpływać na kształt krzywej.

### 1.3. Konkurencyjność i związane z nią terminy

Konkurencyjność, konkurencja, konkurowanie to pojęcia stale zyskujące na popularności w naukach ekonomicznych, jednak podobnie jak w przypadku definiowania przedsiębiorstwa, problemem staje się znalezienie wspólnego mianownika dla przedstawianych w literaturze definicji. Paradoksalnie pozorna oczywistość terminów związanych z konkurencyjnością powoduje szereg problemów związanych z koniecznością wybrania stosownych definicji spośród ogromnej ich liczby. Dla umożliwienia właściwego odbioru niniejszej rozprawy niezbędne jest uporządkowanie dostępnych definicji i zaproponowanie ich interpretacji w kontekście przyjętej metodologii.

<sup>42</sup> Porter M.E. „Competitive advantage, creating and sustaining superior performance”, The Free Press, New York 1985.

### 1.2.1. Konkurencja

W. Kopaliński wskazuje jako źródło pojęcia konkurencja łacińskie słowo „concurrere” oznaczające wspólny bieg, dążenie do celu<sup>43</sup>. M.J. Stankiewicz w pracy „Konkurencyjność przedsiębiorstwa”<sup>44</sup> również doszukuje się łacińskich korzeni tego pojęcia, odnosząc się do angielskiego pojęcia „competition”, które wywodzi się z łacińskiego „cum petere” oznaczającego wspólne poszukiwanie. Jednak ten sam autor zwraca uwagę na sprzeczność z faktycznym znaczeniem pojęcia, które odnosi się raczej do zjawiska, którego uczestnicy rywalizują między sobą w dążeniach do analogicznych celów, co oznacza, że działania podejmowane przez jednych dla osiągnięcia określonych celów utrudniają (a niekiedy uniemożliwiają) osiągnięcie takich samych celów przez innych<sup>45</sup>. Jeśli jednak zinterpretować łacińskie źródła jako „wyścig”, którego uczestnicy dążą do osiągnięcia określonego celu, a „wspólność” należy traktować raczej jako „równoczesność”, współczesne rozumienie konkurencji nie będzie zasadniczo odbiegać od łacińskich korzeni wskazywanych przez obu autorów.

W praktyce wyróżnić można przynajmniej trzy sposoby interpretowania pojęcia konkurencji:

- konkurencja jako proces konkurowania – w tym rozumieniu będzie to współzawodnictwo podmiotów rynkowych dążących do osiągnięcia jak najlepszej pozycji w otoczeniu<sup>46</sup>.
- konkurencja jako zbiór podmiotów – w języku potocznym konkurencja będzie definiowana jako grupa przedsiębiorstw tej samej branży, współzawodnicząca z danym podmiotem na tym samym rynku. Podmioty działające na tym samym rynku w pracy określane będą mianem konkurentów. Przedsiębiorstwo konkuruje nie tylko z innymi przedsiębiorstwami na swoim rynku, ale także z potencjalnymi uczestnikami rynku, producentami dóbr substytucyjnych, dostawcami, odbiorcami i innymi podmiotami tworzącymi otoczenie konkurencyjne.
- konkurencja w ujęciu neoklasycznym – konkurencja traktowana jest jako forma organizacji rynku spełniająca szereg określonych kryteriów<sup>47</sup>. Odwołania do modeli rynkowych opatrzone będą w pracy odpowiednim komentarzem.

---

<sup>43</sup> Kopaliński W. „Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych”, Wiedza Powszechna, Warszawa 1971.

<sup>44</sup> Stankiewicz M.J. „Konkurencyjność przedsiębiorstwa”, Dom Organizatora, Toruń 2005.

<sup>45</sup> Ibidem.

<sup>46</sup> Por. Blaug M. „Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne”, PWN, Warszawa 2002.

<sup>47</sup> Por. Begg D., Dornbush R., Fisher S. „Mikroekonomia”, PWE, Warszawa 1996.

### 1.2.2. Konkutowanie

W pracy przyjęto, za M. Blaugiem, rozumienie konkurencji jako procesu konkutowania. Konkutowanie oznacza działanie i przetrwanie w konkurencyjnym otoczeniu<sup>48</sup>. Przedsiębiorstwo zawsze dysponuje pewnym potencjałem konkurencyjnym – unikalnym zbiorem umiejętności, narzędzi, wiedzy, które umożliwiają mu wypełnianie celów, dla których zostało powołane. Cele te (np. generowanie zysku, zdobycie określonego udziału w rynku itp.) będą osiąmane w tym większym stopniu, im wydajniej przedsiębiorstwo będzie gospodarowało potencjałem konkurencyjnym. Za M.J. Stankiewiczem wskazać można aspekty konkutowania<sup>49</sup>:

- arena – przestrzeń, w której proces konkutowania zachodzi,
- podmioty – konkurenci, a więc podmioty, między którymi zachodzi rywalizacja,
- przedmiot – czyli to, o co uczestnicy procesu zabiegają,
- zakres – dziedziny, w których podmioty występują w charakterze konkurentów,
- charakter – odniesienie do teorii ekonomii – wskazać można na konkutowanie w warunkach zgodnych z założeniami konkurencji doskonałej lub innych – konkurencji niedoskonałej,
- intensywność – stopień zależności przedsiębiorstwa od zachowań konkurentów, a także jego zdolność do wywierania wpływu na podmioty, z którymi konkuruje<sup>50</sup>.

M. Gorynia przedstawia z kolei listę narzędzi wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa w walce konkurencyjnej – instrumentów konkutowania:

- jakość produktów,
- cena,
- odmienność oferowanych produktów,
- elastyczność dostosowywania produktów do potrzeb odbiorców,
- częstsze od innych wprowadzanie na rynek nowych produktów,
- zapewnianie potencjalnym klientom dobrego dostępu do produktów (rozwinięta sieć dystrybucji, informacji itp.),
- szerokość asortymentu,
- reklama,
- promocja sprzedaży,

---

<sup>48</sup> Gorynia M. (red.) „Luka...”

<sup>49</sup> Por. Stankiewicz M.J. op. iit. Autor przedstawione kryteria odniósł do konkurencji, jednak cytowana wcześniej definicja wskazuje, że pod tym pojęciem rozumiany jest proces konkutowania.

<sup>50</sup> Więcej o konkurencji niedoskonałej znaleźć można w pracy W. Wrzoska „Funkcjonowanie rynku”, PWE, Warszawa 1999.



- zakres świadczonych usług przedsprzedażnych,
- zakres świadczonych usług posprzedażnych,
- ceny usług posprzedażnych,
- jakość usług posprzedażnych,
- warunki i okres gwarancji,
- wizerunek firmy,
- marka produktu,
- warunki płatności,
- rozbudzenie nieznanych dotychczas potrzeb (kreowanie potrzeb)<sup>51</sup>.

Powyższa lista została wykorzystana do rozważań na temat narzędzi, którymi dane przedsiębiorstwo może wpływać na zdolność realizacji zadanych celów. Zagadnieniom tym na poziomie TFI poświęcony został rozdział czwarty niniejszej rozprawy.

### 1.2.3. Konkurencyjność

Na jeszcze większe problemy napotyka się, podejmując próbę zdefiniowania konkurencyjności<sup>52</sup>. A. Herman we wprowadzeniu do opracowania „Uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw w Polsce” wskazuje na istnienie ponad 400 definicji konkurencyjności<sup>53</sup>. Z drugiej strony, na co zwraca uwagę M.J. Stankiewicz, w pracach takich znakomitości, jak M.E. Porter, J. Kay, E. Penrose czy J.B. Barney nie przedstawiono jej spójnej definicji<sup>54</sup>.

Mnogość podejść do zagadnienia oddają próby klasyfikowania konkurencyjności. Można spotkać następujące kryteria:

- działań lub skutków – czynnikowa (potencjał konkurencyjny), wynikowa (pozycja konkurencyjna),
- zakresu – operacyjna (konkretne techniczne umiejętności istotne na danym rynku)<sup>55</sup>, systemowa (w ujęciu mikro, mezo, makro i meta)<sup>56</sup>,

<sup>51</sup> Gorynia M. (red.) „Luka...”

<sup>52</sup> Por. Gorynia M. „Międzynarodowa konkurencyjność polskich przedsiębiorstw – wyniki badań empirycznych”, VII Kongres Ekonomistów Polskich, 01.2001.

<sup>53</sup> Szczepaniak K. (red.) „Uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw w Polsce”, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000.

<sup>54</sup> M.J. Stankiewicz wymienia jeszcze takie nazwiska jak G. Hamel, C.K Prahalad, D.A. Aaaker, M.A. Peteraf czy M. Csson, jednak ze względu na znajomość jedynie części dorobku wspomnianych autorów w niniejszej rozprawie nie znalazło się kategoryczne stwierdzenie dotyczące niewystępowania w ich pracach definicji konkurencyjności.

<sup>55</sup> Por. Faulker D., Bowman C. „Strategie konkurencji”, Gebethner & Ska, Warszawa 1996.

<sup>56</sup> Por. Żukrowska K. op. cit. oraz Gorynia M. (red.) „Luka...”

- momentu oceny – ex ante (przyszła, potencjalna pozycja konkurencyjna), ex post (pozycja już osiągnięta)<sup>57</sup>.
- obszaru występowania – czego dotyczy konkurencyjność (produktu, zasobu, terytorium itp.),
- stron relacji – „na wejściu” (pozyskiwanie zasobów), „na wyjściach” (zbywanie produktów),
- czasu – dynamiczna (zmiany konkurencyjności w czasie), statyczna (stan bieżący),
- poziomu – odniesienie oczekiwań grup interesariuszy do faktycznego poziomu konkurencyjności (normalna – zgodna z oczekiwaniami, mniej niż normalna – poniżej oczekiwań, więcej niż normalna – powyżej oczekiwań)<sup>58</sup>.

Niewątpliwie pojęcie to cechuje się wyjątkową wieloznacznością, jednakże fakt, że to właśnie zagadnienia związane z konkurencyjnością stanowią temat niniejszej rozprawy, niezbędne jest zaproponowanie jednej uniwersalnej definicji adekwatnej do poruszanych treści.

Próbie uporządkowania zagadnienia podjął prof. A. Lipowski, wychodząc od pojęcia „konkurencja”<sup>59</sup>. Autor, starając się uniknąć dysonansu związanego z różnym jego rozumieniem konkurencji w mikroekonomii i w zarządzaniu, proponuje pojęcie alternatywne – rywalizację. Mechanizm rywalizacji polegać ma na walce o konsumenta – zdobywaniu (aktywne podejście) bądź utrzymaniu (podejście pasywne) udziału w rynku. Idąc dalej, konkurencyjność jest zdolnością przedsiębiorstwa do podjęcia i uczestniczenia w rywalizacji. Takie podejście jest zbyt wąskie na potrzeby niniejszej rozprawy. Celem przedsiębiorstwa nie musi być udział w rynku, a co za tym idzie, katalog determinant i czynników, które przedsiębiorstwo musi brać pod uwagę jest znacznie szerszy niż proponowany przez A. Lipowskiego. Warto jednak zwrócić uwagę na tę pracę, jako że może być ona przyczynkiem do nowego spojrzenia na problematykę konkurencyjności.

Jedną z najogólniejszych definicji konkurencyjności znaleźć można w „The World Competitiveness Report 1994”. Pojęcie to zdefiniowano jako zdolność kraju lub przedsiębiorstwa do tworzenia większego bogactwa niż konkurenci na rynku światowym<sup>60</sup>. Takie podejście rodzi jednak niebezpieczeństwo utożsamienia konkurencyjności z pozycją konkurencyjną. Tworzenie „większego bogactwa” niż konkurenci sugeruje konieczność bycia

<sup>57</sup> Por. Gorynia M. (red.) „Luka...”

<sup>58</sup> Kryteria klasyfikacji przedstawiono w oparciu o propozycję M.J. Stankiewicza op. cit.

<sup>59</sup> Kowalska K. (red.) „Konkurencyjność przedsiębiorstw na rynku krajowym i międzynarodowym”, WSB w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2007, referat „Ekonomiczno-marketingowy mechanizm konkurencji. Próba nowej koncepcji”.

<sup>60</sup> „The World Competitiveness Report 1994”, World Economic Forum, Lausanne 1994.

lepszemu od innych podmiotów<sup>61</sup>. W tej definicji konkurencyjność jest cechą relatywną – można o niej mówić tylko w odniesieniu do innych podmiotów, co uniemożliwia traktowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa jako cechy oderwanej od konkurencyjności innych podmiotów działających na rynku.

W materiałach OECD konkurencyjność oznacza zarówno zdolność firm, przemysłów, regionów, narodów, jak i ponadnarodowych ugrupowań do sprostania międzynarodowej konkurencji, jak i do zapewnienia relatywnie wysokiej stopy zwrotu od zastosowanych czynników produkcji i relatywnie wysokiego zatrudnienia na trwałych podstawach<sup>62</sup>.

Charakterystyczny jest tutaj szeroki zakres podmiotowy definiowanego pojęcia. Zarówno w definicji OECD, jak i w przytaczanej wcześniej propozycji Światowego Forum Gospodarczego na równi stawiane są pojedyncze przedsiębiorstwa i całe gospodarki<sup>63</sup>. Ta cecha konkurencyjności jest obecna również w definicjach polskich autorów. K. Żukrowska w zaproponowanej definicji konkurencyjności odnosi się zarówno do gospodarki, jak i podmiotów w niej działających<sup>64</sup>. Uniwersalność podmiotowa pojęcia konkurencyjności będzie miała znaczenie w dalszym toku pracy.

Spójną i zrozumiałą definicję konkurencyjności proponuje M. Gorynia. Konkurencyjność oznacza umiejętność konkurowania, a więc działania i przetrwania w konkurencyjnym otoczeniu<sup>65</sup>.

Zdaniem autora niniejszej rozprawy, niezbędne jest pojmowanie konkurencyjności nieco szerzej – jako zdolności podmiotu działającego w warunkach rynkowych do sprawnej realizacji zamierzonych celów<sup>66</sup>.

#### 1.2.4. Pozycja konkurencyjna

Zgodnie z definicją zaproponowaną w „Leksykonie przedsiębiorcy”, pozycja konkurencyjna (rynkowa) firmy to usytuowanie w rankingu firm. Decydują o nim takie czynniki jak: doświadczenie i kontakty, wielkość udziału w rynku i dynamika tych zmian, jakość i kompleksowość tej oferty, konkurencyjność cen, wskaźników sprzedaży, reputacja

---

<sup>61</sup> Por. Gorynia M. „Zachowania przedsiębiorstw okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia”, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 1998.

<sup>62</sup> „Industrial Structure Statistics 1994”, OECD, Paris 1996, cytata za M.J. Stankiewiczem op. cit.

<sup>63</sup> Por. Gorynia M. „Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki polskiej a polityka ekonomiczna”, *Ekonomista*, 3/1996.

<sup>64</sup> Żukrowska K. „Konkurencyjność systemowa w procesie transformacji. Przykład Polski”, SGH, Warszawa 2000.

<sup>65</sup> Gorynia M. (red.) „Luka...”

<sup>66</sup> Zbliżoną definicję konkurencyjności proponuje M.J. Stankiewicz. Wskazuje on na prakseologiczne rozumienie „sprawności” jako skuteczności, korzystności i ekonomiczności występujących łącznie.

firmy, różnorodność produktów, efektywność produkcji. Zgodnie ze stanowiskiem autorów, firma ma wpływ na swoją pozycję rynkową.<sup>67</sup>

Z kolei STRATEGOR definiuje pozycję konkurencyjną jako sumę sił przedsiębiorstwa i jego słabości, zależną od stopnia opanowania kluczowych czynników sukcesu i stanowiącą jakościową i ilościową ocenę przedsiębiorstwa na tle jego konkurentów w danej dziedzinie działalności<sup>68</sup>.

Pozycję konkurencyjną należy zatem traktować jako swoiste miejsce w rankingu. Względem przedsiębiorstw zajmujących bardziej odległe miejsca będzie występowała przewaga<sup>69</sup> konkurencyjna. Mianem luki konkurencyjnej nazywać będziemy dystans oddzielający przedsiębiorstwo od podmiotów stojących wyżej w owym rankingu.

Jak zdefiniować przewagę konkurencyjną? Najogólniej będzie to sytuacja, w której przedsiębiorstwo w badanym zakresie będzie w lepszej sytuacji od konkurentów, co umożliwi mu sprawniejszą, pełniejszą realizację celów. Będą to zatem te czynniki, które pozytywnie wyróżniają produkty firmy albo samą firmę spośród konkurentów<sup>70</sup>.

J.A.F. Stoner utożsamia przewagę konkurencyjną z siłami organizacji na tle sił konkurentów<sup>71</sup>, a STRATEGOR ze zbiorem atutów cenionych przez rynek<sup>72</sup>, W. Wrzosek stawia znak równości między przewagą konkurencyjną przedsiębiorstwa a korzystniejszym jego usytuowaniem na rynku w porównaniu z konkurentami. Zachodzi ona wtedy, gdy umożliwia powiększanie efektów działania bez ponoszenia dodatkowych nakładów lub przy mniejszych nakładach w stosunku do nakładów konkurentów i zmniejszanie wielkości nakładów przy danych efektach działania bez obawy ich zmniejszenia, czego nie mogą uniknąć konkurenci<sup>73</sup>.

Luka konkurencyjna będzie odwrotnością przewagi – obszarem niedostosowania, słabości przedsiębiorstwa na tle konkurentów. Może być rozpatrywana z punktu widzenia bieżącej lub przyszłej sytuacji, różnic w potencjale konkurencyjnym lub różnic w strategii konkurencyjnej<sup>74</sup>.

Pozycja konkurencyjna jest więc pochodną zdolności przedsiębiorstwa do wykorzystania potencjału konkurencyjnego i punktu wyjścia – pierwotnej pozycji konkurencyjnej.

---

<sup>67</sup> Szpilta A. (red.) „Leksykon przedsiębiorcy”, Wyd. PŚ, Kielce 1996.

<sup>68</sup> STRATEGOR „Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość”, PWE, Warszawa 1996.

<sup>69</sup> Por. Pierścionek Z. „Klasyfikacja źródeł przewagi konkurencyjnej” w: „Źródła przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw”, Instytut funkcjonowania gospodarki narodowej, Warszawa 2002.

<sup>70</sup> Fahey L. „Discovering your firm's strongest competitive advantages”, „The strategic planning management reader”, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1989.

<sup>71</sup> Stoner J.A.F., Freeman R.E., Gilber D.R. „Kierowanie”, PWE, Warszawa 2001.

<sup>72</sup> STRATEGOR op. cit.

<sup>73</sup> Wrzosek W. „Przewaga konkurencyjna”, Marketing i Rynek, nr 7/1999.

<sup>74</sup> Por. Gorynia M. (red.) „Luka...”

Pojęcie zdolności konkurencyjnej (zdolności przedsiębiorstwa do konkurowania, a więc „konkurencyjności”) jest pojęciem o szerszym i głębszym zakresie od pojęcia pozycji konkurencyjnej<sup>75</sup>. Zdolność konkurencyjna to umiejętności przedsiębiorstw, które decydują o efektywności działań podejmowanych w ramach konkurowania, a więc: elastyczność względem otoczenia – szybkie reagowanie jego zmiany, efektywność wykorzystywania potencjału konkurencyjnego i własnych przewag nad konkurentami<sup>76</sup>. Pozycja konkurencyjna określa wyniki konkurowania jak np. udział w rynku, wyniki finansowe na tle konkurentów. Wynika ona z przewagi nad konkurentami pod względem kluczowych czynników sukcesu.

Dążenie do poprawy pozycji konkurencyjnej (konkurencyjność *ex ante*) powinno być świadomym działaniem. Wtedy można mówić o strategii konkurencyjnej. Pod tym pojęciem rozumieć należy zespół planowanych i przeprowadzonych działań umożliwiających przejście przy wykorzystaniu potencjału konkurencyjnego od konkurencyjności potencjalnej (*ex ante*) do konkurencyjności rzeczywistej (*ex post*). Strategie konkurowania budowane są po to, aby umożliwić przedsiębiorstwu zajęcie jak najlepszej pozycji konkurencyjnej. W nomenklaturze niniejszej rozprawy strategią konkurencyjną będzie dążenie do optymalnego wykorzystania egzo- i endogenicznych determinant konkurencyjności.

#### **1.4. Determinanty konkurencyjności**

Niezbędne jest przybliżenie czynników wpływających na konkurencyjność przedsiębiorstwa – determinant konkurencyjności.

Determinanty te będą oczywiście różne dla różnych branż, jednak możliwe jest pogrupowanie ich w kilka kategorii wspólnych dla wszystkich podmiotów. Korzystając ze wspomnianego wcześniej szerokiego zakresu podmiotowego pojęcia konkurencyjności, do definiowania determinant na poziomie przedsiębiorstwa wykorzystać można zbiór czynników wpływających na konkurencyjność całej gospodarki.

M.E. Porter proponuje podział determinant na cztery kategorie o kluczowym znaczeniu<sup>77</sup>. To samo podejście po drobnych modyfikacjach odpowiednie będzie również dla poziomu przedsiębiorstwa.

Grupy determinant wskazane przez M.E. Portera to:

---

<sup>75</sup> Por. Bieńkowski W. „Reaganomika i jej wpływ na konkurencyjność gospodarki amerykańskiej”, PWN, Warszawa 1996.

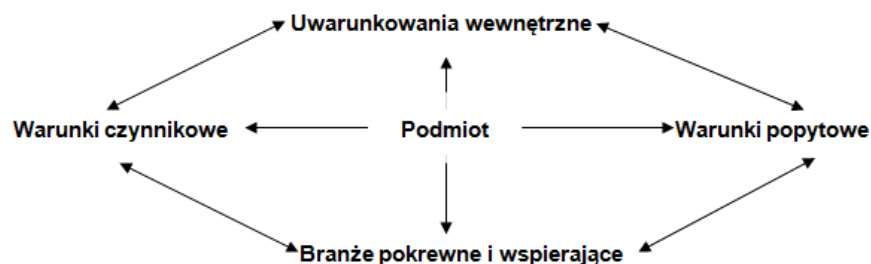
<sup>76</sup> Por. Stankiewicz M.J. *op. cit.*

<sup>77</sup> Porter M.E. „Competitive advantage, creating and sustaining superior performance”, The Free Press, New York 1985.

- warunki czynnikowe – pozycja podmiotu pod względem jego zasobności w zakresie czynników produkcji i infrastruktury niezbędnych w procesie konkurencji,
- warunki popytowe – popyt na produkty/usługi oferowane przez dany podmiot,
- branże pokrewne i wspierające – stopień rozwoju dostawców i podmiotów pokrewnych,
- uwarunkowania wewnętrzne – strategia i organizacja podmiotu oraz jego immanentne cechy<sup>78</sup>.

Graficznie zmodyfikowany zestaw determinant M.E. Portera można przedstawić jak na rysunku 3.

**Rysunek 3:** Determinanty konkurencyjności



Źródło: opracowanie własne na podstawie Porter M.E. „Toward a dynamic theory of strategy”, *Strategic Management Journal*, vol. 12

Oprócz wskazanych powyżej determinant Porter wskazuje na istnienie „czynników wspomagania”:

- zasobów ludzkich,
- zasobów fizycznych,
- zasobów wiedzy,
- zasobów kapitału,
- infrastruktury.

Choć Porter czynniki te wymienia w kontekście konkurencyjności narodów, to jego dywagacje dają się niemal wprost przenieść na poziom przedsiębiorstwa.

<sup>78</sup> Rozwinięcie podejścia M.E. Portera i przeniesienie go z poziomu gospodarki na poziom pojedynczego przedsiębiorstwa stanowić będzie główny element rozdziałów poświęconych klasyfikacji i omówieniu determinant kształtujących konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Przedstawione przez Portera podejście do definiowania determinant konkurencyjności jest oczywiście tylko jednym z możliwych. Nie mniej racjonalnym ujęciem jest pojęcie systemowej konkurencyjności warunkowanej na czterech poziomach<sup>79</sup>:

- metaekonomicznym – uwzględniającym czynniki o charakterze społeczno-kulturowym i ogólnoeconomicznym wpływające na konkurencyjność w sposób bardzo ogólny,
- makroekonomicznym – zespół czynników wpływających na gospodarkę (polityka budżetowa, monetarna, fiskalna, walutowa, handlowa, uregulowania w zakresie konkurencji),
- mezoekonomicznym – w uproszczeniu odnoszą się do poziom branży (infrastruktura, edukacja, polityka regionalna, środowiskowa, przemysłowa, uwarunkowania wymiany handlowej z zagranicą,
- mikroekonomicznym – poziom przedsiębiorstwa, a więc kompetencje kierownictwa, relacje z otoczeniem, dostęp do technologii i innowacji<sup>80</sup>.

M. Gorynia buduje model konkurencyjności przedsiębiorstwa w oparciu trzy grupy determinant: makro-, mezo- i mikroekonomiczne<sup>81</sup>. Do determinant makroekonomicznych, a więc tych, które są odpowiedzialne za konkurencyjność na poziomie kraju, zliczać się będą:

- wielkość i struktura zasobów produkcyjnych w gospodarce (czyli czynniki wspomagające Portera – zasoby naturalne, siła robocza, kapitał, technologia),
- efektywność wykorzystania zasobów produkcyjnych,
- system społeczno-gospodarczy i polityka gospodarcza rządu,
- możliwość oddziaływania na międzynarodowe otoczenie ekonomiczne.

Determinanty mezoekonomiczne odnoszą się do poziomu branży i również wpływają na konkurencyjność przedsiębiorstw. Tutaj umieszczono:

- wyposażenie w czynniki wytwórcze,
- czynniki popytowe,
- kształtowanie się branż pokrewnych i wspierających,
- warunki tworzenia, organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami.

Do determinant mikroekonomicznych zaliczają się wspomniane przy okazji definiowania pozycji konkurencyjnej:

---

<sup>79</sup> Por. Esser K., Hillebrand W., Messner D., Meyer-Stamer J. „Systemic Competitiveness. New Governance Patterns for Industrial Development”, Frank Case, London 1995.

<sup>80</sup> M. Gorynia w „Zachowania przedsiębiorstw...” szczegółowo przedstawia zakres poszczególnych poziomów. W toku niniejszej pracy podejście systemowe traktowane będzie raczej jako uzupełnienie modelu M.E. Portera.

<sup>81</sup> Gorynia M. (red.) „Luka...”

- historyczna pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa,
- potencjał konkurencyjny przedsiębiorstwa,
- strategia konkurencyjna.

Inaczej determinanty konkurencyjności grupuje W. Mantura<sup>82</sup>:

- wewnętrzne (potencjał konkurencyjny),
- wynikowe (uwarunkowania wewnętrzne),
- zewnętrzne (determinanty przedstawione przez M. Portera – rysunek 3<sup>83</sup>).

W literaturze można zatem znaleźć co najmniej kilka równorzędnych podejść do tematu grupowania czynników determinujących konkurencyjność przedsiębiorstwa. W pracy wykorzystano dorobek cytowanych autorów do zaproponowania alternatywnego sposobu porządkowania determinant konkurencyjności uwzględniającego specyfikę badanych zagadnień.

Na poziomie ogólnym czynniki determinujące konkurencyjność przedsiębiorstwa podzielono na:

- egzogeniczne – te, które wpływają na przedsiębiorstwo z zewnątrz. Najczęściej przedsiębiorstwo może na nie wpływać jedynie w bardzo umiarkowany sposób<sup>84</sup>,
- endogeniczne – wewnętrzne, podlegające w znacznej mierze kontroli przedsiębiorstwa.

Zakres pojęciowy determinant egzo- i endogenicznych wykorzystany w rozprawie został określony na potrzeby konkretnej branży – towarzystw funduszy inwestycyjnych. Do przedstawienia pełnego schematu analitycznego niezbędne jest zatem poznanie cech charakterystycznych przedmiotu badania. Pełny model stanowiący rozwinięcie i reinterpretację dorobku autorów zajmujących się na poziomie ogólnym determinantami konkurencyjności przedsiębiorstw został przedstawiony w rozdziale drugim rozprawy.

## 1.5. Metody badania konkurencyjności

Pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa analizować można na wiele sposobów. Najogólniej podzielić je można na metody skupiające się na badaniu jedynie fragmentów systemu (metody cząstkowe) i te, które próbują ogarnąć całość zagadnienia (metody

<sup>82</sup> Por. Mantura W. „Systematyzacja czynników konkurencyjności przedsiębiorstwa przemysłowego”, Organizacja i Zarządzanie nr 32, Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 2001.

<sup>83</sup> Por. Porter M.E. „Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów”, PWE, Warszawa 1992.

<sup>84</sup> Takie przyjęto założenie – oczywiście w praktyce gospodarczej może dojść do sytuacji, w której jedno przedsiębiorstwo będzie miało wpływ na całe otoczenie.



całościowe). Częstkowe kryteria oceny konkurencyjności będą opisywać poszczególne obszary działalności przedsiębiorstwa. Jedynie stosowane razem metody pozwalają uzyskać szeroki obraz zdolności konkurencyjnych całego przedsiębiorstwa. Stosowane oddzielnie mogą zawodzić. Złożoność systemów może pogłębiać niedoskonałość metod cząstkowych, doprowadzając do przekłamań we wnioskowaniu, a wykorzystanie jedynie metod całościowych utrudnia zrozumienie motywów niektórych zachowań.

Z prakseologicznego punktu widzenia, a więc przy uwzględnieniu sprawności działania, przedsiębiorstwo będzie tym sprawniej konkurować, im skuteczniej (wysoki stopień realizacji), korzystniej (przy niskich nakładach) i wydajniej osiągać będzie zaplanowane cele.

Z ekonomicznego punktu widzenia również istotny będzie stosunek nakładów do efektów, a może on być mierzony przy zastosowaniu szeregu wskaźników, np.:

- prostej stopy zwrotu,
- wartości zaktualizowanej netto,
- wewnętrznej stopy zwrotu,
- wskaźnika efektywności inwestycji,
- okresu zwrotu nakładów inwestycyjnych.

STRATEGOR proponuje następującą sekwencję pomiaru pozycji konkurencyjnej:

- określenie kryteriów pomiaru: pozycja rynkowa, pozycja kosztowa, pozycja marki i zakorzenienie rynkowe, kompetencje techniczne i opanowanie technologii,
- rentowność i siła finansowa,
- ocena wagowa kryteriów,
- ocena stopnia opanowania wybranych czynników i porównanie z osiągnięciami konkurentów,
- ocena zbiorcza<sup>85</sup>.

Zbliżone podejście prezentują G. Gierszewska i M. Romanowska w „Analizie strategicznej przedsiębiorstwa”<sup>86</sup>. Autorki przedstawiają sześć kroków, które prowadzą do uzyskania oceny pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa:

- określenie kluczowych czynników sukcesu,
- nadanie im wag,
- podział na słabe i mocne strony,

---

<sup>85</sup> SRATEGOR op. cit.

<sup>86</sup> Gierszewska G., Romanowska M. „Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”, PWE, Warszawa 1995.

- zsumowanie wag,
- zestawienie słabych i mocnych stron,
- analogiczna ocena konkurentów.

Trzyetapową analizę proponuje Z. Pierścionek w „Strategii rozwoju firmy”. Na proces składają się:

- ustalenie istnienia i wielkości przewagi konkurencyjnej,
- analiza bezpośrednich determinant konkurencyjności,
- analiza czynników pośrednio wpływających na pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa<sup>87</sup>.

Dla dalszego wywodu kluczowym jest stwierdzenie, że w gospodarce wolnorynkowej każde przedsiębiorstwo chcąc odnieść sukces, musi permanentnie dążyć do poprawy zajmowanej pozycji. W tym kontekście pozycja wyjściowa, a także występowanie luk i przewag względem pozostałych konkurentów będą miały drugorzędne znaczenie. Kluczowe będzie zdefiniowanie czynników sukcesu i realizowanie takiej strategii, która umożliwi ich optymalne wykorzystanie. Dążeniem przedsiębiorstwa powinna więc być ciągła poprawa pozycji konkurencyjnej – dążenie do stanu, w którym dzięki wykorzystaniu potencjału konkurencyjnego pozycja rynkowa przedsiębiorstwa (mierzona dowolnie wybranym kryterium) będzie optymalna<sup>88</sup>.

## 1.6. Podsumowanie rozdziału

Rozpoczęcie wywodu od przeglądu dotychczasowego dorobku naukowego w dziedzinach poruszanych w dalszej części rozprawy umożliwiło osiągnięcie dwóch celów. Po pierwsze, wykazało niejednoznaczność pozornie oczywistych i intuicyjnie zrozumiałych pojęć, takich jak przedsiębiorstwo, branża czy konkurencyjność, uzasadniając dalsze badania w tym zakresie; po wtóre, umożliwiło autorowi zaproponowanie zestawu definicji niezbędnych do właściwego odbioru dalszej części wywodu.

Pojęcia przedsiębiorstwa i branży definiowane będą zgodnie z duchem systemizmu – jako więcej niż suma elementów, które się na nie składają. Choć przedsiębiorstwo w toku wywodu traktowane jest najczęściej jako całość, świadomość jego złożoności jest niezbędna dla zrozumienia interakcji między determinantami omawianymi w czwartym rozdziale rozprawy.

<sup>87</sup> Pierścionek Z. „Strategia rozwoju firmy”, PWE, Warszawa 1996.

<sup>88</sup> Por. Stępień B., Sulimowska-Formowicz M. „Metody pomiaru konkurencyjności przedsiębiorstwa”, Gospodarka Narodowa, 5-6/2004.

Złożoność branży jest istotna szczególnie w kontekście rozdziału trzeciego. Czynniki w nim omawiane można traktować jako cechy branży w znacznej mierze niezależne od poszczególnych przedsiębiorstw, a istotnie wpływające na ich funkcjonowanie.

Konkurencyjność rozumiana jako zdolność podmiotu do osiągnięcia wyznaczonych celów pomimo napotykanego trudności i przy możliwie pełnym wykorzystaniu nadarzających się okazji jest nadrzędnym, choć często nieuświadomianym elementem każdej działalności. Jej zdefiniowanie prowadzi bezpośrednio do pytania, od jakich czynników konkurencyjność zależy.

Wygodny sposób postrzegania czynników determinujących konkurencyjność przedsiębiorstw zaproponował M. Porter, prezentując swój „diament”. Do sprowadzenia rozważań teoretycznych do poziomu mającego praktyczne zastosowanie, co jest jednym z celów niniejszego wywodu, konieczne było rozszerzenie porterowskiego pojęcia „czynniki wewnętrzne” i zaproponowanie ich listy.

Wykazanie, że na konkurencyjność wpływają dwie grupy czynników – zewnętrzne i wewnętrzne uzasadnia zaproponowaną strukturę pracy, w której w kolejnych rozdziałach omówione zostały egzogeniczne i endogeniczne determinanty konkurencyjności.

Choć zagadnienia związane z badaniem pozycji konkurencyjnej czy konkurencyjności przedsiębiorstw nie są szeroko omawiane w rozprawie ich pominięcie oznaczałoby zignorowanie dorobku naukowego stanowiącego alternatywny sposób badania zjawisk omawianych w niniejszej pracy.

## **Rozdział 2**

### **Specyfika branży towarzystw funduszy inwestycyjnych**

W rozdziale drugim rozprawy zdefiniowano obszar badawczy, określając granice podmiotowe, przedmiotowe i funkcjonalne badanych zagadnień.

Choć głównym celem rozprawy jest pochylenie się nad determinantami konkurencyjności, zawężenie rozważań do towarzystw funduszy inwestycyjnych wymusza poświęcenie uwagi specyfice tych podmiotów. Kompleksowa charakterystyka TFI nie jest możliwa bez przedstawienia szerszego kontekstu ich działalności.

Rozdział drugi rozprawy uzasadnia wyodrębnienie rozważań na temat konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych z szerszego nurtu nauki. Przedstawia unikalne cechy branży TFI, krótko opisuje jej genezę, charakteryzuje oferowane produkty, przybliża stan rozwoju rynku. Wykazuje, że choć w wielu kwestiach analogie między towarzystwem funduszy inwestycyjnych a jakimkolwiek innym przedsiębiorstwem są uzasadnione, istnieje szereg elementów, które powodują, że analogia nie zawsze będzie pełna.

Można przyjąć, że pierwszy rozdział stanowił kompendium pojęć teoretycznych wykorzystywanych w rozprawie. Rozdział drugi sprowadza je na grunt praktyczny – definiuje branżę TFI, charakteryzuje konkretny rodzaj przedsiębiorstwa, daje tło do rozważań o jego konkurencyjności oraz przybliża schemat analityczny wykorzystywany w kolejnych rozdziałach.

#### **2.1. Pojęcie branży w kontekście badanych zagadnień**

##### **2.1.1. Branża towarzystw funduszy inwestycyjnych**

Jak wspomniano wcześniej, szereg cech specyficznych powoduje, że zasadnym jest wyodrębnienie branży funduszy inwestycyjnych.

Jej zdefiniowanie jest stosunkowo łatwe. Dla rynku polskiego z pomocą przychodzi system prawny wymuszający uzyskanie zgody stosownego organu na prowadzenie działalności jako TFI. Oznacza to, że znana jest lista podmiotów, które wchodzą w skład branży<sup>89</sup>. Aktualne informacje znaleźć można na internetowych stronach organu nadzoru: [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl). Obok listy polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych KNF publikuje

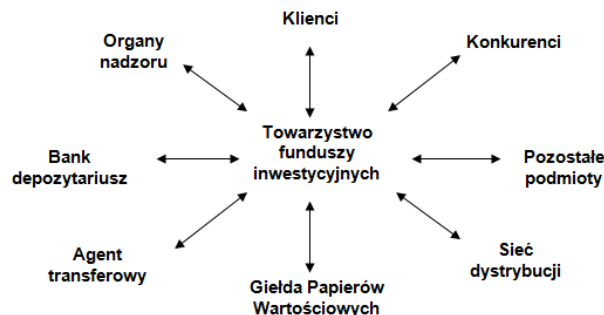
---

<sup>89</sup> Por. Załącznik 1.

również zestawienie podmiotów zagranicznych, które mają prawo dystrybuowania swoich produktów na terenie Polski. Polskie przepisy wzorowane są na europejskich – również w Europie podmiot, aby wejść do branży, musi uzyskać stosowne zezwolenia. Podobnie jest i w USA – na podstawie przepisów Securities Act z 1933 roku towarzystwa i fundusze inwestycyjne podlegają rejestracji w Securities and Exchange Commission (SEC).

Jednak na branżę towarzystw funduszy inwestycyjnych wpływają nie tylko konkurujące ze sobą przedsiębiorstwa działające w tym samym zakresie i interakcje między nimi. Istotne dla branży są wszystkie podmioty wspomagające TFI, nadzorujące ich działalność, umożliwiające bądź ułatwiające funkcjonowanie. Głównych graczy i wzajemne zależności przybliży poniższy rysunek.

**Rysunek 4:** Otoczenie rynkowe TFI



Źródło: opracowanie własne

Role poszczególnych podmiotów można scharakteryzować w następujący sposób:

- wyłącznym zadaniem TFI jest tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi oraz reprezentowanie ich wobec osób trzecich,
- fundusz może zostać utworzony wyłącznie za zgodą Komisji Nadzoru Finansowego (dawniej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd), która jednocześnie pełni rolę organu nadzorczego,
- aktywa zgromadzone w ramach funduszu przechowywane są w wybranym banku z siedzibą na obszarze Polski lub w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. Podmiot taki nosi miano depozytariusza. Obok podstawowego obowiązku przechowywania aktywów, depozytariusz również prowadzi rejestr aktywów oraz dba o zapewnienie zgodności operacji wykonywanych przez fundusz (np.: odkupywania jednostek, prawidłowego obliczania wartości aktywów netto

i jednostki uczestnictwa, czy prawidłowego wykorzystania dochodów funduszu) z prawem i regulaminem funduszu,

- kolejnym podmiotem istotnym dla zrozumienia funkcjonowania funduszy inwestycyjnych jest agent transferowy, który może wykonywać na rzecz towarzystwa funduszy inwestycyjnych wszystkie czynności administracyjne w zakresie prowadzenia ewidencji rachunków uczestników, przyjmować od dystrybutorów zlecenia i potwierdzenia wpłat uczestników, udzielać uczestnikom wszelkich informacji dotyczących ich inwestycji.
- większość instrumentów, w które inwestowane są aktywa funduszy inwestycyjnych nabywana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
- sieć dystrybucji umożliwia towarzystwu uplasowanie produktów na rynku – zapewnia kontakt z klientami. Większość podmiotów dystrybuujących produkty oferowane przez TFI daje się zaklasyfikować do którejś z poniższych kategorii:
  - sieć własna – pracownicy, Internet itp.,
  - niezależni doradcy finansowi (sieci i indywidualni),
  - banki,
  - ubezpieczyciele.
- pozostałe podmioty to firmy doradcze, audytorzy, kancelarie prawne, agencje marketingowe – instytucje wspierające działalność towarzystw funduszy inwestycyjnych.

### 2.1.2. Oferta towarzystw funduszy inwestycyjnych

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oferują szereg różnych produktów. Ich wspólnym określeniem może być „nowoczesne produkty inwestycyjne”. W większości przypadków mają one służyć efektywnemu gromadzeniu i pomnażaniu kapitału. Znaczenie określenia „efektywny” w tym konkretnym przypadku zależy od subiektywnie zdefiniowanego celu oszczędzania<sup>90</sup>. Fakt, że dana forma gromadzenia kapitału gwarantuje utrzymanie jego wyjściowej wartości, może być satysfakcjonujący, jednakże coraz popularniejsza jest postawa odmienna: gromadzone środki powinny pracować, a oszczędność jest tożsama z inwestycją – powinna generować zysk. Takie podejście jest zgodne z założeniami przyjętymi na potrzeby rozprawy.

---

<sup>90</sup> Por. Pluta-Olechnik M. „Marketing usług bankowych”, PWE, Warszawa 1999.

Produkt inwestycyjny będzie instrumentem odpłatnie oferowanym przez wyspecjalizowany podmiot, mającym zaspakajać indywidualne potrzeby klienta w zakresie kumulowania i pomnażania posiadanych nadwyżek finansowych.

Powyższa definicja wymaga doprecyzowania na poziomie poszczególnych elementów:

- produkt jako instrument – produkt inwestycyjny ma stanowić narzędzie, którego nadrzędnym celem jest umożliwienie inwestującemu osiągnięcie zakładanego rezultatu związanego z pomnażaniem kapitału. Z taką też intencją produkt ma być oferowany. W tym kontekście nie można za produkt oszczędnościowy uznać mieszkania, nawet jeśli jego zakup jest formą lokowania kapitału – nadrzędnym celem mieszkania jest zapewnienie dachu nad głową, a nie osiągnięcie zysku przy odsprzedaży. Również udziały w przedsiębiorstwie nie będą produktem inwestycyjnym w świetle zaproponowanej definicji, gdyż celem ich emisji jest zapewnienie emitentowi kapitału, a nie pomnażanie środków inwestorów.
- kryterium odpłatności – aby mówić o produkcie, musi on posiadać swoją cenę. Produkt inwestycyjny ma generować wartość dodaną. Ma on przewyższać alternatywne formy gromadzenia środków w zakresie zaspakajania indywidualnych potrzeb inwestycyjnych klienta. W takim przypadku, aby mógł on skutecznie konkurować na rynku, konieczne jest wyposażenie go w szereg unikalnych, często nowatorskich cech. Taka innowacyjność musi mieć swoją cenę.
- kryterium oferenta – za podmiot wyspecjalizowany w oferowaniu produktów inwestycyjnych uznać można wszelkiego rodzaju instytucje finansowe, których obszar działalności obejmuje zaspakajanie inwestycyjnych potrzeb klientów. Będą to przede wszystkim banki, ubezpieczyciele, parabanki<sup>91</sup>, firmy asset management, towarzystwa funduszy inwestycyjnych itp.
- kryterium potrzeb – motywy oszczędzania są wspólne dla wszystkich oszczędzających. Już w 1936 roku Keynes wyodrębnił szereg motywów oszczędzania, do których zaliczył między innymi: chęć zwiększenia dobrobytu, przedsiębiorczość, skąpstwo, chęć pozostawienia spadku, przezorność, ostrożność<sup>92</sup>. Produkt oszczędnościowy musi więc zaspakajać przynajmniej jedną z trzech głównych grup potrzeb oszczędzającego: chęć utrzymania kapitału na pokrycie przyszłych wydatków; spekulowanie kapitałem – wykorzystanie oszczędności do generowania nowych

---

<sup>91</sup> Np.: Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo Kredytowe (SKOKi).

<sup>92</sup> Keynes J.M. „Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza”, PWN, 1985, Por. rozdział 2.4.3 rozprawy.

środków; zabezpieczenie na przyszłość. Przy definiowaniu produktu inwestycyjnego istotny będzie motyw związany z pomnażaniem kapitału.

Proces reorientacji oszczędnościowej Polaków, który został szerzej omówiony w rozdziale 3.2 jako jeden z zewnętrznych czynników determinujących pozycję konkurencyjną towarzystw funduszy inwestycyjnych wynika między innymi z rosnącej świadomości oszczędzających. Coraz częściej proste gromadzenie kapitału nie wystarcza – klienci oczekują satysfakcjonujących stóp zwrotu z posiadanych nadwyżek kapitału. Proces ten przejawia się między innymi właśnie rosnącą popularnością innych niż lokata bankowa form kumulowania kapitału. Skłania to do podzielenia wykorzystywanych narzędzi na dwie grupy: formy klasyczne i nowoczesne. Podstawowym kryterium ich różnicowania będzie ich historyczna obecność w dostępnym koszyku narzędzi (zbiorze metod inwestowania).

Do form klasycznych zaliczymy w szczególności:

- lokatę bankową – forma ta jest tradycyjnie postrzegana jako produkt inwestycyjny, pomimo oferowanej relatywnie niewysokiej stopy zwrotu. Główną rolę odgrywa czynnik bezpieczeństwa gromadzonych środków. Ogromna popularność tej formy wynika ponadto z jej dużej dostępności.
- ubezpieczenie na życie – tylko ubezpieczenie na życie umożliwi kupienie poczucia bezpieczeństwa. Właśnie ta cecha, a nie efektywność, decyduje o nieustającej popularności tej formy lokowania kapitału.
- inwestowanie bezpośrednie – pod tym hasłem skupione zostały wszelkie formy charakteryzujące się możliwością zwiększenia wartości lokowanych środków – od nieruchomości po dzieła sztuki itp. Dodanie terminu „bezpośrednie” oznacza, że nie wykorzystano żadnego z oferowanych na rynku produktów inwestycyjnych.
- odkładanie „do skarpety” – popularność tej formy oszczędzania wymusza poważne jej traktowanie. Na zadane pytanie dotyczące formy gromadzenia nadwyżek kapitału aż 16% respondentów przyznało się do trzymania oszczędności w domu. Może się wydawać, że nie jest to znaczący odsetek, ale jeśli zestawi się go z 18% respondentów, którzy przyznają się do posiadania lokat bankowych, dojdziemy do wniosku, że oba te rozwiązania cieszą się niemal jednakową popularnością<sup>93</sup>. W przypadku tej formy nie możemy jednak mówić o jakiegokolwiek rentowności.

---

<sup>93</sup> Oszczędności i lokaty finansowe gospodarstw domowych – Komunikat z badań CBOS, grudzień 2002, [www.cbos.pl](http://www.cbos.pl).



Do nowoczesnych form oszczędzania zaliczyć należy:

- fundusze inwestycyjne – fundusze inwestycyjne dają się łatwo scharakteryzować: są to odrębne twory prawne, które poprzez zbywanie udziałów (jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych) gromadzą kapitał, który jest następnie inwestowany w rozmaite instrumenty finansowe (zgodnie z polityką inwestycyjną funduszu) w celu zwiększania wartości udziałów nabytych przez inwestorów. W Polsce fundusze inwestycyjne są bezpośrednimi spadkobiercami funduszy powierniczych (zmiana przepisów w 1997 roku pociągnęła za sobą zmiany nazewnictwa)<sup>94</sup>.
- usługi zarządzania aktywami – jest to forma w założeniu zbliżona do inwestowania bezpośredniego, gdyż również opiera się na wyszukiwaniu atrakcyjnych form ulokowania wolnych środków. Podstawową różnicą jest fakt, że zainteresowany oddaje środki w zarządzanie wyspecjalizowanemu podmiotowi. Forma ta znalazła się w grupie nowoczesnych metod oszczędzania ze względu na fakt, że jej rozwój był możliwy dopiero stosunkowo niedawno – po pojawieniu się w Polsce dobrze funkcjonującego rynku kapitałowego<sup>95</sup>.
- formy pochodne w stosunku do funduszy inwestycyjnych – chodzi o różnorakie „wehikuły” noszące znamiona odrębnych form (indywidualne konta emerytalne, plany systematycznego oszczędzania, produkty rentierskie) stanowiące jednak „opakowanie” dla funduszy inwestycyjnych<sup>96</sup>.
- formy hybrydowe – do tej grupy zalicza się wszelkiego rodzaju połączenia form klasycznych i nowoczesnych, a więc bankowe lokaty inwestycyjne (część środków pozostaje na lokacie, reszta trafia do funduszu inwestycyjnego), ubezpieczenia inwestycyjne (podobnie jak w lokacie inwestycyjnej – część składki jest inwestowana poprzez fundusze)<sup>97</sup>.

Spośród wymienionych powyżej form wszystkie, poza dwoma (oszczędzaniem „do skarpety” i inwestowaniem bezpośrednim), spełniają kryteria produktu inwestycyjnego, natomiast dzięki podziałowi na formy klasyczne i nowoczesne, możliwe jest wskazanie zbioru cech wspólnych produktów z oferty towarzystw funduszy inwestycyjnych.

---

<sup>94</sup> Por. rozdział 3.1.1.

<sup>95</sup> Por. rozdział 2.2.2.

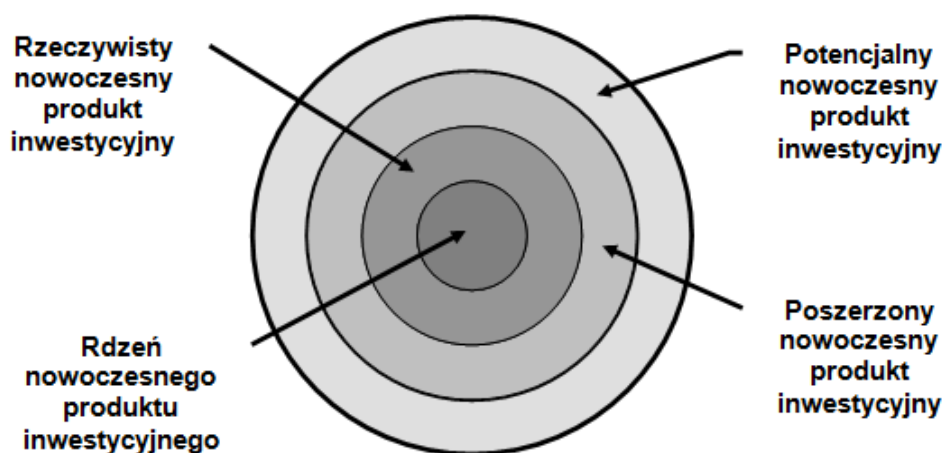
<sup>96</sup> Por. rozdział 2.2.3.

<sup>97</sup> Por. rozdział 2.2.3.

## 2.2. Specyfika nowoczesnego produktu inwestycyjnego

Podobnie jak w przypadku wszelkiego rodzaju produktów, tak i w strukturze nowoczesnego produktu inwestycyjnego, zarówno funduszu inwestycyjnego, zarządzania aktywami i wszelkich form pochodnych, wyróżnić można cztery poziomy.

**Rysunek 5:** Cztery poziomy nowoczesnego produktu oszczędnościowego



Źródło: opracowanie własne; Por: Pluta-Olearnik op.cit

**Tabela 1:** Atrybuty poszczególnych poziomów nowoczesnego produktu oszczędnościowego

Poziom	Atrybuty
Rdzeń produktu	Zapewnienie realizacji indywidualnego celu inwestowania
Produkt rzeczywisty	Indywidualne cechy produktu <ul style="list-style-type: none"> <li>• forma prawna</li> <li>• stopień ryzyka</li> <li>• stopa zwrotu</li> <li>• konstrukcja i wysokość opłat (cena)</li> <li>• ograniczenia dostępności produktu (bariery wejścia i wyjścia)</li> </ul>
Produkt poszerzony	Cechy dodatkowe: <ul style="list-style-type: none"> <li>• zindywidualizowane doradztwo</li> <li>• automatyczna alokacja środków</li> <li>• łatwość dostępu do informacji o produkcie i ulokowanych środkach</li> </ul>
Produkt potencjalny	Dodatkowe cechy, które mogą być nadane na życzenie klienta

Źródło: opracowanie własne

Skoro zdefiniowany został nowoczesny produkt inwestycyjny jako pojęcie zbiorcze dla produktów oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, można bliżej przyjrzeć się poszczególnym rozwiązaniom.

### 2.2.1. Fundusze inwestycyjne – podstawa działalności TFI

Encyklopedyczna definicja pojęcia „fundusz” mówi, że jest to wyodrębniony zasób środków majątkowych przeznaczonych na określony cel. W przypadku funduszu inwestycyjnego celem będzie pomnażanie kapitału.

Podstawy prawne działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce omówione zostały w rozdziale 3.1.1 niniejszej rozprawy można jednak w tym miejscu przytoczyć definicję funduszu przedstawioną w ustawie z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych<sup>98</sup>. Zgodnie z nią, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe<sup>99</sup>. Klientów funduszu inwestycyjnego nazywa się uczestnikami funduszu<sup>100</sup>.

Fundusz inwestycyjny prowadzony jest przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych – przedsiębiorstwo działające w formie spółki akcyjnej. Należy podkreślić, że fundusz inwestycyjny posiada odrębną od towarzystwa funduszy inwestycyjnych osobowość prawną. Skutkuje to tym, że w razie upadku TFI aktywa zgromadzone w funduszach nie wchodzi w skład masy upadłościowej towarzystwa<sup>101</sup>.

Wyróżnić można kilka głównych kryteriów, względem których dzielić można fundusze:

- kryterium uczestnictwa:
  - fundusze otwarte (tj. fundusze o zmiennej liczbie tytułów do uczestnictwa w funduszu tzw. jednostek uczestnictwa),
  - fundusze zamknięte (tj. fundusze o zasadniczo stałej liczbie tytułów uczestnictwa tzw. certyfikatów inwestycyjnych).
- kryterium wykorzystywanych instrumentów<sup>102</sup>:
  - fundusze akcyjne – ich celem jest maksymalny przyrost wartości kapitału,
  - fundusze mieszane – dążą do przyrostu wartości kapitału dzięki łączeniu inwestycji w akcje i papiery dłużne,

<sup>98</sup> Dz. U. z dnia 28 czerwca 2004 r.

<sup>99</sup> Ibidem.

<sup>100</sup> Opracowano na podstawie: Biernacki P. „Poradnik Inwestora”, KPWiG, Warszawa 2004.

<sup>101</sup> Por. „Wszystko o funduszach inwestycyjnych”, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).

<sup>102</sup> Wykresy 3, 6 i 9 ilustrują udział poszczególnych typów odpowiednio na świecie, w Europie i w Polsce.

- fundusze dłużne – stanowią alternatywę dla form inwestowania związanych z rynkiem akcji, są tym bezpieczniejsze, im krótszy termin do wykupu mają obligacje, w które fundusz zainwestował,
- fundusze rynku pieniężnego – inwestują w krótkoterminowe bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne. Cechują się relatywnie niską stopą zwrotu i niewielkimi wahaniami wartości,
- inne – np. koncentrujące się na wybranej branży, grupie spółek (np. małe i średnie), inwestujące na wybranych rynkach (Azja, emerging markets itp.)<sup>103</sup>.
- kryterium złożoności:
  - fundusze proste – najbardziej powszechne – wpłacane środki zasilają masę aktywów funduszu i są inwestowane w dostępne instrumenty finansowe,
  - fundusze funduszy – fundusz inwestuje gromadzone środki w jednostki uczestnictwa innych funduszy,
  - fundusze typu umbrella – w ramach jednego funduszu „parasolowego” inwestor może swobodnie przetrzucać środki między kilkoma kategoriami funduszy<sup>104</sup>.

Wyróżnić można również fundusze tzw. statutowe, tj. będące spółką o zmiennym kapitale akcyjnym (np. amerykańskie mutual funds lub francuskie SICAV) lub tzw. typy umowne – tj. sytuacje, gdy fundusz jest wyodrębnioną masą majątkową (np. amerykańskie Unit Investment Trusts, francuskie FCP lub niemieckie Investmentfonds)<sup>105</sup>.

### 2.2.2. Zarządzanie aktywami – uzupełnienie oferty TFI

Współpraca z podmiotami specjalizującymi się w profesjonalnym pomnażaniu środków cieszy się wśród inwestorów coraz większą popularnością. Dzięki koncentracji firmy oferującej usługę zarządzania aktywami (asset management)<sup>106</sup> na jasno zdefiniowanym obszarze działalności od tego typu instytucji można oczekiwać osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych. przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyk. Określenie „zarządzanie aktywami” w swym najszerszym, dosłownym znaczeniu nie określa w sposób dostatecznie precyzyjny obszaru interesującego z punktu widzenia niniejszej rozprawy. Poszukując

<sup>103</sup> Por. [www.fundi.pl](http://www.fundi.pl).

<sup>104</sup> Przytoczone kategorie mają jedynie zaszyfrować mnogość typów funduszy i ich różnorodność. Więcej informacji o obecnych na rynku formach funduszy inwestycyjnych umieszczono w rozdziale 3 rozprawy.

<sup>105</sup> Por. np.: Gremillion L. „Mutual Fund Industry Handbook”, John Wiley & Sons, Hoboken 2005 czy Rogala M. „Otwarte fundusze inwestycyjne”, Helion, Gliwice 2006 – wraz z popularyzacją zagadnień związanych z funduszami inwestycyjnymi rośnie liczba monografii na ich temat.

<sup>106</sup> W rozprawie potraktowano zarządzanie aktywami jako jeden z produktów oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnej. W praktyce znaleźć można przykłady firm, które nie oferują funduszy, a koncentrują się właśnie na asset management. Nie będą one szerzej omawiane w tej pracy.

definicji zarządzania aktywami, natrafiamy na pojęcia z zakresu księgowości, finansów przedsiębiorstw, gospodarki zasobami naturalnymi.

Angielski odpowiednik, choć na język polski tłumaczony jest dosłownie, jest bardziej jednoznaczny – niesie ze sobą багаż konotacji i wielu lat doświadczenia. Polskie „zarządzanie aktywami” wymaga doprecyzowania, tymczasem „asset management” jest niemal bezwiednie interpretowany jako proces zarządzania środkami klientów indywidualnych lub instytucjonalnych nakierowany na maksymalizowanie stopy zwrotu przy zachowaniu zgodności z przyjętą strategią inwestycyjną<sup>107</sup>.

Inna definicja mówi, że asset management to proces zarządzania środkami klientów przez inwestowanie ich w akcje, instrumenty dłużne i instrumenty rynku pieniężnego dokonywane przez profesjonalny podmiot w zgodzie z przyjętą strategią i stylem zarządzania<sup>108</sup>.

Definicje spotykane w polskich źródłach nie odbiegają zasadniczo od angielskich pierwowzorów. Według jednej z nich zarządzanie aktywami należy do podstawowych usług finansowych. Głównym zadaniem instytucji finansowych (...) jest zarządzanie majątkami klientów indywidualnych i instytucjonalnych<sup>109</sup>.

Sami oferenci usługi zarządzania aktywami opisują je jako proces polegający na przyjęciu powierzonych aktywów i obrocie nimi na zlecenie w celu uzyskania maksymalnego zwrotu z powierzonego kapitału przy założonym, dopuszczalnym ryzyku i danej płynności, na warunkach uzgodnionych z powierzającym kapitał<sup>110</sup> bądź, jeszcze prościej, jako usługę opartą na profesjonalnym lokowaniu przez zarządzającego (...) środków pozostających własnością klienta<sup>111</sup>.

Na potrzeby dalszego wywodu przyjęto definicję opracowaną w oparciu o powyższe charakterystyki i praktykę gospodarczą – asset management (zarządzanie aktywami) jest to usługa oferowana przez wyspecjalizowane podmioty polegająca na lokowaniu środków oddanych w zarządzanie w taki sposób, aby osiągnięte zostały zamierzone cele<sup>112</sup> dzięki dokonywaniu kupna i sprzedaży dostępnych na rynku instrumentów finansowych.

---

<sup>107</sup> Por. definicja [www.unixl.com](http://www.unixl.com).

<sup>108</sup> Por. [www.bascancorp.com](http://www.bascancorp.com).

<sup>109</sup> [www.wikipedia.pl](http://www.wikipedia.pl).

<sup>110</sup> [www.brebank.pl](http://www.brebank.pl).

<sup>111</sup> W literaturze można znaleźć jeszcze inne kombinacje pojęć występujących w przytoczonych definicjach. Por. Buczek S. (red.) „Asset management – zarządzanie aktywami w Polsce”, SGH, Warszawa 2006.

<sup>112</sup> Celem zarządzania aktywami jest osiągnięcie możliwie wysokiego wzrostu wartości przy danym kapitale, osiągnięcie założonego wzrostu przy możliwie najniższej wartości zainwestowanego kapitału, lub wypośrodkowanie między oczekiwanym zwrotem a akceptowalnym poziomem ryzyka. W praktyce pierwszy i ostatni cel spotykane są najczęściej.

Czym zatem różni się asset management od przedstawionych wcześniej funduszy inwestycyjnych? Podstawową różnicą jest własność papierów wartościowych nabywanych przez podmiot zarządzający. W przypadku funduszy inwestycyjnych klient jest właścicielem jednostki uczestnictwa (certyfikatu w funduszach zamkniętych)<sup>113</sup>, a instrumenty nabywane przez TFI wchodzi do masy funduszu. W wypadku zarządzania aktywami papiery wartościowe nabywane są na rachunek klienta – jest on ich jedynym właścicielem. Podmiot zarządzający dzięki otrzymanym pełnomocnictwom jedynie dąży do zapewnienia optymalnych wyników z inwestycji<sup>114</sup>.

W rozprawie fundusze inwestycyjne i zarządzanie aktywami nie zajmują równorzędnej pozycji. Przyjęto, że główną domeną towarzystw funduszy inwestycyjnych są właśnie fundusze, a pozostałe produkty, w tym asset management, stanowią jedynie uzupełnienie oferty<sup>115</sup>. W praktyce występuje wysoka (niemal pełna) substytucyjność zarządzania aktywami i funduszy inwestycyjnych – realizowane są te same cele, zaspokajane podobne potrzeby, w obu kategoriach produktów wykorzystuje się te same narzędzia inwestycyjne. Podstawowe różnice wynikają z formy prawnej i docelowej grupy klientów – o ile fundusze są produktem szeroko dostępnym, o tyle zarządzanie aktywami adresowane jest do najzamożniejszych inwestorów<sup>116</sup>.

**Tabela 2:** Fundusze inwestycyjne a asset management

	Fundusze	Asset Management
<b>Cechy wspólne</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• mogą zaspokajać te same potrzeby</li> <li>• do realizacji celów wykorzystują te same instrumenty</li> <li>• są zarządzane przez te same podmioty</li> <li>• oferowane są zbliżone strategie inwestycyjne</li> </ul>	
<b>Różnice</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• duża standaryzacja produktów</li> <li>• skład portfela nie jest znany uczestnikom<sup>117</sup></li> <li>• aktywa zgromadzone przez fundusz zarządzane są całościowo</li> <li>• odejść od ustalonej strategii można tylko zmieniając fundusz</li> <li>• ujednolicony system pobierania opłat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• oprócz produktów standardowych oferowane są indywidualne rozwiązania</li> <li>• informacje na temat składu portfela mogą być udzielane na bieżąco</li> <li>• środki każdego klienta zarządzane są indywidualnie</li> <li>• umowa pozwala realizować dowolną strategię</li> <li>• opłaty ustalane są indywidualnie</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne

<sup>113</sup> Jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne traktować można jako wirtualny papier wartościowy potwierdzający udział środków klienta w masie aktywów funduszu inwestycyjnego.

<sup>114</sup> Por. Gieros A. „Strategia dla menedżera: Portfele inwestycyjne szyte na miarę”, Manager Magazin, 01.11.2006.

<sup>115</sup> Chociaż popularność asset management będzie rosła wraz z bogaceniem się społeczeństwa i popularyzacją wiedzy na temat dostępnych sposobów inwestowania nadwyżek finansowych. Por. Kwiatkowska M., „Popularność asset management będzie rosła”, Gazeta Prawna, 22.02.2008.

<sup>116</sup> Spółki zarządzające aktywami najczęściej określają minimalną wielkość środków deponowanych przez jednego klienta. Taki wymóg wymuszony jest przez fakt nabywania instrumentów finansowych oddzielnie dla każdego klienta.

<sup>117</sup> Fundusze co pewien czas publikują szczegółowe informacje na temat składu ich portfela inwestycyjnego, a uczestnik tylko wtedy może poznać szczegółowo strukturę swojej inwestycji. W praktyce fundusze takie dane podają co pół roku i odnoszą się one do stanu sprzed pół roku – niosą ze sobą mocno opóźnione informacje.

### 2.2.3. Formy pochodne i hybrydowe

Zjawisko powstawania produktów pochodnych i hybrydowych odnosi się w większym stopniu do funduszy inwestycyjnych niż zarządzania aktywami. Wynika to z kilku przyczyn:

- rynek funduszy inwestycyjnych jest bardziej transparentny niż rynek asset management,
- poziom edukacji klientów umożliwia oferowanie produktów opartych na funduszach inwestycyjnych, ale cechujących się wyższym stopniem złożoności,
- fundusze inwestycyjne są wysoce wystandaryzowane, co z jednej strony, skłania oferentów do wprowadzania modyfikacji i „przepakowywania” produktu, a z drugiej, wywołuje u klientów potrzebę poszukiwania nowatorskich rozwiązań.

Wśród produktów pochodnych na szczególną uwagę zasługują dwa rozwiązania, u źródeł których nie leżą ani sygnały ze strony popytu, ani dążenie oferentów do produktowej innowacyjności, lecz woła organów państwowych. Chodzi o rozwiązania emerytalne – pracownicze programy emerytalne (PPE) oraz indywidualne konta emerytalne (IKE)<sup>118</sup>.

Pracownicze programy emerytalne tworzone są w oparciu o ustawę z dnia 22 sierpnia 1997 roku o pracowniczych programach emerytalnych<sup>119</sup>. Ustawa dopuszcza cztery możliwe formy PPE:

- pracowniczy fundusz emerytalny,
- umowa z funduszem inwestycyjnym,
- umowa grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń,
- umowy grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie z towarzystwem ubezpieczeń (pracownicy staną się jego członkami).

Pod względem formalnym PPE to zespół umów, które pracodawca zawiera w celu jego utworzenia:

- zakładowa umowa emerytalna (pracodawcy z reprezentacją załogi),
- umowa pracodawcy z instytucją finansową – z zakładem ubezpieczeń, towarzystwem ubezpieczeń wzajemnych lub funduszem inwestycyjnym. W przypadku programu prowadzonego w formie pracowniczego funduszu emerytalnego pracodawca zawiera umowę z odpowiednią instytucją finansową,
- pracownicza umowa emerytalna (pracodawcy z pracownikiem)<sup>120</sup>.

<sup>118</sup> Por. „Plany Emerytalne” Rezultaty badań 2002/2003, Mercer Human Resource Consulting Sp. z o.o.

<sup>119</sup> Dz. U. Nr 60, poz. 623 z późn. zm.

<sup>120</sup> Por. Dorosz A. (wywiad) „Okiem eksperta – przewodnik po III filarze”, Tygodnik Solidarność, 06.06.03.

Utworzenie, jak i uczestnictwo w PPE jest dobrowolne. Tworząc program, pracodawca, z własnej woli (a więc bez ustawowego obowiązku), stwarza swoim pracownikom możliwość gromadzenia dodatkowych środków finansowych na przyszłą emeryturę<sup>121</sup>.

W praktyce PPE wykorzystywane są jako dodatkowy element motywujący pracowników. Do momentu stworzenia możliwości prowadzenia IKE, PPE dodatkowo wiązało pracownika, jako że nie miał on faktycznie możliwości kontynuowania gromadzenia środków w przypadku zerwania stosunku pracy. Istniała możliwość przeniesienia zgromadzonych środków do innego PPE, jednak oczywistym warunkiem był posiadanie przez nowego pracodawcę analogicznego programu. Warunek ten był istotnym ograniczeniem, gdyż na koniec grudnia 2004 roku zarejestrowane były zaledwie 294 programy, a na koniec czerwca 2005 było ich 400<sup>122</sup>.

Indywidualne konto emerytalne wprowadzono jak uzupełnienie zreformowanego systemu emerytalnego. Główną ideą przyświecającą tej inicjatywie było umożliwienie wszystkim zainteresowanym systematycznego i efektywnego gromadzenia środków z przeznaczeniem emerytalnym. IKE to nic innego, jak indywidualny plan oszczędnościowy oferowany zgodnie z Ustawą z dnia 20 kwietnia 2004 roku o indywidualnych kontach emerytalnych<sup>123</sup>. Klient może wybierać, jakie cechy będzie miało jego IKE. IKE mogą oferować:

- banki (IKE prowadzone w formie rachunku lub lokaty bankowej),
- fundusze inwestycyjne (w formie inwestycji w jednostki uczestnictwa wybranych funduszy inwestycyjnych),
- ubezpieczyciele (w formie ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym),
- przedsiębiorstwa maklerskie (w formie rachunku papierów wartościowych).

IKE podlega szeregowi ograniczeń. Najistotniejsze to:

- jedna osoba może mieć tylko jedno IKE,
- roczny limit wpłat jest ograniczony,
- na IKE może wpłacać tylko jego właściciel.

---

<sup>121</sup> Opracowano na podstawie: Ostrowska K. „Nadzór dał zgodę na PPE nr 200...”, Puls Biznesu, 17.02.2003 oraz Pater K. „Chcielibyśmy obudzić miliony”, Gazeta Wyborcza, 05.02.2003.

<sup>122</sup> Niewielka popularność III filara reformy emerytalnej stała się powodem fali krytyki wprowadzanych przepisów. Choć pierwsze głosy poddające w wątpliwość zasady proponowanych rozwiązań pojawiły się tuż po ogłoszeniu reformy do dziś kwestie IKE, i PPE są uregulowane w sposób dalece niesatysfakcjonujący i istotnie ograniczający możliwość popularyzacji tych produktów. Por. Dygas M. „Elastyczne programy emerytalne”, Gazeta Ubezpieczeniowa, 02.07.02, Ratkowski F. „Głodne emerytury”, Gazeta Krakowska, 25.07.2002, WAL „Lepsze emerytury”, Gazeta Poznańska, 25.07.2002, Tymoczko D. „Sprawa doszła do trzeciego filara”, Gazeta Wyborcza, 30.01.2003.

<sup>123</sup> Dz. U. Nr 116, poz. 1205.



Do głównych zalet IKE zaliczyć należy zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych oraz możliwość przenoszenia środków zgromadzonych w PPE. Dodatkową zaletą tego rozwiązania jest popularyzacja tematyki związanej z efektywnym zagospodarowywaniem wolnych środków oraz kształtowanie nawyku oszczędzania.

Formy hybrydowe to produkty powstałe w wyniku połączenia dwóch lub więcej produktów podstawowych. Podobnie jak w przypadku form pochodnych, zdecydowanie częściej hybrydy budowane są w oparciu o fundusze inwestycyjne niż o asset management.

- Produkt typu „kombi” będący hybrydą lokaty bankowej i inwestycji w fundusz jest typowym przykładem próby połączenia zalet dwóch podstawowych produktów. Polega on na automatycznym dzieleniu wpływających środków na dwie części. Jedna z nich jest lokowana w banku, zaś druga trafia do określonego funduszu inwestycyjnego. Alokacja między część „lokacyjną” i „inwestycyjną” może być dowolna.
- Produkt unit-link (lub unit-linked), który swą konstrukcją bardzo przypomina „kombi” z tą różnicą, że w miejsce banku wchodzi ubezpieczyciel, a więc część „lokacyjna” została zastąpiona „ubezpieczeniową”. Składka opłacana przez klienta dzielona jest na dwie części. Jedna z nich przeznaczona jest na ochronę (zakres zależy od rodzaju polisy oraz od zakładu ubezpieczeniowego), a druga trafia do funduszu inwestycyjnego. W tym przypadku również alokacja może być dowolna – istnieje możliwość zminimalizowania części ochronnej, tak aby większość wpłacanych środków przeznaczona była na inwestycje<sup>124</sup>.
- Zarządzanie funduszami jest usługą pośrednią między prostym funduszem a zarządzaniem aktywami. Klient wpłaca środki na kilka funduszy, a alokacja między nimi jest dostosowywana do sytuacji rynkowej przez zarządzającego. Produkt jest podobny w założeniu do funduszu funduszy, jednak cechuje się wyższą elastycznością.

### **2.3. Rynek funduszy inwestycyjnych**

Aby w pełni oddać skalę rynku, o którym traktuje niniejsza rozprawa, niezbędne jest krótkie przedstawienie historii rozwoju funduszy inwestycyjnych na świecie, w Europie, a także w Polsce. Pojęcie o wielkości i strukturze rynku dają przytoczone dane statystyczne.

---

<sup>124</sup> Por. Dowling P. „Filling the gap”, Euro Fund, 03.2004.

### 2.3.1. Świat

Korzeni instytucji wspólnego inwestowania szukać należy w Wielkiej Brytanii, gdzie w 1860 roku utworzone zostało pierwsze towarzystwo inwestycyjne. Rozwój tej branży pod koniec XIX wieku zahamowały brak odpowiednich regulacji prawnych i nadmierna skłonność do krótkoterminowych spekulacji obarczonych niejednokrotnie bardzo wysokim ryzykiem, co w połączeniu z niewielkim doświadczeniem inwestujących często prowadziło do utraty kapitału początkowego. Zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi powróciło dopiero w latach dwudziestych ubiegłego wieku. Zaproponowane uregulowania w dziedzinie organizacji i zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych umożliwiły im oparcie się kolejnym załamaniom gospodarczym i dekoniunkturze giełdowej, w tym wielkiemu kryzysowi.

Największą popularność fundusze inwestycyjne zdobyły w Stanach Zjednoczonych. Pierwsze fundusze utworzono tam w 1904 roku (pierwszy fundusz zamknięty).

W przypadku idei funduszy inwestycyjnych otwartych (mutual funds) można wskazać pomysłodawcę i cele, które mu przyświecały. Edward Leffer, broker z Bostonu, obserwując problemy, z jakimi borykają się drobni inwestorzy, doszedł do wniosku, że niezbędny jest mechanizm, który zwiększyłby efektywność niewielkich inwestycji. Zaproponował stworzenie funduszu, który:

- byłby profesjonalnie zarządzany,
- stosowałby dywersyfikację do zredukowania ryzyka,
- nie byłby kosztowny,
- umożliwiałby wycofanie zainwestowanych środków w dowolnym momencie.

21 marca 1924 roku w Bostonie utworzono Massachusetts Investment Trust – pierwszy sformalizowany fundusz inwestycyjny<sup>125</sup>.

Tuż przed wielkim kryzysem na rynku amerykańskim działało już 400 funduszy, a łączna wartość ich aktywów osiągnęła 3 mld dolarów. Lata II wojny światowej i okres po jej zakończeniu przyniosły dalszy rozwój tego rynku. W 1940 roku wszedł w życie The Investment Company Act stanowiący podwaliny dla nowoczesnych funduszy. W roku 1955 (również w USA) utworzono pierwszy fundusz o zasięgu międzynarodowym.

W różnych okresach popularność zyskiwały fundusze inwestujące w różne kategorie instrumentów. Tradycyjnie okres dużych wzrostów na giełdzie pociąga z sobą zainteresowanie funduszami akcyjnymi, zaś dekoniktura sprzyja rozwojowi funduszy

---

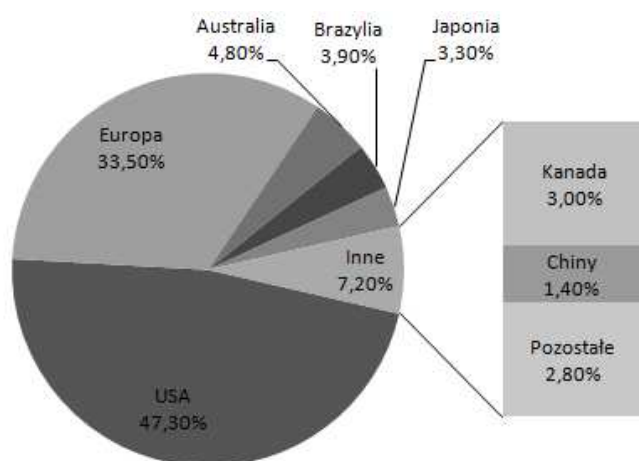
<sup>125</sup> Gremillion L. „Mutual Fund Industry Handbook”, John Wiley & Sons, Hoboken, 2005.

ryнку pieniężnego i instrumentów dłużnych. Stopy zwrotu osiągane przez tego typu instrumenty pozwalają im z powodzeniem konkurować z lokatami bankowymi.

Lata dziewięćdziesiąte ubiegłego wieku przyniosły bezprecedensowy rozwój funduszy inwestycyjnych – w 1990 roku wartość aktywów amerykańskich funduszy inwestycyjnych wynosiła 1,1 bln dolarów, na koniec 1999 roku osiągnęła już 6,8 bln dolarów<sup>126</sup>, aby w 2004 sięgnąć 7,4 bln dolarów<sup>127</sup>.

Jakkolwiek pionierami rynku funduszy inwestycyjnych byli Amerykanie i Brytyjczycy, również Europa kontynentalna, a później inne kraje na świecie stopniowo przekonały się do tej formy lokowania środków. W krajach europejskich oraz w Japonii do II wojny światowej inwestycjami zajmowały się przede wszystkim banki. Rozwój funduszy w tych krajach nastąpił dopiero w latach pięćdziesiątych ubiegłego wieku. Według Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (EFAMA – dawniej FEFSI) w połowie 1999 roku działało w Europie 20484 funduszy inwestycyjnych, w USA 7481, a w Japonii 4155<sup>128</sup>. Rozkład aktywów funduszy inwestycyjnych w rozbiciu geograficznym przedstawiono poniżej.

**Wykres 1:** Udział krajów w światowym rynku funduszy (wielkości AUM<sup>129</sup>)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA

Poniższy wykres ilustruje rozwój poziomu aktywów w latach 1990-2008 (pierwsze dwa kwartały). Wyraźnie widoczny jest początek światowego kryzysu gospodarczego przypadający na trzeci kwartał 2007 roku.

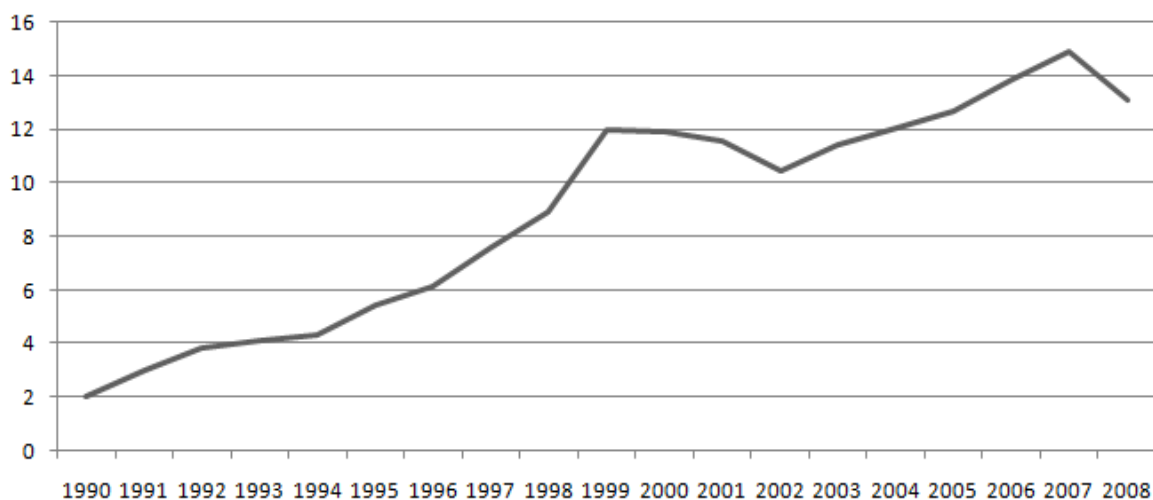
<sup>126</sup> Na podstawie „Mutual Fund Fact Book”, Investment Company Institute, 2004.

<sup>127</sup> Gremillion L. op. cit.

<sup>128</sup> Na podstawie [www.efama.org](http://www.efama.org) i [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)

<sup>129</sup> Assets under management – aktywa zarządzane przez dany podmiot.

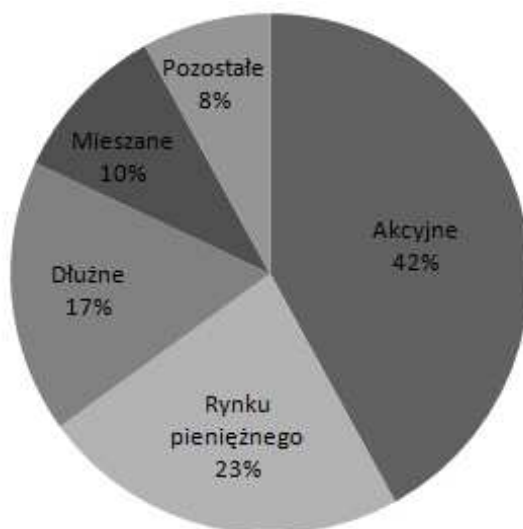
**Wykres 2:** Aktywa funduszy inwestycyjnych na świecie (bln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA i ICI

W rozdziale 2.2.1 przedstawiono podział funduszy inwestycyjnych ze względu na rodzaj instrumentów, w które lokują zgromadzone środki. Udział poszczególnych typów funduszy wyodrębnionych w oparciu o to kryterium przedstawia poniższy wykres<sup>130</sup>.

**Wykres 3:** Udział funduszy w podziale na rodzaje (świat)

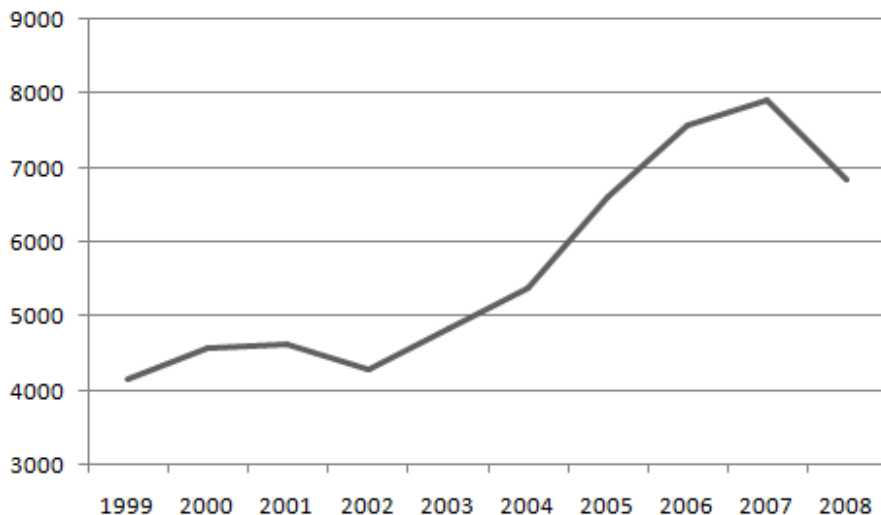


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA

<sup>130</sup> Bardziej szczegółowe rozbięcie znaleźć można np. w Springer W. „Factbook Vermoögensveranlagung in Oesterreich”, Kapitalmarkt Oesterreich, Wien 2001.

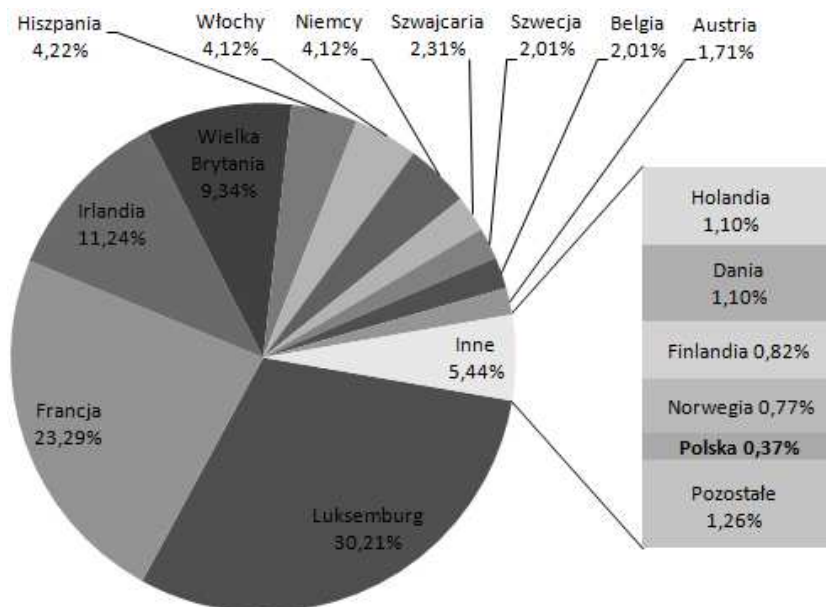
Warto przyrzeć się jeszcze nieco bardziej szczegółowym statystykom dotyczącym rynku europejskiego<sup>131</sup>.

**Wykres 4:** Aktywa funduszy inwestycyjnych w Europie (mld EUR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA

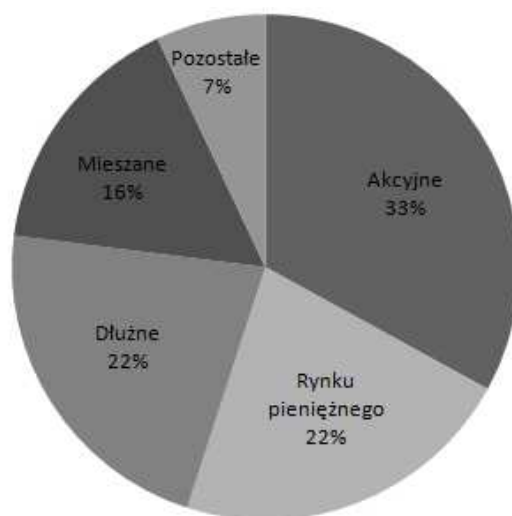
**Wykres 5:** Udział krajów w europejskim rynku funduszy (wielkości AUM)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA

<sup>131</sup> Por. Buczek S., Grygiel A. „Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne”, SGH, Warszawa 2006.

### Wykres 6: Udział funduszy w podziale na rodzaje (Europa)



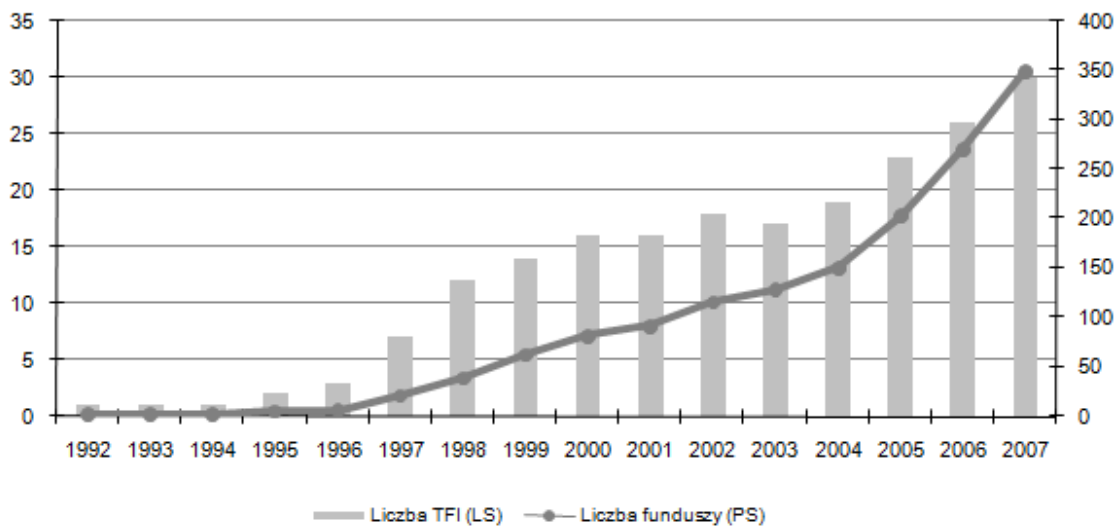
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA

#### 2.3.2. Polska

Historia polskiego rynku funduszy zaczyna się 22 marca 1991 roku, czyli od daty wejścia w życie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowym i funduszach powierniczych. Pierwszy fundusz powierniczy powstał w lipcu 1992 (zrównoważony fundusz Pioneer) i do 1995 roku był jedynym na rynku. Zmiana uregulowań prawnych nastąpiła w 1997 roku. Nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych wymusiła na funduszach powierniczych zmianę nazwy i dostosowanie się do nowych wymogów prawnych). Główne zmiany dotyczyły ograniczeń inwestycyjnych (fundusz powierniczy mógł inwestować w akcje jednej spółki tylko do 5% swoich aktywów, a fundusz inwestycyjny do 10%, obowiązuje jednak dodatkowe ograniczenie – fundusz może po 10% aktywów ulokować tylko w czterech spółkach, na pozostałe spółki w portfelu nie może przypadać więcej niż 5% wartości aktywów). Ustawowe wymuszenie dywersyfikacji przyczynia się do zmniejszenia ryzyka związanego inwestowaniem w fundusze. Kolejną zmianą wprowadzoną przez nową ustawę był wymóg posiadania przez fundusz osobowości prawnej. Nowa ustawa dopuściła również możliwość tworzenia funduszy o innym niż otwarty charakterze.

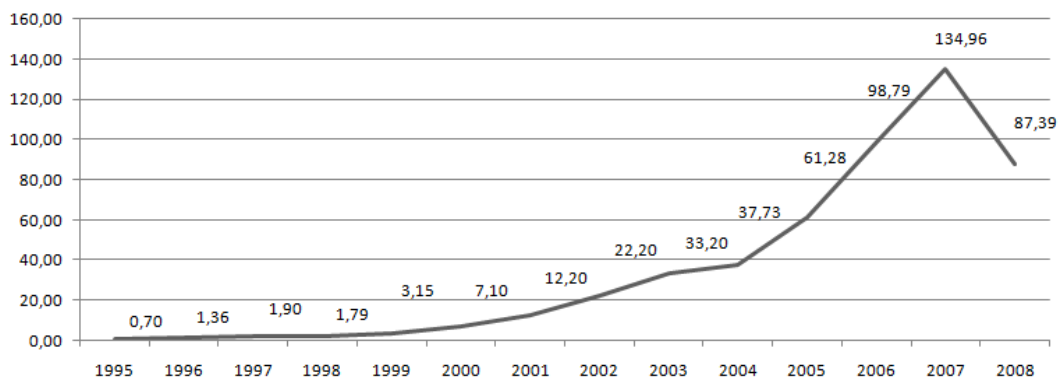
Lata 1997-2000 to okres dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Na koniec grudnia 2000 zarejestrowanych było 16 towarzystw oferujących ponad 80 funduszy. W 2002 liczba dostępnych funduszy inwestycyjnych przekroczyła 100. W 2007 roku było ich już ponad 370.

**Wykres 7: Liczba towarzystw i funduszy inwestycyjnych w Polsce**



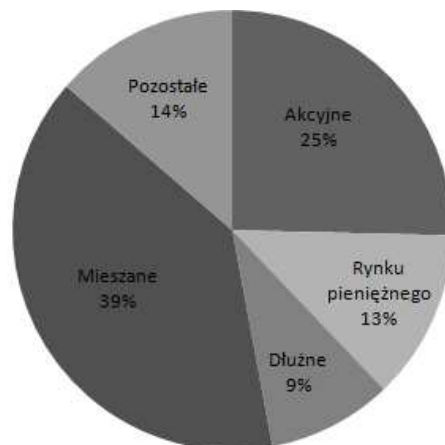
Źródło: IZFiA

**Wykres 8: Aktywa w funduszach inwestycyjnych w Polsce (mld PLN)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA

**Wykres 9: Udział funduszy w podziale na rodzaje (Polska)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA

Polski rynek funduszy inwestycyjnych cechuje duża koncentracja – do czterech największych TFI należy ponad 50% aktywów<sup>132</sup>. W praktyce oznacza to, że mamy do czynienia z dalece niedoskonałą formą konkurencji – dominujący gracze dyktują warunki pozostałym podmiotom. Jest to jedna z cech charakterystycznych dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych – występowanie tak dużej koncentracji istotnie wpływa na zasady walki konkurencyjnej, co będzie zauważalne w dalszej części wywodu.

## 2.4. Cechy specyficzne rynku funduszy inwestycyjnych

Istnieje szereg cech powodujących, że produkty oferowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych są unikalne. W dalszej części rozprawy przybliżono te najbardziej charakterystyczne.

### 2.4.1. Produkt/usługa

Definicja produktu sformułowana przez Ph. Kotlera mówi, iż jest on wszystkim tym, co można zaoferować na rynku nabywcom i co jest w stanie zaspokoić określoną potrzebę lub pragnienie. Może to być przedmiot, usługa, osoba, miejsce, organizacja lub idea<sup>133</sup>. Przyjąć można, iż jest to każde działanie, reakcja, wytwór, które klienci postrzegają jako wartość zakupu<sup>134</sup>. Usługowym produktem staje się dopiero taka usługa, która stwarza możliwość wyboru takiej kombinacji tworzących ów produkt elementów, iż powstać może jedna swoista wiązka korzyści dla usługobiorcy<sup>135</sup>. K. Rogoziński w „Nowym marketingu usług” wskazuje kilka modeli usługowych produktów:

- monada – usługowy półprodukt składający się wyłącznie z rdzenia i zewnętrznej płaszczyzny umożliwiającej rozpoznanie lub niekiedy stwierdzenie zaistnienia usługowego półproduktu<sup>136</sup>.
- molekula – usługa będąca w pełni produktem posiada rozbudowany rdzeń uzupełniony o inne elementy, identyfikatory rynkowe i przejrzystą strukturę wewnętrzną,
- sekwencja – klika produktów połączonych dzięki wspólnym elementom rdzenia lub innego poziomu. Sekwencje umożliwiają kreowanie produktów pokrewnych i konsekwentne rozszerzanie oferty bez ryzyka zbędnej dywersyfikacji,

<sup>132</sup> Por. wykres 31 przedstawiający udział w rynku poszczególnych podmiotów.

<sup>133</sup> Kotler Ph. „Marketing Management”, Prentice Hall, Englewood Cliffs 2005.

<sup>134</sup> Rogoziński K. „Nowy marketing usług”, Wyda. AE w Poznaniu, Poznań 2000.

<sup>135</sup> Ibidem.

<sup>136</sup> Ibidem.



- model wzajemnych dopełnień – wyważenie proporcji między materialnymi i niematerialnymi elementami produktu/usługi w celu znalezienia i utrzymania poziomu równowagi.

Fundusze inwestycyjne i zarządzanie aktywami można rozpatrywać przez pryzmat molekuł i sekwencji. Monadami nie będą z pewnością ze względu na swoją złożoność, a za odrzuceniem modelu wzajemnych powiązań przemawia immanentna niematerialność obu produktów/usług i choć można sobie wyobrazić elementy materialne obu usług (potwierdzenia, raporty, analizy), to będą one miały niewielki wpływ na istotę produktu/usługi. Oba produkty usługowe noszą znamiona molekuł – posiadają wyraźny rdzeń (czynności zmierzające do zapewnienia realizacji celu inwestycyjnego), występuje obudowa w postaci systemu raportowania, dostępu do środków itp. oraz komplementarna otoczka (czynności o charakterze analityczno doradczym). Jednocześnie za koncepcją sekwencji przemawia relacja między grupami produktów usługowych. Doradztwo i indywidualne podejście do klienta, które w przypadku funduszy inwestycyjnych sytuuje się dość daleko od rdzenia będzie kluczowym elementem zarządzania aktywami. Oznacza to, że przedsiębiorstwa mogą oferować dwie grupy produktów usługowych w oparciu o te same kompetencje.

#### 2.4.2. Homogeniczność

Fundusze inwestycyjne i usługi zarządzania aktywami uznać można za produkty homogeniczne. Główne cechy charakteryzujące poszczególne rozwiązania są tożsame, a różnice wynikają przede wszystkim z różnicowania cen, i metod oferowania sposobów na efektywne zagospodarowanie nadwyżek finansowych<sup>137</sup>. Tym bardziej poszczególne fundusze inwestycyjne cechować będzie wysoka substytucyjność (w ramach poszczególnych kategorii funduszy różnice są jeszcze mniej znaczące). Jakie są implikacje tego faktu? Po pierwsze, przedsiębiorstwo oferujące nowoczesne produkty inwestycyjne musi dążyć do wyróżnienia swojej oferty spośród grona konkurentów<sup>138</sup>. Różnicowanie może zachodzić na wszystkich poziomach produktu, jednak najczęściej wykorzystywane są:

- cena – ogólnie warunkowana jest przez rynek, jednak zważywszy na fakt, że do niedawna w Polsce konkurowało ze sobą zaledwie kilkanaście podmiotów występowała sytuacja zbliżona do oligopolu. Jeśli klienci akceptowali relatywnie

<sup>137</sup> Por. tabela 2.

<sup>138</sup> Por. Gorynia M. (red.) „Luka...” – wskazane narzędzia różnicowania wymienione są jako instrumenty konkurowania. Patrz również rozdział 4.4. rozprawy.

wysokie poziomy cen (w porównaniu z bardziej rozwiniętymi rynkami), żadnemu z oferentów nie opłacało się wykorzystywać ceny jako narzędzia konkurencji. Obserwować można było chwilowe „obniżki” polegające na okresowym zniesieniu części lub całości wybranych opłat. Taka sytuacja zapewne prędzej czy później ulegnie zmianie zważywszy na fakt wzmożonego zainteresowania rynkiem polskim graczy o międzynarodowym zasięgu<sup>139</sup>.

- jakość – w uproszczeniu można przyjąć, że „jakość” utożsamiana jest z osiąganymi stopami zwrotu. W zależności od kategorii produktów dodatkowym wyznacznikiem jakości może być ochrona zainwestowanego kapitału. W praktyce w wyniki poszczególnych produktów w danych kategoriach poruszają się w dość wąskim korytarzu odchyleń od średniej<sup>140</sup>, a liderzy okresowych rankingów często się zmieniają. Oznacza to, że do rzadkości należą sytuacje, w których można określić, który produkt będzie w przyszłości „lepszy” od konkurentów. Jest to niezwykle ciekawa cecha, dlatego że sygnalizuje ograniczone znaczenie wiedzy, umiejętności i doświadczenia w procesie konkurencji na rynku nowoczesnych produktów inwestycyjnych. Zarządzanie aktywami sprowadza się do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Przy założeniu, że nie istnieją istotne dysproporcje w wyposażeniu konkurentów w szeroko pojęty know-how, decyzje te podejmowane są z podstawie niejednoznacznych przesłanek i przypominają grę w orła i reszkę – wszyscy grający są świadomi praw statystyki, znają historyczne wyniki, a „obstawiając”, opierają się na własnych systemach, przeczuciach, umiejętnościach. W odpowiednio długim czasie wszyscy racjonalnie postępujący uczestnicy gry powinni osiągnąć zbliżone wyniki. Oczywiście poziom losowości w zarządzaniu aktywami jest znacznie niższy – przesłanki, które zarządzający mają do dyspozycji pozwalają z nieco większym prawdopodobieństwem przewidzieć przyszłość. Przy założeniu sprawności działania rynku (wszyscy uczestnicy mają dostęp do tych samych informacji) i zbliżonego poziomu kompetencji w długim terminie wyniki muszą być podobne.
- obsługa posprzedażowa – w części poświęconej charakterystyce nowoczesnych produktów inwestycyjnych jako produktów usługowych zasygnalizowano wagę doradztwa i zaplecza analitycznego. Jest to jeden z najsilniej eksploatowanych atrybutów zarówno funduszy, jak i asset management. Przedsiębiorstwa oferujące tego typu produkty prześcigają się w zakresie obsługi klientów. Standardem jest

---

<sup>139</sup> Por. rozdział 4.3. rozprawy.

<sup>140</sup> Por. wykres 30.

udostępnianie klientom raportów i analiz przygotowywanych przez ekspertów, zapewnienie możliwości kontaktu z analitykami giełdowymi i doradcami inwestycyjnymi oraz doradztwo przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wachlarz dostępnych narzędzi jest oczywiście znacznie szerszy, a bogatym źródłem pomysłów są rynki, na których tego typu usługi dostępne są od dawna.

- innowacyjność – również tutaj doświadczenie bardziej rozwiniętych rynków jest przydatne. W sytuacji, gdy dane przedsiębiorstwo oferuje szeroką paletę produktów, a konkurencyjność rozpatrywana jest właśnie z poziomu przedsiębiorstwa, nierzadko właśnie innowacyjność decyduje o uzyskaniu przewagi nad konkurentami. Rosnące oczekiwania klientów, nowe instrumenty inwestycyjne, bardziej liberalne przepisy prawa czy coraz doskonalsze narzędzia analityczne przyczyniają się do kreowania nowych innowacyjnych produktów. Innowacyjność na rynku polskim rzadko oznacza, że proponowane rozwiązania nie były testowane na innych rynkach. Najczęściej jest właśnie tak, że nowinki zawdzięczamy międzynarodowym przedsiębiorstwom rozpoczynającym działalność na rynku polskim, lub przedsiębiorstwom polskim kopiującym rozwiązania sprawdzające się za granicą<sup>141</sup>.
- dodatkowe atrybuty produktu – podobnie jak w przypadku obsługi posprzedażowej i innowacyjności wachlarz możliwości jest niezwykle szeroki. Na rynku znaleźć można rozmaite plany inwestycyjne, programy systematycznego oszczędzania, produkt łączące cechy kilku innych – rozwiązania, które mają uatrakcyjnić oferowane produkty i umożliwić dotarcie do nowych kanałów dystrybucji czy grup klientów.

#### 2.4.3. Szeroka grupa docelowa

Kolejną specyficzną cechą branży nowoczesnych produktów inwestycyjnych jest docelowa grupa klientów. Przyjąć można, że dla towarzystwa funduszy inwestycyjnych interesujący jest każdy, kto generuje nadwyżki finansowe. Nie ma znaczenia wiek, miejsce zamieszkania, dotychczasowe doświadczenia, wielkość nadwyżek czy cykliczność ich występowania.

Klientów towarzystw funduszy inwestycyjnych można podzielić ze względu na;

- formę prawną:
  - indywidualni,

---

<sup>141</sup> Por. Juchnowicz M. (red.) „Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach konkurencji”, Wyd. Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2006, referat Starnawska S. „Zarządzanie innowacjami w przedsiębiorstwie bankowym – uwarunkowania konkurencyjne”.

- instytucje (w tym fundacje, jednostki budżetowe itp.),
- poziom inwestowanych środków:
  - detaliczni,
  - zamożni (z ang. affluent),
  - najbogatsi (z ang. high net worth individuals, chociaż nie musi chodzić o osoby fizyczne)<sup>142</sup>.
- skłonność do ryzyka:
  - z awersją,
  - neutralni,
  - szukający ryzyka.

Przynależność do żadnej z kategorii nie wyklucza możliwości znalezienia odpowiedniego rozwiązania. Uniwersalność funduszy inwestycyjnych powoduje, że choć oferta skierowana do poszczególnych klientów może się różnić, każdy może za ich pomocą zaspokoić swoje potrzeby związane z zagospodarowaniem wolnych środków. Rozszerzenie oferty towarzystwa funduszy inwestycyjnych o zarządzanie aktywami dodatkowo zwiększa katalog dostępnych rozwiązań.

#### 2.4.4. Transgraniczność – swoboda międzynarodowego przepływu kapitału<sup>143</sup>

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej było istotnym faktem również dla przedsiębiorstw będących tematem niniejszej rozprawy. Integracja europejskich rynków finansowych oraz presja wewnętrzna wymusiły likwidację barier w zakresie dostępności zagranicznych produktów inwestycyjnych w Polsce. Oznacza to ułatwienie klientom dostępu do nowoczesnych rozwiązań inwestycyjnych budowanych na zaawansowanych rynkach finansowych Europy Zachodniej<sup>144</sup>. Od października 2002 roku, po zmianie prawa dewizowego rodzime przedsiębiorstwa znalazły się w sytuacji, w której klient nie musi się ograniczać do produktów dostępnych w kraju – bez przeszkód może zakupić jednostki

<sup>142</sup> Prof. Joanna Pietrzak w wykładzie „Preferencje i zachowania klientów zamożnych na rynku usług finansowych” wygłoszonym na III Konferencji Private Banking 23.10.2007 zaproponowała wyróżnienie dodatkowych podgrup: mass affluent, core affluent i premium affluent. Liczebność w poszczególnych kategoriach w Polsce szacuje odpowiednio na 400-600 tys., 150-180 tys., 50-90 tys. i 17-20 tys dla grupy HNWI. Por. Grześkiewicz G., Koźliński T. „High net Worth individuals – the clients of Private Banking” oraz Korczakowski D. „Rynek klientów zamożnych (HNWIs) – na podstawie World Wealth Report”, [www.privatebanking.pl](http://www.privatebanking.pl)

<sup>143</sup> Międzynarodowe zależności między rynkami i podmiotami zostały omówione w rozdziale 3.1. poświęconym czynnikowym determinantom konkurencyjności.

<sup>144</sup> Por. Poradnik Inwestora „Jak inwestować w Unii Europejskiej”, KNF, Warszawa 2007.

dowolnego funduszu inwestycyjnego z państw UE i OECD. Z drugiej strony, po rozszerzeniu UE zagraniczne instytucje mogą rozpocząć działalność w Polsce<sup>145</sup>.

Zjawisko transgraniczności branży nie obejmuje jedynie ekspansji terytorialnej podmiotów czy zwiększenia dostępności produktów. Rodzi konkretne szanse, jednak niesie ze sobą zagrożenia. Niewątpliwie dużą zaletą jest możliwość transferu wiedzy z rynków bardziej zaawansowanych<sup>146</sup>. Dotyczy to stosowanych rozwiązań, infrastruktury, technik nadzoru itp. Głównym zagrożeniem związanym ze znikaniem barier między krajami jest ryzyko przenoszenia patologii, rozszerzenie wpływu zjawisk gospodarczych o charakterze lokalnym czy występowanie, przynajmniej do włączenia Polski do unii monetarnej, ryzyka kursowego<sup>147</sup>.

## 2.5. Determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych

Poznanie dorobku naukowego traktującego o konkurencyjności przedsiębiorstw oraz zidentyfikowanie cech specyficznych branży towarzystw funduszy inwestycyjnych umożliwia zaproponowanie spójnego schematu analitycznego, który posłuży w dalszej części rozprawy do usystematyzowanego przedstawienia badanych zagadnień<sup>148</sup>.

Schemat będzie rozumiany jako narzędzie umożliwiające przeprowadzenie uporządkowanej analizy badanego zjawiska. Sprowadzony do formy graficznej, stanowi więcej niż szkielet wyводу. Z jednej strony daje wyobrażenie o konstrukcji rozprawy, z drugiej ma uzasadnienie również w oderwaniu od niej. Jest wygodnym punktem wyjścia dla rozważań o determinantach konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych i zaproszeniem do dalszego badania omawianych zjawisk.

Jak wspomniano w rozdziale pierwszym, punktem wyjścia dla rozważań na temat czynników kształtujących konkurencyjność TFI jest zestaw determinant zaproponowany przez M. Portera<sup>149</sup>. Autor podzielił je na:

- czynnikowe,
- popytowe,
- wpływ branż pokrewnych i wspierających,
- czynniki wewnętrzne.

<sup>145</sup> Pełną listę podmiotów, które mogą oferować swoje produkty na polskim rynku publikuje KNF. Por. rozdział 2.2.1.

<sup>146</sup> Por. Grzywacz W. „Czynniki wzrostu polskiej konkurencyjności gospodarczej” oraz Misala J. „Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki Polski w świetle teorii międzynarodowej wymiany gospodarczej”, VII Kongres Ekonomistów Polskich, 01.2001.

<sup>147</sup> Por. Bednarz E. „Rok przełomu”, Business Week, 03.2003.

<sup>148</sup> Por. Gorynia M. (red.) „Luka...”

<sup>149</sup> Por. rysunek 3.

Trzy pierwsze elementy wpływają na przedsiębiorstwo z zewnątrz, ostatni stanowi pojemną podkategorię zbierającą wewnętrzne determinanty konkurencyjności. Struktura niniejszej rozprawy została oparta na zmodyfikowanym systemie analitycznym – zaproponowany model stanowi próbę alternatywnego grupowania determinant – jako punkt wyjścia przyjmuje podział na czynniki egzo- i endogeniczne. Graficzne przedstawienie modelu przedstawia poniższy schemat.

**Rysunek 6:** Uproszczony podział determinant

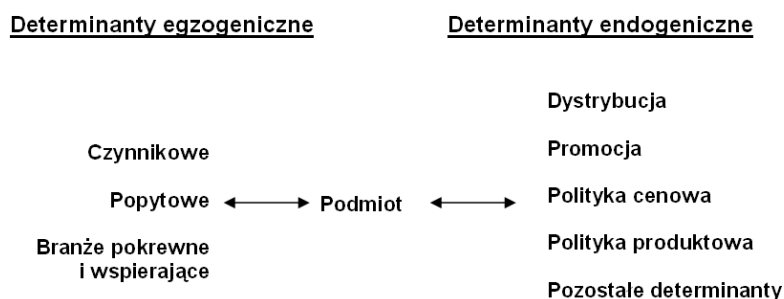


Źródło: opracowanie własne

Wysoki stopień uogólnienia zastosowany przy takim podziale powoduje, że jest on uniwersalny – może być zastosowany dla przedsiębiorstw ogólnie, jak i dla TFI, jednak istotnie ogranicza możliwości jego praktycznego zastosowania przy badaniu konkurencyjności.

Traktując przedstawiony powyżej podział jako punkt wyjścia, można przejść do budowania kolejnego poziomu determinant zwiększającego praktyczną użyteczność modelu. Podział czynników o charakterze zewnętrznym można zapożyczyć z oryginalnego modelu M. Portera. Lista wewnętrznych determinant konkurencyjności może abstrahować od specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa/branży lub może powstać przy uwzględnieniu cech charakterystycznych przedmiotu badania. Jako że niniejsza rozprawa ma jasno sprecyzowany zakres tematyczny, katalog wewnętrznych czynników kształtujących konkurencyjność przedsiębiorstw został zbudowany z myślą o branży towarzystw funduszy inwestycyjnych. Oznacza to, że schemat przedstawiony na rysunku 6 znajdzie pełne zastosowanie wyłącznie dla tej branży. W przypadku przedsiębiorstw o innym charakterze będzie wymagał modyfikacji.

**Rysunek 7:** Determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych



Źródło: opracowanie własne

Dopasowanie powyższego modelu do specyfiki TFI na tym etapie dotyczy głównie determinant endogenicznych. O ile elementy egzogeniczne daje się z powodzeniem zastosować do różnych branż, o tyle czynniki wewnętrzne zostały dobrane w wyniku kilkuletniej obserwacji bezpośredniej zjawisk zachodzących w polskiej branży towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Koncentracja na zagadnieniach związanych z konkretną branżą jest widoczna jeszcze wyraźniej przy próbie określenia zakresu pojęciowego poszczególnych determinant. Poniższa tabela ilustruje podział determinant konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych wykorzystywany w dalszej części rozprawy.

**Tabela 3:** Zakres pojęciowy determinant

<b>Determinanty</b>		<b>Zakres</b>
<b>Egzogeniczne</b>	Czynnikowe	Otoczenie prawne
		Stan infrastruktury rynkowej
		Dostęp do wykwalifikowanych pracowników
		Globalizacja
	Popytowe	Wielkość popytu
		Świadomość klientów
	Branże pokrewne i wspierające	Rozwój bankowości
		Rozwój ubezpieczeń
		Inne podmioty z branż wspierających
Formy współpracy		
<b>Endogeniczne</b>	Dystrybucja	Formy dystrybucji
		Kanały dystrybucji
		Zarządzanie siecią
	Promocja	Komunikaty
		Narzędzia
	Polityka cenowa	Charakterystyka opłat
		Możliwość kształtowania polityki cenowej
		Wpływ zza granicy
	Polityka produktowa	Scenariusze produktowe
		Kategorie produktów
		Czynniki wpływające na politykę produktową
	Pozostałe determinanty	Kadry
		Partnerzy biznesowi
		Badania i rozwój
		Technologia
		Lokalizacja

Źródło: opracowanie własne

Wyjście od ogólnej koncepcji klasyfikowania determinant konkurencyjności i sprowadzenie jej do formy umożliwiającej przeprowadzenie praktycznych rozważań na

temat konkretnej branży dowodzi uniwersalności i ponadczasowości modelu zaproponowanego przez M. Portera. Jednocześnie umożliwia uporządkowanie zagadnień przedstawionych w kolejnych rozdziałach rozprawy.

## **2.6. Podsumowanie rozdziału**

W rozdziale drugim przedstawiono praktyczną interpretację ogólnonaukowych pojęć zdefiniowanych w rozdziale pierwszym. Dzięki temu, nawet odbiorca, który nie miał wcześniej do czynienia z zagadnieniami związanymi z towarzystwami funduszy inwestycyjnych, może w pełni dostrzec unikalność tematyki uzasadniająca zawężenie ogólnych rozważań na temat determinant konkurencyjności przedsiębiorstw do rynku TFI.

W rozdziale zdefiniowana została branża TFI – wskazano jej elementy składowe oraz określono ich rolę. W tym miejscu również omówione zostały produkty oferowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, głównie ze względu na ich specyfikę i konsekwencje dla kolejnych rozdziałów, jednak poznanie oferty TFI ma również znaczenie dla zbudowania kompletnego obrazu rynku.

Historia rozwoju branży TFI na świecie i w Polsce, poparta danymi ilustrującymi obecny stan rynku, ułatwia interpretowanie niektórych zjawisk omawianych w kolejnych rozdziałach. Pozwala również na prześledzenie wznoszeń i upadków branży oraz ułatwia wyciąganie wniosków na przyszłość.

Przedstawione w ostatniej części rozdziału najbardziej specyficzne cechy rynku funduszy inwestycyjnych zamykają rozważania na temat branży, umożliwiając uwzględnienie jej cech charakterystycznych w spójnym schemacie analitycznym ilustrującym przyjęty w dalszej części rozprawy podział na determinanty egzo- i endogeniczne. Rozbudowanie schematu M. Portera i określenie zakresu pojęciowego poszczególnych determinant posłużyło do uporządkowania zagadnień omawianych w rozdziałach 3 i 4.



## Rozdział 3

### Egzogeniczne determinanty konkurencyjności TFI

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych działają w ściśle określonych warunkach. Szanse i zagrożenia kształtowane przez czynniki zewnętrzne są jednakowe dla wszystkich podmiotów działających w danej branży, jednak ich wpływ na funkcjonowanie poszczególnych TFI może być różny. To, co dla jednego podmiotu jest zagrożeniem, dla innego może być szansą. Rozdział trzeci rozprawy przybliży determinanty o charakterze egzogenicznym wskazując ich konsekwencje dla poszczególnych podmiotów.

Stosując podział zaproponowany przez M. Portera<sup>150</sup>, zewnętrzne determinanty konkurencyjności podzielono na czynnikowe, popytowe i kształtowane przez branże pokrewne

i wspierające. Bezpośrednia obserwacja otoczenia konkurencyjnego towarzystw funduszy inwestycyjnych w pełni uzasadnia taką klasyfikację. Co więcej, pozwala ona na zbudowanie listy determinant, które można uznać za najistotniejsze. Lista ta, będąca wynikiem analizy elementarnej ogółu zjawisk wpływających na podmioty z branży, została wykorzystana w dalszej części rozprawy do zaproponowania struktury poszczególnych podrozdziałów.

Analiza przyczynowo-skutkowa w zakresie egzogenicznych determinant konkurencyjności może być zastosowana w dwóch kierunkach:

- może posłużyć do zbadania wpływu, jaki ograniczenia zewnętrzne (cechy branży) mają na zachowania TFI,
- może być wykorzystana do obserwacji zdolności pojedynczych podmiotów do wpływania na zasady funkcjonowania całej branży.

Wnioski płynące z rozważań teoretycznych pokrywają się z poczynionymi obserwacjami – interakcje między podmiotami w branży oraz między branżą a podmiotami muszą być uwzględniane w badaniach. Wyabstrahowanie jednego podmiotu w celu przeprowadzenia obserwacji i podjęcie próby wnioskowania tylko na tej podstawie może prowadzić do przekłamań. Konieczne jest zatem konsekwentne prowadzenie analizy logicznej.

---

<sup>150</sup> Porter M.E. op. cit.

### 3.1. Warunki czynnikowe

Jak wspomniano wcześniej, obserwacja bezpośrednia polskiej branży towarzystw funduszy inwestycyjnych umożliwia przypisanie konkretnych czynników do kategorii zaproponowanych przez M. Portera. Można zatem przyjąć, ograniczając się do tematu rozprawy, że do warunków czynnikowych zaliczyć należy:

- otoczenie prawne,
- stan infrastruktury rynkowej,
- dostępność kadr,
- wpływy zagraniczne.

Choć w znacznej mierze pozostają one w gestii państwa, organizacji międzynarodowych i organów nadzoru, kształtują one ramy organizacyjno-prawne walki konkurencyjnej<sup>151</sup>. Umiejętne wykorzystanie szans, które stwarzają i uniknięcie zagrożeń zwiększa szanse podmiotu na osiągnięcie sukcesu.

#### 3.1.1. Otoczenie prawne

Miliardy złotych oszczędności zgromadzonych przez Polaków, ulokowanych w funduszach inwestycyjnych, to dla polskiej gospodarki duży i ważny rynek wymagający kształtowania profesjonalnych, prorozwojowych prawnych ram działalności. Zasadniczą kwestią dla rynku, możliwości jego przetrwania i rozwoju jest jego konkurencyjność.

Szczególnie istotne w tym zakresie jest tworzenie warunków umożliwiających polskim firmom konkurowanie z zagranicznymi podmiotami na wspólnym europejskim rynku usług finansowych. Tymczasem praktyka pokazuje, iż zarejestrowanie funduszu w Luksemburgu, największym europejskim rynku funduszy inwestycyjnych, trwa 2-3 tygodnie. W Polsce ten proces zajmuje 4-5 miesięcy...

Fundusze inwestycyjne zarejestrowane za granicą, banki, firmy ubezpieczeniowe są w pozycji zdecydowanie bardziej uprzywilejowanej w stosunku do funduszy inwestycyjnych mających siedzibę w Polsce. Wprowadzenie na rynek produktu inwestycyjnego nie wymaga uzyskania żadnych administracyjnych zgód czy zezwoleń, o czym mowa w dalszej części rozdziału.

---

<sup>151</sup> Por. Gorynia M. „Pomoc, ale dla wszystkich”, Rzeczpospolita, 27-28.09.2003.

W przypadku funduszy inwestycyjnych mamy do czynienia z piętrową strukturą nadzoru. Utworzenie TFI wymaga zgody Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), zgody wymaga również utworzenie każdego funduszu inwestycyjnego. Co więcej, nie tylko przekształcenia funduszy inwestycyjnych, ale często również zmiany ich statutów wymagają uzyskania zgody Komisji. Od jej zezwolenia uzależnione jest także zawarcie niektórych umów kluczowych dla funkcjonowania funduszu, takich jak umowy o dystrybucję jednostek uczestnictwa lub umowy o obsługę wierzytelności sekurytyzowanych. Taka sytuacja niestety w znacznym stopniu wydłuża czas tworzenia produktów i zmniejsza atrakcyjność oferty funduszy inwestycyjnych.

Kształt nadzoru nad rynkiem, sposób jego działania oraz stosunek do rynku rozumiany jako sposób kształtowania relacji pomiędzy KNF a środowiskiem funduszy inwestycyjnych jest niezwykle ważnym elementem warunkującym rozwój tego rynku. Nadzór nad rynkiem niewątpliwie musi zapewniać bezpieczeństwo inwestorom i dbać o prawidłowe funkcjonowanie rynku. Niezbędne jest jednak, aby w gestii KNF, jako instytucji której zadaniem jest również dbałość o rozwój gospodarki kraju, leżał rozwój rynków, które nadzoruje. W tym zakresie zdecydowanie słusznym jest uwzględnienie w regulacjach prawnych wśród zadań Komisji Nadzoru Finansowego „działań mających na celu rozwój rynku i jego konkurencyjności”<sup>152</sup>.

Nadmierne regulacje mogą w przyszłości ograniczyć tempo rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce. W Europie znane jest pojęcie tzw. arbitrażu regulacyjnego. Oznacza on przenoszenie działalności funduszy inwestycyjnych do krajów, w których regulacje są mniej skomplikowane. To właśnie arbitraż regulacyjny był ważnym czynnikiem, który wykreował Luksemburg jako europejskie centrum funduszy inwestycyjnych.

Arbitraż regulacyjny może pojawić się szybko także w Polsce. Z jednej bowiem strony jesteśmy członkiem Unii Europejskiej i przepływ kapitału w ramach wspólnego rynku finansowego jest bardzo łatwy, z drugiej zaś – zarejestrowane w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych są narażone na coraz silniejszą konkurencję ze strony podmiotów zagranicznych. Gdyby ten scenariusz się zrealizował i część podmiotów zarządzających funduszami zarejestrowała działalność np. w Luksemburgu, straciłaby na tym gospodarka narodowa na skutek między innymi niższych wpływów z podatku dochodowego, podatku od zysków kapitałowych czy też zmniejszenia się liczby miejsc pracy<sup>153</sup>.

---

<sup>152</sup> Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym, art. 4 ust. 1 pkt 3.

<sup>153</sup> Na podstawie informacji prasowej [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl).

Faktem jest, że polskie regulacje wzorowane są na rozwiązaniach stosowanych powszechnie na rynkach bardziej rozwiniętych. Niestety w niektórych obszarach (szczególnie w zakresie kontroli nad rynkiem) różnice pozostają wyraźne najczęściej na niekorzyść regulacji polskich. Z punktu widzenia konkurencyjności szczególnie ważne są dwa obszary – produkty (czyli rodzime przedsiębiorstwa mogą konkurować) i bariery wejścia podmiotów zagranicznych (z kim przyjdzie im toczyć walkę konkurencyjną).

#### 3.1.1.1. Regulacje prawne w zakresie produktów

Rok 2008 był kolejnym po 1991, 1997 i 2004 przełomowym rokiem dla wszystkich podmiotów oferujących nowoczesne produkty finansowe. W lipcu 1992 roku, na podstawie przepisów Prawa o publicznym obrocie i funduszach powierniczych utworzono pierwszy taki fundusz. Można przyjąć, że 1991 rok stanowi początek polskiego rynku funduszy inwestycyjnych. W sierpniu 1997 roku (odpowiednio 21 i 28) weszły w życie dwie ustawy o kluczowym znaczeniu – Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi i Ustawa o Funduszach Inwestycyjnych. W maju 2004 roku Polska przystąpiła do Unii Europejskiej. Również w tym roku, 27 maja, weszła w życie nowa Ustawa o Funduszach Inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546). Jej nowelizacji, mającej jeszcze lepiej dopasować polskie przepisy do standardów europejskich dokonano 4 września 2008 roku<sup>154</sup>.

W praktyce obecny stan prawny bardzo przybliżył polski rynek do rynków bardziej rozwiniętych. Jednocześnie uproszczono zasady, na jakich podmioty z zagranicy mogą podjąć walkę o polskiego klienta. Z punktu widzenia konkurencyjności podmiotów z branży najistotniejszych zmian dokonano jeszcze w 2004 roku (zmiana w 2008 roku dotyczyła ich w niewielkim stopniu). Dotyczyły one dwóch obszarów – tego czym podmioty konkurują – produktów oraz tego, z kim konkurują – ułatwienia dostępu do polskiego rynku międzynarodowym graczom.

Jak mówi Ustawa, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych przepisami również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Prawo nakłada na fundusz inwestycyjny obowiązek prowadzenia działalności, ze szczególnym

---

<sup>154</sup> Ustawa nie została jeszcze opublikowana w Dz. U. (31.12.2008).

uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego w niej określonych<sup>155</sup>.

Ustawa z 2004 roku ograniczyła typy funduszy do trzech<sup>156</sup>:

- fundusz inwestycyjny otwarty zbywa jednostki uczestnictwa i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarzone z mocy prawa. Jednostki uczestnictwa są niezbywalne to znaczy, że inwestorzy nie mogą sobie odsprzedawać jednostek, mogą je jedynie przedstawić funduszowi do odkupu, podlegają jednak dziedziczeniu. Jednostki uczestnictwa mogą być przedmiotem zastawu.
- specjalistyczny fundusz otwarty jest rodzajem funduszu otwartego (zbywa jednostki uczestnictwa). Specjalny charakter tego funduszu określony jest w statucie, który zgodnie z ustawą może np. stanowić, że uczestnikami funduszu mogą zostać podmioty w nim określone lub spełniające pewne warunki. Fundusze tego rodzaju mają mniejsze ograniczenia inwestycyjne, a ich uczestnicy mogą utworzyć radę inwestorów, która kontroluje realizację celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowanie ograniczeń inwestycyjnych.
- fundusz inwestycyjny zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne podlegające wprowadzeniu do publicznego obrotu albo niepodlegające wprowadzeniu do publicznego obrotu, o czym decyduje statut funduszu. W funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów. Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, z tym że certyfikaty inwestycyjne dopuszczone do publicznego obrotu mogą być wyłącznie na okaziciela. Certyfikat inwestycyjny jest niepodzielny. Statut funduszu może uzależnić ustanowienie zastawu na certyfikacie inwestycyjnym imiennym od zgody zgromadzenia inwestorów<sup>157</sup>.

Te podstawowe formy wyczerpują katalog form prawnych funduszy inwestycyjnych, jednak nie dają obrazu listy konstrukcji możliwych do zbudowania w ramach poszczególnych kategorii.

Polskie przepisy przewidują szczególne konstrukcje funduszy inwestycyjnych istotne z punktu widzenia rodzimych przedsiębiorstw głównie ze względu na udostępnienie narzędzi

---

<sup>155</sup> [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl).

<sup>156</sup> W okresie obowiązywania ustawy z 1997 funkcjonowały jeszcze fundusze mieszane będące formą pośrednią między funduszem otwartym a zamkniętym.

<sup>157</sup> Na podstawie: [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl).

powszechnych na rynkach bardziej rozwiniętych, a więc umożliwiającą podjęcie walki konkurencyjnej z zagranicznymi podmiotami.

- Fundusze z różnymi kategoriami jednostek są specyficzną formą konstrukcji funduszu typu otwartego, w której fundusz może zbywać uczestnikom jednostki uczestnictwa różnych kategorii, mimo że prowadzi jednorodną politykę inwestycyjną. Taka konstrukcja w pewnym zakresie funkcjonuje w praktyce, ale do tej pory nie była uregulowana w przepisach prawa.
- Rozwiązania regulujące kwestie funduszy podstawowych i powiązanych stanowią przeniesienie na grunt polski modelu funkcjonującego w Stanach Zjednoczonych pod nazwą funduszy „hub&spoke”, zaś w Europie jako fundusze „master feeder”. Zastosowane rozwiązania polegają na tym, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzy grupę funduszy, składającą się z funduszu podstawowego, który emitowane przez siebie certyfikaty inwestycyjne albo jednostki uczestnictwa zbywa wyłącznie związanym ze sobą funduszom powiązanym, zaś w portfelu inwestycyjnym funduszy powiązanych mogą znajdować się wyłącznie jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego.
- Fundusze z wydzielonymi subfunduszami są w Europie określane mianem „umbrella fund”. Wprowadzenie regulacji tych zagadnień do Ustawy o Funduszach Inwestycyjnych daje towarzystwom funduszy inwestycyjnych możliwość utworzenia w ramach jednego funduszu kilku subfunduszy, z których każdy będzie mógł realizować własną politykę inwestycyjną. Subfundusze nie będą posiadały osobowości prawnej. Zgodnie z regulacjami obowiązującymi do 2004 roku, fundusz inwestycyjny nie mógł realizować więcej niż jednej polityki inwestycyjnej.
- W ostatnim okresie na świecie coraz większą popularnością cieszą się fundusze rynku pieniężnego będące przede wszystkim narzędziem do wykorzystywania okresowych nadwyżek finansowych oraz zagospodarowania wolnych środków w okresach, kiedy na rynku kapitałowym panują warunki niechęcające do inwestycji na giełdzie. Celem unormowań zawartych w Ustawie o Funduszach Inwestycyjnych jest określenie standardu funduszu rynku pieniężnego, który będzie się charakteryzował na tyle niskim poziomem ryzyka, by mógł stanowić dla inwestorów alternatywą w stosunku do banków, ale równie bezpieczną formę inwestowania.
- Regulacje dotyczące funduszu portfelowego umożliwiają tworzenie i funkcjonowanie w Polsce znanych i z powodzeniem funkcjonujących na świecie funduszy „Exchange

Traded Funds”. Fundusze portfelowe działają w oparciu o formę prawną funduszu zamkniętego. Cechą charakterystyczną funduszu tego typu jest zapewnienie możliwości ciągłego emitowania i umarzania certyfikatów. Portfel inwestycyjny funduszu portfelowego może opierać się na składzie portfela papierów wartościowych stanowiącego podstawę do ustalania wartości uznanego indeksu regulowanego rynku urzędowego papierów wartościowych (portfel indeksowy) albo stanowić portfel o składzie określonym w statucie funduszu i nie opartym na indeksie (portfel bazowy).

- Nowatorskie rozwiązania dotyczące funduszy sekurytyzacyjnych mają na celu uruchomienie na polskim rynku procesu sekurytyzacji wierzytelności przy wykorzystaniu funduszy inwestycyjnych. Sekurytyzacja polega na prawnym i ekonomicznym wyodrębnieniu wierzytelności, w oparciu o które zostaną wyemitowane papiery wartościowe. Oznacza to, że zaspokojenie roszczeń inwestorów w zakresie nabytych przez nich papierów wartościowych, będzie następować przez wpływy z tytułu zaspokajania roszczeń wynikających z tych wierzytelności.
- Fundusz inwestycyjny zamknięty lub specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty stosujący zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego może być utworzony jako fundusz aktywów niepublicznych, lokując co najmniej 80% wartości swoich aktywów w aktywa inne niż:
  - papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, chyba że zostały one dopuszczone do publicznego obrotu po ich nabyciu przez fundusz,
  - instrumenty rynku pieniężnego, chyba że zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszu.
- Podstawową zasadą działania funduszy tego typu, na świecie znanych jako „private equity”, jest lokowanie aktywów funduszu w akcje i udziały w spółkach niepublicznych oraz przygotowywanie i wdrażanie programów restrukturyzacyjnych takich spółek w celu podniesienia ich wartości<sup>158</sup>.

### 3.1.1.2. Konkurowanie z podmiotami z zagranicy

Polskie przepisy prawa regulują również działalność zagranicznych instytucji zbiorowego inwestowania w zakresie prowadzenia przez nie działalności dystrybucyjnej (tj. zbywania tytułów uczestnictwa) na naszym rynku. Warto przyrzeć się dokładniej przepisom

---

<sup>158</sup> Opracowano na podstawie: Jawdosiuk B., Rożko K. „Poradnik inwestora Fundusze inwestycyjne”, KPWiG, Warszawa 2004.

regulującym te zagadnienia, jako że jednostki uczestnictwa funduszy z siedzibą na bardziej zaawansowanych rynkach stanowią alternatywę dla ich rodzimych odpowiedników.

Zagraniczne instytucje zbiorowego inwestowania mają szereg obowiązków, których spełnienie jest niezbędne do oferowania jednostek uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych na terenie Polski.

Podmioty zainteresowane wejściem na polski rynek mają do wyboru dwie drogi:

- zbywanie jednostek

Jeżeli fundusz zagraniczny zamierza zbywać emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, fundusz lub spółka nim zarządzająca są obowiązane do pisemnego zawiadomienia KNF o tym zamiarze.

Zbywanie tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusz zagraniczny może rozpocząć się po upływie dwóch miesięcy od złożenia wszystkich wymaganych dokumentów. Komisja może zakazać, w drodze decyzji, zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa w następujących przypadkach:

- jeżeli przewidywane sposoby zbywania tytułów uczestnictwa nie spełniają warunków określonych w przepisach prawa obowiązujących na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,
- jeżeli fundusz nie zapewnia sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa,
- jeżeli fundusz nie zapewnia uczestnikom dostatecznie łatwego dostępu do informacji o funduszu.

Jeżeli chodzi o zbywanie tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwie należącym do OECD innym niż państwo członkowskie lub państwo należące do Europejskiego Obszaru Gospodarczego to na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej jego tytuły uczestnictwa mogą być zbywane pod warunkiem, że:

- fundusz inwestycyjny oferuje publicznie tytuły uczestnictwa i umarza je na żądanie uczestnika,
- ochrona posiadaczy tytułów uczestnictwa tego funduszu jest taka sama jak posiadaczy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych,



- fundusz inwestycyjny jest obowiązany do sporządzania rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych,
  - fundusz podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym oraz jest zapewnione przekazywanie na zasadzie wzajemności informacji dotyczących sytuacji finansowej i działalności funduszu między KNF a tym organem nadzoru,
  - państwo, w którym fundusz inwestycyjny ma siedzibę, zapewnia równy dostęp do swojego rynku funduszom inwestycyjnym otwartym zarządzanym przez towarzystwo.
- tworzenie oddziałów

Zagraniczna spółka zarządzająca może tworzyć oddziały i przedstawicielstwa w Rzeczypospolitej Polskiej pod następującymi warunkami:

- podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym oraz jest zapewnione przekazywanie na zasadzie wzajemności informacji dotyczących sytuacji finansowej i działalności spółki między KNF, a tym organem nadzoru,
- państwo, w którym spółka ma siedzibę, umożliwia tworzenie na jego terytorium oddziałów przez towarzystwa,
- przedstawicielstwa mogą być tworzone zgodnie z zasadami określonymi przez obecnie obowiązujące przepisy prawa.

Spółka zarządzająca może utworzyć na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oddział pod warunkiem otrzymania przez KNF od właściwego organu państwa macierzystego spółki zarządzającej zawiadomienia, które powinno zawierać:

- nazwę państwa, na którego terytorium towarzystwo planuje utworzenie oddziału,
- siedzibę i adres oddziału,
- strukturę organizacyjną oddziału,
- plan prowadzenia działalności, określający zakres usług świadczonych przez oddział,
- dane osobowe osób odpowiedzialnych za zarządzanie oddziałem.

KNF może, w terminie 2 miesiące od dnia otrzymania powyższych informacji wskazać, w formie decyzji, warunki prowadzenia przez oddział działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w tym:

- zasady zbywania tytułów uczestnictwa,
- zasady prowadzenia działalności reklamowej,
- zasady postępowania, których należy przestrzegać w wypadku świadczenia usług zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie lub doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi lub przechowywania aktywów.

KNF może zakazać spółce zarządzającej zbywania tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych na terytorium Polski z tych samych powodów, co zbywania tytułów uczestnictwa bezpośrednio przez fundusz zagraniczny.

### 3.1.1.3. Regulacje międzynarodowe

W lipcu 2005 roku opublikowana została Zielona Księga<sup>159</sup> będąca próbą ujednoczenia zasad funkcjonowania rozwijającego się rynku funduszy inwestycyjnych. Po szeregu konsultacji, w których uczestniczyli sami zainteresowani (TFI) krajowi ustawodawcy oraz organy nadzoru. W połowie listopada 2006 roku Komisja Europejska opublikowała kolejny dokument – Białą Księgę poświęconą dalszemu ulepszeniu ram prawnych rynku funduszy inwestycyjnych<sup>160</sup>. Dokument ten określa strategię działań o zakresie ogólnoeuropejskim w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych. Zmiany przepisów mają je uelastyczyć, poprawić ich spójność oraz przyczynić się do zwiększenia efektywności działania funduszy inwestycyjnych na wspólnym rynku.

Biała Księga jest etapem kształtowania jednolitych zasad odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)<sup>161</sup>.

Zmiany przepisów regulujących funkcjonowanie towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce, dokonane we wrześniu 2008 roku miały na celu właśnie implementację ogólnoeuropejskich regulacji:

---

<sup>159</sup> „Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds”, tekst dostępny na: [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>160</sup> „White Paper on enhancing the single market framework for investment funds”, tekst dostępny na: [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

<sup>161</sup> Opracowano na podstawie: „Investment Management. Industry profile” PricewaterhouseCoopers, Germany.

- dyrektywy MiFID (w zakresie wpływającym głównie na świadczenie przez towarzystwo usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych i doradztwa inwestycyjnego),
- dyrektywy Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy,
- dyrektywy Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 roku dotyczącej wykonania dyrektywy Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie wyjaśnienia niektórych definicji głównie w zakresie dotyczącym doprecyzowania polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych otwartych.

Wspomniany wyżej MiFID jest kolejną inicjatywą zmierzającą do ujednoczenia europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Skrót ten pochodzi od Markets in Financial Instruments Directive (Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych). Jej cele to:

- standaryzacja usług doradztwa i ograniczenie konfliktu interesów klient – doradca,
- zagwarantowanie inwestorom wyższego poziomu ochrony ich inwestycji,
- zwiększenie przejrzystości działania firm inwestycyjnych,
- zapewnienie wspólnych ram prawnych dla usług inwestycyjnych oraz rynków finansowych w państwach Unii Europejskiej, a także Islandii, Norwegii i Liechtensteinu.

MiFID tworzą 3 akty prawne:

- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych,
- Wymieniona wyżej dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 roku,
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 roku wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy).

MiFID zastępuje Dyrektywę Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 roku w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych. Jej wprowadzenie wymusił rozwój instrumentów finansowych oraz zmiany zachodzące na rynkach finansowych oraz dążenie do integracji rynków w UE. Dyrektywa buduje nowe ramy prawne dla świadczenia usług inwestycyjnych przez zmianę warunków udzielania zezwoleń i prowadzenia działalności dla firm inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych oraz rynków regulowanych.

Wprowadzenie MiFID ma zapewnić towarzystwom funduszy inwestycyjnych równy dostęp do rynków w całej Europie. Dzięki poszerzeniu przepisów o ochronie praw inwestorów zwiększy się bezpieczeństwo również klientów – powinny zostać ograniczone główne patologie obecne w relacjach TFI – dystrybutor – klient<sup>162</sup>.

### 3.1.2. Stan infrastruktury rynkowej

Jeśli na zakres tematyczny niniejszego rozdziału popatrzeć z nieco innego punktu widzenia wskazane w nim determinanty można potraktować jako czynniki niezbędne do zaistnienia branży, która jest przedmiotem badania. Tak jest w istocie. Dla każdego z czynników musi wystąpić choć minimalna wartość, aby towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogły zacząć funkcjonować.

Rozwojowi rodzimych podmiotów tego typu sprzyja istnienie sprawnie funkcjonującego rynku papierów wartościowych. Fundusze inwestycyjne do pomnażania kapitału wykorzystują rynek papierów wartościowych. Jeśli zatem nie będzie istniał rodzimy rynek, zaistnieć mogą dwie sytuacje:

- rodzime firmy będą opierać swoje produkty wyłącznie na papierach wartościowych kupowanych za granicą,
- na rynku występować będą wyłącznie podmioty o zasięgu międzynarodowym oferujące te same produkty na różnych rynkach.

W obu przypadkach można mówić w najlepszym razie o niepełnym rynku funduszy inwestycyjnych. Na polskim rynku nie ma takich ograniczeń – można przyjąć, że jest on w pełni rozwinięty.

Czynnikiem, który umożliwia skuteczne funkcjonowanie rodzimych podmiotów jest sprawnie funkcjonujący obrót papierami wartościowymi – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW).

---

<sup>162</sup> Por. Boehm A., Biwer B. „Na usługodawców z sektora finansowego czeka wiele nowego”, *Wiadomości Gospodarcze*, 09.2003.

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie 12 maja 1817 roku. Sesje odbywały się w godzinach 12.00-13.00. W XIX wieku przedmiotem handlu na giełdzie warszawskiej były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX wieku. W latach między I a II wojną światową giełdy w Polsce działały na podstawie rozporządzenia prezydenta o organizacji giełd. Oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowano 130 papierów: obligacje (państwowe, bankowe, municypalne), listy zastawne oraz akcje. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta.

Wprawdzie po 1945 roku podjęto próby reaktywowania działalności giełd w Polsce, jednak ich istnienie było nie do pogodzenia z narzuconym systemem gospodarki centralnie planowanej. We wrześniu 1989 roku niekomunistyczny rząd rozpoczął program zmiany ustroju i odbudowy gospodarki rynkowej. Głównym motorem zmian strukturalnych była prywatyzacja i rozwój rynku kapitałowego. W przeciwieństwie do doświadczeń innych krajów, gdzie prywatyzacja prowadzona była w ramach istniejącej już struktury instytucji finansowych, w Polsce – równocześnie z prywatyzacją – konieczne było stworzenie niezbędnej infrastruktury rynku kapitałowego. Pięćdziesięcioletnia przerwa w funkcjonowaniu polskiego rynku kapitałowego stworzyła sytuację pustki prawno-instytucjonalnej. Oznaczało to w praktyce brak doświadczeń i wiedzy fachowej, lecz również ogromne możliwości rozwoju. Rozważając kilka alternatywnych rozwiązań, zdecydowano się na bezpośrednie nawiązanie do wzorców zagranicznych rynków kapitałowych, a więc przeniesienie nowoczesnych rozwiązań regulacji prawnych i organizacyjnych. Zaletą takiego wyboru było zdecydowane przyspieszenie procesu i przyjęcie od razu rozwiązań docelowych.

Opracowanie szczegółowych procedur nowoczesnego obrotu giełdowego w okresie zaledwie kilku miesięcy było możliwe dzięki pomocy merytorycznej i finansowej Francji, a konkretnie Spółki Giełd Francuskich (Société de Bourses Françaises) i Centralnego Depozytu SICOVAM. Niezmiernie ważnym elementem powstającego rynku kapitałowego była regulacja prawna, którą należało opracować od początku. Pierwsza wersja projektu ustawy regulującej publiczny obrót papierami wartościowymi została opracowana w lipcu 1990 roku. W dniu 22 marca 1991 roku Sejm uchwalił ustawę Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi i Funduszach Powierniczych. Powstały w ten sposób podstawy prawne głównych instytucji rynku kapitałowego: domów maklerskich, giełdy, funduszy

powierniczych, jak również Komisji Papierów Wartościowych jako organu administracji rządowej kontrolującego i promującego rynek papierów wartościowych. W odniesieniu do giełdy ustawa ta określiła, że instytucja ta powinna zapewniać:

- koncentrację podaży i popytu na papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego w celu kształtowania powszechnego kursu,
- bezpieczny i sprawny przebieg transakcji i rozliczeń,
- upowszechnianie jednolitych informacji umożliwiających ocenę aktualnej wartości papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego.

W niecały miesiąc po uchwaleniu przez Sejm Prawa o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi i Funduszach Powierniczych, dnia 12 kwietnia 1991 roku, Minister Przekształceń Własnościowych i Minister Finansów reprezentujący Skarb Państwa podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. 16 kwietnia odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje 5 spółek. Wpłynęło wówczas 112 zleceń kupna i sprzedaży.

Uznanie zastosowanych w Polsce rozwiązań znalazło swój wyraz w przyjęciu w grudniu 1991 roku Giełdy Papierów Wartościowych w poczet członków korespondentów Światowej Federacji Giełd (World Federation of Exchanges). W październiku 1994 roku polska giełda została pełnym członkiem tej organizacji, grupującej wszystkie najważniejsze giełdy świata. Zadaniem WFE jest koordynacja współpracy między giełdami poszczególnych krajów, wprowadzanie nowoczesnych rozwiązań, ujednocnianie standardów i poszerzanie zasięgu transakcji międzynarodowych. Od 1992 roku GPW jest również członkiem korespondentem Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE), a od 1 czerwca 2004 roku pełnoprawnym członkiem Federacji<sup>163</sup>.

Kolejnym krokiem w rozwoju GPW jest jej prywatyzacja. Sprzedaż udziałów GPW otworzy jej drogę do ewentualnych przejęć mniejszych giełd z regionu.

GPW ma aspiracje do pozycji największej giełdy w regionie Europy Wschodniej. Sprzyjać ma temu zarówno przejmowanie mniejszych giełd, jak i zachęcanie zagranicznych spółek do debiutu na GPW.

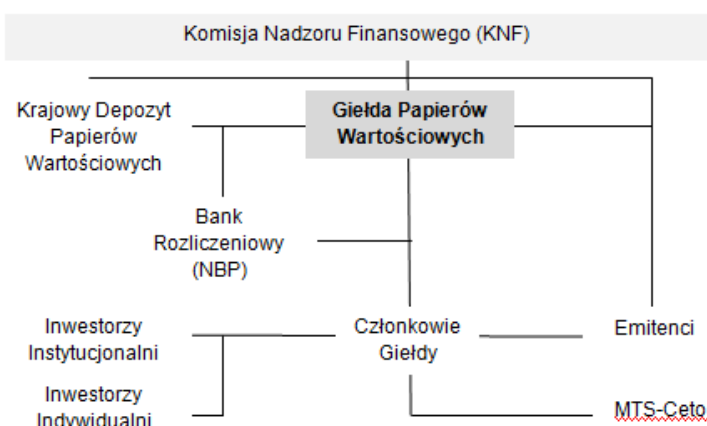
Ciekawą inicjatywą było uruchomienie w 2007 roku rynku New Connect – alternatywnego rynku giełdowego dla małych spółek. Wzorem był brytyjski AIM. Rynek ten dzięki łatwiejszej procedurze dopuszczenia do obrotu, jak również mniejszym wymogom informacyjnym dla

---

<sup>163</sup> Opracowano na podstawie oficjalnych materiałów GPW, [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl).

spółek już na nim obecnych jest atrakcyjną formą pozyskania kapitału przez podmioty, którym skala działalności nie pozwala na wejście na zaistnienie na głównym parkiecie<sup>164</sup>.

### Rysunek 8: GPW i otoczenie



Źródło: [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl)

#### 3.1.3. Dostęp do wykwalifikowanych pracowników

Jedną z cech odróżniających branżę nowoczesnych produktów inwestycyjnych jest ustawowy wymóg zatrudnienia odpowiedniej liczby wykwalifikowanych pracowników. Zapis ten dotyczy wprawdzie jedynie core businessu – zarządzania powierzonymi aktywami, ale nawet w tej sytuacji stanowi czynnik ograniczający możliwość rozwoju rynku. Brak wystarczającej liczby certyfikowanych doradców inwestycyjnych i maklerów utrudnia towarzystwom funduszy inwestycyjnych rozszerzanie działalności.

##### 3.1.3.1. Doradcy inwestycyjni

Doradca inwestycyjny to osoba, która posiada licencję wydaną przez KNF uprawniającą do:

- zarządzania cudzym portfelem instrumentów finansowych – klient będący osobą fizyczną lub prawną przekazuje pieniądze i/lub posiadane papiery wartościowe (aktywa) do podmiotu zarządzającego portfelem (czyli w polskich warunkach biura lub domu maklerskiego), ale pozostaje cały czas ich właścicielem. Klient określa, najczęściej z pomocą doradcy inwestycyjnego rodzaj portfela, jaki będzie dla niego najbardziej odpowiedni,

<sup>164</sup> Por. załącznik 2.

- doradzania w zakresie inwestycji w instrumenty finansowe – doradztwo inwestycyjne polega na wystawianiu odpłatnych rekomendacji (np. kupuj, sprzedaj, trzymaj) dotyczących papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu regulowanego (między innymi akcji notowanych na giełdzie),
- zarządzania funduszami inwestycyjnymi,
- zarządzania otwartym funduszem emerytalnym,
- zarządzania ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi.

Towarzystwa Ubezpieczeń na Życie, jeżeli oferują ubezpieczenia na życie z funduszami kapitałowymi, również muszą zatrudniać doradcę inwestycyjnego, chyba że przekazały zarządzanie nimi domowi maklerskiemu świadczącemu usługę zarządzającemu portfelem.

Aby firma inwestycyjna mogła oferować usługę zarządzania portfelem, musi zatrudniać co najmniej dwóch licencjonowanych doradców inwestycyjnych. Do oferowania usługi doradztwa inwestycyjnego wystarczy zatrudnienie jednego licencjonowanego doradcy.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają obowiązek zatrudniać co najmniej dwóch licencjonowanych doradców inwestycyjnych, którzy zarządzają funduszami inwestycyjnymi, chyba że zarządzanie wszystkimi funduszami zostanie przekazane do domu maklerskiego świadczącego usługę zarządzania portfelem.

Powszechne towarzystwa emerytalne zarządzające otwartymi funduszami emerytalnymi mają obowiązek zatrudnienia co najmniej jednego doradcy inwestycyjnego do zarządzania funduszem.

W Polsce jest ponad 200 osób posiadających licencję doradcy inwestycyjnego. W praktyce, w zależności od wielkości i ilości oferowanych produktów firmy inwestycyjne zatrudniają nawet kilku licencjonowanych doradców. W zestawieniu obie liczby wskazują na potencjalne ograniczenia w dostępności do pracowników, którzy są niezbędni z punktu widzenia przepisów prawa.

Na listę doradców może być wpisana osoba fizyczna, która:

- posiada pełną zdolność do czynności prawnych,
- korzysta z pełni praw publicznych,
- nie była uznana prawomocnym orzeczeniem za winnego między innymi przestępstwa skarbowego, przestępstwa przeciwko wiarygodności dokumentów, mieniu, obrotowi gospodarczemu, obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi,
- zdała egzamin przed komisją egzaminacyjną dla doradców.



Warto nadmienić, że wieloetapowy egzamin przygotowany w porozumieniu z przedstawicielami zawodu, podobnie jak w przypadku innych certyfikowanych zawodów spełnia dwie funkcje – weryfikuje faktyczną wiedzę kandydatów, ale też ogranicza istotnie dostęp do zawodu<sup>165</sup>.

### 3.1.3.2. Maklerzy

W zestawieniu z liczbą licencjonowanych doradców inwestycyjnych maklerów może się wydawać dużo. Jest ich obecnie blisko 2000, z czego kilkadziesiąt osób posiada również uprawnienia do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego.

Makler papierów wartościowych to osoba, która posiada licencję wydaną przez Komisję Nadzoru Finansowego uprawniającą do:

- przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (np. przekazywanie zleceń na giełdę),
- wykonywania zleceń na rachunek nabywcy, czyli poszukiwania „drugiej strony” transakcji, a także innych czynności prowadzących do faktycznego jej zawarcia,
- nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny domu maklerskiego, jeżeli jest to związane z organizacją obrotu zorganizowanego (np. kupowanie i sprzedawanie akcji przez tzw. „animatorów w rynku” w celu podtrzymywania płynności obrotu),
- oferowania instrumentów finansowych, czyli m.in. pośredniczenia w sprzedaży przez spółkę akcji nowej emisji albo akcji, które są wprowadzane na giełdę,
- prowadzenia rachunków papierów wartościowych oraz rachunków pieniężnych służących do ich obsługi, ewidencjonowania zmian na tych rachunkach, przechowywania instrumentów finansowych,
- organizowania alternatywnego systemu obrotu, czyli tworzenia tzw. „mini-giełd” na których transakcje są dokonywane bez pośrednictwa giełdy (dom maklerski sam znajduje „drugą stronę” dla transakcji, a nie przekazuje zlecenia „na parkiet”).

Aby firma inwestycyjna mogła wykonywać wymienione wyżej czynności, musi zatrudniać maklerów papierów wartościowych. Na listę maklerów może być wpisana osoba fizyczna, która spełnia te same wymogi, co kandydat na doradcę inwestycyjnego.

---

<sup>165</sup> Opracowano na podstawie materiałów Związku Maklerów i Doradców, [www.zmid.org.pl](http://www.zmid.org.pl).

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku doradców inwestycyjnych – wpis na listę maklerów może uzyskać także osoba posiadająca uprawnienia i wykonująca zawód maklera w innych państwach, jeżeli kwalifikacje takiej osoby stwierdzone przez KNF dają rękojmię należytego wykonywania zawodu<sup>166</sup>.

Egzamin umożliwiający wykonywanie zawodu maklera spełnia podobne funkcje, jak w przypadku doradców inwestycyjnych.

#### 3.1.4. Globalizacja

Globalizacja jest wyraźnie widoczna w branży towarzystw funduszy inwestycyjnych. Jej objawy można odnotować na kilku płaszczyznach:

- transgraniczność podmiotów,
- globalizacja spektrum inwestycyjnego,
- import trendów.

Inny objaw globalizacji – ponadnarodowy zasięg regulacji prawnych został szerzej omówiony w podrozdziale 3.1.1 poświęconym otoczeniu prawnemu<sup>167</sup>.

##### 3.1.4.1. Transgraniczność podmiotów<sup>168</sup>

Ekspansja transgraniczna podmiotów może odbywać się według jednego z trzech scenariuszy:

- podmiot tradycyjnie działający na rynku lokalnym zaczyna udostępniać swoje produkty zagranicznym klientom,
- podmiot o zasięgu międzynarodowym wchodzi na dany rynek, a jednym z obszarów przenoszonej działalności jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych,
- gracz globalny wchodzi na nowe rynki.

W ujęciu „międzynarodowym” obraz polskiego rynku wygląda następująco<sup>169</sup>:

- 13 typowo polskich towarzystw oferuje swoje produkty klientom zagranicznym,

<sup>166</sup> Opracowano na podstawie materiałów Związku Maklerów i Doradców, [www.zmid.org.pl](http://www.zmid.org.pl).

<sup>167</sup> Zagadnienia dotyczące integracji rynku finansowego i włączania Polski do struktur ponadnarodowych omawiają szerzej Pawłowicz L. „Dylematy integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej w świetle stabilności systemu” oraz Dzierżanowski M. „Integracja europejskiego rynku kapitałowego”. Oba artykuły opublikowano w materiałach Polskiego Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk-Warszawa 2003.

<sup>168</sup> Teoretyczne aspekty międzynarodowej ekspansji przedsiębiorstw zostały szeroko omówione przez M. Gorynię w: „Strategie zagranicznej ekspansji przedsiębiorstw”, PWE, Warszawa 2007.

<sup>169</sup> W rozważaniach uwzględniono wyłącznie podmioty faktycznie prowadzące działalność, a nie te, które mają zgodę KNF.

- 14 towarzystw funduszy inwestycyjnych ma powiązania kapitałowe z graczami o międzynarodowym zasięgu,
- w Polsce dostępne są produkty ponad 20 TFI o globalnym zasięgu<sup>170</sup>.

Powyższe dane należy traktować szacunkowo – sytuacja zmienia się dynamicznie na każdym z wymienionych obszarów.

„Nieszczelność” granic istotnie wpływa na warunki funkcjonowania towarzystw funduszy inwestycyjnych determinując pośrednio i bezpośrednio na ich konkurencyjność. Najwyraźniej wpływ globalizacji widać w następujących obszarach:

- regulacje prawne – szczegóły omówiono wcześniej, jednak warto odnotować ogólnoświatowy (a z pewnością ogólnoeuropejski) trend ujednociania przepisów regulujących działalność towarzystw funduszy inwestycyjnych. W kontekście kryzysu rynków finansowych zapoczątkowanego w 2007 roku należy spodziewać się nowych regulacji prawnych, ograniczeń w zakresie rozwoju produktów oraz wykształcenia się ponadnarodowych instytucji nadzoru.
- polityka produktowa – zagadnieniom tym poświęcono rozdział 4.4., jednak należy odnotować, że na politykę produktową wpływają również czynniki zza granicy – obecność „obcych” podmiotów i produktów często wymusza dostosowania w zakresie palety produktowej (również w zakresie spektrum inwestycyjnego, o czym dalej).
- polityka cenowa – od pierwszych symptomów otwierania się polskiego rynku na tańsze produkty oferowane przez zagraniczne podmioty rodzime TFI liczą się z koniecznością dostosowania cen do światowych poziomów. Obecny status quo jest jednak wygodny (głównie dla lokalnej sieci dystrybucji<sup>171</sup>), co powoduje, że od lat utrzymuje się dysproporcja w cenach<sup>172</sup>.

#### 3.1.4.2. Globalizacja spektrum inwestycyjnego

Zjawisko rozszerzania spektrum inwestycyjnego należy omówić oddzielnie, choć jego charakter powoduje, że będzie się pojawiać zarówno w kontekście polityki produktowej (rozdział 4.4.) oraz świadomości klientów (rozdział 3.2.). Globalizacja spektrum inwestycyjnego ma cztery źródła:

---

<sup>170</sup> Por. załącznik 1.

<sup>171</sup> Por. rozdział 4.1.

<sup>172</sup> Por. rozdział 4.3.

- dążenie towarzystwa do zaproponowania innowacyjnych produktów – ekspansja na ciekawe rynki (Europa Środkowa, Ameryka Południowa, Azja) może skutkować przyciągnięciem klientów do nowych produktów,
- wzrost świadomości klientów skutkujący poszukiwaniem „ciekawych” rozwiązań znalazł odzwierciedlenie nawet w anegdocie, że wśród znajomych nie robi wrażenia zarobienie 20% na polskich akcjach, ale 20% straty na spółkach chińskich zawsze jest ciekawym tematem do rozmowy,
- pojawienie się produktów o globalnym spektrum inwestycyjnym oferowanych przez podmioty o globalnym zasięgu skłoniło niektóre lokalne TFI do podniesienia rękawicy i zaproponowania analogicznych produktów zarządzanych z perspektywy polskiego rynku,
- możliwości techniczne, dostępność informacji, a przede wszystkim swoboda przepływu kapitału powoduje, że jedynym ograniczeniem dla lokowania aktywów na innych rynkach stały się koszty transakcyjne.

#### 3.1.4.3. Import trendów

Przenoszenie mód z rynków na wyższym stadium rozwoju jest zjawiskiem popularnym nie tylko w branży towarzystw funduszy inwestycyjnych. Charakterystyczne jest jednak, że w przypadku TFI import trendów nie oznacza wyłącznie przenoszenia popularności konkretnych rozwiązań, ale może działać na znacznie szerszą skalę:

- trendy globalne mogą następować w różnych momentach w zależności od fazy rozwoju danego rynku, jednak dają się zaobserwować w skali całego globu. Przykładem może być zmiana struktury oszczędności występująca wraz z rozwojem rynku (przesuwanie inwestowanych środków w kierunku produktów coraz bardziej zaawansowanych),
- przenoszenie popularności produktów wiąże się z wyjątkową atrakcyjnością jakiegoś rynku (popularne stają się np. rozwiązania oparte na rynku ropy) lub wykorzystaniem nowatorskich idei (konstrukcja CPPI<sup>173</sup>),
- trendy jednorazowe inicjowane konkretnymi wydarzeniami następują najczęściej równocześnie (lub z niewielkim przesunięciem) na wszystkich rynkach (mogą się różnić intensywnością). Za przykład niech posłuży gwałtowny ogólnoswiatowy spadek zaufania do instytucji finansowych wywołany zainicjowany kryzysem subprime w USA.

---

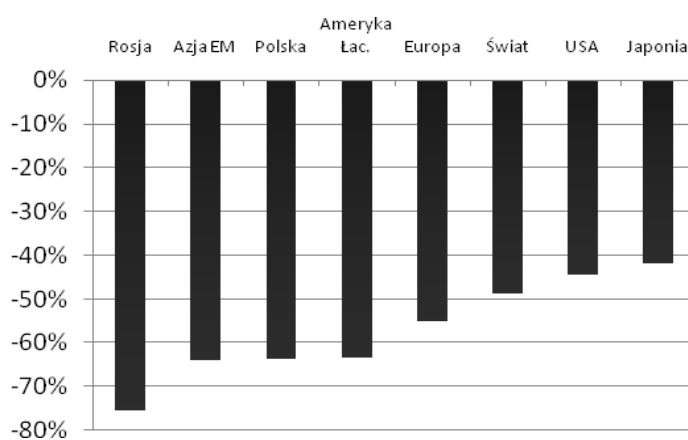
<sup>173</sup> Constant Proportion Portfolio Insurance – takie złożenie instrumentów o przewidywalnej stopie zwrotu ze spekulacyjnymi, aby w określonym czasie (rok – dwa) zapewnić ochronę całości/części kapitału.

Szczególnie ostatnie opisanie zjawisko ukazało w pełni skalę zależności między „lokalnymi” rynkami. Amerykańska gospodarka zawdzięczała przez długie lata wysoką dynamikę w dużej mierze wysokiemu poziomowi konsumpcji na kredyt. Zgodnie z logiką nawet w sytuacji, kiedy ceny nieruchomości będących zabezpieczeniem kredytu rosną, zdolność kredytowa społeczeństwa ma swoje granice. Na pomysł pobudzenia nowej fali konsumpcji wpadła administracja Billa Clintona, a pomysł wykorzystał George Bush – wystarczyło zmniejszyć wymogi kredytowe, aby przyciągnąć rzeszę nowych klientów. Stąd w kontekście amerykańskich początków ogólnoswiatowego kryzysu często pojawia się określenie subprime, które odnosi się do kredytów zagrożonych niemal od momentu ich udzielenia.

Portfel „trudnych” kredytów rozrósł się na tyle, że zaczął przeszkadzać udziałowcom banków. Niezbędna była metoda skutecznego „schowania” niewygodnych pozycji bilansowych. Rozwiązaniem okazało się wyemitowanie obligacji, których zabezpieczeniem miały być zagrożone kredyty. Dzięki renomie emitentów i spełnieniu wymogów formalnych obligacje te często miały wysokie oceny wiarygodności (rating), a dzięki temu znalazły nabywców na całym świecie.

System opierał się na jednym istotnym założeniu – ceny nieruchomości będą rosły. Zanim założenie okazało się błędne „toksyczne” aktywa były już w posiadaniu znacznej liczby instytucji finansowych. Spadek cen nieruchomości obnażył wady rozwiązania. Kolejny etap – zaostrzenie polityki kredytowej banków wpłynęło istotnie na światową gospodarkę. Spadek konsumpcji skutecznie spowolnił wiele gałęzi gospodarki, co zaskutkowało spadkami indeksów giełdowych na całym świecie<sup>174</sup>.

**Wykres 10:** Wpływ kryzysu subprime na światowe rynki akcji



Źródło: opracowanie własne

<sup>174</sup> Por. Wróbel Ł. „Dziesięć pojęć, które straciły znaczenie”, Private Banking, 12.2008.

### 3.2. Warunki popytowe

Istnienie popytu jest warunkiem pojawienia się podaży. Oczywiście można podejść do kwestii od drugiej strony – dopiero zaistnienie podaży umożliwia pojawienie się popytu. Bez względu na kierunek zależności konkluzja jest jedna: aby mówić o istnieniu branży, niezbędne jest wystąpienie obu tych elementów.

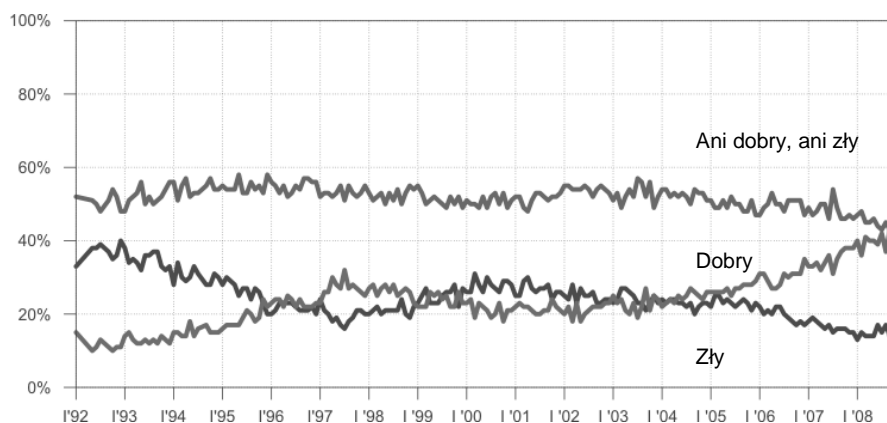
#### 3.2.1. Wielkość popytu

Wielkość popytu na produkty oferowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest wynikiem działania dwóch czynników: szeroko rozumianej atrakcyjności oferowanych rozwiązań (w odniesieniu do produktów alternatywnych) oraz obiektywnej zdolności do generowania przez klientów wolnych środków, którymi TFI mogłyby zarządzać. W kategoriach warunków popytowych wpływających na konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych należy przywrzeć się drugiemu z nich. Wielkość środków oddawanych w zarządzanie jest pochodną zjawisk omówionych poniżej.

##### 3.2.1.1. Bogacenie się społeczeństwa

Niewątpliwie, aby jednostka zaczęła rozważać inwestycje, musi mieć nadwyżki nad bieżącą konsumpcją. Jednym z przejawów poprawy sytuacji materialnej potencjalnych klientów towarzystw funduszy inwestycyjnych jest wzrost poziomu życia Polaków i ich rodzin. Poniższy wykres ilustruje zmiany zachodzące w społeczeństwie od 1992 roku. Czytelny jest wzrost zadowolenia z poziomu życia i spadek odsetka niezadowolonych.

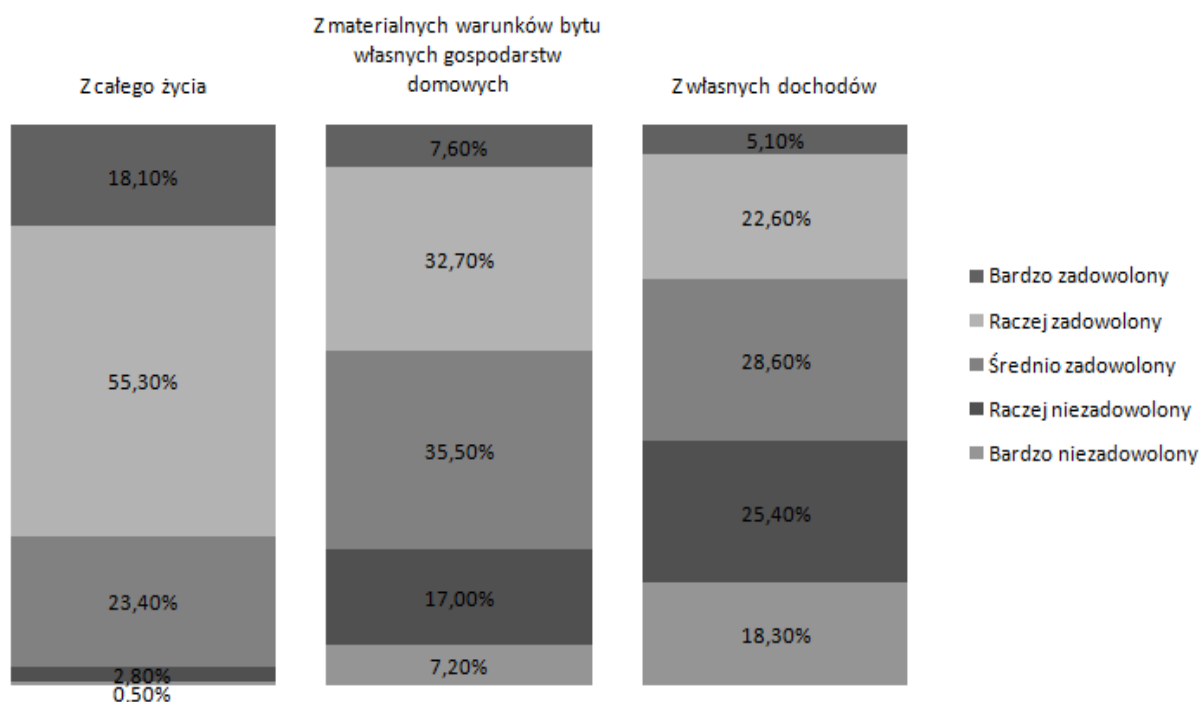
**Wykres 11:** Poziom Życia Polaków według CBOS



Źródło: [www.cbos.pl](http://www.cbos.pl)

Z raportu Centrum Badania Opinii Społecznej „Warunki życiowe społeczeństwa polskiego: problemy i strategie” opublikowanego w lutym 2008 roku wynika ciekawe spostrzeżenie: pomimo stałego wzrostu wynagrodzeń blisko 25% ankietowanych narzeka na warunki bytu, a ponad 40% nie jest zadowolone z poziomu wynagrodzeń.

**Wykres 12:** Poziom zadowolenia społeczeństwa

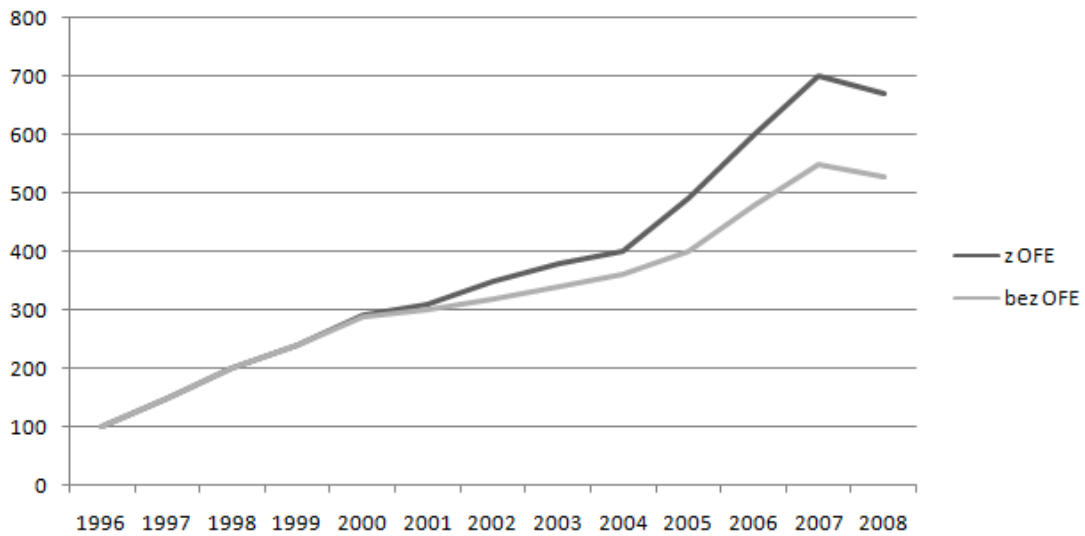


Źródło: CBOS „Warunki życiowe społeczeństwa polskiego: problemy i strategie”

W tej sytuacji nie dziwi fakt, że 77% gospodarstw domowych deklaruje brak oszczędności. Ma to wady i zalety: powoduje, że pula oszczędności do zagospodarowania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (i konkurentów z innych branż) jest niewielka, jednak wykazuje duży potencjał wzrostu. A jak duża jest ta pula? Polacy dysponowali na koniec czerwca oszczędnościami na poziomie 671,9 mld zł<sup>175</sup>.

<sup>175</sup> Dane za [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).

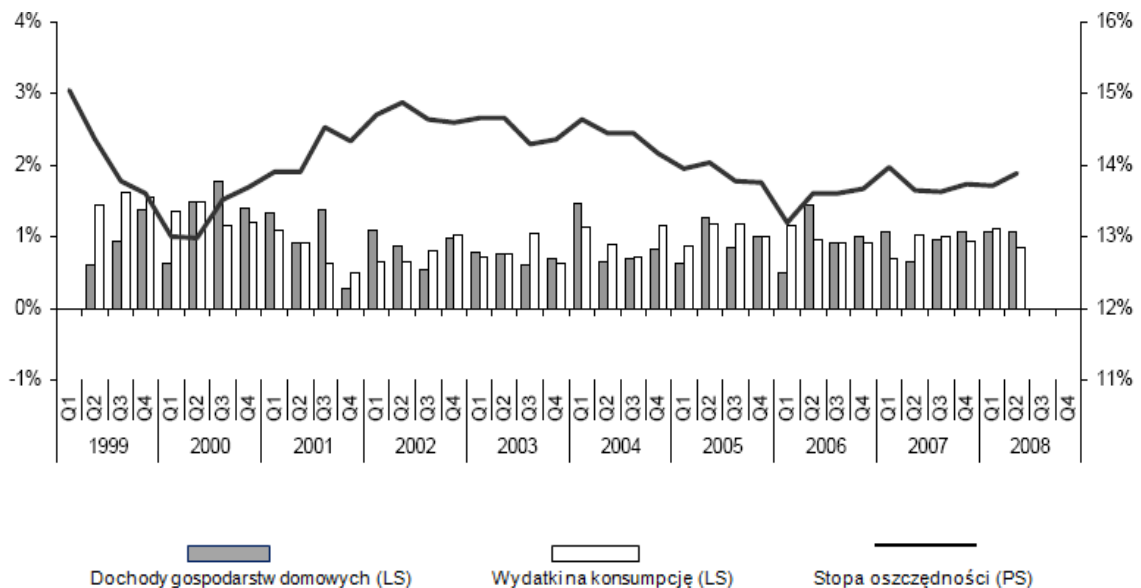
**Wykres 13: Oszczędności Polaków**



Źródło: Raport Money.pl „Oszczędności Polaków”

Warto spojrzeć na rynki bardziej rozwinięte. Na przedstawionym poniżej wykresie zestawiono zmiany w dochodach gospodarstw domowych w krajach strefy euro wydatki na konsumpcję oraz stopę oszczędności.

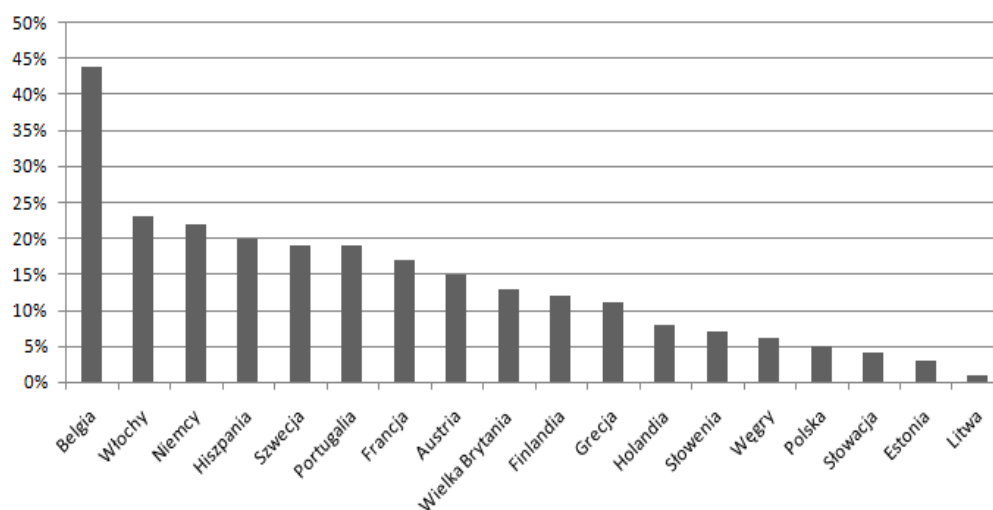
**Wykres 14: Dochody gospodarstw domowych, wydatki na konsumpcję i stopa oszczędności w strefie euro**



Źródło: Eurostat News Release, 153/2008



**Wykres 15:** Inwestycje gospodarstw domowych w fundusze inwestycyjne jako procent PKB (2005)

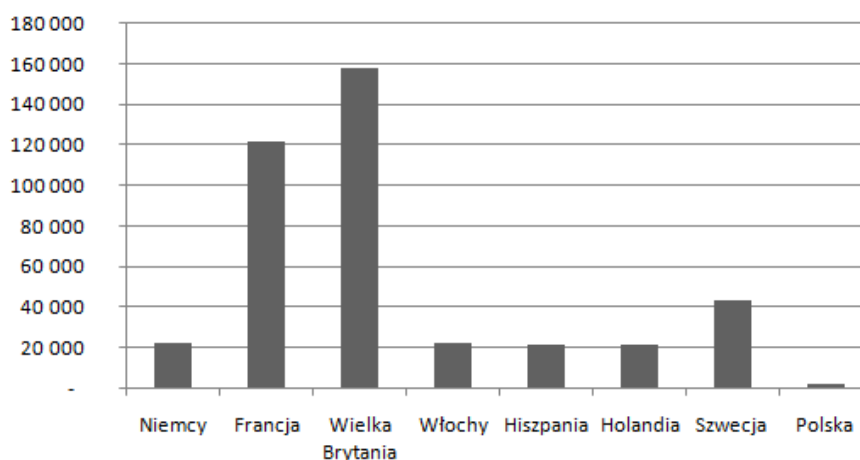


Źródło: „The EU Market For Consumer Longterm Retail Savings Vehicles Comparative Analysis Of Products, Market Structure, Costs, Distribution Systems And Consumer Saving Patterns”, BME Consulting

Przedstawione powyżej porównanie aktywów lokowanych w fundusze inwestycyjne przez polskie gospodarstwa domowe w zestawieniu z gospodarkami bardziej zaawansowanymi daje wyobrażenie o potencjale rozwoju.

Dysproporcja w wielkości inwestowanych środkach jest wyraźnie widoczna w kolejnym zestawieniu.

**Wykres 16:** Średnie wartości inwestycji w fundusze inwestycyjne Polsce i w wybranych krajach Europy (w EUR w 2005)



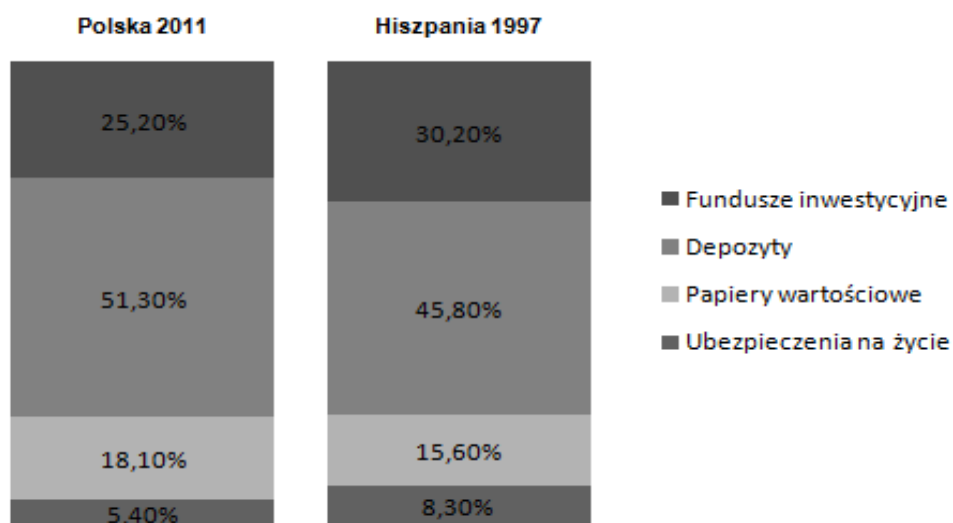
Źródło: „The EU Market For Consumer Longterm Retail Savings Vehicles Comparative Analysis Of Products, Market Structure, Costs, Distribution Systems And Consumer Saving Patterns”, BME Consulting

### 3.2.1.2. Zmiana sposobu lokowania nadwyżek

Malejąca dysproporcja w poziomie życia między Polską a Europą daje nadzieję, że przedstawione powyżej różnice będą się stopniowo zacierać tym bardziej, że zjawiskiem występującym równoległe do bogacenia się społeczeństwa jest zmiana sposobu, w jaki nadwyżki są inwestowane. Sprzęgają się dwie tendencje – dążenie klientów do znalezienia optymalnego sposobu inwestowania (definicja optymalności będzie różna dla różnych klientów, jednak najczęściej wspólnym mianownikiem będzie oczekiwany zysk) oraz konsekwentny rozwój palety produktowej TFI<sup>176</sup>.

Prognozy dotyczące rozwoju sposobu oszczędzania w Polsce często opierają się na analogiach do bardziej rozwiniętych rynków. Krajem z gospodarką podobną pod wieloma względami do polskiej jest Hiszpania. W swoim opracowaniu R. Kosarga prognozuje, że w 2011 roku struktura oszczędności w Polsce będzie przypominać hiszpańską z roku 1997<sup>177</sup>.

**Wykres 17:** Prognozowana struktura polskich oszczędności

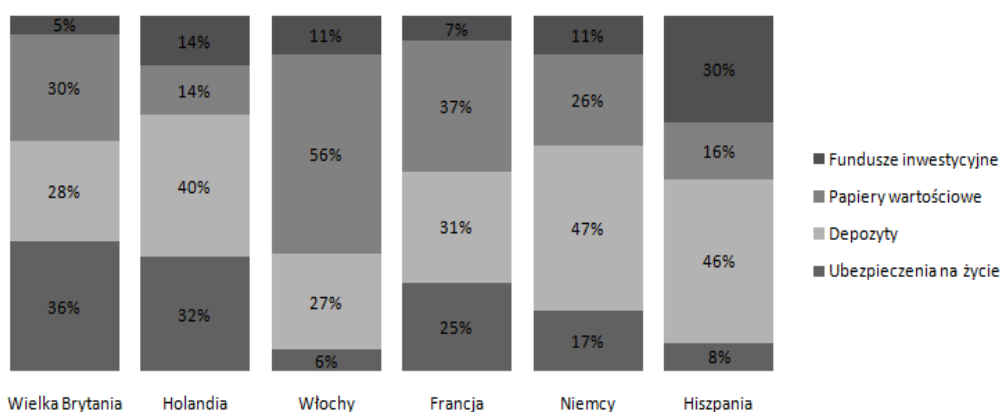


Źródło: Kosarga R. „Oszczędności Polaków za 10 lat: lokaty, fundusze, ubezpieczenia, a może papiery wartościowe?”, [www.euro.banking.pl](http://www.euro.banking.pl)

<sup>176</sup> Zmianę struktury oszczędności analizuje Węgrzanowski M. „Polacy na drodze do oszczędności”, Inwestor Finansowy, 09.2005.

<sup>177</sup> Podobnego zdania jest G. Piotrowski „Rynek TFI – perspektywy rozwoju”, Gazeta Ubezpieczeniowa, 18.02.2003.

**Wykres 18:** Struktura oszczędności w wybranych krajach Europy (2001)

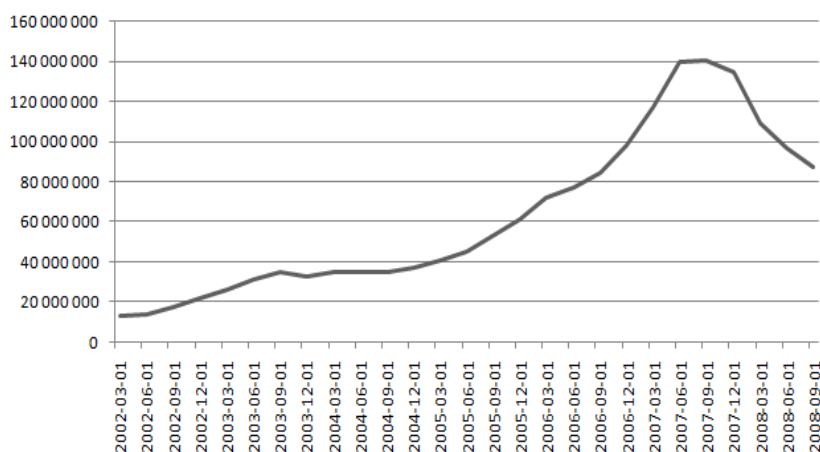


Źródło: Kosarga R. „Oszczędności Polaków za 10 lat: lokaty, fundusze, ubezpieczenia, a może papiery wartościowe?”, [www.euro.banking.pl](http://www.euro.banking.pl)

Struktury oszczędności z krajów bardziej od Polski zaawansowanych pokazują, że i w tym przypadku działa porzekadło: „co kraj, to obyczaj”. Od preferencji kulturowych, tradycji, przyzwyczajień i uwarunkowań prawnych zależy udział poszczególnych produktów w koszyku oszczędności.

Rozpatrując polskie realia, należy mieć w pamięci wrodzoną ostrożność rodzimych inwestorów znoszoną często bezwarunkową pogonią za zyskiem. Intensywny wzrost popularności funduszy inwestycyjnych przypadła na lata 2005-2007 – okres hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych skutkującej kilkudziesięcioprocentowymi stopami zwrotu. Druga strona medalu objawiła się w połowie 2007 roku – gwałtowne spadki przerażyły inwestorów, uświadamiając im, że hossa nigdy nie trwa wiecznie. Warto wrócić do wykresu aktywów oddanych w zarządzanie w polskich funduszach inwestycyjnych, aby zilustrować wpływ kryzysu na rynek.

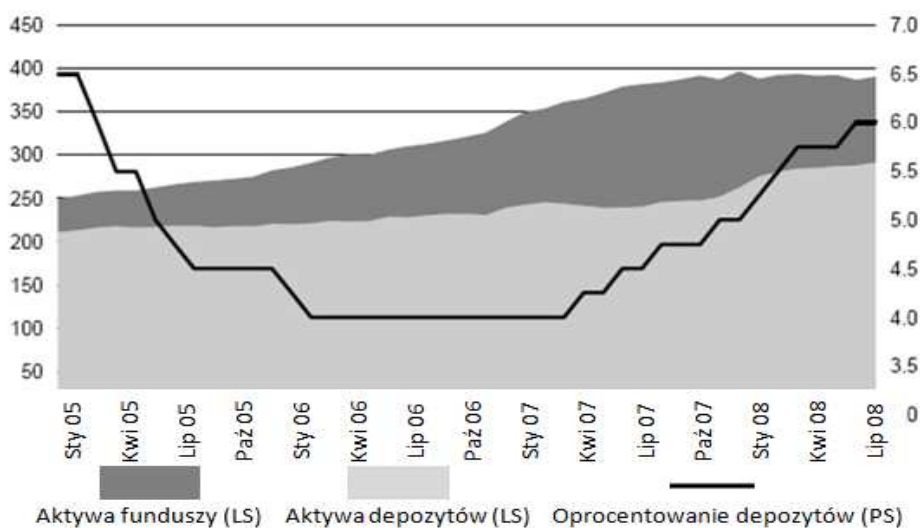
**Wykres 19:** Aktywa funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002-2008



Źródło: opracowanie własne

Ucieczkę od funduszy inwestycyjnych pogłębiły banki podnosząc oprocentowanie rachunków i kusząc klientów zrażonych spadkami giełd<sup>178</sup>.

**Wykres 20:** Aktywa zgromadzone w funduszach inwestycyjnych i na lokatach bankowych (mld PLN)



Źródło: Unicredit Global Research

Niewątpliwie korzystny jest fakt, że każdy cykl wzrostów i spadków, każda publikacja poświęcona zagadnieniu funduszy inwestycyjnych ma pozytywny wpływ – podnosi świadomość klientów.

### 3.2.2. Świadomość klientów

Podstawowym problemem polskiego rynku jest relatywnie niska świadomość klientów. Sytuacja sprzed kilku – kilkunastu lat, gdzie lokaty bankowe dawały dwucyfrowe stopy zwrotu nadal pokutuje wśród oszczędzających<sup>179</sup>. Braki w edukacji ekonomicznej powodują, że przeciętny Polak nie rozumie, że netto stopa zwrotu (po uwzględnieniu inflacji) była zbliżona do dzisiejszego poziomu, a dwa punkty procentowe różnicy między 15% a 17% i między 2% a 4% są takie same.

<sup>178</sup> Por. artykuł sygnowany A.Sz. „Śpij spokojnie, minister dobrze płaci”, Rzeczpospolita, 03.04.2003. Autor zestawia rentowności kilku najbardziej popularnych form gromadzenia kapitału, dyskredytując jednostki uczestnictwa agresywnych funduszy. Warto odnotować, że miało to miejsce u progu czteroletniej hossy...

<sup>179</sup> Koniec 2008 roku przyniósł powrót wysokich oprocentowań. Pojawiają się oferty lokat rocznych proponujące nawet 15% w skali roku. Warto zadać sobie pytanie, gdzie jest trik, jeśli stopa wolna od ryzyka wynosi około 6%. Niestety oferty rozwiązań doskonale kamuflują dodatkowe opłaty albo degresywne oprocentowanie skutecznie, wabiąc nowych klientów.

Z drugiej strony, popularyzacja nowoczesnych produktów inwestycyjnych skutkuje obecnością w świadomości rozwiązań, które w ostatnich latach dawały 30 i więcej procent analizowanego zwrotu. Informacja dodawana przez oferentów małym drukiem informująca, że historyczne wyniki nie gwarantują osiągnięcia podobnych w przyszłości jest najczęściej przez klientów ignorowana.

### 3.2.2.1. Istota gry ryzyko/stopa zwrotu

Brak świadomości zagrożeń związanych z gromadzeniem środków za pomocą funduszy inwestycyjnych wydaje się być czynnikiem, który ułatwia podmiotom zdobywanie klientów. W praktyce jest jednak istotnym zagrożeniem – zwiększa ryzyko wystąpienia zjawiska znanego pod nazwą misselling – nabycia przez klienta produktu niezgodnego z oczekiwaniami<sup>180</sup>, co grozi zrażeniem go do funduszy inwestycyjnych jako formy pomnażania kapitału. Zagrożenie to minimalizuje rosnące poczucie odpowiedzialności wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych, przepisy prawa wymuszające na dystrybutorach informowanie klientów o ryzykach oraz ogólne podnoszenie świadomości klientów<sup>181</sup>.

Do głównych ryzyk, na które narażeni są klienci funduszy inwestycyjnych zaliczyć należy:

- ryzyko związane z czynnikiem ludzkim – TFI minimalizują to zagrożenie przez złożoną strukturę decyzyjną – ma miejsce „dywersyfikacja personalna”. Najczęściej zarządzający danym portfelem ma nad sobą CIO (Chief Investment Officer – osobę nadzorującą cały zespół zarządzających), komitet inwestycyjny, w którego skład wchodzi specjaliści z danej firmy posiadający wiedzę z różnych dziedzin (makroekonomia, surowce, nieruchomości itp.) oraz wewnętrzne organy nadzoru czuwające nad przestrzeganiem narzuconych limitów inwestycyjnych, np. w zakresie ekspozycji na daną klasę aktywów czy konkretny papier wartościowy. Oznacza to, że decyzje strategiczne są podejmowane komisyjnie, dobór spółek do portfela odbywa się w oparciu o analizy przygotowywane przez zespół, a zarządzający odpowiada głównie za transakcje bieżące.

---

<sup>180</sup> Misselling jest poważnym problemem nie tylko na polskim rynku. W skrajnych przypadkach występuje jako patologia w stosunkach między klientem a dystrybutorem. Ten ostatni może być zainteresowany sprzedażem produktu nieodpowiadającemu klientowi wyłącznie ze względu na własne korzyści. Szereg transgranicznych inicjatyw, jak opisany MiFID, ma ograniczyć skalę missellingu.

<sup>181</sup> Na kwestie ryzyka warto również spojrzeć z punktu widzenia TFI. Por. Cameron M. „Managing risk: a prime perspective”, Man Investment, 04.2007.

- ryzyko błędnej decyzji – system opisany powyżej umożliwia uporządkowane podejście do kwestii zarządzania pozostawiając jednocześnie miejsce dla umiejętności zarządzających. Oznacza to, że do minimum ograniczone jest ryzyko błędnej decyzji inwestycyjnej, jednak nie da się go całkiem wyeliminować.
- ryzyko rynkowe – ceny na rynku papierów wartościowych, w tym ceny papierów wartościowych wchodzących w skład portfela klienta, mogą podlegać okresowym, niekiedy znacznym, wahaniom na skutek różnych, często nieprzewidywalnych czynników, przy czym czynniki te mogą oddziaływać zarówno na ceny wszystkich papierów wartościowych, jak i poszczególnych ich grup. Dodatkowo, ceny papierów wartościowych uzależnione są od stanu koniunktury giełdowej, czyli ogólnego klimatu inwestycyjnego.
- ryzyko płynności – możliwość zbycia aktywów może być ograniczona przez warunki rynkowe (w wyniku zaniku bądź ograniczenia popytu rynkowego), co może mieć wpływ na uzyskiwane ceny sprzedaży.
- ryzyko kredytowe papierów wartościowych oraz ryzyko finansowe emitenta – związane z nabywaniem dłużnych lub udziałowych papierów wartościowych oraz innych instrumentów finansowych, wynikające z ewentualnej niewypłacalności lub pogorszenia się sytuacji finansowej ich emitentów. Dodatkowo, pogorszenie się kondycji finansowej spółki, a także perspektyw dotyczących gospodarki lub danego sektora, w którym spółka działa, może negatywnie wpływać na wartość wyemitowanych przez nią akcji.
- ryzyko stóp procentowych – ryzyko związane ze zmianami cen papierów wartościowych w związku ze zmianami rynkowych stóp procentowych. W wyniku takich zmian ceny poszczególnych papierów wartościowych, zarówno udziałowych, jak i dłużnych, a także innych instrumentów finansowych mogą podlegać znacznym wahaniom<sup>182</sup>.
- ryzyko makroekonomiczne – stan koniunktury giełdowej jest uzależniony od stanu gospodarki. Pogorszenie się poszczególnych parametrów makroekonomicznych (takich jak np. poziom inflacji, poziom kursów walutowych, tempo wzrostu gospodarczego, deficyt budżetowy) wpływa na ceny papierów wartościowych oraz innych instrumentów finansowych.

---

<sup>182</sup> Por. Decewicz A. „Rynek dyskontuje podwyżki stóp”, Nasz Rynek Kapitałowy, 05.2007.

- ryzyko prawne związane jest z faktem, iż stan gospodarki oraz stan koniunktury giełdowej jest uzależniony od szeregu uwarunkowań prawnych. Pogorszenie się poszczególnych parametrów (takich jak m.in. warunki prowadzenia działalności gospodarczej, warunki obrotu giełdowego, opodatkowanie) może negatywnie wpływać na ceny papierów wartościowych oraz innych instrumentów finansowych.
- ryzyko związane z wykorzystaniem kredytów – wykorzystanie kredytów może istotnie zwiększać poziom ogólnego ryzyka inwestycyjnego związanego z realizacją strategii inwestycyjnej. Istnieje możliwość poniesienia zwiększonej straty będącej skutkiem podniesienia wartości inwestowanych aktywów. Ponadto konieczność spłaty rat i odsetek może wystąpić w okresie niskich cen papierów wartościowych oraz ograniczonej płynności, co może mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji.
- ryzyko inwestowania w instrumenty pochodne – inwestowanie w instrumenty pochodne wiąże się między innymi z częstym wykorzystywaniem dźwigni finansowej i ekstremalnymi wahaniami wartości inwestycji. Z instrumentami pochodnymi związane jest również ryzyko rynkowe dotyczące zarówno instrumentu pochodnego, jak i instrumentu bazowego, a także ryzyko bazy, czyli ryzyko związane z niedopasowaniem zmian cen danego instrumentu pochodnego i jego instrumentu bazowego.
- ryzyko zmienności kursów walut – inwestowanie zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych oraz w instrumenty, których wartość w złotych polskich jest ustalana w powiązaniu z kursem złotego do innych walut, lub zaciąganie zobowiązań w walutach obcych niesie ze sobą podwyższone ryzyko. Na skutek zmiany kursów walut wartość inwestycji wyrażona w złotych może podlegać znacznym wahaniom. W rezultacie zwiększony zostaje stopień ogólnego ryzyka związanego z realizacją strategii inwestycyjnej<sup>183</sup>.

### 3.2.2.2. Dywersyfikacja

Najskuteczniejszą metodą ograniczania ryzyka jest dywersyfikacja. Ideę „dywersyfikacji inwestycji” rozpropagował w latach 50 i 60 XX wieku H. Markowitz<sup>184</sup>. Przejawem nowatorskiego podejścia Markowitza było wprowadzenie do rozważań na temat efektywności inwestycji nowego elementu – ryzyka. Jego podejście kwestionowało maksymalizację zysku jako efektywny sposób na dokonywanie inwestycji. Markowitz proponował dążenie do

<sup>183</sup> Gawrzyła P. „Asset management”, Doradca Dyrektora Finansowego, maj-czerwiec 2007.

<sup>184</sup> Markowitz H.M. „Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”, John Wiley & Sons, New Jersey 1959.

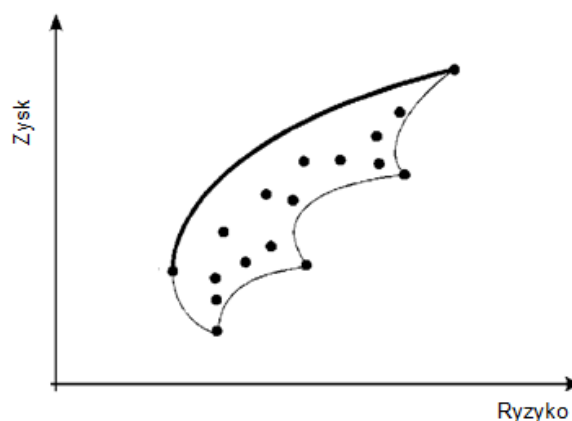
optymalizacji zarówno w zakresie maksymalizacji zysku, jak i minimalizacji ryzyka. Takie podejście do dziś pozostaje aktualne<sup>185</sup>.

W praktyce dywersyfikacja oznacza budowanie portfela w oparciu o kilka elementów. Gorszy wynik uzyskiwany na jednym z nich ma szansę być skompensowany zyskami z innych. Oczywiście dywersyfikację inwestycji można stosować na różnych poziomach, również inwestując za pomocą form alternatywnych w stosunku do funduszy inwestycyjnych (nieruchomości, sztuka itp), jednak nawet na poziomie funduszy można wymienić kilka kryteriów dywersyfikacji:

- podmiot,
- politykę inwestycyjną,
- walutę,
- rynek (geograficznie).

Model Markowitza został opracowany, aby udzielić odpowiedzi na pytanie, czemu inwestorzy kupują akcje więcej niż jednego podmiotu. Jego inspiracją były zatem obserwacje z rynku akcji, jednak zasada sprawdza się również dla innych instrumentów, w tym agregatów, takich jak fundusze inwestycyjne. W modelu nie używa się wykresów dla poszczególnych instrumentów – graficznie prezentuje się jedynie cały rynek w postaci mapy ryzyko – zysk.

**Rysunek 9:** Przykładowy wygląd mapy ryzyko zysk z krzywą portfeli efektywnych



Źródło: Jajuga, K., Kuziak K, Markowski P. „Inwestycje finansowe”, Wyd. AE im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 1998

<sup>185</sup> Por. „Diversification, funds of hedge funds, and alternative institutional approaches”, Strategic Insight Global.



Poszczególne punkty na takiej mapie przedstawiające pojedyncze instrumenty/fundusze określają wielkość historycznej bądź prognozowanej stopy zwrotu oraz ryzyko każdego z rozwiązań. Skrajne punkty wyznaczają skrajne preferencje – najwyższy oczekiwany zysk (w oderwaniu od ryzyka) oraz maksymalne bezpieczeństwo. Między ekstremalnymi rozwiązaniami znajdzie się szereg portfeli rozwiązań – „zestawów” produktów, których cechy powodują, że złożony z nich portfel będzie cechował się unikalnym stosunkiem ryzyka do zysku. Rozwiązania znajdujące się pod krzywą pogrubioną na rysunku będą nieefektywne – da się osiągnąć taką samą stopę zwrotu przy niższym poziomie ryzyka lub wyższy zysk przy zadanym ryzyku<sup>186</sup>.

Odniesienie się do dywersyfikacji w kontekście czynników popytowych wpływających na konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych jest zasadne ze względu na jej znaczenie dla obrazu branży. Wymusza ona na TFI poszerzenie oferty produktowej i ciągłe poszukiwanie rozwiązań o niskiej, zerowej lub wręcz odwrotnej korelacji z innymi produktami umożliwiającymi zbudowanie efektywnego portfela. Przekłada się to na zainteresowanie sieci dystrybucji, postrzeganie towarzystwa (promocja), stronę kosztową działalności, zapotrzebowanie na know-how – praktycznie wszystkie aspekty działalności TFI.

Niezaprzeczalnie powszechna potrzeba dywersyfikacji faktycznie leży u podstaw idei funduszu inwestycyjnego, który powinien być niczym innym, jak jednym z efektywnych portfeli z modelu Markovitza.

### 3.2.2.3. Błędy i zalecenia

Brak dywersyfikacji jest jednym z podstawowych błędów popełnianych przez inwestorów. Nie jest jednak jedynym<sup>187</sup>. Obserwacja ich zachowań umożliwia wyszczególnienie kilku najbardziej typowych zachowań charakterystycznych przede wszystkim dla rynków ze stosunkowo krótką historią funduszy inwestycyjnych:

- naiwność – grono wierzących w obietnice z reklam maleje wraz z rozwojem rynku. Następujące po sobie cykle wzrostów i spadków uczą, że hossa nigdy nie trwa wiecznie,

---

<sup>186</sup> Por. Model CAPM (Capital Asset Pricing Model) w: Jajuga, K., Kuziak K, Markowski P. „Inwestycje finansowe”, Wyd. AE im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 1998.

<sup>187</sup> Brak dywersyfikacji – może wynikać z niewiedzy (rzadziej – dywersyfikacja powinna być intuicyjna) lub wiary w „złoty strzał” – przekonanie, że wybrany fundusz, akcja, instrument jest bezkonkurencyjny (podejście „premarkowitowskie”).

- brak percepcji ryzyka – omówiony szerzej w punkcie 3.2.2.1. często jest przyczyną rozczarowań związanych najczęściej z zaistnieniem okoliczności uniemożliwiających osiągnięcie zamierzonego celu,
- podejście typu „kup i zapomnij” może sprawdzać się w przypadku inwestycji długoterminowych, jednak w większości przypadków zasadne jest bieżące monitorowanie inwestycji i dokonywanie niezbędnych modyfikacji w trakcie jej trwania,
- instynkt stadny – jest tak silnym zjawiskiem, że powszechność poglądów jest traktowana jako „antywskaźnik” rynku<sup>188</sup>. Fakt, że dane rozwiązanie przyciąga wielu klientów nie zawsze oznacza, że jest ono najlepsze,
- uleganie emocjom i krótkowzroczność w inwestowaniu – nawet jeśli długoterminowa inwestycja na początku przynosi straty, nie musi to oznaczać, że wybranie danego rozwiązania było błędem,
- niewiedza – trudno ją traktować w kategorii błędu, jednak dostępność informacji umożliwia jej zredukowanie wszystkim zainteresowanym. Niewiedza może dotyczyć braku zdolności do porównania ofert, określenia własnych preferencji inwestycyjnych, oceny potencjalnych zysków i ryzyk itp.,
- mechanizm „nigdy więcej!” – jego działanie najlepiej da się zobrazować na przykładzie akcji: akcje spadły = akcje są złe = nigdy więcej akcji. W ten sposób klienci, bez trzeźwej oceny, usuwają ze swojego spektrum inwestycyjnego kolejne rozwiązania jedynie na podstawie incydentu.

Większości błędów można uniknąć działając według kilku prostych zasad:

- badanie rynku na pewno nie zaszkodzi. W ostatnich latach istotnie zwiększyła się liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych<sup>189</sup>. Wybór odpowiedniego rozwiązania jest kluczową, ale niezwykle trudną kwestią. Warto porównać oferty i dostępne produkty, uwzględniając koszty, spektrum inwestycyjne, nie zapominając jednak o wiarygodności i doświadczeniu, które w tej branży mają ogromne znaczenie. Ważny jest też poziom obsługi oraz ilość i jakość dostępnych udogodnień (Internet, rekomendacje analityków, komentarze specjalistów itp.),
- należy pamiętać o istnieniu zjawiska promocji. Reklamy produktów inwestycyjnych zwykle odnoszą się do historycznych wyników. Nie gwarantują one podobnych

---

<sup>188</sup> Powszechna jest opinia, że jeśli na podstawie historycznych wyników klienci masowo zaczynają interesować się (lub tracą zainteresowanie) rynkiem akcji, odwrócenie trendu jest blisko.

<sup>189</sup> Por. wykres 7.

rezultatów w przyszłości. Powinny one być interpretowane jedynie jako dowód kompetencji zarządzających w określonej sytuacji rynkowej,

- jednym z pierwszych kroków powinno być zdefiniowanie horyzontu inwestycyjnego. Znacznie lepsze efekty dają inwestycje długoterminowe. Wydłużenie horyzontu zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia zamierzonego celu. Sprawia też, że chwilowe wahania rynku mają mniejszy wpływ na ostateczną ocenę inwestycji,
- ustalenie wymaganej płynności jest również istotne. Możliwość zaistnienia konieczności wycofania całości lub tylko części inwestycji powinna być uwzględniona przy porównywaniu ofert. Wymagania w zakresie płynności mogą uniemożliwić inwestowanie w niektóre instrumenty lub istotnie obniżyć ich rentowność (koszty wyjścia),
- należy jasno określić cele inwestycji. Wyznaczenie celu zwiększa szanse na uniknięcie rozczarowania. Za bezpieczeństwo kumulowania kapitału „płaci” się obniżeniem oczekiwanego zysku. Z kolei zysk zawsze wiąże się z ryzykiem,
- analiza istniejących ryzyk i trzeźwa ocena indywidualnej „akceptowalności” (zdolności do akceptacji wahań wartości inwestycji) powinny poprzedzić wybór rozwiązania inwestycyjnego czy konkretnego funduszu. Skłonność lub awersja do ryzyka są pochodną szeregu czynników – dotychczasowych doświadczeń, wiedzy o rynku, udziału inwestowanego kapitału w całości majątku, indywidualnego charakteru...,
- emocje zawsze są złym doradcą<sup>190</sup>. Odnosi się to zarówno do wyboru momentu rozpoczęcia/zakończenia inwestycji, stosowanego rozwiązania, wybranego podmiotu itp. Jeśli obiektywne przesłanki przemawiają za zmianą, należy ją wprowadzić, jednak powinna być poprzedzona kompleksową analizą uwzględniającą otoczenie rynkowe, alternatywne oferty, koszty transakcyjne itp.<sup>191</sup>

Niewątpliwie pozytywnym aspektem popularyzacji funduszy inwestycyjnych jest ograniczenie złych nawyków i wypracowywanie zestawu uniwersalnych sposobów zwiększania prawdopodobieństwa osiągnięcia sukcesu, a przede wszystkim wzrost poziomu wiedzy klientów. Jednak wnioski płynące z rynków bardziej zaawansowanych są jednoznaczne: inwestorzy popełniają i będą popełniać błędy w inwestowaniu. Tym istotniejsza jest rola doradców i sieci dystrybucji, która często występuje w takim charakterze. Do ryzyk związanych z konfliktem interesów wynikającym z podwójnej roli sprzedawcy odniesiono się w rozdziale 4.1.

---

<sup>190</sup> Por. Rożucki W. (wywiad) „Nie można oddzielić emocji od giełdy”, *Nasz Rynek Kapitałowy*, 03.2008.

<sup>191</sup> Por. Gawrzyła P. „Dekalog inwestora”, *Essence*, 04.2008.

### 3.3. Branże pokrewne i wspierające

Już rysunek 4 sugerował, że dookoła towarzystw funduszy inwestycyjnych istnieje szereg podmiotów, które przyczyniają się do ich sukcesu. Chociaż rola poszczególnych instytucji została omówiona w rozdziale 2.1.1., warto przyjrzeć się wybranym grupom podmiotów bardziej szczegółowo.

#### 3.3.1. Rozwój bankowości i ubezpieczeń

Obecność tych podmiotów na rynku nie jest być może niezbędna dla funkcjonowania TFI, jednak szeroko rozwinięta sieć okienek bankowych czy sprawni pośrednicy działający na terenie całego kraju mają istotny wpływ na rozwój całej branży i poszczególnych podmiotów. Ponadto różne formy współpracy towarzystw funduszy inwestycyjnych z bankami i ubezpieczycielami skłaniają do poświęcenia uwagi tym instytucjom.

Wykorzystanie banków i ubezpieczycieli sugeruje zakwalifikowanie obu branż do grupy wspierających. Za „pokrewieństwem” przemawia jednak kilka czynników:

- produkty trafiają do tej samej grupy klientów,
- niektóre cechy produktów są wspólne<sup>192</sup>,
- pełna efektywność niektórych rozwiązań jest możliwa z wykorzystaniem produktów z innej branży.

Niewątpliwie dla branży towarzystw funduszy inwestycyjnych rozwój bankowości i ubezpieczeń mały kluczowe znaczenie – utworzyły podwaliny gospodarki w obecnym kształcie, zwiększyły poziom świadomości klientów, zapewniły infrastrukturę umożliwiającą sprawne funkcjonowanie TFI.

##### 3.3.1.1. Rynek usług bankowych

Pierwsze wzmianki o bankach sięgają czasów starożytnych. „Domy bankowe” istniały już w Babilonie (XII w. p.n.e.), starożytnej Grecji i Rzymie, jednak upadek tych cywilizacji utrudnił na długie lata dalszy rozwój bankowości. Dopiero rozwój wymiany towarowo-pieniężnej przyczynił się do jej ewolucji. Na początku nie przybierała ona form

---

<sup>192</sup> Por. 2.4.3.

zorganizowanych – kredytów udzielali lichwiarze handlarze pieniędzmi oraz złotnicy. Właśnie złotnicy zapoczątkowali stosowanie polecenia zapłaty jako formy rozliczeń.

Pod koniec XIV wieku w północnych Włoszech powstały pierwsze banki handlowe. Banki te zajmowały się zarówno udzielaniem pożyczek, jak i przyjmowaniem depozytów. Najstarsze banki powstawały w największych ośrodkach handlu światowego. Były to m.in. Casa di San Goirgio w Genui (1586 rok), Banco de Rialto w Wenecji (1587 rok), Banco di San Ambrosio w Mediolanie (1593 rok).

Banknoty w formie biletów wprowadzono po raz pierwszy w XVII wieku w Anglii. Stanowiły one zobowiązanie banku do wypłaty na żądanie złotych monet lub złota – złożonych wcześniej w depozyt. W celu zwiększenia bezpieczeństwa obrotów finansowych, banki będące pod kontrolą państwa przejęły emisję banknotów pod zastaw złota i srebra. Stopniowa rezygnacja z wymiany banknotów na złoto, spowodowała ich przekształcenie w pieniądź papierowy<sup>193</sup>.

W Polsce dyskusja nad potrzebą uporządkowania spraw monetarnych i skarbowych oraz powołania banku narodowego pojawiła się już w II połowie XVIII wieku. Ostatecznie Bank Polski i podlegająca mu mennica zostały powołane 29 stycznia 1828 roku.

Pierwsze banknoty Banku Polskiego pojawiły się w obiegu w 1830 roku. W 1842 roku wprowadzono do obiegu dodatkowo ruble i kopiejki (oprócz złotego), a banknoty opatrzone dodatkowym napisem w języku rosyjskim. W 1860 roku powstał rosyjski Bank Państwowy, w 10 lat później Bankowi Polskiemu odebrano przywilej emisyjny i w 1885 roku przekształcono go w kantor rosyjskiego Banku Państwa. Po wybuchu I wojny światowej rozporządzeniem niemieckiego generał-gubernatora z 9 grudnia 1916 roku powołano Polską Krajową Kasę Pożyczkową – substytut narodowego banku.

Walutą emitowaną przez PKKP była marka polska. Po odzyskaniu niepodległości 7 grudnia 1918 roku dekretem Naczelnika Państwa, stworzono podstawy prawne do dalszego funkcjonowania Polskiej Krajowej Kasy Pożyczkowej jako banku emisyjnego, do czasu powołania nowej instytucji emisyjnej – Banku Polskiego. Marka polska stała się pełnoprawnym środkiem płatniczym, na który wymieniano waluty państw zaborczych.

Ideę powołania Banku Polskiego SA jako państwowej instytucji emisyjnej przedstawiono na forum parlamentu w maju 1919 roku. Dopiero 11 stycznia 1924 roku została wydana ustawa „O naprawie skarbu państwa i reformie walutowej”. 28 kwietnia 1924 roku rozpoczął

---

<sup>193</sup> Opracowano na podstawie: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl) i [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl).

działalność Bank Polski SA. We wrześniu 1939 roku władze banku ewakuowały się do Rumunii, a stamtąd do Francji i później do Londynu, gdzie pozostały do początków 1946 roku, kiedy kierownictwo Banku z jego majątkiem wróciło do kraju (formalnie Bank Polski SA został zlikwidowany 7 stycznia 1952 roku).

W czasie wojny na ziemiach polskich włączonych do Niemiec i ZSRR władze okupacyjne wprowadziły własną walutę. W okupowanej przez Niemców Generalnej Guberni w grudniu 1939 roku powołano Bank Emisyjny. Rozpoczął on działalność w kwietniu 1940 roku wprowadzając do obiegu złote, tzw. krakowskie, które miały zastąpić bilety Banku Polskiego. Oprócz działalności emisyjnej Bank ten wykonywał pozostałe czynności bankowe. W 1944 roku na terenach wyzwolanych przez Armię Czerwoną spod okupacji niemieckiej pojawiła się inicjatywa Polskiego Komitetu Wyzwolenia Narodowego zamierzającego powołać instytucję emisyjną niezależną od Banku Polskiego SA, związanego z rządem RP w Londynie. Po przekształceniu PKWN w Rząd Tymczasowy RP, dekretem z 15 stycznia 1945 roku utworzono bank państwowy – Narodowy Bank Polski, wyposażając go w monopol emisji nowej waluty – złotego. Od samego początku istnienia bank był uzależniony od resortu finansów, rządu i ośrodka decyzyjnego, którym było kierownictwo partii komunistycznej. Na jego czele stał pochodzący z nominacji władz państwowych prezes. Zadaniem banku było w początkowym okresie regulowanie emisji i uruchomienie kredytów na odbudowę gospodarki. Od 1946 roku NBP rozpoczął w coraz szerszej skali bezpośrednie finansowanie przemysłu zgodnie z państwowymi planami gospodarczo-finansowymi.

Od 1948 roku Narodowy Bank Polski przekształcił się w bank obsługujący finansowanie gospodarki kierowanej centralnie. W tej postaci funkcjonował przez blisko 40 lat – do czasu rozpoczęcia transformacji polityczno-gospodarczej w latach 1989-1990.

Pod koniec lat 80. rozpoczęto w Polsce budowę dwuszczeblowego systemu bankowego składającego się z banku centralnego oraz z sieci banków komercyjnych. W takim systemie, typowym dla gospodarek rynkowych, bank centralny reguluje obieg pieniądza, zapewnia stabilność systemu finansowego oraz świadczy usługi pozwalające na sprawne funkcjonowanie banków. Tym samym, bank centralny pełni funkcje makroekonomiczne i o charakterze systemowym, nie uczestniczy natomiast w bezpośrednim świadczeniu usług na

rzecz podmiotów niefinansowych<sup>194</sup>, Tymi ostatnimi zadaniami zajmują się banki komercyjne. Można je podzielić ze względu na kilka kryteriów:

- ze względu na strukturę właścicielską:
  - państwowe – właścicielem jest państwo (Bank Gospodarstwa Krajowego, Bank Pocztowy 75 %),
  - prywatne,
  - zagraniczne – właściciel to osoba lub podmiot zagraniczny,
- ze względu na formę organizacyjno-prawną:
  - bank państwowy samorządność, samofinansowanie,
  - bank w formie spółki akcyjnej,
  - bank w formie spółdzielni,
- ze względu na rodzaj oferowanych produktów:
  - uniwersalne (kredyty, depozyty, usługi bankowe),
  - specjalistyczne,
- ze względu na przedmiot działalności:
  - hipoteczne,
  - samochodowe,
- ze względu na podmiot:
  - VIP,
  - firmy,
- ze względu na terytorium:
  - międzynarodowe,
  - krajowe,
  - wojewódzkie.

W porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej poziom koncentracji na polskim rynku usług bankowych jest stosunkowo niewielki, udział pięciu największych banków w aktywach łącznych wynosi 48,8%, co plasuje Polskę dopiero na 14 miejscu wśród krajów europejskich<sup>195</sup>.

Zjawisko to nieco wyrównuje szanse między towarzystwami funduszy inwestycyjnych, które operują w ramach jednej grupy z dużym bankiem, a tymi, które traktują banki jako

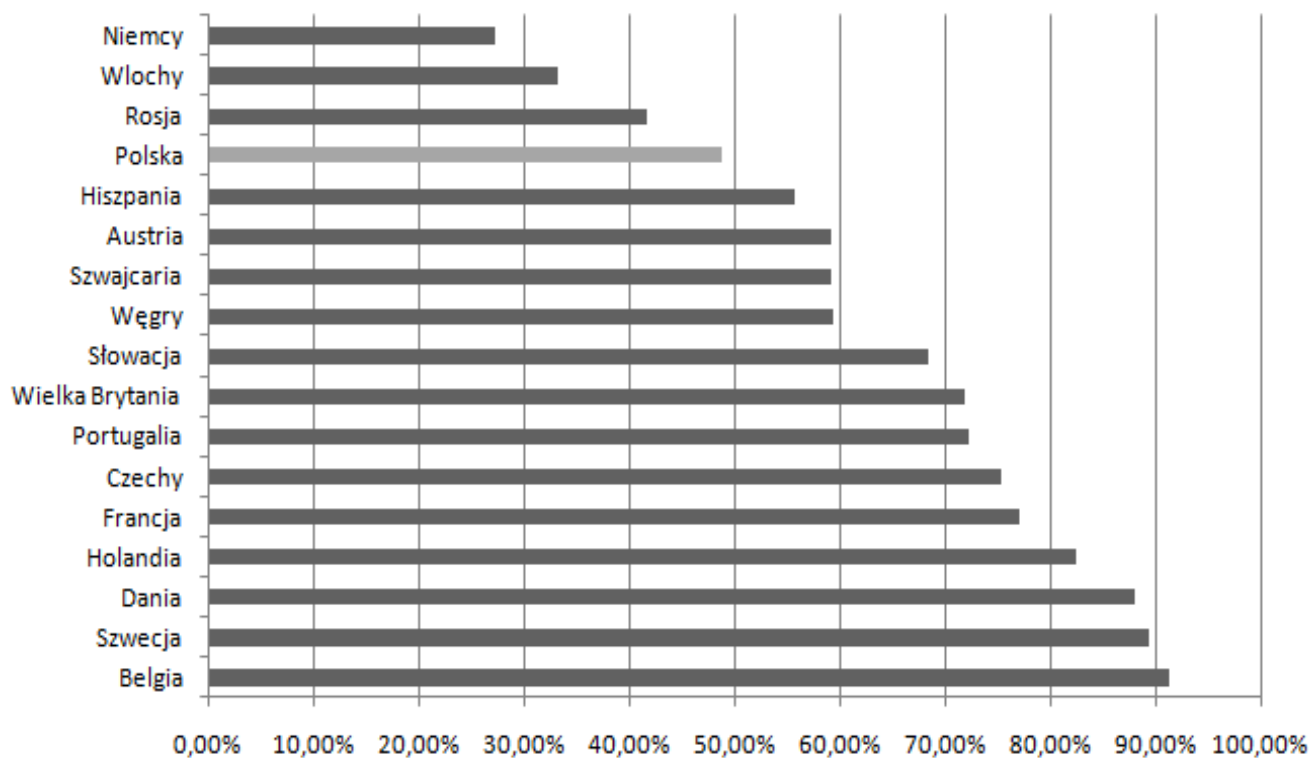
---

<sup>194</sup> Por. Miklaszewska E (red.) „Rola konkurencji w kształtowaniu polskiego sektora bankowego” artykuł Pieronkiewicz H. „Rola konkurencji w kształtowaniu i rozwoju polskiego sektora bankowego”, Seminarium Instytutu Studiów Strategicznych Fundacji MCRD, Kraków 1999.

<sup>195</sup> Por. Samcik M. „Banki zamkną część placówek?”, Gazeta Wyborcza, 04.11.2008.

zewewnętrzne kanały dystrybucji. Skłania to również mniejsze banki do bliskiej współpracy z TFI – przychody ze sprzedaży funduszy mogą istotnie wspierać ich budżety.

**Wykres 21:** Udział aktywów pięciu największych banków w aktywach sektora



Źródło: Banki Centralne, McKinsey<sup>196</sup>

### 3.3.1.2. Rynek ubezpieczeń

Przykłady minimalizacji potencjalnych strat przez zrzeszanie się zainteresowanych podmiotów w celu wspólnego ponoszenia ryzyka można znaleźć już w starożytności. Podstawowymi zasadami tych pierwszych inicjatyw ubezpieczeniowych były wzajemność i solidarność.

Najwcześniej proces wyodrębniania się ubezpieczeń jako samodzielnej instytucji gospodarczej i prawnej nastąpił w morskiej żegludze handlowej i w handlu morskim. Ubezpieczenia spopularyzowały Włochy. Najstarsze zachowane umowy ubezpieczenia morskiego pochodzą z 1347 r. z Genui, z 1384 z Pizy i z 1397 z Florencji.

<sup>196</sup> Por. Jaworski W. L. (red.) „Polskie banki w drodze do Unii Europejskiej”, Poltext, Warszawa 1997.



W XV i XVI wieku centrum żeglugi morskiej, a tym samym kolebka ubezpieczeń, przesunęło się z basenu Morza Śródziemnego do Anglii. Początkowo ubezpieczycielami były pojedyncze osoby (przede wszystkim bankierzy) lub grupy osób. Początki wykształcania się specjalnych przedsiębiorstw ubezpieczeniowych o różnych formach prawnych datuje się na XVIII wiek. Niewątpliwie ważnym wydarzeniem w historii ubezpieczeń było powstanie korporacji Lloyd's wywodzącej się z istniejącej od drugiej połowy XVII wieku niezorganizowanej grupy ubezpieczycieli morskich w Anglii. Jest to najstarsza firma ubezpieczeniowa działająca do dziś<sup>197</sup>.

Na przełomie XIX i XX wprowadzono ubezpieczenia pokrycia ryzyka gospodarczego (ubezpieczenie hipotek, od spadku kursu papierów wartościowych, od zastoju przedsiębiorstw, na wypadek strajku. W tym okresie nastąpiło ukształtowanie rynku ubezpieczeniowego w takiej formie, jaka przetrwała do dziś. Największy stopień rozwoju ubezpieczeń uzyskały państwa europejskie, Stany Zjednoczone oraz Japonia.

Historia ubezpieczeń na życie w Polsce obejmuje okres około 130 lat. Rozwój ubezpieczeń w pierwszej kolejności związany był ze wzrostem zamożności społeczeństwa.

Pierwszym polskim zakładem ubezpieczeń na terenie zaboru austriackiego było Krakowskie Towarzystwo Wzajemnych Ubezpieczeń założone w 1868 roku w Krakowie, które rok później rozpoczęło prowadzenie ubezpieczeń na życie. Druga wojna światowa na lata wstrzymała rozwój rynku.

W latach 1952-1984 rynek ubezpieczeń zmonopolizowało państwo. Przełomem dla ubezpieczeń w Polsce miała być ustawa z 20 września 1984 roku o ubezpieczeniach majątkowych

i osobowych, która umożliwiła powstawanie niepaństwowych towarzystw ubezpieczeniowych w formie spółdzielni lub spółek akcyjnych z udziałem, co najmniej 51% Skarbu Państwa. Nie wpłynęło to jednak znacząco na kształt rynku, gdyż monopolistą wciąż pozostawał PZU<sup>198</sup>.

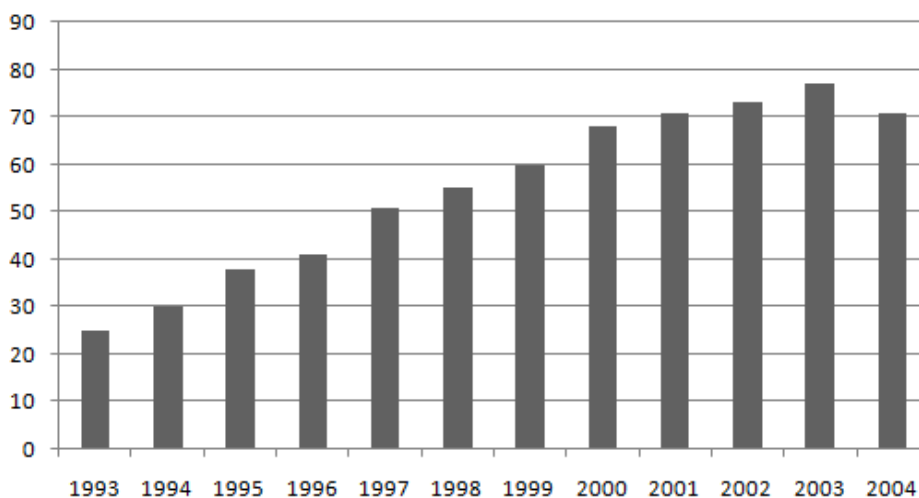
Jakościową zmianę umożliwiło dopiero wejście w życie ustawy o działalności ubezpieczeniowej z 28 lipca 1990 roku. Ustawa ta zlikwidowała monopol ubezpieczeniowy państwa, dopuszczając możliwość powołania prywatnych zakładów ubezpieczeń o kapitale krajowym lub zagranicznym. Pozwoliło to na szybki rozwój rynku ubezpieczeń – zarówno z punktu widzenia ilości, jak i jakości działalności ubezpieczeniowej.

---

<sup>197</sup> Opracowano na podstawie: „185 Lat Ubezpieczeń Gospodarczych w Polsce”, Oficyna Drukarska Wojewódzkiej Biblioteki Publicznej i Książnicy Miejskiej im. M. Kopernika w Toruniu, Toruń 1988.

<sup>198</sup> Por. Nowotarska-Romanik B. „Marketing usług ubezpieczeniowych”, PWE, Warszawa 1996.

**Wykres 22:** Dynamika wzrostu liczby zakładów ubezpieczeń ogółem w latach 1993-2004



Źródło: opracowanie własne

Bardziej szczegółowe informacje wynikają z analizy liczby zakładów działających w poszczególnych działach. Jak widać, na początku dominowały zakłady działające w dziale ubezpieczeń majątkowych. Dopiero po 2000 roku dysproporcje te zaczęły stopniowo zanikać.

**Tabela 4:** Liczba zakładów ubezpieczeń w Polsce w latach 1993-2004

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
dział ubezpieczeń na życie	5	9	12	13	21	24	27	34	36	37	36	33
dział ubezpieczeń majątkowych	20	21	26	28	30	31	33	34	35	36	41	38
<b>razem</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>71</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>71</b>

Źródło: Raport PIU za lata 2003-2004

Dla branży towarzystw funduszy inwestycyjnych duże znaczenie ma rozbudowana sieć oddziałów/pośredników, jednak kluczową rolę odgrywa nastawienie ubezpieczyciela na konkretny typ ubezpieczeń. O ile w przypadku ubezpieczeń majątkowych fundusze mogą stanowić jedynie uzupełnienie oferty, o tyle w przypadku ubezpieczeń na życie, jak wspomniano wcześniej, możliwe jest oferowanie klientowi hybryd – produktów łączących ubezpieczenie i produkt inwestycyjny. Obecnie funkcjonujące uwarunkowania prawne powodują, że tego typu produkty są niezwykle popularne. Dzieje się tak za sprawą zwolnienia

ubezpieczeń (a tak są traktowane produkty łączone) z podatku od zysków kapitałowych (podatek Belki). Możliwość realizowania nieopodatkowanego zysku, konwersje między funduszami różnych towarzystw stanowią istotne argumenty za tego typu rozwiązaniami. Ich główną wadą jest cena – rośnie liczba pośredników, którzy również są zainteresowani zrealizowaniem marży. Dla towarzystw funduszy inwestycyjnych ubezpieczyciele są jednak istotnym kanałem dystrybucji, a zatem mają wpływ na kształt branży TFI i możliwości odniesienia sukcesu przez poszczególne towarzystwa.

### 3.3.2. Formy współpracy z zewnętrznymi podmiotami

Współpraca towarzystw funduszy inwestycyjnych z innymi podmiotami może przybierać rozmaite formy w zależności od charakteru ich działalności. Można przyjąć, że przedstawicielami branży pokrewnej, a jednocześnie strategicznymi partnerami dla TFI są banki (i w okrojonym zakresie ubezpieczyciele). Drugą kategorią są przedstawiciele branż wspierających – agencje marketingowe, media – podmioty, których obecność nie jest niezbędna dla funkcjonowania TFI, jednak pozytywnie wpływa na warunki prowadzonej działalności.

#### 3.3.2.1. Współpraca z podmiotami reprezentującymi branże pokrewne

W relacjach towarzystw funduszy inwestycyjnych z bankami możemy zaobserwować dwie sytuacje:

- między bankiem a towarzystwem zachodzą związki kapitałowe,
- zależność kapitałowa między bankiem a TFI nie zachodzi lub nie wpływa na suwerenność decyzji podejmowanych przez poszczególne podmioty.

W gruncie rzeczy fakt, że bank i TFI są powiązane kapitałowo ma niewielkie znaczenie z punktu widzenia ich współpracy, ponieważ rynek i tak wymusza otwarcie się na współpracę z podmiotami spoza grupy kapitałowej<sup>199</sup>.

Najczęściej spotykane formy współpracy między bankami a towarzystwami funduszy inwestycyjnych zostały przedstawione poniżej<sup>200</sup>.

---

<sup>199</sup> Por. rozdział 4.1.3.

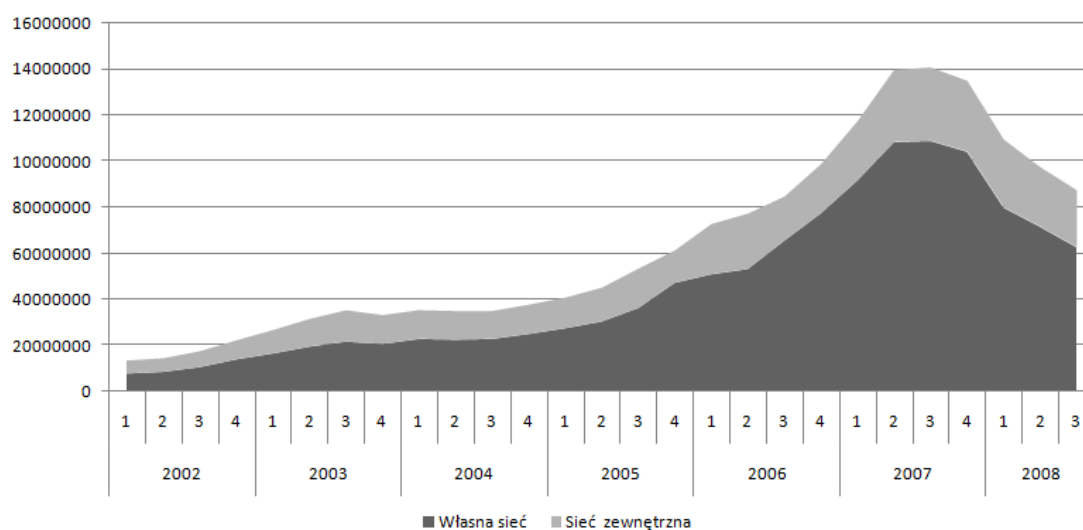
<sup>200</sup> Por. Gawrzyła P. „Rola funduszy inwestycyjnych w polskim systemie bankowym”, w „Marketing bankowy – doświadczenia i perspektywy”, Wyd. WSZiM, Warszawa 2003.

### 3.3.2.2. Dystrybucja

Zdecydowanie najprostszą możliwą formą współpracy jest wprowadzenie do sieci dystrybucji produktów oferowanych przez kooperanta. O ile polityka dystrybucji traktowana jest jako wewnętrzna determinanta i została omówiona w dalszej części pracy, istnienie sieci bankowych „okienek” jest w tej sytuacji elementem niezbędnym.

Sam mechanizm nie wymaga wyjaśnień – podmiot A, dysponujący określoną siecią dystrybucji, w zamian za wymierne i niewymierne korzyści decyduje się na oferowanie produktu, który dostarczany jest przez podmiot B.

**Wykres 23:** Wpływ sieci dystrybucji na aktywa pozyskiwane przez TFI



Źródło: opracowanie własne

Powyższy wykres obrazuje znaczenie banków jako dystrybutorów – ilustruje dysproporcję między aktywami pozyskiwanymi przez TFI z dostępem do własnej sieci detalicznej (banku) a TFI zdanymi na zewnętrzne sieci dystrybucji. Interesującym elementem w takim modelu współpracy są wzajemne korzyści, jakie z niej wynikają.

Wymierne korzyści banku sprowadzają się do wynagrodzenia, jakie bank dostaje od towarzystwa funduszy inwestycyjnych za udostępnienie sieci dystrybucji. Mechanizm wynagradzania banku wygląda następująco:

Towarzystwo zazwyczaj pobiera od inwestorów opłatę manipulacyjną liczoną od każdej wpłaty do funduszu. Przeważająca jej część (niekiedy całość) jest przekazywana dystrybutorowi – bankowi.

Dodatkowym wynagrodzeniem banku jest udział w pobieranej przez TFI opłacie za zarządzanie – naliczanej od wartości zgromadzonych aktywów. Kształtuje się ona od ułamków procenta rocznie w funduszach rynku pieniężnego do nawet kilku procent rocznie w funduszach akcyjnych. Udział banku w opłacie za zarządzanie wynosi od kilkunastu do kilkudziesięciu procent w zależności od ustaleń stron. Niekiedy stosowane jest progresywne podejście do udziału w opłacie za zarządzanie – udział rośnie wraz ze wzrostem sumy zgromadzonych aktywów<sup>201</sup>.

Wymierne korzyści dla towarzystwa sprowadzają się do łatwiejszego docierania do potencjalnych klientów (z produktem i informacją), co ma bezpośrednie przełożenie na zdolność do gromadzenia aktywów.

Nie tylko tak oczywiste czynniki, jak wynagrodzenie czy przyrost aktywów popychają banki i TFI do takiej współpracy. Równie ważna jest możliwość osiągania korzyści niewymiernych takich, jak:

- poprawa wizerunku – otwarcie instytucji finansowej na potrzeby klienta,
- rozszerzenie oferty – umożliwienie klientowi skomponowania koszyka oszczędności w jednym miejscu,
- wzrost zaufania klientów – wynik współpracy z jednym lub kilkoma wiarygodnymi partnerami,
- dopasowanie do realiów rynkowych – wzrost zainteresowania nowymi formami oszczędzania.

Osiągnięcie wspomnianych korzyści niewymiernych jest możliwe również przy zastosowaniu bardziej wyrafinowanych form współpracy opisanych poniżej.

### 3.3.2.3. Produkty łączone

Stworzenie produktu będącego hybrydą lokaty bankowej lub ubezpieczenia i inwestycji w fundusz jest kolejnym ukłonem instytucji finansowych w stronę klientów. Jego mechanizm omówiono w rozdziale 2.2.3. Jest to model współpracy, który doskonale obrazuje korzyści płynące dla wszystkich zainteresowanych stron:

- podmiot (bank/ubezpiaczyciel/TFI) uzupełnia swoją ofertę o „ciekawy” produkt, co może zaowocować zwiększeniem strumienia środków wpływających na lokaty,

---

<sup>201</sup> Por. rozdział 4.3.

- towarzystwo uzyskuje dostęp do sieci dystrybucji i – częściowo – do klientów banku/ubezpieczyciela,
- klient może alokować oszczędności minimalizując własne zaangażowanie.

Ponadto zachodzą wszystkie efekty mające miejsce w przypadku „tradycyjnej” dystrybucji.

#### 3.3.2.4. Produkty dedykowane typu „white label”

Niezwykle ciekawy schemat współpracy polegający na udostępnieniu innemu podmiotowi wiedzy i doświadczenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych poprzez stworzenie nowego funduszu, który będzie w pełni dostosowany do potrzeb podmiotu, który go zamówił.

Oznacza to w praktyce, że bank/parabank<sup>202</sup> /ubezpieczyciel dostaje do dyspozycji fundusz inwestycyjny, który będzie nosił dowolnie wybraną nazwę i będzie realizował uzgodnioną politykę inwestycyjną. Podmiot tworzy własny fundusz, bazując na wiedzy i zdolności prawnej towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Pozwala to rozszerzyć jego ofertę o produkt inwestycyjny przy zachowaniu „czystości” marki.

Towarzystwo, podobnie jak w przypadku własnych funduszy, pobiera stosowne opłaty – w wysokości uzależnionej od aktywów lub na z góry ustalonym poziomie (opłata za utrzymanie platformy).

Klient również zyskuje, gdyż mając zaufanie do danego podmiotu, może zainwestować oszczędności w fundusz, bez konieczności wnikliwego analizowania ofert z rynku.

#### 3.3.2.5. Centrum finansowe

Taki model biznesowy, konsekwentnie realizowany przez niektóre banki, stale zyskuje na popularności. Choć może występować w formach wskazanych powyżej, zasługuje na odrębne traktowanie – jest kolejnym krokiem w rozwoju instytucji finansowych. Jego podstawowym zadaniem jest umożliwienie klientowi zarządzania całym koszykiem swoich oszczędności w jednym miejscu, przy zachowaniu maksymalnej swobody w wybieraniu inwestycji. Na gruncie praktycznym sprowadza się to do zapewnienia klientowi możliwości skorzystania z oferty bankowej, ubezpieczeniowej, a także wybrania dowolnego funduszu z całej palety (supermarket).

---

<sup>202</sup> Na przykład Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo Kredytowa (SKOK).

### 3.3.3. Współpraca z podmiotami z branż wspierających

Branże wspierające to te, które wpływają na branżę towarzystw funduszy inwestycyjnych, jednak nie warunkują jej istnienia (mogłyby też z powodzeniem obejść się bez niej). Obecność tych branż wpływa na TFI poprawiając warunki, w jakich działają, ułatwiając im działanie, umożliwia ekspansję na nowe rynki itp. Wpływ branż wspierających może wpływać na towarzystwa na różnych obszarach:

- agencje marketingowe – zbiorcze pojęcie odnoszące się do wszystkich podmiotów specjalizujących się w promowaniu produktów lub instytucji, które je oferują. Występowanie agencji może korzystnie wpływać na promocję – wewnętrzną determinantę konkurencyjności TFI. Ich działalność polega na zaproponowaniu i zrealizowaniu działań mających w określonym czasie, przy określonych nakładach przynieść spodziewane rezultaty w obszarze promocji (podniesienie rozpoznawalności marki, wypromowanie nowego produktu itp.). Agencje marketingowe mogą być z powodzeniem (niekiedy są) zastępowane wewnętrznymi działami TFI. Zakres i specyfika wiedzy niezbędnej do odniesienia sukcesu na tym polu powodują, że nawet największe TFI niekiedy korzystają z usług zewnętrznych podmiotów szczególnie w obliczu nietypowych zadań (organizacje koncertów, happeningów itp.).
- media – szeroko rozumiany nośnik informacji (telewizja, prasa, Internet). Umożliwiają sprawne dotarcie z informacją do szerokiego grona odbiorców. Mogą być wykorzystywane przez TFI bezpośrednio lub za pomocą agencji marketingowych.
- podmioty świadczące usługi doradcze – najczęściej będą wykorzystywane w roli kanałów dystrybucji, jednak ich rola może być znacznie szersza. Są kanałem przepływu informacji z rynku do TFI i z TFI na rynek, kształtują nawyki konsumentów, pełnią rolę edukacyjną. Dla poszczególnych towarzystw funduszy inwestycyjnych mają wartość głównie ze względu na wymierne korzyści wynikające z umożliwienia pozyskiwania nowych klientów, jednak ich znaczenie dla branży jest znacznie szersze.
- uczelnie – kuźnie kadr i przyszłych klientów. Z jednej strony są dla towarzystw funduszy inwestycyjnych cennym partnerem, ze względu na możliwość docierania do najzdolniejszych przyszłych pracowników przed konkurencją, z drugiej, kształtują nawyki młodzieży – planowanie finansowe, konieczność kumulowania kapitału itp. Współpraca TFI i uczelni odbywa się na wielu obszarach – towarzystwa organizują konkursy (nagrody to najczęściej jednostki uczestnictwa lub starze), współuczestniczą

w konferencjach (prelekcje, spotkania z ekspertami), wspierają publikacje. Wszystkie te działania mają przysporzyć podmiotom popularności wśród przyszłych klientów lub zwerbować zdolnych pracowników.

#### 3.3.4. Komplementarność czy substytucyjność

Każdy oszczędzający świadomie lub intuicyjnie dąży do możliwie pełnego zaspokojenia potrzeb, które skłoniły go do oszczędzania. J.M. Keynes wskazał kilka podstawowych motywów oszczędzania, do których zaliczył między innymi chęć zwiększania dobrobytu, przedsiębiorczość, skąpstwo, chęć pozostawienia spadku, przezorność, ostrożność...<sup>203</sup>

Potrzeby skłaniające do oszczędzania można podzielić na trzy podstawowe kategorie, grupujące motywy zaproponowane przez Keynesa:

- chęć utrzymania kapitału na pokrycie przyszłych wydatków,
- spekulowanie kapitałem – wykorzystanie oszczędności do generowania nowych środków,
- zabezpieczenie na przyszłość<sup>204</sup>.

Substytucyjność ma miejsce wtedy, gdy jeden produkt można zastąpić innym umożliwiającym osiągnięcie tego samego celu. Wymienione przez Keynesa podstawowe motywy oszczędzania można przyjąć za punkt wyjścia dla zbudowania kompletnego katalogu kluczowych cech produktów. Zaliczą się do nich:

- kumulacja kapitału,
- wysoka oczekiwana stopa zysku,
- pewność wypłaty określonej kwoty (przewidywalność),
- zabezpieczenie przed niespodziewanymi zdarzeniami,
- efektywność kosztowa,
- transparentność (zrozumiałość),
- prestiż (innovacyjność).

Przedstawiony poniżej wykres ilustruje skalę substytucyjności poszczególnych produktów. Taka mapa może posłużyć do zbudowania efektywnego koszyka zgodnego z oczekiwaniami zainteresowanego<sup>205</sup>.

<sup>203</sup> Keynes J.M. „Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza”, PWN, 1985, por. rozdział 2.1.2.

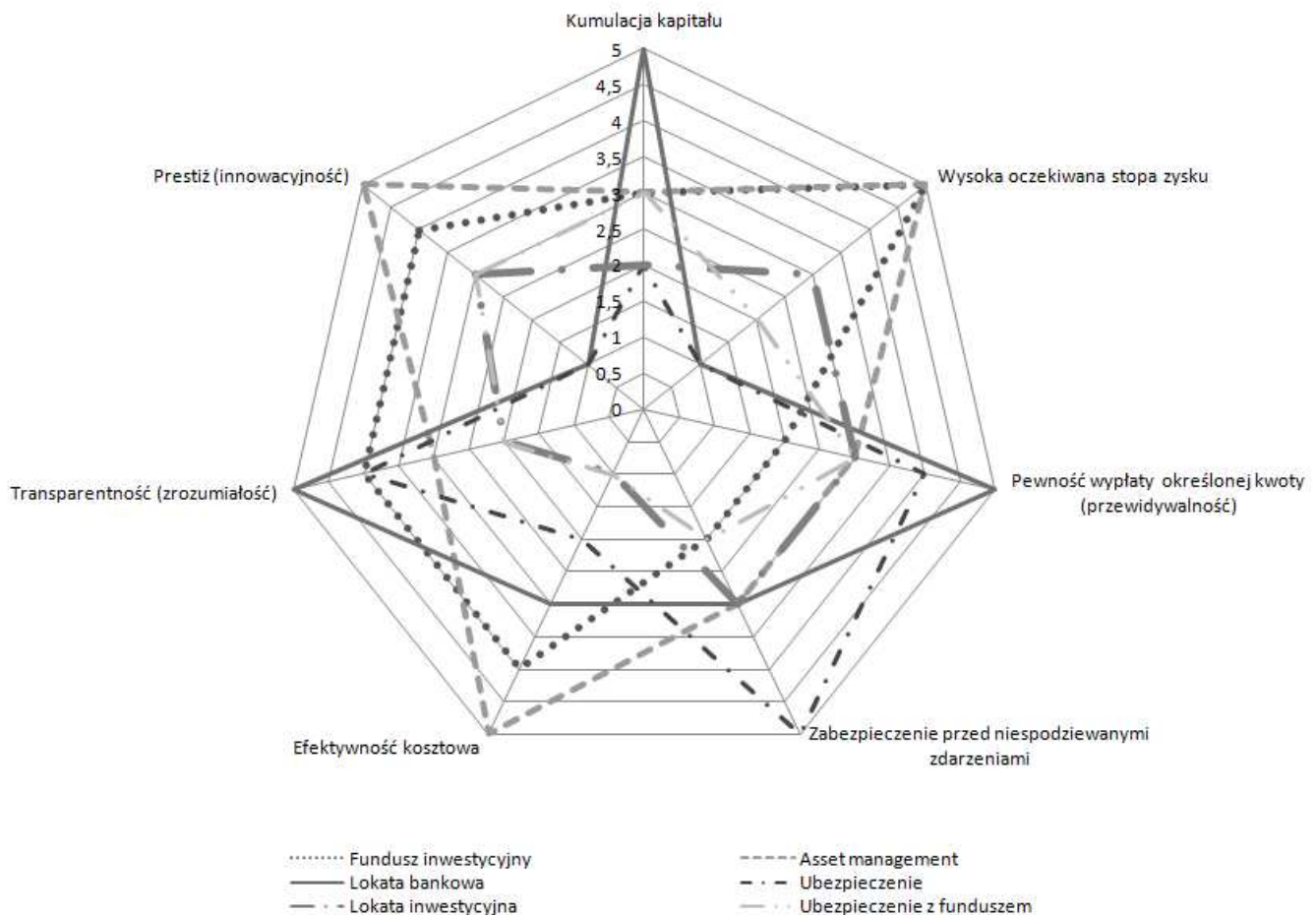
<sup>204</sup> Liberda B. „Zrozumieć oszczędzanie”, VII Kongres Ekonomistów Polskich, 01.2001.



Jakie wnioski można wyciągnąć z zestawienia przedstawionego na wykresie 24?

- formy hybrydowe (lokata lub ubezpieczenie z funduszem są nieefektywne kosztowo,
- prosta lokata bankowa ma czytelne zalety, takie jak zrozumiałość, pewność wypłaty i zapewnienie efektywnego kumulowania kapitału<sup>206</sup>,
- ubezpieczenia nie powinno się traktować jako inwestycji,
- zarządzanie aktywami ma rozmaite zastosowania,
- prosty fundusz jest wyraźnie lepszy od form złożonych, jednak jest mniej efektywny od zarządzania aktywami<sup>207</sup>.

**Wykres 24:** Mapa cech produktów pozornie substytucyjnych



Źródło: opracowanie własne<sup>208</sup>

<sup>205</sup> Sformalizowane podejście do budowania efektywnych portfeli inwestycyjnych przedstawił Luenberger D.G. „Teoria inwestycji finansowych”, PWN, Warszawa 2003.

<sup>206</sup> Por. Grzegorzczak W. „Strategie marketingowe banków”, PWN, Warszawa 1996.

<sup>207</sup> Por. Gawrzyła P. „Wedle stawu grobla, czyli jak sobie pościelisz, tak się wyśpisz”, Essence, 02.2008.

<sup>208</sup> Zestawienie może wywoływać kontrowersje. Do przedstawienia cech wspólnych produktów niezbędne były uogólnienia i uśrednienia eliminujące rozwiązania odbiegające od „standardu”. Oznacza to, że można znaleźć przykłady rozwiązań w danych kategoriach, których wykresy byłyby różne od wykresu zbiorczego.

Z dostępnych rozwiązań można zbudować koszyk zapewniający spełnienie wszystkich kryteriów – zachodzi faktyczna komplementarność, a więc uzupełnienie wzajemnych niedostatków.

W efektywnym koszyku oszczędności znaleźć można elementy odpowiadające za zaspokojenie wszystkich kategorii wymienionych powyżej. Alokacja może być różna i zależy od preferencji oszczędzającego. Przyjąć zatem można, że:

- aby koszyk oszczędności był optymalny, musi być złożony z trzech elementów:
  - gwarantującego bezpieczeństwo kapitału,
  - przynoszącego zysk,
  - zabezpieczającego.
- w przypadku wszystkich form oszczędzania da się wyróżnić dominujący element, decydujący o tym, w zaspokajaniu której z potrzeb dana forma się specjalizuje,
- poszczególne formy oszczędzania konkurują ze sobą tylko w takim zakresie, w jakim zaspokajają te same potrzeby.

Oznacza to, że fundusze inwestycyjne, lokaty bankowe, ubezpieczenia i formy pochodne konkurują ze sobą w bardzo ograniczonym zakresie, gdyż celują w inne potrzeby klientów. W znacznie większym stopniu uzupełniają się przy optymalizowaniu koszyka oszczędności – są produktami komplementarnymi.

Teoria Markovitza, wspomniana wcześniej w kontekście dywersyfikacji na poziomie poszczególnych instrumentów, znajduje zastosowanie również przy analizowaniu portfela narzędzi. Jej zastosowanie powoduje, że zasadne jest umieszczenie w koszyku kilku produktów. Efektem niepożądanym rozproszenia kapitału może być zmniejszenie siły negocjacyjnej – ulokowanie znacznych aktywów w jednym produkcie może umożliwić wynegocjowanie lepszych warunków finansowych niż podzielenie kwoty pozostającej do dyspozycji na kilka części i inwestowanie każdej oddzielnie. Nie można wskazać rozwiązania jednoznacznie lepszego – indywidualne cechy inwestora, wagi, które przykłada do poszczególnych aspektów inwestowania będą przesuwają go między rozwiązaniami skrajnymi: brakiem dywersyfikacji a dywersyfikacją przesadzoną<sup>209</sup>.

---

<sup>209</sup> Zjawisko dywersyfikacji przesadzonej jest dość powszechne. Inwestor dysponując ograniczoną kwotą, chce „spróbować” różnych rozwiązań lub zorganizować wyścig – swoiste zawody między produktami będącymi bardzo bliskimi substytutami. Najczęściej takie podejście odbija się negatywnie na osiągniętych wynikach, a dobór silnie skorelowanych rozwiązań nie daje pożądanego efektu – nie zmniejsza ryzyka.

### 3.4. Podsumowanie rozdziału

Do skonstruowania rozdziału trzeciego wykorzystany został podział zewnętrznych determinant konkurencyjności przedstawiony przez M. Portera. Rozbicie na warunki czynnikowe, popytowe i wpływ branż pokrewnych i wspierających został uszczegółowiony, dzięki czemu możliwe stało się spójne i uporządkowane przedstawienie i scharakteryzowanie egzogenicznych determinant konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych.

W ramach warunków czynnikowych wyodrębniono:

- otoczenie prawne, które wpływa na większość aspektów funkcjonowania TFI, nakładając na przedsiębiorstwa istotne ograniczenia oraz definiując ramy, w których podmioty te mogą się poruszać,
- stan infrastruktury rynkowej, niezwykle istotny dla funkcjonowania i rozwoju poszczególnych TFI i całej branży,
- dostęp do wykwalifikowanych pracowników, który w branży TFI ma szczególnie duże znaczenie dla poszczególnych podmiotów,
- globalizacja, która ma bardzo rozległy wpływ na cały rynek towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Wyodrębnienie warunków popytowych umożliwiło wskazanie na znaczenie, jakie dla TFI mają klienci. Ich status, poziom wiedzy, oczekiwania, gusty wpływają na wielkość rynku, jednak muszą być uwzględniane również przez poszczególne towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W tej części rozdziału przedstawiono również zmiany społeczne, które umożliwiły wykształcenie się i rozwój branży TFI.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych na wielu płaszczyznach pozostają pod wpływem branż pokrewnych i wspierających. Rozwój bankowości i ubezpieczeń umożliwił pojawienie się TFI. Teraz podmioty z tych branż są istotnymi partnerami dla towarzystw funduszy inwestycyjnych zarówno jako kanały dystrybucji, oferenci łączonych produktów (nie zawsze lokata i fundusz muszą ze sobą konkurować), czy pośrednicy w kontaktach z klientami. Dynamiczny rozwój branży TFI sprzyja z kolei pojawianiu się nowych branż wspierających.

## Rozdział 4

### Endogeniczne determinanty konkurencyjności TFI

Prezentowany w rozprawie podział na egzo- i endogeniczne determinanty konkurencyjności TFI jest jednym z możliwych sposobów klasyfikowania czynników, które wpływają na zdolność podmiotów do radzenia sobie w otoczeniu rynkowym. Prostota i potwierdzona obserwacjami adekwatność takiego podziału przemawia za jego zastosowaniem. Umożliwia on czytelne wyodrębnienie elementów wpływających na TFI z zewnątrz (scharakteryzowanych w poprzednim rozdziale) oraz tych, które mogą być kształtowane przez poszczególne podmioty.

Największy wpływ na sukces bądź porażkę w zakresie dowolnej działalności ma w znakomitej większości przypadków podmiot tę działalność wykonujący. To stwierdzenie z powodzeniem znajduje zastosowanie w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych. Choć czynniki opisane w rozdziale trzecim wyznaczają granice działalności, to, jak będzie ona prowadzona, zależy od danego TFI. Kluczowego znaczenia nabiera zidentyfikowanie dostępnych narzędzi tak, aby wykorzystać je w optymalny sposób. Rozdział czwarty przybliży endogeniczne determinanty konkurencyjności – te elementy, które TFI mogą kształtować niemal dowolnie.

Kolejność charakteryzowania czynników stanowi uzupełnienie jednej z hipotez badawczych – przedstawia wynikającą z analizy branży „hierarchię istotności” poszczególnych determinant – segreguje je względem znaczenia, jakie mają dla odniesienia przez TFI rynkowego sukcesu stawiając na pierwszym miejscu dystrybucję.

Główną metodą badawczą stosowaną w rozdziale czwartym rozprawy jest dedukcja, jednak pomocniczo wykorzystywana jest również indukcja. Obserwacja zachowań pojedynczych podmiotów ułatwiała wyciągnięcie wniosków o charakterze normatywnym. Oczywiście dla nakreślenia pełniejszego obrazu badanych zjawisk zostały one opisane i wyjaśnione tak, aby możliwe było prześledzenie toku rozumowania autora.

Odbiór wyводу zależeć będzie zatem w znacznej mierze od nastawienia czytelnika – przedstawione wnioski i spostrzeżenia można traktować jedynie jako próbę nazwania i opisanie zachodzących zjawisk lub, co było intencją autora, potraktować je jako zbiór wskazówek umożliwiających zainteresowanym bardziej efektywne zarządzanie determinantami konkurencyjności.

## 4.1. Dystrybucja

Dla każdej działalności gospodarcze duże znaczenie ma skuteczne dotarcie z ofertą do potencjalnych klientów. W zależności od branży, charakteru produktu/usługi, skali działalności, typu klientów itp. znaczenie sieci dystrybucji może być większe lub mniejsze.

Dystrybucja to zorientowana na osiągnięcie zysku działalność obejmująca planowanie, realizację i kontrolę fizycznego przepływu [...] finalnych produktów z miejsca pochodzenia (produkcji) do miejsca ich zbycia<sup>210</sup>. Zaproponowane przez Kotlera definicja dystrybucji skłania do refleksji nad zadaniami stojącymi przed kanałami dystrybucji. Ph. Kotler w swojej książce „Marketing...” podejmuje próbę specyfikacji głównych działań związanych z dystrybucją, jednakże zaproponowany model nie przystaje do specyfiki produktów oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych<sup>211</sup>.

Podstawowe zadania sieci dystrybucji funduszy inwestycyjnych to:

- oferowanie produktów nowym klientom,
- przekazywanie informacji o produktach klientom i potencjalnym klientom,
- pełnienie funkcji doradczych,
- plasowanie nowych produktów na rynku,
- pośredniczenie w przekazywaniu komunikatów TFI-klient i klient-TFI,
- zbieranie informacji z rynku.

Dla towarzystw funduszy inwestycyjnych dystrybucja jest głównym czynnikiem determinującym osiągnięcie sukcesu – realizację zamierzonych celów. W tym zakresie fundusz inwestycyjny adresowany do szerokiego odbiorcy niewiele różni się od dóbr konsumpcyjnych – z definicji produkt, który będzie łatwiej dostępny ma większe szanse trafić do klienta niż jego lepszy odpowiednik (kryterium zaspakajania potrzeb, ceny, atrakcyjności)<sup>212</sup>. Specyficzne cechy funduszy inwestycyjnych uwypuklają jeszcze tę prawidłowość. Złożony system określania ceny (opisany w dalszej części pracy) zmniejsza znaczenie tego czynnika w procesie decyzyjnym klienta. Jakość produktu najczęściej utożsamiana jest z historycznymi wynikami, jak mówi anglosaskie powiedzenie, „yesterday is history, tomorrow is mystery” – rezultaty osiągnięte w przeszłości są jedynie dowodem kompetencji osób, które je osiągnęły i nie mogą być traktowane jak prognoza przyszłych stóp

<sup>210</sup> Kotler Ph. „Marketing – analiza, wdrażanie i kontrola”, Gebethner & Ska, Warszawa 1994.

<sup>211</sup> Kotler pisze o zagadnieniach związanych z dystrybucją fizycznych dóbr produkowanych przez przedsiębiorstwa. W przypadku TFI oferowany produkt znacznie odbiega od produktu w rozumieniu Kotlera, co uniemożliwia literalne traktowanie jego rozważań.

<sup>212</sup> Por. Matthias S. „Educated investors define the distribution”, Euro Fund, 02.2004.

zwrotu. W takiej sytuacji klient szukający rozwiązania, które będzie mogło zaspokoić jego potrzeby wybierze to, które:

- jako pierwsze będzie spełniało jego wymogi,
- zostanie mu zarekomendowane,
- będzie rozwiązaniem najpopularniejszym.

Trzeźwa analiza wymienionych powyżej warunków nieuchronnie prowadzi do konkluzji, że we wszystkich przypadkach pośrednią lub bezpośrednią rolę odgrywa sieć dystrybucji. Wprowadzenie danego produktu do możliwie dużej liczby punktów sprzedaży zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia pierwszego warunku.

Również drugi warunek pozostaje w strefie wpływów dystrybucji. Można wyróżnić trzy źródła rekomendacji:

- znajomi – prawdopodobieństwo spotkania się klienta z rekomendacją dla danego produktu jest tym większe, im produkt jest bardziej popularny na rynku,
- media – jeśli przekaz jest sterowany to rekomendacja jest w praktyce reklamą, jeśli jest spontaniczny, to odnosi taki skutek, jak rekomendacja od znajomych,
- autorytet – najczęściej w roli autorytetu występuje „niezależny” doradca, który jest jednocześnie dystrybutorem rekomendowanych usług. W tej sytuacji cudzysłów jest jak najbardziej uzasadniony – rekomendacja będzie pochodną potrzeby klienta i prowizji pobieranej przez dystrybutora przy sprzedaży danego rozwiązania<sup>213</sup>.

Warto odnotować, że aż trzy z pięciu funkcji dystrybucji wskazanych przez Kotlera odnoszą się do szeroko rozumianych rekomendacji (funkcje doradcze, plasowanie produktu, przekazywanie komunikatów z TFI). Najpopularniejsze rozwiązania muszą być wygodne, czyli również łatwo dostępne. Efekt „wszyscy inwestują w Arce” został osiągnięty przez BZ WBK (właściciela Arka TFI) w równej mierze dzięki skutecznej promocji, jak i rozbudowanej sieci dystrybucji (placówki banku).

Należy jeszcze zwrócić uwagę na następujący mechanizm: uprzywilejowanie TFI w zakresie sieci dystrybucji zwiększa jego zdolność do pozyskiwania aktywów, co przekłada się bezpośrednio na większe przychody. To z kolei oznacza, że TFI może więcej środków przeznaczyć na promocję i rozbudowę sieci dystrybucji. Bez wahania można stwierdzić, że sprawna sieć dystrybucji jest najważniejszą z determinant konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych<sup>214</sup>.

---

<sup>213</sup> Por. Rogala M. „Fundamenty sprzedaży funduszy inwestycyjnych i polis unit-linked”, Fundamenty sprzedaży, Zeszyt 1, 11-12.2007.

<sup>214</sup> Por. rozdział 4.6.2.

#### 4.1.1. Formy dystrybucji

W przypadku produktów fizycznych można sobie z łatwością wyobrazić długi łańcuch pośredników, hurtowników, detalistów itp. budujących łańcuch dystrybucji. W przypadku produktów inwestycyjnych mamy do czynienia raczej z usługą (zarządzania kapitałem) niż fizycznym produktem, dlatego też zaobserwować można tendencję do skracania kanałów dystrybucji. W praktyce mamy do czynienia z dwoma modelami<sup>215</sup>:

- TFI  $\longrightarrow$  klient
- TFI  $\longrightarrow$  dystrybutor zewnętrzny  $\longrightarrow$  klient

Oczywiście stosuje się również kombinację obu sposobów dotarcia do klienta tak, aby stworzyć możliwie efektywną sieć dystrybucji.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych występuje głównie w roli „producenta” usługi, jednak zbudowanie własnej sieci dystrybucji lub przejęcie kontroli nad już istniejącą daje szereg korzyści:

- pozostawienie we własnych strukturach całości opłat pobieranych od klienta,
- usprawnienie kontaktu z klientem (łatwość przekazywania komunikatów i zbierania informacji zwrotnej,
- ułatwienie zarządzania strukturą aktywów (zarówno istniejącą, jak i strumieniem nowych środków)<sup>216</sup>,
- możliwość realizowania dodatkowych źródeł przychodów (wynagrodzenie za dystrybucję innych produktów).

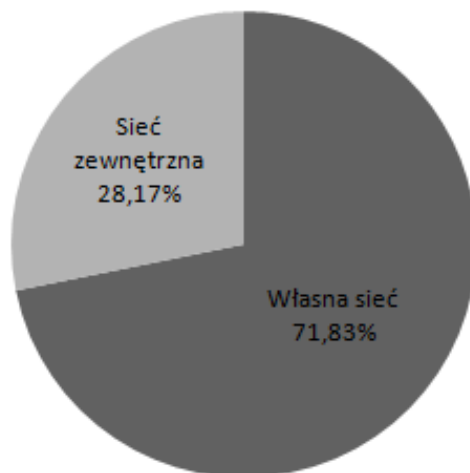
Skalę przewagi konkurencyjnej, którą może zbudować TFI posiadające dostęp do własnej rozbudowanej sieci dystrybucji obrazuje poniższy wykres, na którym przedstawiono przewagę (udział w rynku mierzony poziomami aktywów) towarzystw funduszy inwestycyjnych z dostępem do własnej sieci dystrybucji<sup>217</sup>.

<sup>215</sup> Można wyobrazić sobie bardziej skomplikowany łańcuch powiązań, jednak należą one do rzadkości. Jeśli TFI oferuje fundusz jako część bardziej złożonego produktu (np. inwestycyjnego ubezpieczenia na życie), łańcuch powiązań będzie taki: TFI  $\rightarrow$  ubezpieczyciel  $\rightarrow$  dystrybutor  $\rightarrow$  klient.

<sup>216</sup> Zagadnienie zarządzania strukturą aktywów omówiono w podrozdziale 4.3.2. poświęconym zastosowaniu polityki cenowej.

<sup>217</sup> W tych kategoriach można również analizować wykres 31.

**Wykres 25:** Udział w rynku w zależności od dostępu do sieci dystrybucji



Źródło: opracowanie własne

Jeśli złożymy efekty możliwe dzięki posiadaniu własnej sieci dystrybucji, okazuje się, że jest ona najważniejszym elementem budowania pozycji konkurencyjnej TFI w zakresie:

- poziomu AUM,
- rentowności wypracowywanej na zarządzanych aktywach,
- przychodów z opłat pobieranych od klientów,
- zdolności do plasowania nowych produktów.

Oczywiście kluczowe będzie wykorzystanie sieci dystrybucji do zbierania z rynku większych aktywów oraz bardziej efektywnego zarządzania ich strukturą, jednak warto odnotować również jej rolę dystrybucji w:

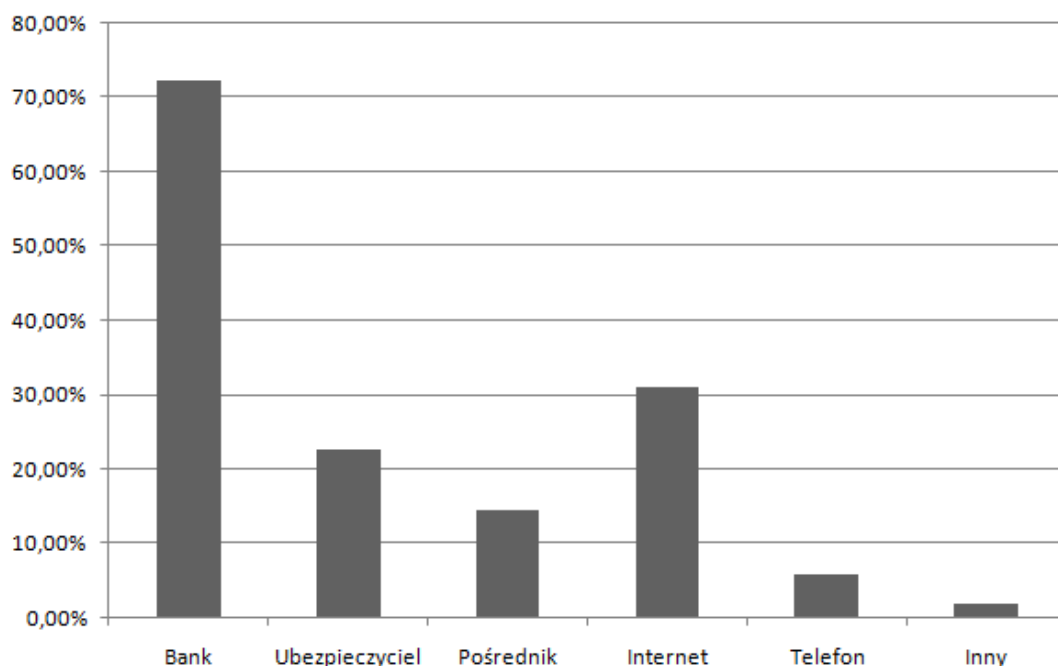
- budowaniu rozpoznawalności marki,
- kreowaniu wizerunku TFI,
- komunikacji z rynkiem.

#### 4.1.2. Kanały dystrybucji

Czym zatem jest sieć dystrybucji? Jest zbiorem kanałów, którymi produkt/usługa trafia do finalnego odbiorcy.



**Wykres 26:** Kanały dystrybucji wybierane przez klientów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Badanie wizerunku i efektów działań reklamowych”, ARC Rynek i Opinia na zlecenie Skarbiec TFI, 2007/2008<sup>218</sup>

#### 4.1.2.1. Banki

Tradycyjne nawyki w zakresie oszczędzania, długoletni monopol banków na oferowanie rozwiązań inwestycyjnych oraz rosnąca liczba placówek bankowych powodują, że banki są największym dystrybutorem jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na polskim rynku.

Istotny jest jeszcze inny element – największe TFI działają w ramach dużych grup bankowych (lub bankowo-ubezpieczeniowych). W takim przypadku naturalnym kanałem dystrybucji produktów oferowanych przez TFI jest powiązany kapitałowo bank. Z punktu widzenia grupy rozszerza to spektrum produktów, w ramach których przeprowadzane jest zarządzanie strukturą aktywów. Klient przerzucany jest nie tylko między funduszami – ofertę rozszerzają lokaty bankowe, niekiedy ubezpieczenia lub bardziej złożone produkty typu lokata z funduszem lub ubezpieczenie inwestycyjne. Spośród dziesięciu największych towarzystw funduszy inwestycyjnych na polskim rynku osiem ma za sobą grupę bankową.

<sup>218</sup> Polskie kanały dystrybucji są identyczne jak na rynkach z dłuższym doświadczeniem w zakresie funduszy inwestycyjnych. Te same podmioty pośredniczące w obrocie jednostkami uczestnictwa wymieniał Rutishauer C. w wykładzie „Distributionspolitik” wygłoszonym 15.01.2001 w Zurichu.

Jak pokazuje wykres 25, aktywa zgromadzone przez TFI związane z bankami (to w praktyce oznacza „własną sieć”) stanowią ponad 70% całych aktywów na rynku!

Fakt, że bank jest strategicznie związany z konkretnym TFI, nie wyklucza otwarcia lub częściowego otwarcia na współpracę z innym podmiotem. Dostęp do dużej sieci dystrybucji, nawet jeśli byłby on ograniczony, jest pożądanym z punktu widzenia TFI, a bank może być zainteresowany uzupełnieniem produktów o takie, których nie ma w ofercie partnera strategicznego<sup>219</sup>.

Podobnie jak nie wszystkie TFI mają za sobą bank, tak nie wszystkie banki są trwale związane z TFI. W takim przypadku okienko bankowe może być punktem sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy oferowanych przez jedno lub kilka TFI. Decyzja o zawarciu umowy dystrybucyjnej z danym podmiotem, podobnie jak warunki współpracy (finansowe i pozafinansowe), zależy będzie wyłącznie od polityki banku.

Niektóre banki wykorzystują szeroką gamę oferowanych produktów inwestycyjnych jako jeden z elementów wyróżniających je spośród konkurencji. Dobrym przykładem jest „supermarket funduszy inwestycyjnych”, do którego mają dostęp klienci mBanku. Bank ten zdecydował się na udostępnienie swoim klientom kilkudziesięciu produktów z oferty kilku TFI.

#### 4.1.2.2. Niezależni doradcy finansowi

Ten kanał dystrybucji jest istotny szczególnie dla TFI, które nie są związane z bankami. Działalność niezależnych doradców finansowych (od angielskiego independent financial advisor) rozwinęła się wraz z rozrastaniem się palety dostępnych rozwiązań. Sam pomysł jest mało skomplikowany – polega na znalezieniu klientów zainteresowanych nabyciem produktów oferowanych przez danego doradcę. W większości przypadków klient bezpośrednio nie płaci za doradztwo. Działalność doradców finansowa jest z opłat pobieranych przez podmiot, którego produkty są sprzedawane<sup>220</sup>.

W Polsce źródeł działalności doradców finansowych należy szukać w latach dziewięćdziesiątych – w okresie boomu ubezpieczeniowego. Pośrednictwo w zakresie wyszukiwania klientów na polisy (szczególnie ubezpieczenia na życie) było wygodnym sposobem na życie – przy odpowiednim portfelu klientów umożliwiało realizowanie godnych zysków. Od 1999 i reformy emerytalnej powszechne towarzystwa emerytalne pompowały

<sup>219</sup> Rzadsze są przypadki wpuśczenia do sieci produktów substytucyjnych w stosunku do oferowanych przez TFI, z którym bank jest powiązany. Zagadnienie otwierania sieci dystrybucji omówiono w podrozdziale 4.1.3.

<sup>220</sup> Kontrowersje związane z oczywistym konfliktem interesów między doradcami a klientami doprowadziły do szeregu inicjatyw (również oddolnych) zmierzających do zmniejszenia jego wpływu na rzetelność doradztwa. Przykładem może być uchwalona 13.11.2008 w Antwerpii Declaration on a European Financial Advisor Qualification – załącznik 3.

ogromne masy pieniędzy w pozyskiwanie nowych członków. Klienci, którzy wcześniej byli zainteresowani ubezpieczeniami, stanowili doskonały punkt wyjścia dla pośredników, a dodatkowym źródłem dochodu mogło być przenoszenie klientów między OFE, co umożliwiało pobieranie prowizji kolejno od kilku podmiotów. W miarę, jak malała cena, jaką PTE były gotowe płacić, pośrednicy szukali alternatywnych źródeł przychodów. Ich oferta rozszerzyła się do obecnego poziomu (kredyty, ubezpieczenia, rozwiązania inwestycyjne).

Kolejnym zjawiskiem, które można obserwować na przestrzeni lat jest profesjonalizacja działalności prowadzonej przez doradców finansowych – inwestycja w lokalizacje, marki, szkolenia, rozwój kadr. Końcowym efektem tego procesu jest powstanie takich podmiotów jak Open Finance, Expander itp. wyspecjalizowanych w zaspakajaniu finansowych potrzeb klientów. Ze względu na skalę działalności tego typu podmiotów mogą one być cennym źródłem pozyskiwania klientów zainteresowanych inwestowaniem w produkty oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Na drugim biegunie są niewielkie podmioty specjalizujące się w kontaktach z zamożnymi klientami. Działają najczęściej lokalnie, ale dobre rozpoznanie rynku i dostęp do znacznych sum aktywów powodują, że TFI chętnie współpracują również z tego typu podmiotami.

#### 4.1.2.3. Sieć własna

Posiadanie własnej sieci sprzedaży daje towarzystwu funduszy inwestycyjnych szereg korzyści:

- możliwość zarządzania strumieniem aktywów,
- dobre rozpoznanie rynku,
- przeniesienie działalności z poziomu centralnego na lokalny,
- możliwość generowania przychodów dzięki dystrybucji produktów komplementarnych.

Barierą dla popularyzacji tej formy dystrybucji są jej wysokie koszty. Żeby osiągnąć satysfakcjonującą skalę działalności, niezbędne jest poniesienie znacznych nakładów na zatrudnienie i przeszkolenie kadr, wyposażenie ich w narzędzia niezbędne do sprzedaży, organizację placówek. Nawet przy znacznym zaangażowaniu kapitałowym nie ma gwarancji sukcesu. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest fakt, że sieć podlegająca konkretnemu TFI będzie postrzegana jako „zależna” (w przeciwieństwie do „niezależnych” sieci doradców finansowych), a przez to mniej wiarygodna. W takiej sytuacji nawet wprowadzenie do oferty konkurencyjnych produktów może nie poprawić sytuacji.

Formą pośrednią między tworzeniem sieci a zaniechaniem takiego przedsięwzięcia, jest ustanowienie przedstawicielstw regionalnych. Takie rozwiązanie umożliwia istotne ograniczenie ponoszonych kosztów przez oddelegowanie kilku kilkunastu osób (dyrektorów regionalnych/przedstawicieli) odpowiedzialnych za dystrybucję we wskazanym regionie. Dzięki temu możliwe jest utrzymanie ograniczonego potencjału sprzedażowego w ramach TFI (możliwość bezpośredniego „atakowania” wybranych klientów), ułatwienie klientom kontaktu z TFI, dobre rozpoznanie rynku, a dzięki rozszerzeniu działalności takich przedstawicieli o kontrolę nad terenowymi oddziałami zewnętrznych dystrybutorów poprawa zdolności TFI do komunikowania się z siecią dystrybucji.

#### 4.1.2.4. Platformy internetowe

Ten kanał dystrybucji zasługuje na wyodrębnienie ze względu na jego rosnącą popularność. Większość zastosowań Internetu w dystrybucji produktów oferowanych przez TFI daje się przypisać do któregoś z wymienionych wcześniej kanałów, jednak fakt, że daną platformą zarządza konkretny podmiot, ma niewielki wpływ na wybór dokonywany przez klienta powoduje, że Internet należy rozpatrywać w oderwaniu od „fizycznej” działalności podmiotu.

Internet wymusza uproszczenie i ujednoczenie ofert prezentowanych na jednej platformie. To z kolei ułatwia ich porównywanie. Klient zainteresowany zainwestowaniem środków ma „pod palcem” zdecydowaną większość dostępnych rozwiązań. W większości przypadków zdalne nabycie jednostek jest zwolnione z opłaty manipulacyjnej. Zestawienie tych faktów sprawia, że dla świadomego klienta Internet jest najbardziej efektywną formą inwestowania w produkty oferowane przez TFI i to bez względu na charakter platformy. Można wyróżnić trzy typy platform odpowiadające standardowym kanałom dystrybucji:

- bankowe – mogą być uzupełnieniem banków dysponujących siecią placówek (tak jest w przypadku MultiBanku), mogą być oddzielną linią biznesową (jak Inteligo dla PKO/Credit Suisse) lub stanowić samoistną platformę (jak mBank<sup>221</sup>),
- niezależne – ciekawa i niezagospodarowana nisza. Internet oferuje wiele portali doradczo informacyjnych poświęconych inwestowaniu, jednak nawet strony doradców finansowych jak Open Finance nie dają możliwości sfinalizowania zakupu on-line. Główną przeszkodą jest umożliwienie klientom dokonania płatności za pomocą

---

<sup>221</sup> Pomimo, że mBank i MultiBank należą do grupy BRE Banku, stanowią niezależne linie biznesowe adresowane do klientów detalicznych.

portalu. Należy założyć, że zważywszy na relatywnie niskie koszty stałe związane z tego typu platformą nisza zostanie szybko zagospodarowana,

- portale TFI – to one najczęściej zaspakajają popyt internautów zachęconych przez niezależne witryny. Dlatego też towarzystwa coraz częściej reorganizują portale, aby maksymalnie ułatwić proces nabywania jednostek, a nie wyłącznie dostarczać informacji o firmie i oferowanych produktach.

#### 4.1.2.5. Inne podmioty

Zasady dystrybucji jednostek uczestnictwa regulują szczegółowe przepisy prawne<sup>222</sup>. W ich ramach możliwe jest pojawienie się podmiotów, które trudno zakwalifikować do którejś z powyższych kategorii.

Za przykład niech posłużą polisy połączone z funduszami. Klient zawiera umowę ubezpieczenia, a część (czasem nawet całość<sup>223</sup>) składki jest inwestowana w fundusze inwestycyjne wybrane (przez towarzystwo ubezpieczeniowe lub klienta). W tej sytuacji aktywa trafiają do TFI dzięki działaniom ubezpieczyciela (oczywiście może on skorzystać ze swoich kanałów dystrybucji).

#### 4.1.3. Problem otwartej/zamkniętej architektury

Od lat w Polsce i na świecie toczy się debata na temat wyższości struktur sprzedażowych oferujących produkty kilku podmiotów nad takimi, które zakładają dystrybucję produktów wyłącznie jednego TFI. Dyskusja ta ma charakter międzynarodowy i dotyczy zarówno towarzystw funduszy inwestycyjnych powiązanych właścicielsko z dużymi sieciami sprzedaży (bankami detalicznymi), jak i tych TFI, które swoje funkcjonowanie uzależniają od zewnętrznej sieci dystrybucji. W Polsce w przyspieszonym tempie obserwować można międzynarodowe trendy z ostatnich 20-30 lat<sup>224</sup>.

Na pierwszym etapie boom na produkty inwestycyjne skłonił banki powiązane kapitałowo z towarzystwami funduszy inwestycyjnych do zoptymalizowania środków wypracowywanych na aktywach zgromadzonych przez grupę. Świadomie rozpoczęto proces przekierowania środków zgromadzonych na depozytach do funduszy inwestycyjnych, gdzie pobierane opłaty były znacznie wyższe.

---

<sup>222</sup> Por. rozdział 3.1.1.

<sup>223</sup> Wtedy platforma ubezpieczenia wykorzystywana jest jedynie do uniknięcia podatku od zysków kapitałowych.

<sup>224</sup> Por. Lach A. „Trzeba szukać partnera”, *Gazeta Bankowa*, 26.05.2003.

TFI niezwiązane z bankami (bez dostępu do dużej sieci detalicznej) mogły jedynie współpracować z zewnętrznymi pośrednikami finansowymi. Również przy tej metodzie dystrybucji powszechne było blokowanie konkurencji przez zawieranie umów zakładających wyłączność w oferowaniu produktów danego towarzystwa.

Pierwszą w Polsce instytucją, która oparła swój model działania na oferowaniu produktów kilku towarzystw funduszy inwestycyjnych bez uprzywilejowania któregokolwiek z nich był należący do BRE Banku mBank. Kontrowersyjność decyzji o otwarciu platform nazywanej „supermarketem funduszy” pogłębiał fakt, że BRE w swoich strukturach posiadało TFI – Skarbiec. mBank oferował fundusze Skarbiec TFI na takich zasadach, jak produkty innych towarzystw. Był to pierwszy tak wyraźny symptom zmiany w sposobie myślenia o dystrybucji jednostek uczestnictwa.

Wcześniej na rynku pojawiały się podmioty (niezależni doradcy finansowi), którzy oferowali produkty kilku towarzystw, jednak najczęściej były to produkty komplementarne – nie dostrzegano potrzeby zaoferowania klientowi możliwości wyboru spośród kilku funduszy z tej samej klasy oferowanych przez różne podmioty.

Sukces mBanku i popularność „supermarketu” istotnie przyspieszyły proces otwierania się kanałów dystrybucji na produkty konkurujących ze sobą towarzystw. Niezależnym doradcom finansowym takie podejście ułatwiło podkreślanie własnej niezależności, jednak niewiele spośród banków detalicznych zdecydowało się na pełne otwarcie. Te, które mają w swojej grupie TFI w najlepszym przypadku stosują architekturę sterowaną (guided architecture). Model ten polega na uzupełnianiu „własnej” oferty produktami kilku wyselekcjonowanych podmiotów, ale z wyraźnym uprzywilejowaniem własnych produktów. Uprzywilejowanie może przybierać różne formy:

- kolejność oferowania produktów przez sprzedawców,
- determinacja w oferowaniu (różnicowanie na poziomie motywowania sprzedawców),
- narzucenie planów sprzedażowych,
- uatrakcyjnienie własnych produktów w oczach klienta (system zniżek, promocji).

Banki bez związków z TFI najczęściej wybierają do współpracy kilka towarzystw oferując ich produkty na zbliżonych warunkach pozostawiając kwestie zachęcania klientów do nabycia konkretnych towarzystw samym zainteresowanym.

Występowanie zjawisk opisanych powyżej (zamkniętych lub sterowanych architektur) skutkuje zażartą walką między TFI o dostęp do największych sieci dystrybucji. Ofiarą pada

przede wszystkim klient – po pierwsze, nie może mieć gwarancji, że w danym miejscu otrzyma faktycznie produkt o najwyższej jakości (a nie ten, od którego sprzedawca otrzyma najwyższą prowizję), po drugie, opłaty pobierane przez fundusze są utrzymywane na wysokich poziomach, aby możliwe było atrakcyjne wynagradzanie dystrybutorów (określane najczęściej jako procent pobieranych przez TFI opłat).

Niewątpliwie pełne otwarcie wszystkich kanałów dystrybucji przyczyniłoby się do wzrostu znaczenia pozostałych czynników wpływających na pozycję rynkową danego towarzystwa. Brak realnych szans na taki rozwój rynku powoduje, że sieć dystrybucji była, jest i będzie kluczowym czynnikiem determinującym konkurencyjność TFI.

#### 4.1.4. Zarządzanie siecią dystrybucji

Skutkiem ubocznym otwarcia kanałów dystrybucji było wyrównanie (najczęściej w górę) stawek, które TFI płać dystrybutorom. Dla towarzystw było jasne, że jeśli konkurencja zapłaci więcej, dystrybutor znajdzie sposób przekonania klienta do nabycia tego produktu, którego sprzedaż będzie bardziej opłacalna. Mechanizm rynkowy dość szybko wyrównał stawki, co zaowocowało wyścigiem w zakresie niefinansowego wynagradzania dystrybutorów.

Normą stały się:

- rozmaite konkursy dla najbardziej efektywnych sprzedawców,
- regularne szkolenia produktowe i ogólnie finansowe,
- wyjazdy motywacyjno-szkoleniowe,
- wsparcie merytoryczne sprzedawców (help-desk),
- wszelkie praktyki zmierzające do zaskarżenia sobie życzliwości sprzedawców,
- dodatki – portale, ulotki, rekomendacje, komentarze itp.

Skala zjawiska wymusiła reakcję dystrybutorów – tracili oni kontrolę nad własnymi pracownikami. Swoboda w zakresie motywowania sprzedawców bezpośrednio przez TFI została mocno ograniczona, jednak samo zjawisko nie znikło i raczej nie zniknie.

W strukturach TFI korzystających z zewnętrznych sieci dystrybucji wyodrębnia się całe jednostki organizacyjne odpowiedzialne wyłącznie z kontakty z dystrybutorami. Ich główne zadania obejmują:

- wyszukanie podmiotów zainteresowanych dystrybucją produktów,
- ustalenie warunków współpracy,

- merytoryczne przygotowanie sprzedawców (prezentacja oferty, kontekst rynkowy),
- zaopatrzenie placówek w materiały niezbędne do dystrybucji (ulotki, formularze, druki itp.),
- wprowadzanie systemów motywacyjnych,
- podtrzymywanie relacji z dystrybutorami,
- zbieranie informacji z rynku.

W sprawnej realizacji wymienionych działań pomaga posiadanie struktur terenowych – własnej choćby szczątkowej, sieci dystrybucji.

W zakresie zarządzania siecią sprzedaży w uprzywilejowanej sytuacji są te podmioty, które mają dostęp do takich struktur w ramach grupy kapitałowej. Głównymi sposobami wpływania na strukturę i efektywność sprzedaży są:

- plany sprzedaży,
- systemy bonusowe,
- wprowadzanie zaleceń dotyczących sposobu (kolejności) oferowania produktów,
- konkursy efektywności,
- zezwalanie na promocje przygotowywane przez zewnętrzne podmioty (dotyczy otwartych sieci dystrybucji).

#### 4.1.5. Przykłady nieumiejętnego zarządzania siecią dystrybucji

Błędy w zakresie zarządzania siecią dystrybucji mogą dać efekt nie tylko w postaci obniżenia jej efektywności, ale utraty wiarygodności danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a nawet znacznego wypływu aktywów – mogą one być katastrofalne w skutkach. Przedstawiona poniżej lista zapewne nie wyczerpuje katalogu błędów, jednak komentuje te najczęściej popełniane.

##### 4.1.5.1. Przekierowanie aktywów do najbardziej rentownych produktów

Niezwykle kuszącym zastosowaniem sieci dystrybucji jest jej wykorzystanie do zarządzania strukturą aktywów. Na największą skalę zjawisko to występowało w przypadku kanałów dystrybucji kapitałowo powiązanych z TFI (grupy bankowo-inwestycyjne). Pierwszym krokiem było przesuwanie środków zgromadzonych w depozytach w kierunku funduszy bezpiecznych. Dawały one porównywalne stopy zwrotu z punktu widzenia klienta, jednak dla instytucji były bardziej atrakcyjne ze względu na wyższe opłaty. Na kolejnym



etapie klientom, którzy „oswoili” się z funduszami bezpiecznymi proponowano te, które realizowały wyższe stopy zwrotu dzięki udziałowi akcji (w okresie hossy 2002-2007 różnice w stopach zwrotu były ogromne). Klient, któremu wartość inwestycji przyrastała rocznie o kilkanaście i więcej procent był skłonny ponieść wyższe koszty (najczęściej nieskorelowane z wynikiem). Apogeum tego zjawiska można było zaobserwować w 2007 roku – zarówno nowym, jak i istniejącym klientom oferowano historycznie wysoko rentowne (i zarazem wysokomarżowe) produkty wyeksponowane na bardzo duże ryzyko – fundusze małych i średnich spółek. Banka pękła w lipcu 2007 roku, kiedy rozpoczęła się przecena walorów notowanych na GPW, a świat stanął przed groźbą potężnego kryzysu finansowego.

Gwałtowny spadek wartości zainwestowanych środków doprowadził do paniki wśród klientów – rozpoczęły się masowe wyprzedaże, które jeszcze pogorszyły sytuację. Mechanizm, który wywindował ceny spółek o niewielkiej kapitalizacji<sup>225</sup> zawiódł, kiedy trzeba było wyprzedać aktywa, aby wypłacić środki wycofywane przez klientów. W czasie wyprzedaży najwięcej aktywów straciły te TFI, które pozyskały ich najwięcej w ostatniej fazie wzrostów. Przykładem może być sytuacja BZ WBK i funduszy ARKA TFI – dobrze zorganizowana sieć dystrybucji wspierana agresywną kampanią reklamową umożliwiła zbudowanie potęgi, która doprowadziła do istotnego nadszarpnięcia wizerunku całej grupy.

**Wykres 27:** Zmiana udziału w tynku TFI



Źródło: opracowanie własne

<sup>225</sup> Fundusze małych i średnich spółek w związku z falą napływającego kapitału miały trzy wyjścia – zmienić charakter i zacząć inwestować również w duże spółki, konsekwentnie kupować papiery małych spółek, co windowało ceny i podnosiło rentowność funduszu skutkując jeszcze większym zainteresowaniem klientów lub uniemożliwić dalsze wpłaty.

Wykres nie oddaje w pełni dramaturgii zmian, które zaszły od połowy 2007 roku. Udział TFI ze wsparciem własnych banków w całości zgromadzonych aktywów spadł z 78,5% do 71,8% w zaledwie rok.

#### 4.1.5.2. Nielojalność otwartych architektur

Obecnie towarzystwa funduszy inwestycyjnych coraz rzadziej popełniają błąd bezlitośnie wykorzystywany przez sieci dystrybucji – luki w zasadach konkursów i promocji. Obie te metody są istotnym elementem mającym skłaniać dystrybutorów do oferowania konkretnego produktu. Jeśli dystrybutor mógł oferować rozwiązania proponowane przez różne TFI istniało spore prawdopodobieństwo, nakładania się konkursów. Nie leżało to w interesie ani towarzystw (działania nie przynosiły oczekiwanych efektów), ani dystrybutorów (komplikowało przekaz kierowany do klienta). Z punktu widzenia dystrybutora istotny był jeszcze jeden czynnik – w następujących po sobie konkursach, jeśli jedynym kryterium oceny była wielkość aktywów pozyskanych dla danego TFI w okresie trwania konkursu, można było wielokrotnie wykorzystać te same aktywa. Oczywiście wymagało to dobrej relacji z klientem, jednak, zważywszy na autorytet dystrybutorów, nie było to trudne.

Mechanizm działał w następujący sposób:

- „A” TFI uruchamia konkurs dla sprzedawców z prostymi zasadami: w okresie od X do Y sprzedaj naszych produktów za Z, a zabierzemy cię na wycieczkę
- sprzedawca kontaktował się ze „swoimi” klientami przekonując ich do zainwestowania w „ciekawe rozwiązanie, które idealnie sprawdzi się w obecnych warunkach”. Dzięki takim działaniom, przy niewielkim udziale faktycznej sprzedaży przynosił wymagane aktywa i wygrywał w konkursie.
- „B” TFI uruchamiało konkurs o podobnych zasadach
- ten sam sprzedawca dzwonił do tych samych klientów z informacją, że znalazł jeszcze lepsze rozwiązanie – ofertę „B” TFI. Transferując aktywa z „A” TFI do „B” TFI, wygrywał w kolejnym konkursie.

Trudno mówić o nieetyczności takiego działania – dystrybutor dążył do maksymalizowania profitów wynikających z posiadania dostępu do bazy klientów. „Proceder” uderzał w dwie grupy podmiotów:

- klienci byli głównymi ofiarami tego typu działań. Ich wiara w komunikaty od sprzedawców powodowała, że często inwestowali swe środki nie w optymalny sposób, a także ponosili koszty przenoszenia aktywów między produktami (nie należy zapominać o opłatach manipulacyjnych), poprawiając tym samym bilans dystrybutorów. Powszechna wśród klientów nieświadomość mechanizmu powodowała, że często byli oni pod wrażeniem troski, z jaką dystrybutor wyszukuje dla nich odpowiednich rozwiązań... Takie praktyki były powszechne nie tylko w Polsce. Na dojrzałych rynkach ich skala zmalała wraz z podniesieniem poziomu wiedzy klientów. Polska ma szansę dogonić te rynki dzięki wprowadzeniu dyrektywy MIFID nakładającej na dystrybutora obowiązek informowania klienta o wszelkich benefitach wynikających ze sprzedaży danego produktu.
- towarzystwa funduszy inwestycyjnych istotnie podnosiły koszty pozyskania aktywów, licząc na ich pokrycie z pobieranych opłat za zarządzanie nimi. Jeśli aktywa pozyskane w ramach konkursu po kilku miesiącach trafiały do innego TFI, takie działanie nie było efektywne. Zaczęto wprowadzać zasadę przyniesienia i utrzymania aktywów przez okres, który gwarantował opłacalność konkursu. Zmniejszyło to zdolność dystrybutorów do przerzucania klientów między podmiotami.

#### 4.1.5.3. Nieudolne negocjacje

Ogromne znaczenie ma wynegocjowanie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych odpowiednich warunków współpracy z siecią dystrybucji. Chodzi głównie o warunki finansowe, jednak wszelkie dodatki również mogą odgrywać istotną rolę. Nawet jeśli rozmowy zakończą się pozornym sukcesem w postaci podpisania umowy dystrybucyjnej, istnieją dwa niebezpieczeństwa:

- wynegocjowane warunki współpracy są niesatysfakcjonujące dla dystrybutora. W tej sytuacji nawet jeśli została podpisana umowa dystrybucyjna, sprzedaż może być marginalna – dystrybutorowi bardziej będzie się opłacało zaangażować w sprzedaż produktów, które dają mu lepszą stopę zwrotu. Rzadziej przyczyną są pozafinansowe aspekty współpracy, chociaż brak wsparcia merytorycznego może być istotnym utrudnieniem dla sprzedaży.
- wymagania finansowe dystrybutora doprowadziły do zawarcia umowy, która zmusza TFI do wyeliminowania wszelkich dodatkowych (kosztownych) elementów podnoszących atrakcyjność produktów – konkursów, atrakcyjnych szkoleń, gadżetów itp. Presja dystrybutorów na podnoszenie stawek wynagrodzeń powoduje, że maleje zdolność TFI do ponoszenia dodatkowych kosztów promocji.

#### 4.1.5.4. Kanibalizacja ofert

Oferta danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych najczęściej składa się z palety produktów, których cechy powodują, że dane rozwiązanie zaspakaja konkretne potrzeby. W miarę rozwoju spektrum inwestycyjnego coraz częściej pojawiają się produkty będące bliskimi substytutami. Brak czytelnego komunikatu pozycjonującego dane rozwiązanie (wysyłanego do klienta za pośrednictwem sieci dystrybucji lub reklamy) pozostawia w gestii sprzedawcy, który produkt zaoferuje. W praktyce oznacza to zaoferowanie produktu bardziej rentownego dla sprzedawcy.

Zasadę tę wyraźnie widać na przykładzie dystrybutorów, w których ofercie znajdują się zarówno fundusze, jak i usługa zarządzania aktywami. Klient nawet jeśli dysponuje aktywami umożliwiającymi mu skorzystanie z bardziej zindywidualizowanej i efektywniejszej kosztowo usługi, jeśli wprost nie zażąda tańszego rozwiązania, z dużym prawdopodobieństwem kupi jednostki uczestnictwa (za namową sprzedawcy). W praktyce poddaje to w wątpliwość zasadność umożliwiania dystrybuowania w ramach jednej sieci rozwiązań istotnie różniących się rentownością dla sprzedawcy.

## 4.2. Promocja

Każdą z inicjatyw skutkujących zaistnieniem przedsiębiorstwa w świadomości nowych klientów lub poprawą percepcji w oczach dotychczasowych można będzie opisać za pomocą kombinacji dwóch cech: treści komunikatu i wykorzystanych narzędzi. Promocja w niniejszej rozprawie oznacza sposób komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, a przede wszystkim z potencjalnymi klientami.

### 4.2.1. Komunikaty

Jakie cele przyświecają towarzystwom? W zasadzie daje się tę kwestię sprowadzić do bezpośredniego lub bardziej zakamuflowanego przekazu „kup nasze produkty”. Oczywiście w teorii najłatwiej byłoby wyjść do potencjalnych klientów z takim właśnie komunikatem, jednak na rynku dominuje inne podejście – pozyskanie nowych klientów przez poprawę rozpoznawalności. Niewątpliwie towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przekazie powinny uwzględniać punkt widzenia klientów. D. Degenhardt wymienia najistotniejsze oczekiwania klientów względem funduszy inwestycyjnych:

- bezpieczeństwo,
- wynik,
- obsługa,
- płynność,
- optymalizacja podatkowa<sup>226</sup>.

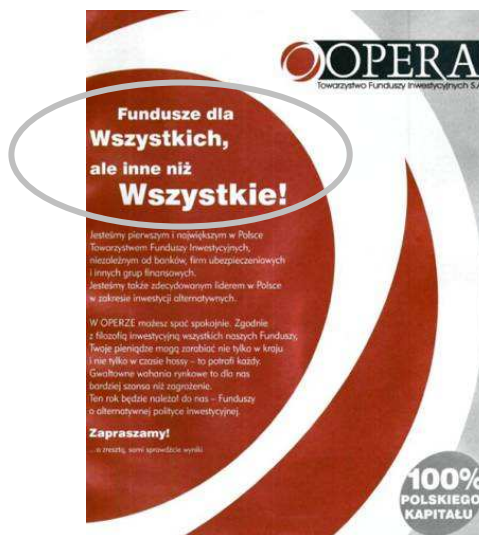
#### 4.2.1.1. Budowa marki

Budowanie pozycji konkurencyjnej, jej utrzymywanie czy poprawa wymaga wykształcenia w potencjalnych klientach świadomości istnienia przedsiębiorstwa gotowego zaspokoić ich potrzeby (niekiedy nawet te nieuświadomiane)<sup>227</sup>. Zespół działań i komunikatów wysyłanych przez przedsiębiorstwa zmierzających do podniesienia rozpoznawalności podmiotu można określić zbiorczym terminem budowy marki. Można uznać, że jest to najbardziej podstawowy komunikat – sprowadza się do przedstawienia logo/nazwy TFI, w nadziei, że kiedy zrodzi się u klienta potrzeba swe kroki skieruje właśnie do podmiotu, którego nazwę skojarzy.

Często przekaz jest rozbudowywany o dodatkowe elementy. Poza nazwą i logo, pojawia się claim („hasło reklamowe” – motyw, który podmiot wykorzystuje bez względu na zasadniczy przekaz reklamy).



PKO/ Credit Suisse, Press, 15.06.2007



Opera TFI, Najwyższy Czas, 16.06.2007

<sup>226</sup> Degenhardt D. wykład „Zielgruppenspezifische Kundenansprache im Fondsvertrieb” wygłoszony na konferencji Fondsmarketing, Frankfurt am Mein, 08.06.1999.

<sup>227</sup> Boehm M. wykład „Strategische Bedeutung und Aufbau einer Marke fuer Publikumsfonds”, Fondsmarketing, Frankfurt am Mein, 08.06.1999.

Do budowy wizerunku często wykorzystywane są znane postaci (celebrities). Mają one przez skojarzenie pozytywnie wpłynąć na postrzeganie danej marki.

Obok przedstawiono zdjęcie ze spotu reklamowego BZ WBK z udziałem komika Johna Cleese'a. Aktor reklamował głównie usługi bankowe (lokaty i kredyty), jednak wzrost rozpoznawalności wspólnej marki (do grupy BZ WBK należy Arka TFI) przyczynia się do wzrostu zainteresowania wszystkimi produktami oferowanymi przez grupę.

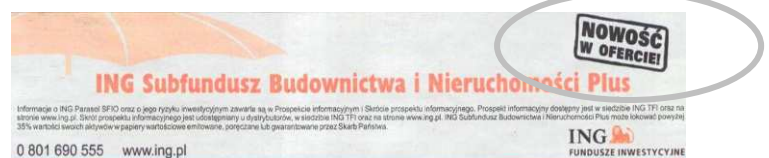


Prezenter telewizyjny Hubert Urbański użył wizerunku grupie Millennium. Wziął udział w szeregu reklam dotyczących usług bankowych. Obok przykład reklamy produktu łączonego – hybrydy lokaty banku Millennium z funduszem Millennium TFI.

#### 4.2.1.2. Nowe produkty

Kolejnym komunikatem mającym przyciągnąć nowych klientów jest informowanie o wprowadzaniu nowości. Taki przekaz umożliwia:

- zainteresowanie nowych klientów,
- przyciągnięcie klientów konkurencji,
- skłonienie istniejących klientów do zainteresowania się nowym pomysłem,
- utrwalenie wizerunku innowacyjnego podmiotu reagującego na potrzeby klientów.



ING TFI, Rzeczpospolita, 22.02.2007

DWS TFI, Parkiet, 16.01.2007

#### 4.2.1.3. Sukcesy

Jako kolejny komunikat należy wskazać informowanie o osiągniętych sukcesach. Mogą to być:

- nagrody i wyróżnienia<sup>228</sup>,
- ponadprzeciętne wyniki,
- rocznice.

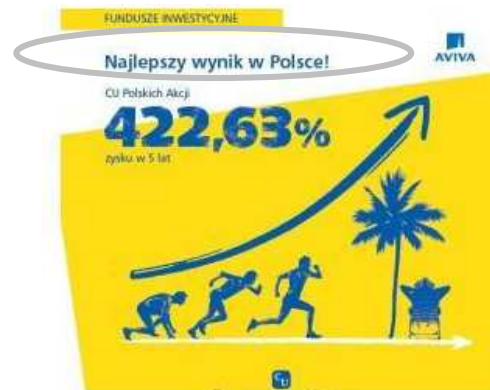
W każdym przypadku przekazanie potencjalnemu klientowi informacji ma za zadanie wzbudzić pozytywne emocje i dzięki temu skłonić go do wybrania rozwiązania oferowanego przez dany podmiot.



Arka TFI, Gazeta prawna, 23.02.2008



Pioneer TFI, Przegląd Readers Digest, 01.06.2007



CU TFI, www.alejahandlowa.pl

<sup>228</sup> Por. np.: Rzeski T.P. „Ranking funduszy”, Home & Market, 04.2004.



Skarbiec TFI, Gazeta prawna 21.11.2007 (fragment reklamy)

#### 4.2.1.4. Promocje

Okresowe uatrakcyjnienie oferty poprzez zaoferowanie niższych opłat jest często wykorzystywane przez TFI do zainteresowania nowych klientów. Warto odnotować, że faktyczną korzyścią dla inwestora byłoby obniżenie lub zwolnienie z opłaty za zarządzanie lub od zysku. Większość promocji polega jednak na zniesieniu opłaty manipulacyjnej. Z punktu widzenia klienta taka promocja jest fikcją – istnieją kanały dystrybucji z definicji niepobierające opłaty manipulacyjnej. Z punktu widzenia TFI zwolnienie klienta z opłaty manipulacyjnej może być dość kosztowne – jeśli promocja jest inicjatywą towarzystwa, a nie dystrybutora, może on domagać się od TFI pokrycia całości lub części utraconych korzyści.



Arka TFI, Przekrój, 12.06.2007



AIG TFI, Dziennik Łódzki, 20.07.2007

#### 4.2.1.5. Przekaz łączony

Niekiedy napotkać można przykłady łączonych komunikatów. Niekiedy jest to uzasadnione przekazem (promocja z okazji rocznicy), częściej uzasadnieniem jest redukcja



kosztów. W praktyce można uznać, że każda reklama, bez względu na przekaz podstawowy ma też elementy budowy marki.

Reklama przedstawiona poniżej jest doskonałym przykładem łączenia przekazów. Znaleźć w niej można elementy rocznicowe, promocję oraz powoływanie się na sukces – wysoką pozycję w niezależnych rankingach.

The advertisement is for Skarbiec TFI, celebrating its 10th anniversary. It features a dark background with a glowing '10 lat' logo at the top. Below the logo, the text reads 'Inwestuj bez prowizji!' (Invest without commission!) and 'Świętuj razem z nami 10 lat obecności Skarbiec TFI na polskim rynku i inwestuj bez opłat manipulacyjnych. Przy zakupie jednostek uczestnictwa nie musisz płacić prowizji!'. A large, glowing '0%' is prominently displayed in the center, with the text 'Prowizja 0%' below it. At the top, it says 'SKARBIEC najlepszym TFI w Polsce!\*'. At the bottom, it says 'www.skarbiec.pl' and 'jestes w najlepszym Towarzystwie'. Small text at the bottom provides details about the promotion and awards.

Skarbiec TFI ,Gazeta prawna, 21.11.2007

## 4.2.2. Narzędzia

Jeśli TFI ma do przekazania konkretny komunikat, może zdecydować się na wybór spośród kilku sposobów dostarczenia go do odbiorcy.

### 4.2.2.1. Media

Telewizję i radio można wykorzystać na kilka sposobów

- reklama – umożliwia przekazanie rozbudowanego komunikatu o dowolnej treści (przedstawienie produktu, firmy, wyników itd.),
- sponsoring – wykupienie patronatu nad audycją daje możliwość przekazania komunikatu o obecności danego podmiotu na rynku,



treści będą miały charakter subiektywny. Biorąc pod uwagę, że artykuł sponsorowany od typowej reklamy różni się głównie rozbudowaną treścią i stylizacją na artykuł prasowy, zmniejsza to istotnie grupę odbiorców (pozostają jedynie ci, którzy są gotowi poświęcić czas na zapoznanie się z treścią tej formy reklamy).

Przykłady:

- CU TFI, Wprost, 06.02.2006, artykuł E. Bednarz „Lepiej samemu zarabiać, niż finansować innych”,
  - Noble Funds TFI, www.prnews.pl, 24.08.2007, artykuł „Spadki na giełdzie Kto na tym zyska? (autora nie podano).
- artykuł ekspercki – za artykuł ekspercki można uznać każdą publikację, w której poza nazwiskiem autora pojawia się informacja o instytucji, w której pracuje. Dodanie nazwy firmy może być formą uwierzytelnienia autora publikacji, jest jednak efektywnym sposobem nienachalnego budowania marki

Przykłady artykułów eksperckich:

- Noble TFI, Essence, 02.2008, artykuł „Prognozy grupy Noble Bank” autor: „analitycy grupy Noble Bank”<sup>230</sup>,
- Ipopema TFI, Nasz Rynek Kapitałowy 03.2008, artykuł K. Radojewskiego „Debiut nowych technologii”.

#### 4.2.2.3. Internet

Medium, które zyskuje na popularności w ostatnich latach. Jego główna przewaga nad mediami „tradycyjnymi” wynika faktu, że można za jego pomocą osiągnąć finalny efekt – zakup produktu oferowanego przez towarzystwo.

Wraz z umożliwieniem zdalnego nabywania jednostek uczestnictwa za pomocą platform transakcyjnych powszechne stało się przekierowywanie odbiorcy z reklamy bezpośrednio do miejsca, gdzie może kupić reklamowane produkty. Najczęściej będzie to strona domowa danego podmiotu, która również może być potężnym narzędziem reklamowym.

Posiadanie własnego miejsca w Internecie daje możliwość umieszczenia tam dowolnych treści. Będą to głównie informacje o podmiocie, produktach, wynikach, kadrze itp.

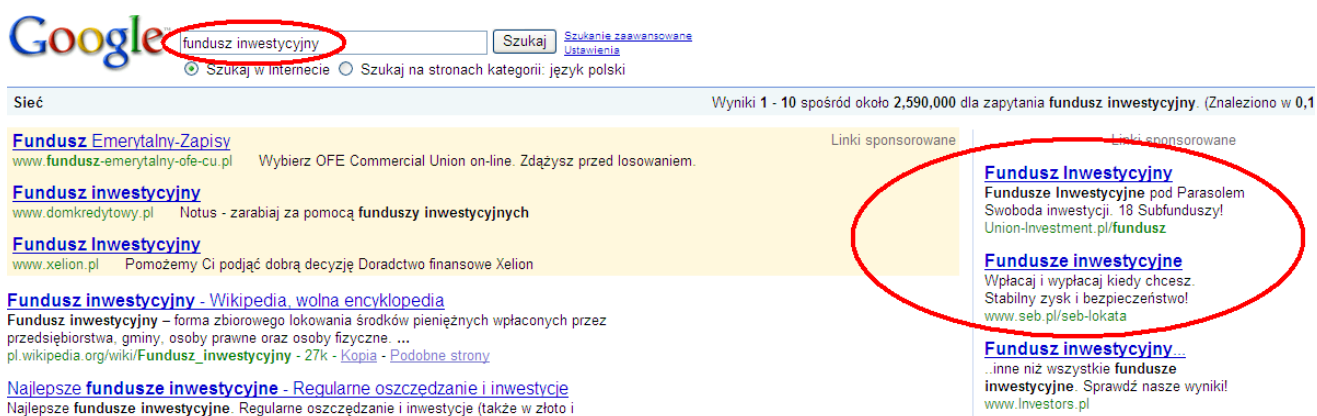
---

<sup>230</sup> Wyjątkowo zręczny sposób dwukrotnego umieszczenia nazwy firmy w nagłówku (w treści artykułu nazwa pojawia się jeszcze kilkakrotnie).

Wyróżnikiem jest w tym przypadku praktycznie nieograniczona ilość możliwych do zamieszczenia informacji, a głównym problemem zachęcenie internautów do odwiedzin.

Metod na zwiększenie liczby odwiedzin jest kilka:

- pozycjonowanie w wyszukiwarkach – takie zarządzanie stroną, aby przy wyszukiwaniu zadanej frazy (np. „fundusze inwestycyjne”) wśród wyników znalazł się adres strony,



Union Investment TFI i SEB TFI, www.google.pl

- reklama na portalach – umieszczanie małych reklam (buttonów), paseków informacyjnych (banerów), statycznych i dynamicznych reklam oraz pokrywających zasadniczą treść portalu reklam typu „pop-up” zawierających przekierowanie na stronę towarzystwa,



ING TFI, www.onet.pl



AIG TFI, www.aigTFI

- zarządzanie treścią – dodanie uniwersalnych treści tylko pośrednio związanych z towarzystwem (komentarze analityków, informacje giełdowe, statystyki i zestawienia rynku itp.),

Millennium TFI, www.millenniumTFI.pl

- „uzależniacze” – dodatki, które powodują, że internauta będzie wracał na daną stronę (gry, konkursy, użyteczne aplikacje, komiksy itp.).

#### Komentarze 2008

2008-12-05 Wszystko już było  
 2008-11-21 Ostatni tydzień tych meczarni  
 2008-11-07 Niebawem korekta

Notowania 2008-12-10	Wycena	% 10
SEB FIO Subfundusz SEB 1 - Zrównoważonego Wzrostu	168.21	-0.78
SEB FIO Subfundusz SEB 2 - Obligacji i Bonow Skarbowych	159.59	0.14
SEB FIO Subfundusz SEB 3 - Akcji	157.15	-1.55
SEB FIO Subfundusz SEB 4 - Stabilnego Wzrostu	172.87	-0.56
SEB FIO Subfundusz SEB 5 - Obligacji Skarbowych	141.47	0.19
SEB FIO Subfundusz SEB - Lokata	101.59	0.01
SEB SFIO - Subfundusz SEB Wschodnioeuropejski	48.63	0.87

- wykresy notowań
- Rachunki do wpłat
- Opłaty manipulacyjne
- Regulacje prawne
- Gdzie kupić
- Kurs e-learningowy „Fundusze inwestycyjne – wiedza dla każdego” - IZFiA

SEB TFI, www.seb.pl

Oczywiście Internet spełnia również podobne funkcje, jak prasa – jest nośnikiem reklamy, a dla wielu użytkowników jest cennym źródłem wiedzy, co również umożliwia plasowanie artykułów eksperckich.

#### 4.2.2.4. Outdoor/indoor

Jest to nośnik, który trwale wpisał się w krajobraz polskich miast. Skutecznie przeprowadzona kampania z wykorzystaniem wielko- średnio- i małowformatowych nośników zewnętrznych (outdoor) i plakatów we wnętrzach (indoor) daje bardzo dobre efekty. Choć jest droga, cieszy się zainteresowaniem, ze względu na dużą grupę odbiorców i umożliwia przekazanie dowolnego komunikatu.



Billboardy z kampanii wizerunkowej Legg Mason TFI z 2008 roku. W tym przypadku reklama zewnętrzna była wsparta reklamami telewizyjnymi ukazującymi motywy z billboardów w szerszym kontekście.

#### 4.2.2.5. Sponsoring

Jego celem jest głównie budowa marki poprzez skojarzenia ze sponsorowanym wydarzeniem. Za formę pośrednią między sponsoringiem a outdoorem można uznać pokrywanie kosztów remontów elewacji w zamian za umieszczenie na nich reklam. Sponsoring najczęściej ma miejsce w jednym z dwóch obszarów: sporcie i kulturze.

Dla przykładu BPH TFI sponsoruje regaty żeglarskie odbywające się w ramach Żeglarskiego Pucharu Świata BPH TFI Olympic Cup,



Polska Reprezentacja wyrusza do Rieti  
czw., 19/06/2008 - 19:30 — WGC 2008 Rieti



Zbliżają się Szybowcowe Mistrzostwa Świata w klasach Klub, Standard i Światowej.

www.new.szybowce.pl

www.olympiccup.pl

a Opera TFI grupę pilotów reprezentujących Polskę na Szybowcowych Mistrzostwa Świata w Rietl.



Millennium sponsoruje koncerty i wydawane płyty Anny Marii Jopek w zamian za wykorzystanie jej wizerunku w reklamach banku i towarzystwa funduszy inwestycyjnych<sup>231</sup>.

<sup>231</sup> Por. Lech A. „Mecenas i sponsorzy”, Gazeta Finansowa, 22-28.09.2005.

Powyższe nośniki można zakwalifikować do kategorii ATL (above the line) – działań adresowanych do szerokiego grona niezidentyfikowanych odbiorców. BTL (below the line), choć pozwala dotrzeć do mniejszej liczby odbiorców daje możliwość ich lepszego wyselekcjonowania.

#### 4.2.2.6. Ulotki

Krótkie broszury informacyjne umieszczane w POS (point of sale) lub POK (punkt obsługi klienta) – punktach sprzedaży pozwalają dotrzeć do grupy odbiorców zainteresowanych produktami oferowanymi przez TFI. Jeśli klient znalazł się w miejscu, w którym można porozmawiać o finansach to zapewne po to, żeby zaspokoić zidentyfikowaną potrzebę. W większości przypadków celem ulotki nie będzie uświadamianie potrzeby, a wskazanie najlepszego sposobu jej zaspokojenia.

Podobnie jak w przypadku Internetu, zaletą informacji w POS jest umożliwienie natychmiastowego dokonania zakupu.

Najczęstszy przekaz, który niosą ulotki to:

- informacje o konkretnym produkcie,
- informacje o ofercie danego podmiotu,
- wyniki inwestycyjne,
- informacje o promocjach, sukcesach itp.<sup>232</sup>

Jako specyficzną formę ulotki można wyróżnić kartę produktu – zwięzły materiał opisujący wyłącznie główne cechy proponowanego rozwiązania<sup>233</sup>.

#### 4.2.2.7. Gadżety reklamowe

Bardzo pojemna kategoria, do której zakwalifikują się wszystkie materialne (podkładki pod mysz, kubki, smycze) i niematerialne (tapety komputerowe, gry itp.) materiały rozdawane klientom i sprzedawcom mające przypominać o obecności podmiotu/produktu na rynku.

TFI prześcigają się w dostarczaniu potencjalnym klientom i dystrybutorom kolejnych dodatków biurowych (długopisy, kalkulatory, podkładki pod mysz), domowych (kalendarze, skarbonki, magnesy) i uniwersalnych (zawieszki do telefonów, naklejki, kubki) ku uciesze producentów i firm marketingowych, dla których TFI są poważnym źródłem przychodów.

---

<sup>232</sup> Por. załącznik 4.

<sup>233</sup> Por. załącznik 4 – broszura informacyjna Skarbiec TFI zawiera karty produktów. W załączniku fundusz Skarbiec-Akcja.

W większości przypadków ilość informacji zamieszczanych na gadżetach może być bardzo mała (nazwa podmiotu, adres strony internetowej itp.). Są jednak wyjątki – przenośne pamięci (USB) i inne nośniki danych dają możliwość przekazania dowolnego materiału – prezentacji, wzorów dokumentów itp. Jest to jedyne medium (może poza Internetem), które pozwala na taką swobodę.



Powyżej przedstawiono przykłady gadżetów rozdawanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych klientom i dystrybutorom: kubek i smycz Millennium TFI, smycz Skarbiec TFI, świnka skarbonka – Millennium i miś<sup>234</sup> Legg Mason TFI

#### 4.2.2.8. Ambient marketing

Jest to pojęcie zyskujące na popularności w miarę poszukiwania przez podmioty nowych, coraz bardziej oryginalnych sposobów docierania z przekazem reklamowym do wybranej grupy klientów. Można przyjąć, że ambient skupia wszelkie niekonwencjonalne formy promocji. Jeśli dana forma przestaje zaskakiwać nowatorstwem, przestaje być ambientem. Katalog niekonwencjonalnych metod dotarcia do klienta jest otwarty, jednak można wskazać kilka przykładów:

- marketing partyzancki (graffiti promocyjne, naklejki domowej produkcji),
- marketing wirusowy – plasowanie żartów, rysunków, filmów (najczęściej z wykorzystaniem Internetu),
- niekonwencjonalne nośniki – szlabany, chodniki, dźwigi, środki transportu (te ostatnie mogą być przykładem przekształcenia ambientu w „klasyczny” nośnik),
- niestandardowe wykorzystanie konwencjonalnych nośników – „parujące” trójwymiarowe filiżanki kawy na plakatach, promocje internetowe przez udział w dyskusjach internautów,
- marketing szeptany – wykorzystanie istniejących klientów jako źródła dotarcia do nowych,

<sup>234</sup> Ciekawy przykład wykorzystania skojarzeń – pluszowy niedźwiadek reklamował fundusz małych i średnich spółek (w skrócie M i Ś).



- plasowanie trendu – wykształcenie mody na dany produkt/kategorię
- wykorzystanie nowoczesnych technologii – bluetooth.

Niektóre z wymienionych wyżej form są już z powodzeniem stosowane w branży TFI. Najbardziej popularny jest spontaniczny i sterowany marketing szeptany. W tym pierwszym przypadku TFI liczy na to, że zadowoleni klienci będą dzielić się swoimi pozytywnymi doświadczeniami z innymi. W praktyce również w branży TFI działa zasada, że zadowolony klient przyprowdzi kolejnych.

O popularności marketingu szeptanego decyduje jego wiarygodność – w finansach kluczowe znaczenie ma zaufanie do podmiotu, któremu powierza się środki. Polecenie ze strony zaufanej osoby zachęca skuteczniej niż reklama w mediach. Aby zwiększyć zasięg tej formy promocji TFI, wyszły z inicjatywą dodatkowego motywowania klientów do przyprowdzania następnych. Najprostszą i najczęściej stosowaną formą jest wynagradzanie przyprowdzającego przez redukcję opłat, oferowanie gadżetów czy wręcz proponowanie wynagrodzenia (jednorazowego lub uzależnionego od kontynuacji współpracy z nowo pozyskanym klientem).

TFI coraz częściej sięgają również po inne formy ambientu, a znaczenie niestandardowych form komunikacji będzie rosło wraz z zalewem komunikatów podawanych standardowymi kanałami. Wyróżnienie się z tłumu jest dużym sukcesem i może istotnie przyczynić się do realizacji celów stawianych sobie przez TFI.

Główna zaleta ambientu jest też jego największą wadą – oryginalność działa na małą skalę, co skutecznie ogranicza liczbę odbiorców przekazu marketingowego.

Reklama ambientowa w polskiej branży funduszy inwestycyjnych jeszcze się nie spopularyzowała. Jest już jednak z powodzeniem stosowana w branżach pokrewnych. Obok przykład reklamy mBanku z jednego z centrów handlowych. Reklama odwołuje się do oferty banku w zakresie prowadzenia darmowego konta

bankowego. Warto odnotować, że rosnąca popularność mBanku wpływa na branżę funduszy

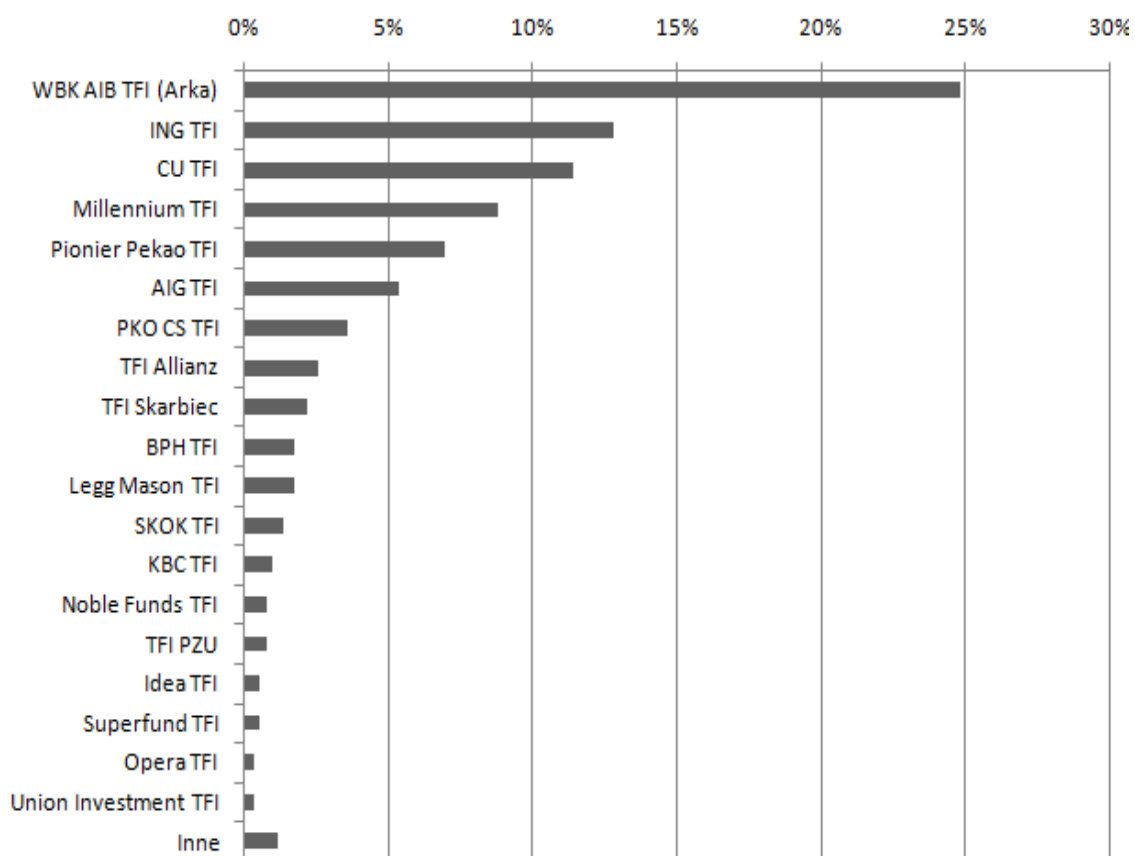
inwestycyjnych. Supermarket funduszy oferowany przez bank jest wygodnym, skutecznym i efektywnym narzędziem ułatwiającym inwestowanie w fundusze. Na świecie ambient jest wykorzystywany również przez fundusze powiernicze – przykładem jest reklama Realiance Mutual Fund z USA.



#### 4.2.3. Efekty działań promocyjnych

Podstawowym celem promocyjnych jest zwiększenie poziomów sprzedaży przez podniesienie rozpoznawalności danego oferenta. W tej sytuacji rozpoznawalność może być traktowana jako wymierny efekt działań promocyjnych podejmowanych przez TFI.

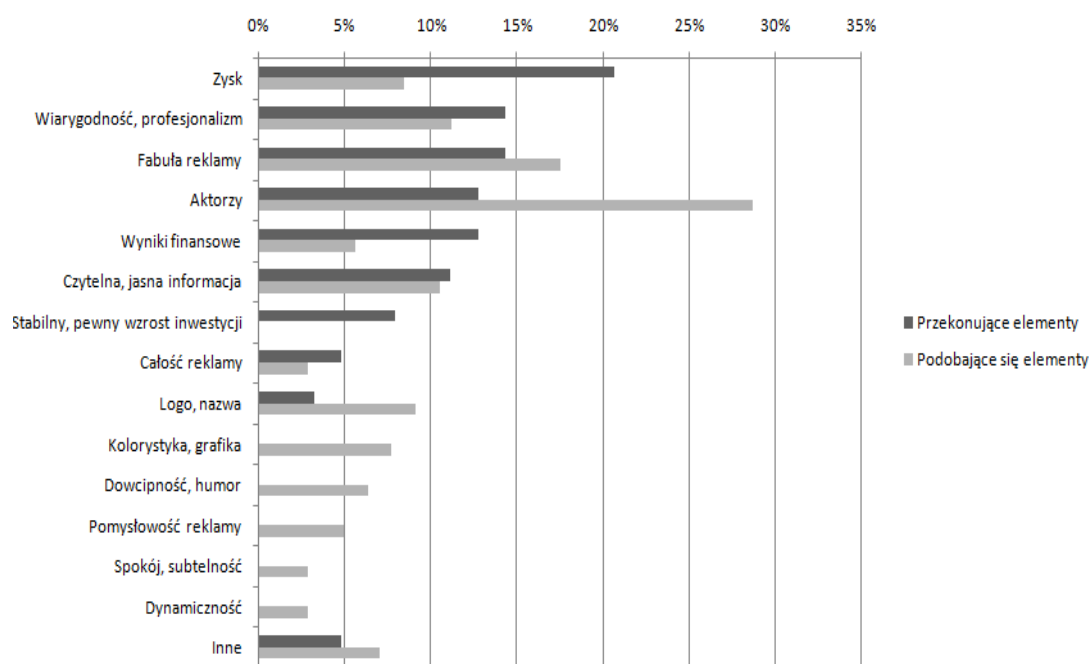
**Wykres 28:** Spontaniczna rozpoznawalność polskich TFI



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Badanie wizerunku i efektów działań reklamowych”, ARC Rynek i Opinia na zlecenie Skarbiec TFI, 2007/2008

Należy jeszcze zwrócić uwagę na elementy promocji, które zwracają uwagę potencjalnych klientów.

## Wykres 29: Ocena wybranych elementów przekazu marketingowego



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Badanie wizerunku i efektów działań reklamowych”, ARC Rynek i Opinia na zlecenie Skarbiec TFI, 2007/2008

### 4.3. Polityka cenowa

Głównym celem działalności przedsiębiorstw jest generowanie nadwyżek przychodów nad kosztami – wypracowanie zysku. Wpływanie na zysk poprzez minimalizację kosztów zawsze napotyka na granicę, poniżej której prowadzenie działalności przestaje być możliwe. Zarządzanie aktywami wymaga ponoszenia dość wysokich nakładów kosztów. Niezbędne jest zatrudnienie wykwalifikowanej (a przez to drogiej) kadry, utrzymywanie infrastruktury technicznej, dostęp do informacji, nakłady na promocję...

W tym kontekście na znaczeniu zyskuje rozsądne kształtowanie strumienia przychodów. Rozsądne, czyli takie, które umożliwi danemu podmiotowi realizację założonych celów nawet w przypadku dekonjunkury<sup>235</sup>.

#### 4.3.1. Charakterystyka stosowanych opłat

Dla TFI głównym źródłem przychodów są opłaty pobierane od klientów. Ich różnorodność i możliwe kombinacje powodują, że zarządzanie polityką cenową jest istotnym elementem strategii TFI.

<sup>235</sup> Por. Żukowska E., Dietl M., Sekulski T. „Praktyka zarządzania cenami w Polsce”, Harvard Business Review, 01.2006.

#### 4.3.1.1. Opłata manipulacyjna

Opłata pobierana od klienta przy rozpoczynaniu inwestycji może nosić różne nazwy – opłata przygotowawcza, dystrybucyjna, początkowa (w ang. front load). Mechanizm jej pobierania najczęściej polega na zainwestowaniu kwoty wpłacanej przez klienta pomniejszonej o wysokość opłaty.

Opłata manipulacyjna może być wyrażona kwotowo (rozwiązanie uprzywilejowujące klientów wpłacających duże sumy) lub procentowo (bardziej efektywne dla mniejszych kwot).

Opłata ta ma niewielki wpływ na przychody towarzystwa funduszy inwestycyjnych – jest przeznaczana na pokrycie kosztów dystrybucji, co w praktyce oznacza wynagrodzenie dystrybutora.

Opłaty manipulacyjnej najczęściej nie pobiera się w przypadku bezpośredniego nabywania jednostek uczestnictwa (Internet, siedziba TFI). Do wyjątków należą dystrybutorzy, którzy w imię przyciągnięcia większej liczby klientów są skłonni zrezygnować ze strumienia przychodów (mBank).

#### 4.3.1.2. Opłata za zarządzanie

Opłata za zarządzanie (management fee) w większości przypadków jest najważniejszym źródłem przychodów towarzystwa. Wyrażana jest jako procent zarządzanych aktywów (podawany w ujęciu rocznym). Mechanizm naliczania zakłada codzienne pomniejszanie wartości jednostki uczestnictwa funduszu o

$$x/365$$

gdzie x będzie wyrażoną procentowo opłatą w skali roku.

Publikowane wartości jednostek uczestnictwa są już pomniejszone o opłatę. Taki system jest wygodny – pozwala posiadaczowi jednostek sprawdzić wartość netto inwestycji, a TFI daje możliwość planowania strumienia przychodów. Należy jednak zwrócić uwagę na skutki uboczne jego stosowania:

- brak świadomości istnienia opłaty za zarządzanie wśród klientów – Niestety powszechne jest poczucie, że poza opłatą pobieraną przy rozpoczynaniu inwestycji utrzymywanie środków w funduszach nic nie kosztuje. Sprawę pogarsza jeszcze fakt, że trudno jest uzyskać informacje na temat aktualnej opłaty za zarządzanie pobieranej w danym funduszu. Statuty określają jedynie maksymalny dozwolony poziom opłaty (wymóg KNF), a aktualna

polityka cenowa pozostaje najczęściej w gestii zarządu. Nieświadomość klientów jest często bezlitośnie wykorzystywana przez nieuczciwych lub niedokształconych dystrybutorów – opłata za zarządzanie jest pomijana przy prezentowaniu kosztów związanych z inwestowaniem za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

- wpływ opłaty na wyniki inwestycyjne – Jeśli klient widzi wycenę jednostki uczestnictwa uwzględniającą opłatę za zarządzanie i taka wycena wykorzystywana jest w powszechnie publikowanych zestawieniach wyników zarządzania funduszami, to przy takiej samej skuteczności pomnażania aktywów wyżej w rankingach będzie ten fundusz, który będzie pobierał niższe opłaty. W sytuacji, kiedy rynek nie pozwala na realizowanie wysokich, dwucyfrowych stóp zwrotu lub jest kilka funduszy o podobnej skuteczności obniżenie opłaty za zarządzanie może być skutecznym narzędziem poprawy pozycji w rankingach.

Opłaty za zarządzanie mogą sięgać nawet kilku procent w przypadku funduszy z dużym udziałem akcji. Dla funduszy dłużnych opłata będzie znacząco niższa, jednak nadal istotna. W tej sytuacji stosunek wysokości opłaty do zdolności generowania przyrostu wartości aktywów powoduje, że opłata za zarządzanie ma bardzo duży wpływ na końcowy wynik prezentowany klientowi. Co więcej, wynik będzie uwzględniał czynnik elastycznie kształtowany przez zarząd TFI, a to znacznie utrudnia ocenę kompetencji osób zarządzających funduszem.

Opłata za zarządzanie nie jest bezpośrednio powiązana z jego wynikami (pośrednio: im lepsze zarządzanie, tym wyższy poziom aktywów, od którego opłata jest pobierana). Dzięki temu możliwe jest przynajmniej częściowe uniezależnienie wyniku finansowego TFI od sytuacji na rynku. Oczywiście w większości przypadków turbulencje rynkowe mają negatywny wpływ na poziom aktywów w zarządzaniu, jednak w przypadku podmiotów o ugruntowanej pozycji rynkowej trudno sobie wyobrazić spadek poziomu aktywów do poziomu uniemożliwiającego kontynuowanie działalności (oczywiście przy założeniu rozsądnej polityki kosztowej i braku negatywnych komunikatów dotyczących samego podmiotu).

Należy zaznaczyć, że rzadko cała opłata pobrana od klienta przypada TFI. Jej część, niekiedy znaczna (kilkadziesiąt procent), przeznaczana jest na wynagrodzenia sieci dystrybucji. Umowy dystrybucyjne najczęściej zakładają partycypację pośrednika w opłacie za zarządzanie pobranej przez TFI od aktywów pozyskanych danym kanałem.

#### 4.3.1.3. Opłata od zysku

Opłata uzależniona od wypracowanego zysku (success fee), choć jest popularna na rynkach bardziej rozwiniętych, nie przyjęła się w polskich funduszach. Konstrukcja opłaty odpowiada klientom ze względu na uczciwość zasady „TFI zarabia, kiedy zarabiają klienci”. Jeśli klient jest zainteresowany rozwiązaniem, w którym ma możliwość wpływania na strukturę opłat, bardzo częstym podejściem jest proponowanie towarzystwu rezygnacji z opłaty za zarządzanie na rzecz wyższej opłaty od zysku. Poza wyjątkowymi sytuacjami takie rozwiązanie jest nieakceptowalne z punktu widzenia TFI.

Opłata od zysku może być definiowana na kilka sposobów:

- od zysku netto – jako opłatę od zysku TFI pobiera część przyrostu wartości inwestycji,
- powyżej wskaźnika – definiowany jest benchmark – wskaźnik odpowiadający strukturą i charakterem strategii inwestycyjnej danego rozwiązania. Opłatą jest określona część przewagi osiągniętego wyniku nad wynikiem wskaźnika,
- powyżej progu – zamiast wskaźnika definiowana jest stopa zwrotu, powyżej której TFI ma prawo pobrać określony procent różnicy między zyskiem wskazanym a faktycznie osiągniętym.

Są dwa podstawowe powody, dla których opłata od zysku nie jest powszechnie stosowana:

- istotnie utrudnia planowanie przepływów w ramach TFI, przenosząc na podmioty ryzyko wahań rynku. Sytuacja, w której ponoszone koszty mogą przez kilka kolejnych lat nie być nawet w części pokrywane przychodami jest ekonomicznie nieracjonalna,
- presja ze strony zewnętrznych kanałów dystrybucji wymusza na TFI regularne wypłaty wynagrodzenia (wynagrodzenie z tytułu opłaty za zarządzanie może być przekazywane dystrybutorom w ujęciu miesięcznym, podczas gdy opłata od zysku jest rozliczana najczęściej raz w roku).

O ile w przypadku funduszy inwestycyjnych opłata od zysku nie jest popularna, sytuacja wygląda nieco inaczej w przypadku zarządzania aktywami (asset management). Główną wymierną przewagą tego rozwiązania nad funduszami jest niższa opłata za zarządzanie. W zamian za to powszechnie stosuje się opłatę od zysku. Dzięki takiej kombinacji, możliwe jest pokrycie stałych kosztów zarządzania z opłaty pobieranej bez względu na koniunkturę, a w dobrych latach strumień przychodów zasila dodatkowo pobranie opłat od zysku.

#### 4.3.1.4. Opłata za wyjście

Opłata pobierana od klienta w momencie wycofywania środków, podobnie jak opłata manipulacyjna, może być wyrażona procentowo lub kwotowo. Jej głównym zadaniem jest zmniejszenie prawdopodobieństwa wycofania środków zainwestowanych przez klienta przed upływem określonego czasu. Często stosuje się degresywną tabelę opłat – stawka zmniejsza się z upływem czasu niekiedy schodząc do zera.

Etyczność przywiązywania klienta do wybranego rozwiązania jest dyskusyjna. Za przemawiają:

- wydłużanie horyzontu inwestycyjnego,
- wymuszenie rozsądniejszego planowania finansowania,
- zwiększenie kosztów TFI w przypadku konieczności wcześniejszego wycofania się z inwestycji (produkty strukturyzowane).

Argumentów przeciw również nie brakuje. Żeby wymienić tylko najważniejsze:

- konieczność uiszczenia opłaty przy wycofywaniu środków utrudnia ocenę efektywności zarządzania,
- o istnieniu opłaty klient często dowiaduje się już po wycofaniu środków (dystrybutor o niej nie wspomniał),
- istnienie opłaty za wyjście utrudnia działanie mechanizmu rynkowego skutkującego przepływem aktywów klientów do najlepiej zarządzanych funduszy.

Cztery wspomniane wyżej opłaty są najczęściej stosowanymi rozwiązaniami, a co za tym idzie, odpowiadają za większość przychodów w typowym TFI<sup>236</sup>. Dla uzupełnienia należy omówić jeszcze opłaty, które w przypadku większości podmiotów działających na polskim rynku będą jedynie dodatkiem, jednak można znaleźć TFI, które postanowiły wykorzystać niszę wymuszającą pełne wykorzystanie możliwości, które ze sobą niosą.

#### 4.3.1.5. Opłaty stałe (za platformę)

Platforma, jaką jest fundusz inwestycyjny otwarty, może być ciekawym uzupełnieniem oferty produktowej podmiotów dystrybuujących komplementarne rozwiązania (banki,

---

<sup>236</sup> Wymienione opłaty nie wyczerpują katalogu pomysłów TFI w zakresie pobierania wynagrodzenia. Przedstawienie listy, która byłaby kompletna nie jest możliwe – nowe opłaty wprowadzane są na bieżąco (nowością jest np. opłata za konwersję – wprowadzona przez Arka TFI w celu ustabilizowania bazy klientów).

ubezpieczyciele). W takim przypadku rozwiązaniem mogą być fundusze typu white label – przygotowywane pod marką zewnętrznego podmiotu.

Bank (lub inny podmiot), który nie ma własnego TFI może być zainteresowany oferowaniem klientom funduszy inwestycyjnych pod własną marką. W tym celu TFI uruchamia platformę, której parametry ustalane są w porozumieniu z bankiem. Za taką usługę TFI najczęściej pobiera wynagrodzenie niezależne ani od aktywów funduszu, ani od innych opłat. Rozwiązanie to jest z pewnością mniej kosztowne niż uruchamianie własnego TFI.

#### 4.3.1.6. Indywidualne systemy opłat (dedykowane FIZ)

Dedykowany fundusz inwestycyjny zamknięty daje potencjalnie duże możliwości w zakresie optymalizacji podatkowej, stosowania niekonwencjonalnych strategii inwestycyjnych oraz zwiększenia efektywności zarządzania nadwyżkami środków. W przypadku klientów zainteresowanych tego typu rozwiązaniem często nie daje się zdefiniować standardowych opłat.

Koszty uruchomienia struktury mogą sięgnąć kilkuset tysięcy złotych. Również utrzymanie funduszu generuje stałe koszty (audyt, publikacje obowiązkowe, obsługa prawna itp.). W dużym uproszczeniu oznacza to, że TFI może tak skalkulować typowe opłaty, aby z nich pokryć koszty stałe lub (i jest to rozwiązanie częściej stosowane) stosuje indywidualnie uzgadniany system rozliczeń. W umowie z klientem TFI określa koszty, które obciążają aktywa funduszu (będą potrącone z kwoty inwestycji) lub są w innej formie pokrywane przez klienta oraz wynagrodzenie TFI zależne od poziomu aktywów i zakresu świadczonych usług<sup>237</sup>.

#### 4.3.1.7. Inne źródła przychodów

Jeśli przyjąć założenie, że rola TFI sprowadza się wyłącznie do zarządzania aktywami przedstawiony powyżej katalog opłat wyczerpuje źródła przychodów TFI. Praktyka rynkowa pokazuje jednak, że w celu poprawy wyniku finansowego TFI często podejmują działania niezwiązane bezpośrednio z ich głównym polem działalności.

- konstrukcja funduszy, w której jedno TFI oferuje produkt złożony z funduszy z oferty innych TFI sprawia, że występuje ono w roli dystrybutora – nabiera praw do partycypowania w opłatach pobieranych przez konkurencję,

---

<sup>237</sup> Por. Miziołek T. „Dla najbogatszych z bogatych”, *Nasz Rynek Kapitałowy*, 07-08.2007.



- TFI często świadczą usługi doradztwa na rzecz innych podmiotów działających na rynku (banki, ubezpieczyciele). Tego typu rozwiązania regulowane są odrębnymi umowami i mogą stanowić istotne źródło przychodów,
- towarzystwa funduszy inwestycyjnych są zagłębiami unikalnej wiedzy przekładającej się na konkretną wartość. Wpływy za wykłady, prelekcje, publikacje czy merytoryczne wsparcie szkół o profilu ekonomicznym niekiedy również zasilają ich budżety,
- udostępnianie sieci dystrybucji – wprowadzanie do sieci dystrybucji należącej do TFI produktów komplementarnych lub substytucyjnych<sup>238</sup>,
- inna działalność gospodarcza (o ile nie koliduje z prawnymi obostrzeniami w zakresie funkcjonowania TFI).

#### 4.3.2. Wykorzystanie polityki cenowej

Zarządzanie polityką opłat jest wyjątkowo zaawansowanym aspektem działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych, a jego skutki daleko wykraczają poza kształtowanie atrakcyjności cenowej danego rozwiązania rozpatrywanej z punktu widzenia ostatecznego klienta.

##### 4.3.2.1. Pozycjonowanie produktu

Różne konstrukcje w zakresie opłat oraz fakt, że trafność decyzji o wyborze danego rozwiązania oceniana jest po fakcie utrudnia podejście „im tańszy, tym lepszy”. O ile zasada się sprawdza (przy założeniu, że niższa cena nie jest wynikiem dokładania mniejszych starań przez TFI), o tyle wskazanie najtańszego rozwiązania następuje problemowo.

- pierwszej przeszkodzie wspomniano wcześniej – opłaty zmieniają się w czasie. Fundusz, który w danym miesiącu pobiera najniższe opłaty, w kolejnym może być najdroższym,
- kolejnym problemem jest to, że to samo rozwiązanie może mieć różną cenę dla różnych klientów,
- przy kupnie jednostek uczestnictwa w okienku bankowym najprawdopodobniej potrącona zostanie opłata manipulacyjna. Można jej uniknąć, kupując jednostki u źródła,
- podmioty zainteresowane inwestowaniem dużych kwot mają niekiedy możliwość korzystania z mechanizmu zwrotu części opłaty za zarządzanie (kick back), a w przypadku usługi zarządzania aktywami na zlecenie mają zupełnie inną pozycję negocjacyjną niż klient „detaliczny”,

<sup>238</sup> Zagadnienia dotyczące otwartej architektury sieci dystrybucji zostały szerzej omówione w podrozdziale 4.1.3.

- wprowadzenie dodatkowych komplikacji takich jak degresywne opłaty za wyjście, opłaty od zysku, zniżki zwolnienia i promocje również utrudniają porównywanie kosztów związanych z oddaniem aktywów w zarządzanie.

W interesie towarzystw funduszy inwestycyjnych nie leży upraszczanie systemu opłat – istniejący stan rzeczy pozwala na realizowanie atrakcyjnych stóp zwrotu przy przesunięciu argumentów sprzedażowych w kierunku czynników pozacenowych.

#### 4.3.2.2. Cena a sieć dystrybucji

Jak wcześniej wykazano sieć dystrybucji jest głównym czynnikiem decydującym o sukcesie bądź porażce danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Uzależnienie TFI od pośredników stawia tych ostatnich w wyjątkowo komfortowej sytuacji (szczególnie w kontekście pokutujących w Polsce nawyków inwestycyjnych) – to oni mają kontakt z klientem i oni rekomendują konkretne rozwiązania.

Oczywisty jest tutaj konflikt interesów: pośrednikowi opłaca się sprzedać produkt, na którym zarobi najwięcej, czyli ten, który będzie najdroższy dla klienta. Próbą przeciwdziałania temu zjawisku jest wspomniana wcześniej inicjatywa MIFID, jednak nie należy mieć złudzeń, że istotnie zmieni ona podejście dystrybutorów.

Wynagrodzenie dystrybutora zależy od dwóch elementów – struktury opłat pobieranych od klienta i udziału danego podmiotu w tych opłatach. O ile ten drugi aspekt nie ma bezpośredniego przełożenia na portfel klienta (instytucje dzielą się tym, co pobrały w formie opłat), o tyle pierwszy element ma kluczowe znaczenie.

W praktyce istnienie takiego mechanizmu oznacza, że klient korzystający z usług pośrednika ma znacznie większe szanse trafić na drogą ofertę niż ten, który porówna ceny u źródła.

Dla towarzystw funduszy inwestycyjnych opierających się na zewnętrznych kanałach dystrybucji oznacza to, że istnieje zauważalna odwrotna korelacja między wysokością opłat a wielkością sprzedaży – im produkt droższy tym większa determinacja dystrybutorów, żeby go sprzedać.

Te TFI, które dysponują własną siecią sprzedaży mają większe pole manewru, jednak nawet w tym przypadku ekonomicznie zasadne jest wykorzystanie utrudnień w porównywaniu cen funduszy do przekonania klienta, że rozwiązanie generujące największy strumień przychodu dla TFI jest jednocześnie tym, które najlepiej zaspokoi jego potrzeby.

#### 4.3.2.3. Zarządzanie strukturą aktywów

Jednym z aspektów wykorzystania polityki cenowej jest świadome kształtowanie struktury aktywów wykorzystujące dwa elementy: sterowanie strumieniem nowych aktywów oraz konwertowanie zgromadzonych aktywów.

Wpływanie na sprzedaż, skuteczne zachęcanie klientów do nabywania wysokomarżowych produktów, jest możliwe głównie dzięki trzem narzędziom:

- wykorzystanie pozycji i autorytetu sieci sprzedaży – Większość klientów nie dostrzega lub ignoruje konflikt interesów między nimi a pośrednikami, przedkładając wygodę nad efektywność kosztową. W wielu przypadkach głównym źródłem informacji o dostępnych rozwiązaniach jest właśnie dystrybutor. Podejście dystrybutora do oferowania produktów zmienia się jednak różnica między tym, co dobre dla klienta, a tym, co odpowiada dystrybutorowi nadal istnieje.
- skuteczna reklama wywołująca chęć posiadania konkretnego produktu – Najbardziej agresywne kampanie reklamowe zawsze dotyczą wysokomarżowych produktów. Oczywiście ma to ekonomiczne uzasadnienie – szybciej zwrócą się poniesione nakłady, jednak głównym celem pozostaje skierowanie popytu w pożądanym kierunku.
- promocje (okresowe zniżki/zwolnienia z opłat) – Rozwiązanie stosowane w porozumieniu z siecią dystrybucji – wymaga rezygnacji z części lub całości opłaty manipulacyjnej. Poniesione nakłady są z nawiązką rekompensowane w dłuższej perspektywie zwiększonymi wpływami z tytułu opłaty za zarządzanie.

Zarządzanie strukturą już zgromadzonych aktywów jest trudniejsze. Wymaga skłonienia klienta, który już podjął decyzję do jej zmiany. Oczywiście żadnemu podmiotowi nie będzie zależało na dowodzeniu, że jeden produkt z oferty jest lepszy od innego (to oznaczałoby, że klient wcześniej podjął błędną decyzję, dokonując wyboru) tym bardziej, że skłaniając go do zmodyfikowania portfela TFI, ryzykuje, że aktywa trafią do produktu konkurencji.

Towarzystwa znalazły kilka sposobów na obejście wspomnianych wyżej ograniczeń:

- wydawanie rekomendacji – metoda ta ma oczywiście ograniczoną skuteczność – w okresie dekonunktury polecanie wysokomarżowych funduszy akcyjnych podkopałoby wiarygodność podmiotu wydającego taką rekomendację. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, by jako sugerowane rozwiązanie wskazać ten fundusz bezpieczny, który ma wyższą opłatę za zarządzanie. Z pomocą przychodzi dynamicznie zmieniające

się otoczenie gospodarcze – decyzja, którą klient podjął była właściwa w momencie jej podejmowania, a teraz można znaleźć lepsze rozwiązanie.

- oferowanie produktów zbudowanych w oparciu o różne klasy funduszy, dopasowujące strukturę do bieżącej sytuacji rynkowej, ułatwia zastosowanie mechanizmu opisanego na przykładzie rekomendacji. Rozwiązanie to daje jednak jeszcze jedną możliwość. Trudno zaprzeczyć, że jest możliwe zbudowanie dowolnej konfiguracji ekspozycji na rynek długu i akcji wyłącznie za pomocą funduszy o przeciwstawnej polityce inwestycyjnej (jeden dłużny i jeden akcyjny). Poprzez zmianę proporcji jednostek uczestnictwa w portfelu można swobodnie modyfikować alokację w ramach struktury od skrajnie bezpiecznej do skrajnie agresywnej. Dlaczego zatem w tego typu rozwiązaniach znajdują się również fundusze mieszane? Właśnie ze względu na ich wysoką marżę. Struktura, w której znajduje się 50% „taniego” funduszu dłużnego i 50% „drogiego” akcyjnego jest mniej atrakcyjna dla TFI niż 100% „drogiego” mieszanego.
- promocje dla istniejących klientów są skutecznym sposobem zwiększania rentowności ze zgromadzonych aktywów wypracowywanej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Najprostszym sposobem jest zaoferowanie atrakcyjnych warunków przy konwersji do bardziej rentownego rozwiązania. Jako że fundusz ma ograniczone możliwości różnicowania opłaty za zarządzanie między klientami, zachęty przyjmują inne formy – gadżetów, zniżek przy nabywaniu innych produktów, udziału w konkursach itp.

Ani wpływ na bieżącą i przyszłą sprzedaż, ani próby modyfikowania struktury aktywów w zarządzaniu nie dają towarzystwu możliwości dowolnego przerzucania klientów między produktami. Umiejętne wykorzystanie dostępnych narzędzi pozwala na skuteczne podniesienie rentowności wypracowanej na zarządzanych aktywach przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka istotnych umorzeń.

Oczywiście działania opisane powyżej budzić mogą kontrowersje. Można liczyć na to, że wraz z podnoszeniem poziomu wiedzy wśród klientów oraz z zacieśnianiem mechanizmów kontroli i implementacją rozwiązań stosowanych z powodzeniem na dojrzałych rynkach sytuacja będzie się poprawiać, a przy wyborze rozwiązań inwestycyjnych na znaczeniu zyskiwać będzie jakość zarządzania.

### 4.3.3. Wpływ zza granicy

Poza rozwiązaniami w zakresie regulacji rynku i pomysłów inwestycyjnych wraz udostępnieniem rodzimym klientom zagranicznych rozwiązań inwestycyjnych pojawił się jeszcze jeden czynnik, który może w przyszłości istotnie zmienić obraz polskiego rynku – presja cenowa.

Jak pokazuje poniższa tabela, średnie poziomy opłat manipulacyjnych i za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi są większości przypadków znacznie niższe w Europie niż w Polsce.

**Tabela 5:** Średnie opłaty w Polsce w podziale na kategorie funduszy

Typ funduszu	Opłata manipulacyjna		Opłata za zarządzanie	
	Polska	Europa	Polska	Europa
Akcji	4,30%	4,00%	3,77%	1,50%
Mieszany	3,10%	3,00%	3,14%	1,25%
Obligacji	1,20%	2,50%	2,08%	1,00%
Pieniężny	0,70%	1,00%	1,52%	0,60%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z PricewaterhouseCoopers i Expander

Póki co, skuteczną barierą dla rozprzestrzenienia się w Polsce tańszych rozwiązań z Europy Zachodniej jest specyfika naszego rynku:

- budowana przez lata pozycja lokalnych graczy – podmioty zagraniczne do niedawna patrzyły na Polskę wyłącznie jako teren do inwestowania, a nie pozyskiwania aktywów,
- historycznie dobre wyniki rozwiązań inwestycyjnych ograniczających się do rynku polskiego – rozwój gospodarczy, proces konwergencji, bogacenie się społeczeństwa, wzrost konsumpcji miały wpływ na dobre stopy zwrotu, zarówno na rynku długu, jak i polskich akcji,
- często irracjonalne przywiązanie klientów do rodzimych rozwiązań i polskich nazw instytucji finansowych,
- ryzyko kursowe – większość zagranicznych rozwiązań jest denominowana w walutach obcych, co powoduje dodanie kolejnego czynnika ryzyka (to ograniczenie straci znaczenie po przystąpieniu Polski do strefy euro),
- struktura dystrybucji – bez dostępu do dużej lokalnej sieci dystrybucji nawet światowej klasy gracze skazani są na marginalizację. Pośrednicy, nawet jeśli włączą takie produkty do swojej oferty (głównie ze względu na ich prestiż), nie będą ich

aktywnie sprzedawać – bardziej opłacać się będzie przekonanie klienta do zainwestowania środków w droższy lokalny fundusz pozwalający pośrednikowi zebrać wysoką marżę.

Świadomość nieuchronności sprowadzenia cen lokalnych produktów do poziomu ich zagranicznych odpowiedników nie przeszkadza branży w utrzymywaniu obecnego status quo. Przełomowym momentem dla naszego rynku nie było jego otwarcie na produkty z zagranicy, ale będzie prawdopodobnie wprowadzenie wspólnej waluty.

#### **4.4. Polityka produktowa**

Oferta towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest podstawowym narzędziem w walce konkurencyjnej. Paradoksalnie „podstawowy” nie oznacza w tym przypadku „najistotniejszy”.

Nawet nieprzemysłana paleta produktowa nie musi uniemożliwić sukcesu rynkowego, jednak bez wątpienia TFI musi zaoferować klientom jakiegokolwiek produkty, aby można było mówić o jego konkurencyjności. Oczywiście rozsądnie prowadzona polityka produktowa może istotnie przyczynić się do odniesienia sukcesu, dlatego nie należy lekceważyć jej znaczenia<sup>239</sup>.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może wpływać na realizowaną politykę produktową na dowolnym etapie działalności. Oczywiście w zależności od szeregu czynników możliwości jej kształtowania mogą być większe lub mniejsze, jednak modyfikacje zawsze powinny być poprzedzone gruntowną analizą. Skutki ewentualnego niepowodzenia mogą poważnie nadszarpnąć pozycję konkurencyjną danego podmiotu.

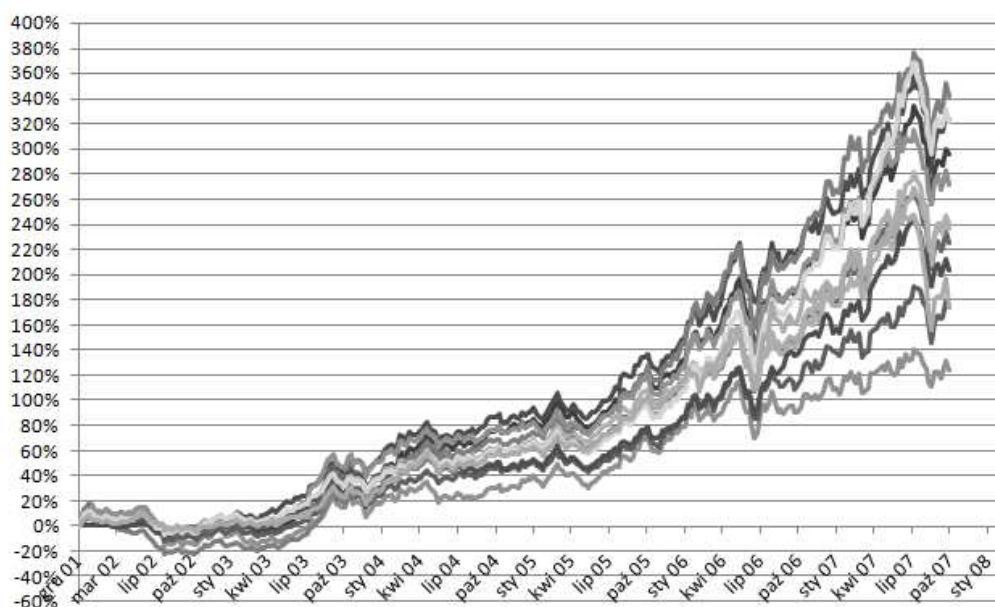
##### **4.4.1. Cechy charakterystyczne branży**

Jak wspomniano w rozdziale 2.4.2., fundusze inwestycyjne w ramach danej kategorii są niemal doskonale homogeniczne. Wykres przedstawiony poniżej ilustruje zbieżność wyników funduszy akcyjnych. Nie ma znaczenia, która linia przedstawia, wyniki którego produktu – istotne jest zauważalne podobieństwo wykresów.

---

<sup>239</sup> Por. Rosa G. „Konkurencja o nabywcę – wybrane problemy”, PTE, Warszawa 1998.

**Wykres 30:** Zbieżność wyników funduszy akcyjnych w latach 2001-2008



Źródło: opracowanie własne

Zbieżność wyników zarządzania przedstawiona na powyższym wykresie jest pochodną kilku czynników:

- definicji prawnych – fundusz, aby być zakwalifikowany do konkretnej kategorii, a co za tym idzie, by być klasyfikowany w rankingach, ma obowiązek utrzymywania określonego poziomu ekspozycji na poszczególne klasy aktywów,
- benchmarku – wskaźnika ilustrującego średnią ekspozycję rynku na akcje powszechnie wykorzystywanego przez zarządzających w sytuacji, kiedy przewidywania co do rozwoju sytuacji na rynku nie pozwalają podjąć decyzji o skróceniu/wydłużeniu pozycji. Jest to swoisty wybieg umożliwiający utrzymanie pozycji w środku stawki i zmniejszenie ryzyka popełnienia błędu<sup>240</sup>,
- spektrum inwestycyjnego – polscy zarządzający tradycyjnie „lubią” polskie spółki. Mają najpełniejszą wiedzę o podmiotach działających na lokalnym rynku, znają ich historię, spotykają się z zarządami. Powoduje to, że udział innych niż polskie papierów wartościowych w portfelach funduszy jest znikomy,
- globalizacji – rozpatrywanie zagadnienia przez pryzmat międzynarodowy również nie rozwiązuje problemu korelacji. W dobie globalizacji zachowania inwestorów

<sup>240</sup> Por. Wojtaszek P. „Benchmarki poknane”, Parkiet, 24.01.2003. Artykuł poświęcony jest wynikom asset management, jednak dla funduszy zasada jest taka sama.

rozprzestrzeniają się, nie zważając na granice, przenosząc trendy między geograficznie różnymi rynkami. Doskonałym przykładem może być „kryzys subprime”, który zapoczątkowany w drugiej połowie 2007 roku rozprzestrzenił się na cały świat, nie omijając również warszawskiego parkietu. Na wykresie 10 zaprezentowano zachowanie na największych światowych rynkach akcji. Korelacja jest ewidentna. Można przyjąć, że nasilające się procesy globalizacyjne i postępująca konwergencja krajów rozwijających się będą sprzyjać rozwijaniu się ogólnosiwiatowych trendów inwestycyjnych, a dywersyfikacja transgraniczna przestanie mieć znaczenie.

- mentalności – jedynie nieliczni zarządzający mając pod opieką kapitał liczony w miliardach złotych, mają odwagę zajmować skrajne pozycje i aktywnie zarządzać alokacją, antycypując zachowania rynku. Taka strategia pozwala w przypadku przewidzenia zachowania giełdy na odskoczenie od konkurencji, jednak pomyłka skutkuje powrotem do peletonu. Długoterminowy wynik będzie podobny, jednak wahania wartości inwestycji w trakcie jej trwania będą o wiele większe. Właśnie ze względu na podniesione ryzyko takie strategie nie są traktowane jako klasyczne akcyjne, ale „total return”.

Brak możliwości świadomego kształtowania „jakości” produktu jest jednym z najistotniejszych wyróżników branży. Oczywistym jest, że wszystkie podmioty będą dokładały wszelkich starań, żeby potocznie rozumiana jakość (pozornie wyjątkowo łatwo mierzalna – wynik inwestycyjny) była jak najlepsza. Porzekadło giełdowe mówiące, że z rynkiem nikt nie wygra, ma zastosowanie i w tym przypadku. Przy założeniu, że nie zachodzą czynniki wyjątkowe (działanie na szkodę klientów, dostęp do informacji z wewnątrz spółek (insider trading) i że zapewnione jest pewne minimum umożliwiające pracę, każdy zarządzający ma zbliżone szanse odnieść sukces. Możemy mówić o dwóch grupach czynników/atrybutów, które zwiększają prawdopodobieństwo poprawy wyniku = podniesienia jakości produktu:

- do elementów niezbędnych zaliczymy infrastrukturę techniczną, rozwiązania IT takie, jak choćby system transakcyjny, dostęp do informacji w możliwie szerokim zakresie (profesjonalne serwisy informacyjne),
- elementy wspomagające to dotychczasowe doświadczenie decydentów, wsparcie innych specjalistów (komitet inwestycyjny, wsparcie analityczne itp.).

Problemy w świadomym kształtowaniu wyniku inwestycyjnego powodują konieczność rozszerzenia kryteriów wchodzących w skład pojęcia jakości produktu inwestycyjnego.



Jakość produktu inwestycyjnego = wynik + stabilność wyniku + stabilność kadry zarządzającej + doświadczenie podmiotu i zarządzających + wiarygodność podmiotu + ...

Jakie są implikacje braku możliwości (a przynajmniej istotnego ograniczenia) zdolności towarzystw funduszy inwestycyjnych do kształtowania „jakości” produktu postrzeganej wyłącznie jako wynik zarządzania? Atrakcyjność produktu będzie w znacznej mierze predefiniowana przez cechy, które go opisują (cena, kategoria itp.).

Polityka produktowa w wykonaniu towarzystw funduszy inwestycyjnych ogranicza się do wprowadzania na rynek nowych oraz usuwania nieefektywnych rozwiązań wyposażonych w konkretne cechy – oznacza zarządzania paletą oferowanych rozwiązań. Nie będzie miała elementów kojarzonych z przedsiębiorstwami produkcyjnymi – zarządzania jakością, odpadami, surowcami itp.

#### 4.4.2. Scenariusze produktowe

Scenariusze działań podejmowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych daje się pogrupować w kilka kategorii. Niektóre podmioty mogą również stosować rozwiązania pośrednie.

##### 4.4.2.1. Szeroko czy wąsko

Jedno z podstawowych pytań, które powinny sobie zadać osoby podejmujące w towarzystwach funduszy inwestycyjnych decyzje dotyczące palety produktowej, to, czy lepiej mieć mniej produktów z większą ilością aktywów, czy więcej z aktywami na niższym poziomie.

Z czysto kosztowego punktu widzenia odpowiedź jest oczywista. Każda platforma kosztuje. Po uruchomieniu trzeba ją wypromować, uplasować, a przede wszystkim utrzymać. Im więcej zgromadzi aktywów, tym lepiej – przy podobnych kosztach przychody z pobranych opłat będą większe, czyli rentowność danego funduszu dla TFI będzie wyższa.

Jeśli jednak rozszerzyć punkt widzenia, okaże się, że wskazanie lepszego rozwiązania nie jest takie proste. Za rozszerzeniem palety produktowej przemawia przede wszystkim możliwość ograniczenia ryzyka prowadzonej działalności. Dzięki dywersyfikacji możliwe jest zminimalizowanie negatywnych skutków porażki jednego z funduszy, a przyczyn takiego niepowodzenia może być wiele:

- błąd zarządzania skutkujący utrzymywaniem się słabych wyników,

- kryzys na rynku, na który wyeksponowany jest dany fundusz,
- zmiana mody/sentymentu klientów skutkująca odpływem aktywów,
- błędy w plasowaniu produktu – błędy marketingowe, nieefektywna sieć dystrybucji,
- błędy w polityce opłat.

Towarzystwa oferujące niewielką liczbę funduszy biorą na siebie ogromne ryzyko w przypadku niepowodzenia jednego z produktów. Jakikolwiek czynnik, który spowoduje ucieczkę klientów z danego funduszu może zachwiać stabilnością finansową towarzystwa, a nawet zagrozić jego egzystencji (tym bardziej, że należy uwzględnić jeszcze ryzyko poważnego nadszarpnięcia reputacji).

Istotną zaletą szerszej palety produktowej jest umożliwienie TFI dopasowania do oczekiwań rynku – wraz z rozwojem nawyku inwestowania, rozszerzeniem światowego spektrum inwestycyjnego wzrasta skłonność klientów (i dystrybutorów) do poszukiwania ciekawych rozwiązań. Zwiększenie liczby funduszy umożliwia zaspokojenie bardziej zróżnicowanych potrzeb.

Sztuką będzie znalezienie złotego środka – takiego rozwiązania, które umożliwi realizację celów stojących przed konkretnym towarzystwem.

#### 4.4.2.2. Innowacyjność czy tradycja

Kolejnym aspektem, który należy poddać pod rozwagę jest charakter oferowanych rozwiązań. Dostępność zaawansowanych produktów zagranicznych, ciągłe poszukiwanie nowych form pomnażania kapitału, a nawet zwykła ciekawość sprawiają, że zainteresowanie klientów przesuwa się w kierunku produktów oferujących coś więcej niż tylko możliwość inwestowania na rynku akcji/długu. W mediach modne są fundusze hedgingowe, strategie total return, produkty strukturyzowane, wehikuły opierające się wyłącznie na analizie technicznej<sup>241</sup>. Na tej fali powstało kilka podmiotów oferujących wyłącznie rozwiązania alternatywne w stosunku do produktów tradycyjnych<sup>242</sup>, jednak częściej są one jedynie uzupełnieniem standardowej oferty<sup>243</sup>, Dlaczego tak się dzieje? Okazuje się, że choć interesujące, alternatywne rozwiązania okazują się mało efektywne lub zachęcają jedynie

<sup>241</sup> Por. „Guide to investing in hedge funds”, International Herald Tribune, 05.2005 oraz „The Financial Times guide to hedge funds”, Financial Times, 03.2004 lub „Zamknięty na próbę”, Gazeta Bankowa, 27.01.2003.

<sup>242</sup> Superfund – rozwiązania bazujące na modelu matematycznym, Ipopema – oferująca fundusze inwestujące w wina, New World Alternative Investments – już w nazwie podkreślające alternatywność oferowanych rozwiązań.

<sup>243</sup> Choćby fundusz Skarbiec Ochrony Kapitału zbudowany na modelu constant proportion port folio insurance umożliwiającym zagwarantowanie kapitału w ustalonym okresie.

bardzo wąską grupę inwestorów. Oczywiście można znaleźć przykłady niestandardowych rozwiązań, które zdołały zebrać aktywa zapewniające satysfakcjonującą rentowność projektu. Jednak w większości przypadków TFI decydują się na wprowadzenie takich produktów do oferty z innych względów – zapewniają one rozgłos, podnoszą rozpoznawalność towarzystwa – działają promująco.

#### 4.4.2.3. Klient masowy czy wyselekcjonowany

Typ klienta, którego dane TFI chce przyciągnąć, znajduje odzwierciedlenie w palecie produktów, które wprowadzi ono na rynek. Do zobrazowania zagadnienia posłużą przykłady dwóch podmiotów adresujących swoje produkty do zupełnie innych grup odbiorców. Na jednym biegunie znajdzie się TFI Pioneer oferujące masowemu odbiorcy szeroką gamę produktów. Dystrybucja w okienkach banku zapewnia łatwy dostęp wszystkim zainteresowanym. Poziomy wpłat są ustawione na poziomach niestanowiących bariery dla przeciętnego klienta. Zupełnie inną strategię realizuje Opera TFI, które zdecydowało się walczyć o klientów skłonnych zainwestować duże kwoty. Oferowane zamknięte fundusze inwestycyjne pozycjonowane są jako elitarne głównie dzięki bardzo wąskiej dystrybucji i progom wejścia sięgającym kilkuset tysięcy złotych. Oba podmioty, choć realizują zupełnie różną politykę produktową, odnoszą sukcesy i mają ugruntowaną pozycję na polskim rynku.

#### 4.4.3. Kategorie produktów

Przyjrzyjmy się zatem produktom, które towarzystwa funduszy inwestycyjnych oferują swoim klientom<sup>244</sup>.

##### 4.4.3.1. Paleta bazowa

W tej kategorii mieszczą się najbardziej podstawowe produkty. Są to fundusze trzech kategorii:

- dłużne,
- akcyjne,
- mieszane.

---

<sup>244</sup> Por. rozdział 3.1.2.

W przypadku większości towarzystw właśnie od tych funduszy rozpoczynano walkę o pozycję rynkową. Ich spektrum inwestycyjne jest jasno określone – instrumenty dłużne (emitowane przez Skarb Państwa), akcje spółek publicznych oraz mieszanka obu tych klas aktywów. Bezdyskusyjna jest zdolność tych produktów do pozyskiwania aktywów opierająca się głównie na prostocie przekazu:

- dług = bezpieczeństwo,
- akcje = zysk,
- mieszanka = godny zysk z zachowaniem rozsądnego poziomu bezpieczeństwa.

#### 4.4.3.2. Paleta rozszerzona

Rozszerzenie palety produktów bazowych następuje najczęściej przez wprowadzenie do oferty:

- funduszy rynku pieniężnego cechujących się jeszcze wyższym poziomem bezpieczeństwa (mniejszymi wahaniami wartości inwestycji) niż w przypadku funduszy dłużnych,
- kolejnych funduszy mieszanych z inną strukturą portfela – inną ekspozycją na poszczególne klasy aktywów,
- funduszy zagranicznych – dłużnych, akcyjnych lub mieszanych rozwiązań zbudowanych w oparciu o aktywa inne niż lokalne,
- funduszy „tematycznych” – inwestujących na określonych rynkach, w spółki o konkretnym profilu, surowce itp.

#### 4.4.3.3. Produkty uzupełniające

Lista możliwych rozwiązań zaklasyfikowanych jako produkty uzupełniające jest otwarta. Trafiają tu wszystkie rozwiązania adresowane do dużej grupy klientów charakteryzujące się wykorzystaniem niestandardowych rozwiązań inwestycyjnych. Najpopularniejsze przykłady to:

- fundusze inwestycyjne zamknięte – swoją konstrukcją ograniczają płynność inwestowanych środków, mają określony początek i koniec,
- fundusze hedgingowe i total return – nie definiują lub definiują bardzo szeroko spektrum inwestycyjne. Ich głównym celem jest generowanie zysku nawet kosztem bardzo wysokiego ryzyka,
- rozwiązania chroniące kapitał – wykorzystujące struktury opcyjnie inne modele umożliwiające zagwarantowanie rezultatu (ochronę całości/części kapitału, realizację określonego zysku itp.),

- produkty dedykowane określonej grupie klientów – fundusze sekurytyzacyjne,
- produkty stosujące niekonwencjonalne metody zarządzania (modele matematyczne)<sup>245</sup>.

#### 4.4.3.4. Produkty niszowe

Rozwiązania z założenia mające trafiać do bardzo wąskiej grupy odbiorców:

- fundusze egzotyczne – działające na bardzo wąskich rynkach – sztuka, wino, kamienie szlachetne itp.,
- dedykowane fundusze zamknięte – uruchamiane dla bardzo wąskiej grupy inwestorów zainteresowanych wykorzystaniem unikalnych możliwości, jakie daje FIZ.

#### 4.4.3.5. Zarządzanie aktywami

Na rynkach bardziej rozwiniętych jest to bardzo popularna forma inwestowania dostępna dla klientów dysponujących odpowiednim poziomem aktywów. Jej elastyczność, efektywność kosztowa i skuteczność powodują, że zarządzanie aktywami często jest uzupełnieniem oferty TFI. Głównymi przeszkodami w popularyzacji tego rozwiązania są:

- wysokie progi wejścia – w zależności od rozwiązania może to być od kilkuset tysięcy do kilku milionów złotych,
- problem dystrybucji – efektywność kosztowa utrudnia wynagradzanie dystrybutorów. „Zwykły” fundusz jest dla nich bardziej opłacalny.

#### 4.4.3.6. Produkty drugiej linii

Stanowią formę pochodną w stosunku do rozwiązań bazowych. Najczęściej wybierając takie rozwiązanie, klient zyskuje jakąś wartość dodaną w zamian za deklarację długotrwałej współpracy lub za dodatkową opłatą. Niekiedy warunkiem skorzystania z tego typu usługi może być wymóg minimalnej kwoty inwestycji.

- indywidualne konta emerytalne mogą być, zgodnie z ustawą, prowadzone przez TFI. Gromadzone środki inwestowane są z pomocą funduszy inwestycyjnych,
- programy systematycznego oszczędzania – rozwiązania oferujące atrakcyjne warunki inwestowania w fundusze w zamian za deklarację długoterminowej współpracy<sup>246</sup>,

<sup>245</sup> Por. Miziołek T. „Wiosenne porządki”, Nasz Rynek Kapitałowy, 06.2007. Artykuł traktuje o swoistym wyścigu we wprowadzaniu na rynek nowych produktów na fali popularności funduszy inwestycyjnych.

<sup>246</sup> Por. Stępień J. „Wybór jak w supermarkecie”, Profit, 10.2003.

- zarządzanie funduszami – forma pośrednia między zarządzaniem aktywami a funduszami inwestycyjnymi. Środki inwestowane przez klienta są alokowane między fundusze, a nie instrumenty bazowe<sup>247</sup>.

#### 4.4.4. Czynniki wewnętrzne wpływające na politykę produktową

Czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych faktycznie mają pełną swobodę kształtowania polityki finansowej? Zdecydowanie nie. Najważniejsze czynniki ograniczające mające charakter endogeniczny scharakteryzowano poniżej:

- pozycja finansowa – na każdym etapie rozwoju towarzystwa funduszy inwestycyjnych kluczowe znaczenie ma zdolność organizacji do ponoszenia kosztów uruchamianych platform. Na rynku można znaleźć przykłady skrajnych zachowań – uruchamiania już na etapie tworzenia TFI dużej liczby platform oraz startu wyłącznie z bazową paletą, która jest uzupełniana wraz ze wzrostem zdolności danego TFI do generowania nadwyżek finansowych, które mogą być przeznaczone na uruchamianie nowych produktów.
- strategia rozwoju – całościowy pomysł na pozycjonowanie danego TFI powinien być formą nadrzędną nad polityką produktową. Jeśli towarzystwo ma oferować jedynie podstawowe produkty (będące na przykład uzupełnieniem produktów bankowych oferowanych w ramach grupy), nadmierne rozszerzanie palety produktowej nie będzie miało uzasadnienia.
- brak know-how – uruchamianie niektórych typów produktów może wymagać posiadania w ramach TFI specyficznej wiedzy/umiejętności (znajomość specyfiki danego rynku, zdolność do oceny instrumentów itp.). Można przyjąć, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych zawsze może kupić taki know-how (zatrudnić kogoś, kto ma niezbędne umiejętności) lub można zbudować know-how w oparciu o doświadczenia z rynków znajdujących się na wyższym etapie rozwoju. Obie drogi wymagają nakładów czasu i środków, co wpływa negatywnie na rentowność projektu – może być ekonomicznie nieuzasadnione.
- ograniczenia kadrowe – ich wpływ jest zbliżony do braku know-how – można mu stosunkowo łatwo zaradzić, zatrudniając nowych pracowników, czyli podnosząc stałe koszty działalności. Rozszerzenie palety inwestycyjnej czy nawet dodanie produktów w ramach „pokrywanych” klas aktywów nakłada na zarządzających dodatkowe obowiązki.

---

<sup>247</sup> Por. rozdział 2.2.3.

#### 4.4.5. Czynniki zewnętrzne wpływające na politykę produktową

Choć polityka produktowa zaliczana jest do wewnętrznych determinant konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych, nie jest ona wolna od wpływów spoza TFI. Najistotniejsze czynniki zewnętrzne, które powinny być uwzględnione przy kształtowaniu palety produktów dają się zebrać w kilka grup.

##### 4.4.5.1. Oczekiwania klientów

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest usługodawcą – zaspakaja potrzeby klientów. Pojawienie się nowej potrzeby powinno skutkować umożliwieniem jej zaspokojenia przez odpowiedni produkt. Zaniechanie rozwijania palety produktowej grozi utratą zdolności do przyciągania nowych aktywów – klienci będą szukali rozwiązań o innym profilu.

Uruchomienie produktu w oparciu o błędne szacunki w zakresie jego zdolności do gromadzenia aktywów mogą być równie groźne – rozminięcie się z oczekiwaniami rynku grozi brakiem możliwości zebrania aktywów umożliwiających pokrycie kosztów związanych z uruchomieniem produktu.

Możliwe jest wpływanie na skalę popytu poprzez promocję i sieć dystrybucji. Oznacza to jednak zwiększenie nakładów na projekt, co w przypadku braku osiągnięcia oczekiwanego efektu w postaci poziomu pozyskanych aktywów tylko pogłębi skalę niepowodzenia.

##### 4.4.5.2. Działanie konkurencji

Działania innych towarzystw funduszy inwestycyjnych mogą skłonić dany podmiot do uruchomienia lub zaniechania plasowania nowego produktu.

Ogromne nakłady poniesione przez duże towarzystwa funduszy inwestycyjnych na wykreowanie popytu na fundusze małych i średnich przedsiębiorstw w drugiej połowie 2006 roku i pierwszej połowie 2007 roku skłoniło również mniejszych graczy do wykorzystania zjawiska. W końcowej fazie boomu samo uruchomienie funduszu gwarantowało jego sukces nawet bez ponoszenia dużych nakładów na promocję. Entuzjizm TFI i klientów ostudziły dopiero spadki na warszawskim parkiecie.

Ograniczenie spektrum inwestycyjnego funduszy inwestycyjnych do kilku – kilkunastu kategorii (branż, rynków, sektorów, wykorzystywanych rozwiązań) powoduje dublowanie

pomysłów na produkty. Zjawisko to nie musi mieć negatywnego wpływu na rynek – istnienie kilku rozwiązań o zbliżonej polityce inwestycyjnej umożliwia klientom porównywanie ich efektywności. Dla samych TFI doświadczenia konkurentów są cennym źródłem informacji – jeśli jakiś podmiot uruchomił produkt, którego plasowanie rozważało inne TFI, to jego sukces lub porażka mogą być istotnym argumentem za przyśpieszeniem lub zaniechaniem prac.

Oczywiście kierowanie się doświadczeniami konkurencji uniemożliwia realizację premii za pierwszeństwo – jeśli produkt jest ciekawy, TFI, które go wypuściło na rynek jest monopolistą do momentu jego skopiowania – ten okres często wystarcza do zbudowania poważnej przewagi nad naśladowcami.

#### 4.4.5.3. Ograniczenia prawne

Kwestie regulacji prawnych zostały omówione oddzielnie w rozdziale 3.1.2., jednak należy podkreślić ich wpływ na kształtowanie polityki produktowej. Katalog możliwych rozwiązań może stanowić istotne ograniczenie kreatywności w zakresie konstruowania nowych rozwiązań. Ograniczenia mogą dotyczyć:

- konstrukcji funduszu,
- wymogów formalnych niezbędnych do jego uruchomienia,
- ograniczeń spektrum inwestycyjnego,
- czasochłonności procedur.

#### 4.4.5.4. Ograniczenia techniczne

Przykładem typowego ograniczenia technicznego jest brak płynności na rynku, na którym mają być inwestowane aktywa zgromadzone w funduszu. We wstępnej ocenie projektu może się okazać, że choć jest popyt, a sam fundusz ma zdolność zebrania znacznych aktywów nie będzie miał ich jak zainwestować lub ich upłynnienie nie będzie możliwe ze względu na zbyt wąsko określone spektrum inwestycyjne. Na takie problemy napotykają fundusze branżowe, gdzie mała liczba instrumentów, które mogą być nabywane do portfela (notowanych spółek z danej branży) uniemożliwia zarządzanie.

Innym problemem dotyczącym głównie funduszy egzotycznych jest brak informacji na temat rynków bazowych lub utrudnienia w dostępie do informacji na ich temat.



#### 4.4.5.5. Koszty transakcyjne

W dobie globalizacji, której rynki finansowe są niekwestionowanym liderem, coraz rzadziej ma miejsce sytuacja, w której jakaś klasa aktywów pozostaje niedostępna, jednak istnienie kosztów transakcyjnych może istotnie zmniejszać jej atrakcyjność w zależności od miejsca, z którego się w nią inwestuje. Koszty inwestowania w akcje chińskich spółek będą zupełnie inne w Warszawie, Londynie, Nowym Jorku czy Pekinie. W tej sytuacji polskim inwestorom może bardziej opłacać się zainwestowanie w fundusz polski kupujący chińskie akcje za pośrednictwem londyńskiego funduszu. Pytanie tylko, czy wzrost wycen instrumentów bazowych po naliczeniu kosztów pośredników nadal będzie satysfakcjonujący dla klienta.

### 4.5. Pozostałe czynniki determinujące konkurencyjność TFI

Lista czynników determinujących konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych może być o wiele szersza, aniżeli zaprezentowano to dotychczas w niniejszym rozdziale. W podrozdziałach 4.1., 4.2., 4.3. i 4.4. scharakteryzowane zostały kluczowe determinanty. Podrozdziały 4.5. i 4.6. traktują o mniej oczywistych i często lekceważonych sposobach wpływania na zdolność TFI do odniesienia sukcesu.

#### 4.5.1. Kadry

Jak w każdej branży, dostęp do wykwalifikowanych jest istotnym elementem wpływającym na zdolność przedsiębiorstwa do odniesienia sukcesu. W rozdziale trzecim dostępność kadr została wskazana jako czynnik zewnętrzny. Ograniczenia w dostępności pracowników niezbędnych do prowadzenia działalności przez TFI faktycznie mają charakter zewnętrzny, jednak powstrzymanie rotacji kadr, motywowanie pracowników, optymalne wykorzystanie ich umiejętności leżą wyłącznie w gestii danego podmiotu<sup>248</sup>.

##### 4.5.1.1. Kategorie pracowników

- kluczowi – zarządzający i analitycy – najważniejszy element podmiotu, który z definicji ma zarządzać aktywami. Ich dostępność jest najbardziej reglamentowana, a „rynek” rozpoznaje zaledwie kilka, kilkanaście nazwisk, które postrzegane są przez

---

<sup>248</sup> Por. Sajkiewicz A. „Pracownicy jako wartość firmy”, VII Kongres Ekonomistów Polskich, 01.2001.

klientów i dystrybutorów jako autorytety. Taka sytuacja powoduje, że towarzystwo zatrudniające rozpoznawalną „gwiazdę” będzie starało się ją zatrzymać.

- niezbędni – wszyscy, którzy są niezbędni dla funkcjonowania organizacji niezwiązani z zarządzaniem aktywami. Doświadczeni managerowie, prawnicy, sprzedawcy, specjaliści produktowi – ludzie niezbędni w przedsiębiorstwie działającym w dowolnej branży. Znają jej specyfikę, ograniczenia, „triki” zwiększające prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu. W przypadku pracowników niezbędnych, podobnie jak i kluczowych, wyjątkowo istotne są ich doświadczenie i kompetencje. Braki w tym zakresie mogą bezpośrednio przełożyć się na sukces lub porażkę danego TFI.
- istotni – ich obecność podnosi efektywność organizacji. Często nie muszą mieć doświadczenia w branży – ich zadania dotyczą innych aspektów działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych. Jest to dość szeroka grupa pracowników. Można zaliczyć tutaj celebrities (znane postaci najczęściej w zarządzie spółki), pracowników księgowości, marketingu, administracji itp.
- pozostali – pełnią funkcje, które mogą być zlecone poza organizację bez uszczerbku dla efektywności. W zależności od decyzji zarządu część pracowników zakwalifikowanych jako „istotni” może być traktowana jako „pozostali”. Takie obszary jak administracja, księgowość, marketing, zarządzanie kadrami mogą być, w zależności od decyzji zarządu, wykonywane w strukturach TFI lub poza nimi.

#### 4.5.1.2. Motywacja

Kwestie motywowania pracowników towarzystw funduszy inwestycyjnych można sprowadzić do dwóch elementów finansowego i pozafinansowego. Motywacja finansowa występować może w trzech formach:

- wynagrodzenie – pensja niezależna od wyników pracy ma istotne znaczenie zarówno przy motywowaniu pracowników, jak i zmniejszaniu rotacji kadr – presja z rynku (pojawianie się nowych podmiotów, „podkupowanie” najbardziej wartościowych pracowników) wymuszają utrzymywanie „rynkowych” stawek
- system motywacyjny – system premii, bonusów, uzależnionych od wyników. W przypadku pracowników zajmujących się sprzedażą wyznacznikiem może być stopień realizacji planów (miesięcznych, kwartalnych, rocznych), premia zarządzających uzależniana jest najczęściej od osiągniętych wyników zarządzania

(w porównaniu z konkurencją, wskaźnikiem rynkowym), bonus kadry zarządzającej zależy od wyników przedsiębiorstwa lub podlegającej im linii biznesowej.

- pozostałe formy gratyfikacji. Można zaliczyć tu wszelkiego rodzaju premie jubileuszowe, dodatki świąteczne, bonusy uznaniowe oraz systemy motywacyjne kadry zarządzającej wyższego szczebla i kluczowych pracowników. Mogą one przybierać rozmaite formy: współwłasności (akcje pracownicze), udział w zyskach, dodatki emerytalne...<sup>249</sup>

Jedynym elementem odróżniającym motywowanie w branży od innych rynków jest porównywalność świadczonych usług przekładająca się na możliwość uzależnienia premii zarządzających od osiągniętych wyników. Pozostałe elementy nie odbiegają zasadniczo od standardów ogólnorynkowych.

W towarzystwach funduszy inwestycyjnych, podobnie jak w innych przedsiębiorstwach, działa zasada, że lepsze efekty dają systemy, które skłaniają pracowników do szukania możliwości zwiększenia satysfakcji klientów i tym samym wzrostu przychodów, a nie szukania oszczędności<sup>250</sup>.

Odrębnym zagadnieniem jest pozafinansowe motywowanie pracowników. Główne formy to:

- integracja – budowanie wspólnej tożsamości, identyfikacji dzięki wyjazdom/improm integracyjnym, dress code, wspólnym spotkaniom okazjonalnym (wigilie, rocznice itp.),
- szkolenia – uczestniczenie w kosztach podnoszenia kwalifikacji pracowników (kursy językowe, doksztalcanie, szkolenia),
- ułatwienia w korzystaniu z usług – umożliwienie korzystania z firmowych planów emerytalnych, udostępnienie oferowanych produktów na preferencyjnych warunkach.

Zagadnienia związane z efektywnym zarządzaniem kadrami zasługują zapewne na potraktowanie znacznie szerzej – to ludzie wpływają na sukces/porażkę przedsięwzięcia. Należy jednak odnotować, że na tym polu branża towarzystw funduszy inwestycyjnych nie odstaje od innych. Większość publikacji poświęconych HR da się doskonale przenieść na grunt TFI. Dlatego poza wskazaniem cech charakterystycznych (zewnątrznych – certyfikacja kluczowych pracowników i wewnętrznych – wymierność podstawy do premii) rozbudowywanie tego elementu pracy ponad miarę mija się z celem – nie wnosi nic nowego w kwestii determinant mających najbardziej istotne znaczenie dla konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych.

---

<sup>249</sup> Por. Ehrbar A. „Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa”, WIG Press, Warszawa 2000.

<sup>250</sup> Zdończyk J. „Sposoby na oszczędności w firmie”, Doradca Dyrektora Finansowego, wrzesień 2007.

#### 4.5.1.3. Struktura organizacyjna

Jest jednym z czynników, które mają zbliżony wpływ na powodzenie konkretnego przedsięwzięcia praktycznie bez względu na jego charakter. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie stanowią w tym zakresie wyjątku, można jednak wskazać kilka obszarów charakterystycznych dla TFI.

- zarządzanie aktywami – najczęściej w strukturze organizacyjnej wydzielona jest odrębna jednostka, której zadania skupiają się na „core business” towarzystwa – zarządzaniu aktywami zgromadzonymi w oferowanych produktach,
- analizy – odrębny departament lub część zarządzania aktywami stanowiący zaplecze wiedzy dla zarządzających,
- kontrola ryzyka – jednostka odpowiedzialna za weryfikację zgodności prowadzonej działalności z wewnętrznymi (statuty funduszy, ograniczenia inwestycyjne) i zewnętrznymi regulacjami (przepisy prawa),
- komórki specjalistyczne – jednostki organizacyjne niezbędne do wykonywania działalności (wycena aktywów, obsługa klientów itp.),
- komórki wymagane przepisami prawa – jednostki organizacyjne, których obecność wymuszają przepisy (inspektor nadzoru).

#### 4.5.2. Dobór partnerów biznesowych

W rozdziale trzecim odniesiono się do stanu rozwoju rynku jako jednego z czynników mających istotny wpływ na konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych. Kwestie współpracy z podmiotami zewnętrznymi mogą być rozpatrywane również jako determinanta o charakterze endogenicznym. Od danego przedsiębiorstwa zależy, z jakimi podmiotami i na jakich warunkach będzie współpracować. TFI powinno szczególnie zwrócić uwagę na dobór partnerów biznesowych pod kątem:

- wiarygodności – opinia o kontrahencie przekłada się na postrzeganie danego towarzystwa,
- doświadczenia rynkowego – wybór doświadczonego podmiotu pozwala uniknąć „wywarzania otwartych drzwi” – szukania rozwiązań dla problemów, które już zostały rozwiązane,
- skali działalności – niedostosowanie w zakresie skali działalności może być ryzykowne na dwa sposoby: duże TFI może „zatkać” mniejszego kontrahenta, małe TFI może być lekceważone przez podmiot o silnej pozycji rynkowej,

- zakresu działalności – występowanie obszarów, na których podmioty będą ze sobą konkurować z pewnością negatywnie odbije się na ich współpracy.

W przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych jako partnerów biznesowych należy traktować przede wszystkim:

- agenta transferowego,
- sieć dystrybucji,
- bank powiernik,
- obsługę prawną,
- audytorów,
- podzlecane usługi
  - marketing,
  - księgowość itp.<sup>251</sup>

#### 4.5.3. Badania i rozwój

Terminologia została przeniesiona bezpośrednio z przedsiębiorstw produkcyjnych (R&D – research and development), jednak z powodzeniem da się zastosować również do TFI. Ten element działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych można zakwalifikować do polityki produktowej, jednak przyjęta klasyfikacja skłania do wyodrębnienia badań i rozwoju.

Odnosić się one będą do działań z pogranicza polityki produktowej i sprzedaży – badania i rozwój mają prowadzić do uruchomienia nowych produktów, a opierają się w znacznej mierze na informacjach zbieranych z rynku przez sieć sprzedaży. Są kombinacją badania możliwości prawnych, badań rynkowych i możliwości nowatorskich zastosowań dostępnych platform.

Koncepcyjne przygotowanie nowych produktów, podobnie jak znalezienie nowych sposobów wykorzystania ogólnodostępnych rozwiązań, może przyczynić się do poprawy konkurencyjności danego towarzystwa nawet, jeśli nowinki nie zostaną natychmiast wprowadzone na rynek. Posiadanie portfolio potencjalnych rozwiązań jest istotne szczególnie w przypadku rozmów z klientami dysponującymi ponadprzeciętnymi aktywami. Któreś z teoretycznych rozwiązań może znaleźć praktyczne zastosowanie w ich konkretnym przypadku, lub po prostu zainteresować klienta ciekawym i niekonwencjonalnym podejściem specjalistów z danego TFI do diskutowanych zagadnień.

---

<sup>251</sup> Por. rysunek 4.

#### 4.5.4. Technologia

Jej brak na pewnym poziomie uniemożliwia funkcjonowanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Niezbędne są przede wszystkim:

- dostęp do systemu umożliwiający składanie zleceń,
- dostęp do aktualnych informacji z rynku,
- zapewnienie sprawnej komunikacji,
- systemy wymagane przez prawo (nagrywanie zleceń i dyspozycji, backup danych itp).

Dodatkowo na funkcjonowanie towarzystwa wpływają:

- zaawansowanie i stopień wykorzystania Internetu (umożliwienie klientom dokonywania transakcji),
- zaawansowanie materiałów informacyjnych (często determinowane dostępem do nowoczesnego oprogramowania czy maszyn),
- wykorzystanie infrastruktury do wewnętrznej komunikacji (Intranet, systemy CRM<sup>252</sup>, systemy wsparcia sprzedaży).

Można przyjąć, że osiągnięcie przewagi w technologii nie będzie miało dużego znaczenia w poprawie konkurencyjności danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jeśli rozwiązanie będzie efektywne szybko zostanie skopiowane (oferowanie jednostek uczestnictwa za pomocą Internetu). Jeśli jego skuteczność będzie niewielka, zapewne nawet towarzystwo, które je wprowadziło, zaniecha dalszych nakładów (wyceny jednostek w formie codziennych SMS-ów)<sup>253</sup>.

Zaniechania w dziedzinie technologii mogą istotnie pogorszyć wyniki osiągnięte przez dany podmiot. Przestarzały sprzęt będzie niekorzystnie wpływał na koszty eksploatacji, będzie groził awariami – trudnościami w realizowaniu podstawowych zadań, może utrudnić wypełnianie obowiązków prawnych – grozi karami godzącymi w wynik finansowy i markę danego towarzystwa, zmniejsza satysfakcję pracowników z wykonywanych zadań<sup>254</sup>.

Ponoszenie ogromnych nakładów na IT i infrastrukturę techniczną zmierzające do uczynienia z TFI lidera w tej dziedzinie nie ma sensu, ale niezbędne jest zapewnienie sprawnego funkcjonowania przedsiębiorstwa.

---

<sup>252</sup> Client Relationship Management – zbiorcza nazwa systemów usprawniających relacje podmiot – klient (statystyki kontaktu, profil klienta, „przypominacze” itp.). Por. Brewton J. „Using Balanced Measure Framework to Align Customer Relationship Center with Enterprise CRM Strategy”, CRMetrix, www.crm-forum.com.

<sup>253</sup> Por. Hanel G., Prakalad C.K. „Przewaga konkurencyjna jutro”, Business Press, Warszawa 1999.

<sup>254</sup> Por. „Wyciśnij z IT więcej niż konkurenci” Harvard Business Review Polska, dodatek Brief 2005.

#### 4.5.5. Lokalizacja

Jest jednym, obok ludzi, ceny, promocji, z czterech podstawowych „P” marketingu. Warto się do niej odnieść choćby z tego właśnie względu. Lokalizację można potraktować dwojako:

- umożliwienie dostępności do produktu – w tym znaczeniu ma kluczowe znaczenie, jednak jest jednym z elementów dystrybucji (dotyczy zarówno możliwości nabycia produktu, zasięgnięcia informacji jak i zgłoszenia ewentualnej reklamacji),
- umiejscowienie samego przedsiębiorstwa – nie ma praktycznie żadnego znaczenia. Możliwość elektronicznego dostępu do informacji, systemów giełdowych itp. praktycznie wyłączyła znaczenie lokalizacji w determinowaniu konkurencyjności. Głównie ze względów historycznych wszystkie duże TFI mają swoje siedziby w Warszawie. Ułatwia to dyfuzję plotek i wszelkiego rodzaju „newsów” wśród pracowników branży. Często takie wiadomości przekładają się na zmiany kursów spółek notowanych na GPW – w tym znaczeniu „bycie blisko rynku” może być uznane za wartość pożądaną, jednak jej znaczenie dla pozycji konkurencyjnej będzie marginalne.

#### 4.6. Zarządzanie determinantami - strategia

Główną tezą pracy jest stwierdzenie, że przedsiębiorstwo może wpływać na swoją konkurencyjność, a umiejętne zarządzanie determinantami konkurencyjności umożliwia przedsiębiorstwu osiągnięcie sukcesów na polu realizacji zamierzonych celów bez względu na to, jakie one są. O ile w przypadku czynników zewnętrznych możliwość ich kształtowania jest silnie ograniczona, a efekty wpływu oddziałują na całą branżę, o tyle świadome i umiejętne zarządzanie wewnętrznymi determinantami, daje przedsiębiorstwu możliwość zdobycia i utrzymania przewagi konkurencyjnej<sup>255</sup>.

Główne endogeniczne determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych scharakteryzowano w poprzednich podrozdziałach pracy. Warto odnotować, że opisane determinanty mogą być wykorzystane dwojako:

- strategicznie do zbudowania/utrzymania przewagi nad konkurentami w długim terminie (rozwój sieci dystrybucji, polityka produktowa, polityka cenowa),
- taktycznie – służące do chwilowej poprawy pozycji konkurencyjnej – (motywowanie sprzedawców, przekaz marketingowy, motywowanie sieci dystrybucji itp.).

---

<sup>255</sup> Por. Kaplan R.S., Norton D.P. „Strategiczna karta wyników. Jak przelożyć strategię na działanie”, PWN, Warszawa 2002.

Umiejętne taktyczne wykorzystanie determinant decyduje o konkurencyjności przedsiębiorstwa w krótkim i średnim terminie. Osiągnięcie i utrzymanie warunków umożliwiających przedsiębiorstwu długoterminowe realizowanie zamierzeń wymaga strategicznego podejścia. Racjonalnie działające przedsiębiorstwo, zbudowane nie tylko w celu maksymalizacji zysku właścicieli będzie wykorzystywało determinanty na oba sposoby starając się zoptymalizować kosztyk osiągniętych dzięki nim korzyści. Zespół działań zmierzających do planowego i świadomego budowania pozycji konkurencyjnej można zebrać pod zbiorczym mianem strategii<sup>256</sup>.

#### 4.6.1. Strategie towarzystw funduszy inwestycyjnych

M. Porter proponuje trzy podstawowe strategie ofensywne, za pomocą których przedsiębiorstwo może uzyskać lepsze wyniki od innych firm w swoim sektorze. Są to:

- strategia niskich kosztów,
- strategia różnicowania (dyferencjacji),
- strategia koncentracji<sup>257</sup>.

**Tabela 6:** Wymagania związane z podstawowymi strategiami ofensywnymi

Rodzaj strategii	Potrzebne zazwyczaj umiejętności i zasoby	Potrzeby organizacyjne
Wiodąca pod względem kosztów całkowitych	Ciągłe nakłady inwestycyjne i dostęp do kapitału. Umiejętności projektowania technologii. Ścisły nadzór nad siłą roboczą. Technologizacja konstrukcji wyrobów.	Ścisła kontrola kosztów. Częste i szczegółowe sprawozdania kontrolne. Ustrukturalizowana organizacja i zakresy odpowiedzialności. Zachęty oparte na ścisłym wykonaniu planów ilościowych.
Zróżnicowanie	Duże umiejętności marketingowe. Projektowanie wyrobów. Uzdolnienia twórcze. Duże możliwości prowadzenia badań podstawowych. Wysoka reputacja lub wiodąca pozycja korporacji w dziedzinie techniki. Długa tradycja w danym sektorze albo szczególna kombinacja umiejętności ludzi przyciągniętych z innych firm.	Ścisła koordynacja funkcji badawczo-rozwojowych, opracowania wyrobów i marketingowych. Subiektywne oceny i zachęty zamiast pomiarów ilościowych. Atrakcyjne warunki przyciągające wysoko wykwalifikowanych pracowników, naukowców, ludzi twórczych.
Koncentracja	Kombinacja powyższych zasad postępowania, nakierowana na określony segment strategiczny.	Kombinacja powyższych zasad postępowania, nakierowana na określony segment strategiczny.

Źródło: Porter M. „Strategia konkurencji”, PWE, Warszawa 1992

M. Porter wyróżnia również cztery rodzaje strategii konkurowania w okresie schyłkowym, które to strategie przedsiębiorstwo może stosować osobno lub sekwencyjnie:

<sup>256</sup> Por. Faulkner D., Bowman C. „Strategia konkurencji”, Gebethner i Ska, Warszawa 1996.

<sup>257</sup> Por. Zdończyk J. „Strategia w przedsiębiorstwie”, Doradca Dyrektora Finansowego, czerwiec 2008.



- przywództwo – dążenie do zdobycia przywódczej pozycji z punktu widzenia udziału w rynku,
- nisza – zdobycie lub obrona mocnej pozycji w określonym segmencie,
- zniwa – równoczesne prowadzenie polityki stopniowego wycofywania się i wykorzystania silnych stron,
- szybkie wycofanie się – możliwie wczesne likwidowanie inwestycji w fazie schyłkowej.

W zależności od wybranej strategii przedsiębiorstwo będzie dostosowywać jej poszczególne elementy tak, aby za ich pomocą osiągnąć zamierzony cel. Może nim być osiągnięcie/utrzymanie udziału w rynku, maksymalizacja przychodu, zbudowanie wiarygodnej marki w celu odsprzedaży<sup>258</sup>.

Bez względu na zdefiniowany cel przedsiębiorstwo będzie dążyło do pozyskania aktywów w zarządzanie. Przedsiębiorstwo „żyje” z opłat pobieranych od swoich klientów. Do zapewnienia przetrwania niezbędny jest pewien poziom aktywów, który umożliwi pokrycie kosztów stałych funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Strategia niskich kosztów nie będzie się sprawdzała w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych – nie ma bezpośredniego przełożenia poziomu aktywów w zarządzaniu na koszty prowadzenia działalności. Można mówić o strategii „trzymania kosztów w ryzach” (badaniu efektywności ponoszonych nakładów, uruchamianych produktów itp.), jednak takie działanie powinno cechować wszystkie podmioty działające na wolnym rynku. Porterowska polityka niskich kosztów w praktyce sprowadzałyby się do ograniczenia ilości oferowanych produktów (to rejestracja, obsługa administracyjna i prawna oraz audyt generują najwięcej kosztów), oraz cięć w kosztach promocji. Pozostałe koszty są zbliżone dla wszystkich uczestników rynku (wymogi kadrowe, niezbędna infrastruktura techniczna, IT)<sup>259</sup>.

Strategia dyferencjacji jest popularnym zachowaniem wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych. W przeciwieństwie do innych branż praktycznie niemożliwe jest uzależnienie przetrwania przedsiębiorstwa od jednego produktu – zjawisko to opisano w podrozdziale 4.4.2. poświęconym polityce produktowej. Jej wykorzystanie sprowadza się do rozszerzania palety produktowej tak, aby „zagarnąć” maksymalnie szeroki rynek. Poza

<sup>258</sup> Porter M. „Strategia konkurencji”, PWE, Warszawa 1992.

<sup>259</sup> Aspekt kosztów działalności można potraktować jako jeden z wyróżników branży funduszy inwestycyjnych. W większości innych branż optymalizacja kosztów (w tym redukcje kadrowe) są kluczowym elementem działalności przedsiębiorstw. Por. materiał „Rozszerzenie Unii Europejskiej. Pierwszy czy ostatni etap integracji?”, XIII Forum Ekonomiczne, Krynica 2003.

zwiększeniem liczby potencjalnych klientów takie zachowanie minimalizuje ryzyko prowadzenia przedsiębiorstwa – zwiększa szanse na odniesienie sukcesu.

Strategia koncentracji jest z powodzeniem stosowana przez niektóre towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Koncentracja może odbywać się na jednym lub kilku z wymienionych poniżej poziomów.

- sektor rynku – tylko produkty zbudowane wyłącznie o rynek walut, surowców, polskich akcji...
- sektor klientów – oferta adresowana tylko do najzamożniejszych,
- sektor produktu – ogranicza się jedynie do jednego typu produktów (np. FIZ lub zarządzanie aktywami).

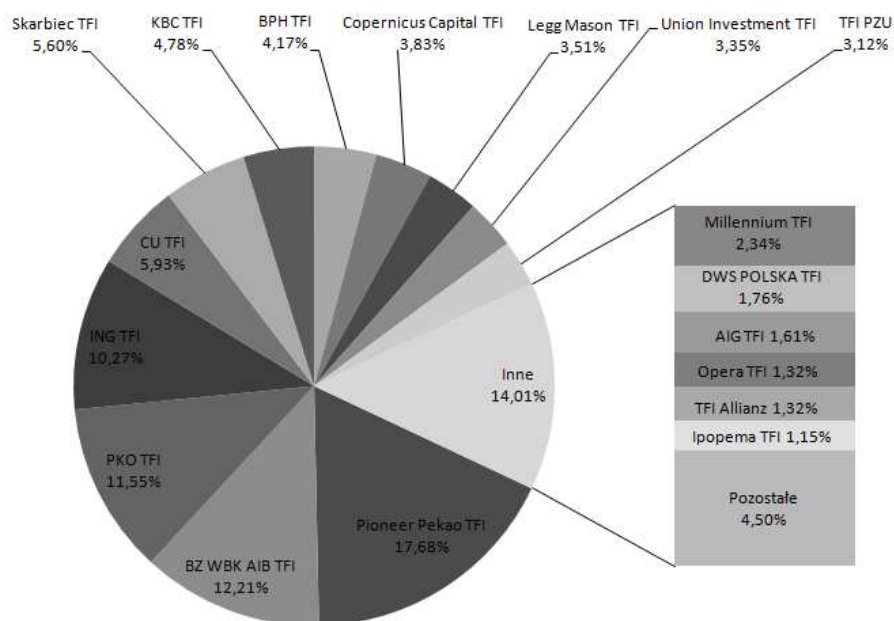
Strategia koncentracji wsparta odpowiednim przekazem medialnym może dawać dobre efekty. Głównym problemem w jej realizacji jest znalezienie i zagospodarowanie takiego sektora (niszy), który pozwolić będzie na osiągnięcie zamierzonego celu. Jest to tym trudniejsze, że większość podmiotów decydujących się na strategię dyferencjacji również jest obecna w obszarach, które mogą być potencjalnie interesujące dla przedsiębiorstw wybierających koncentrację.

Strategia koncentracji – świadomego skupienia się na jednym sektorze, może się przerodzić w defensywną strategię niszy – jeśli dane towarzystwo stało się liderem w jakimś obszarze będzie bronić swojej przewagi przed innymi podmiotami.

Inne defensywne strategie Portera są również z powodzeniem stosowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych obecne na polskim rynku.

Przedstawiony poniżej wykres wskazuje na podmioty, które z powodzeniem mogą stosować strategię przywództwa. Przewaga największych TFI wynika głównie z długotrwałej obecności na polskim rynku niekiedy jeszcze przed narodzinami branży funduszy inwestycyjnych. Podmioty te były obecne w branżach pokrewnych mając lata na zbudowanie wizerunku, bazy klientów, a przede wszystkim sprawnej sieci dystrybucji.

### Wykres 31: Udziały podmiotów w rynku funduszy inwestycyjnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)

Strategia przywództwa jest często łączona ze strategią zniw. Podmiot mając do dyspozycji sprawną sieć dystrybucji i potężną bazę klientów, może zarządzać tymi zasobami tak, aby realizować własne cele (zarządzanie bazą aktywów opisane w podrozdziale 4.3.2.). Przykładem realizacji strategii zniw było masowe „przepakowanie” klientów dużych banków BZ WBK i Pekao SA z lokat na o wiele bardziej dochodowe dla instytucji fundusze inwestycyjne.

Nie doświadczyliśmy jeszcze szybkiego, świadomego wycofania żadnego podmiotu z rynku. Przykłady takich firm jak WGI czy Interbrok (specjalizujące się w zarządzaniu aktywami na zlecenie) ilustrują mechanizm zamykania biznesu w atmosferze skandalu. Wydaje się, że szanse na świadome wyjście z polskiego rynku mają niektórzy gracze międzynarodowi. Dobrym przykładem jest wspomniany Superfund, który zakładał bardzo agresywne i wysokokosztowe wejście na rynek, jednak wyjątkowo kiepska rentowność oferowanych produktów w początkowym okresie działalności może zagrozić obecności podmiotu w Polsce.

Jak widać, przy ustalaniu możliwych strategii po raz kolejny daje o sobie znać specyfika branży. Z dorobku Portera można skorzystać jedynie jako z pomocy przy budowaniu listy strategii wykorzystywanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Katalog strategii zbudowany w oparciu o obserwacje rynku przedstawia się następująco:

- strategia siły – duży może więcej wykorzystanie sieci dystrybucji, dużych budżetów marketingowych, bazy klientów do osiągnięcia zamierzonych celów (Arka TFI),
- strategia opozycji – budowanie przewagi dzięki zaproponowaniu rozwiązań innych (lub pozornie innych) niż proponowane przez lidera/liderów (Ipopema TFI),
- strategia specjalizacji – wyznaczenie i zagospodarowanie niszy, w której podmiot będzie się poruszał (Opera TFI),
- strategia dyferencjacji – pokrycie dużego spektrum rynku, konkurowanie i z liderami, i z podmiotami niszowymi (Skarbiec TFI)<sup>260</sup>.

#### 4.6.2. Interakcje determinant

Strategia – zarządzanie determinantami – musi uwzględniać więcej niż tylko sumowanie działań podejmowanych w celu zoptymalizowania wykorzystania każdej z nich oddzielnie. Między czynnikami wpływającymi na konkurencyjność wszystkich przedsiębiorstw, a więc również towarzystw funduszy inwestycyjnych zachodzą zależności, które powodują zwiększanie ich znaczenia lub częściowo znoszą ich wpływ na osiągnięcie zamierzeń. Interakcje determinant należy brać pod uwagę w zarządzaniu nimi. Poniższe przykłady wskazują na najbardziej oczywiste zależności między determinantami konkurencyjności TFI.

##### 4.6.2.1. Kadry a promocja

Ludzie w znacznej mierze odpowiadają za to, jak dane przedsiębiorstwo jest postrzegane. Zatrudnienie autorytetu może przynieść TFI więcej korzyści niż tylko skorzystanie z unikalnej wiedzy i doświadczenia. Rozpoznawalna postać jest chętnie wykorzystywana przez media, umożliwiając TFI nieodpłatną reklamę. „Gwiazda” w zarządzie lub w zespole zarządzających czy analityków może istotnie poprawić wizerunek danego podmiotu, zwiększając częstotliwość obecności w mediach, podnosząc wiarygodność i wpływając na rozpoznawalność. Przykłady takich działań można znaleźć również na polskim rynku. Sukces Opera TFI umożliwił w znacznej mierze wizerunek prezesa zarządu – Macieja Kwiatkowskiego. Etykieta charyzmatycznego innowatora pozwoliła mu na zgromadzenie aktywów umożliwiających dalsze funkcjonowanie TFI w zaledwie kilka miesięcy od jego uruchomienia. Innym przykładem może być Skarbiec TFI. W jego zarządzie zasiadali między innymi Jarosław Bauc – były minister finansów i Bogusław Grabowski – były członek Rady Polityki Pieniężnej.

<sup>260</sup> Por. Norhia, N., Joyce W., Robertson B. „What really works”, Harvard Business Review, 07.2003.

#### 4.6.2.2. Promocja a sprzedaż

Skuteczne działania promocyjne wpływają nie tylko na zwiększenie popytu, ale często mobilizują kanały dystrybucji. Zbudowanie wizerunku atrakcyjnego dla klienta powoduje, że dystrybutorzy niekiedy sami zwracają się do towarzystwa funduszy inwestycyjnych z propozycją współpracy. Jeszcze wyraźniej ten mechanizm widać na przykładzie trwałych związków z dystrybutorem – łączenia produktów. Duży bank czy poważany ubezpieczyciel nie zaryzykują konstruowania rozwiązań inwestycyjnych we współpracy z niewiarygodnym podmiotem. A wiarygodność często jest pochodną działań promocyjnych.

#### 4.6.2.3. Kadry a sprzedaż

Jak wykazano w rozdziale 4.1., relacja TFI – dystrybutor wykracza poza dostarczanie produktu. Dużą rolę odgrywają szkolenia i prezentacje zarówno dla sprzedawców, jak i ich klientów. Tutaj również mogą istotnie pomóc rozpoznawalne nazwiska prelegentów. Zorganizowanie panelu z udziałem byłego ministra czy autorytetu w dziedzinie zarządzania pomaga dystrybutorowi w przyciąganiu nowych klientów, a takie TFI automatycznie staje się atrakcyjnym partnerem biznesowym.

#### 4.6.2.4. Promocja a polityka cenowa

Ciekawy przykład podwójnej interakcji. Skuteczna promocja niweluje wrażliwość cenową klientów, zwiększając ich wolę zakupu reklamowanego produktu bez względu na jego cenę. Z drugiej strony, koszty kampanii pokrywane są właśnie z opłat – za promocję płać klienci. Oznacza to, że z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że te TFI, które najagresywniej reklamują swoje produkty, pobierają od klientów najwyższe opłaty. Oczywiście działa to na wartościach sumarycznych – umiejętne zarządzanie paletą produktów i polityką cenową umożliwia stosowanie najwyższych opłat w przypadku produktów, w których te opłaty najłatwiej „schować”.

#### 4.6.2.5. Polityka produktowa a promocja

Jak wynika z poprzedniego przykładu, produkty zapewniają finansowanie promocji, jednak stanowią również jego wdzięczny temat. Niekiedy głównym powodem uruchomienia

konkretnego rozwiązania jest jego wykorzystanie w mediach w celu kształtowania wizerunku firmy (innowacje, ciekawe pomysły itp.). Nie oznacza to, że rozwiązanie nie będzie rentowne, jednak może mieć miejsce sytuacja, w której zgromadzone aktywa ledwie pokryją koszty, a korzyści należy szukać gdzie indziej. Innym przykładem interakcji jest wpływ promocji innych podmiotów na politykę produktową danego TFI. Pojawienie się mody na jakiś produkt może wymusić stworzenie podobnego produktu, nawet jeśli spodziewana rentowność projektu jest niewielka. Może się wydawać, że bez nakładów na promocję TFI może dzięki temu mechanizmowi uplasować nowy produkt, jednak wiąże się to z określonymi ryzykami. Przykładem może być moda na fundusze małych i średnich spółek. TFI, które zaoferowały takie produkty w końcowej fazie boomu w połowie 2007 wystawiły się na poważne ryzyko reputacyjne związane ze spadkami z drugiej połowy roku.

#### 4.6.2.6. Formy interakcji

Interakcje determinant mogą przybierać następujące formy:

- substytucyjność – niedociągnięcia w zakresie wykorzystania jednej determinanty mogą być częściowo rekompensowane innymi. Pozwala to na zastosowanie optymalizacji kosztowej – ten sam cel można osiągnąć kilkoma drogami. Zatrudnienie rozpoznawalnego pracownika może umożliwić zbudowanie wizerunku inną drogą niż przez zwiększenie nakładów na promocję,
- komplementarność – działania w zakresie jednej determinanty umożliwiają skuteczniejsze wykorzystanie innej. Wprowadzenie ciekawego produktu daje atrakcyjny temat dla kampanii promocyjnej,
- synergia – połączenie działań w zakresie kilku determinant może dawać lepszy efekt niż zarządzanie nimi niezależnie. Połączenie polityki produktowej, cenowej i promocji będzie miało lepszy wpływ na wyniki TFI niż skupianie się na każdej z tych dziedzin niezależnie,
- znoszenie się – zaniedbania w zakresie jednej z determinant mogą niweczyć pozytywny wpływ innej. Braki w zakresie sieci dystrybucji mogą istotnie zniwelować działanie promocji. Co z tego, że klient czuje potrzebę kupienia danego produktu, jeśli jest on niedostępny?
- brak zależności – między dwoma determinantami nie ma zależności lub jest ona nieistotna. Przykładem może być wpływ promocji na kadry. O ile pracownicy

wpływają na promocję, co podkreślano wcześniej, o tyle trudno sobie wyobrazić, żeby kluczowi pracownicy kierowali się przekazem marketingowym przy wyborze miejsca zatrudnienia.

Występowanie interakcji determinant stanowi dodatkowy element utrudniający kształtowanie konkurencyjności danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W definiowaniu strategii rozwoju – takiej alokacji sił i środków, aby sumaryczny wpływ determinant na konkurencyjność przedsiębiorstwa był optymalny, kluczową rolę odgrywają decydenci – zarząd lub właściciel. Można przyjąć, że od wiedzy, umiejętności, doświadczenia i wyobraźni osób podejmujących decyzje strategiczne wpływające na przedsiębiorstwo w największej mierze zależy zdolność podmiotu do konkurowania na rynku. To one wyznaczają cel, jaki przedsiębiorstwo ma osiągnąć w krótkim, średnim i długim okresie, kurs strategiczny (ewentualnie dryf strategiczny), determinują zdolność do przewidywania, przeciwdziałania reagowania na ewentualne kryzysy, określają obszar główny i poboczny działalności, wpływają na promocję, sprzedaż, politykę produktową – wszystkie endogeniczne determinanty konkurencyjności.

Ciekawe jest występujące tu zapętlenie: czynnik ludzki (kadry) wspomniany został jako jedna z mniej istotnych determinant sukcesu, tymczasem tenże czynnik decyduje o strategii – sposobie wykorzystania wszystkich determinant.

#### **4.7. Podsumowanie rozdziału**

Rozdział czwarty przybliżył te czynniki determinujące konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych, których źródeł można szukać w samych podmiotach, a które na drodze obserwacji bezpośredniej zostały uznane za znaczące. Kolejno odniesiono się do roli, jaką w osiągnięciu sukcesu odgrywa sprawna sieć dystrybucji, czytelny i spójny przekaz marketingowy, realizowana polityka cenowa, dobrze skomponowana paleta produktowa oraz inne czynniki o mniejszym znaczeniu. Proces zarządzania determinantami zabrany został pod pojęciem strategii, która powinna również uwzględniać interakcje między poszczególnymi czynnikami.

Scharakteryzowanie poszczególnych determinant było możliwe dzięki długoletniemu badaniu zachowań uczestników rynku. Do wnioskowania wykorzystano zarówno materiały pierwotne (głównie obserwację twórczą) oraz wtórne – materiały statystyczne i publikacje poświęcone badanym zagadnieniom. Uporządkowanie materiałów polegało przede wszystkim

na ich krytycznej analizie i weryfikacji w praktyce. Często niezbędne było konfrontowanie obserwacji poczynionych w ramach jednego podmiotu z danymi dotyczącymi całego rynku. Czynność odwrotna – sprawdzenie, na ile tezy dotyczące branży sprawdzają się w przypadku pojedynczych podmiotów również znajdowała uzasadnienie. Dzięki weryfikacji zbieranych informacji wnioski przedstawione w rozprawie mają charakter ogólny<sup>261</sup> – odnoszą się do całej polskiej branży funduszy inwestycyjnych, a wykorzystany schemat analityczny może być z powodzeniem stosowany również do badania konkurencyjności TFI na innych rynkach.

---

<sup>261</sup> Należy odnotować, że sytuacja poszczególnych podmiotów może wpływać na rolę i znaczenie konkretnych determinant, a te czynniki, które dla jednych TFI będą kluczowe, dla innych mogą być drugorzędne.



## **Zakończenie**

Czy przedstawiony katalog determinant warunkujących konkurencyjność towarzystw funduszy inwestycyjnych jest zamknięty? Zdecydowanie nie. Lista takich czynników jest, niejako z definicji, otwarta. Celem rozprawy było zidentyfikowanie tych determinant, które w ciągu kilkunastu lat istnienia branży funduszy inwestycyjnych w Polsce miały najistotniejszy wpływ na podmioty w niej działające, a których rola jest i prawdopodobnie nadal będzie kluczowa dla TFI. W toku rozprawy potwierdzono jedną z hipotez badawczych przedstawionych we wstępie - wyjątkowe znaczenie dla konkurencyjności polskich TFI ma dystrybucja. Analiza branży umożliwiła zaproponowanie „katalogu kluczowych determinant” - ustalenie ich hierarchii oraz scharakteryzowanie roli, jaką odgrywają.

Rzetelne przeprowadzenie wywodu wymagało wpasowania omawianych zagadnień w szerszy kontekst polskiego i międzynarodowego dorobku naukowego z różnych dziedzin ekonomii. Potraktowanie TFI jako specyficznego przedsiębiorstwa wymusiło rozpoczęcie od ogólnych dywagacji na temat przedsiębiorstwa jako przedmiotu badania. W wyniku konfrontacji ogólnych teorii przedsiębiorstw z realiami polskiej branży towarzystw funduszy niezbędne okazało się doprecyzowanie i dostosowanie systemu wykorzystywanych definicji tak, aby uwzględniały one cechy specyficzne TFI. Oznacza to, że traktowanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako przedsiębiorstwa z pominięciem jego specyfiki sprawdza się jedynie w ograniczonym zakresie.

Do przybliżenia charakterystyki działalności grupy przedsiębiorstw oferujących bliskie substytuty niezbędne było wprowadzenie i zdefiniowanie pojęcia branży. Jako że głównym celem rozprawy było przedstawienie czynników determinujących konkurencyjność, również zaproponowanie spójnej definicji tego pojęcia i pojęć pokrewnych było konieczne. Przegląd literatury dał pretekst do wyekstrahowania z szeroko pojętego dorobku naukowego zagadnień, które pośrednio lub bezpośrednio dotyczą tematyki pracy.

Sprowadzenie rozważań z poziomu teoretycznego do praktycznych aspektów funkcjonowania towarzystw funduszy inwestycyjnych było kolejnym logicznym krokiem. Scharakteryzowanie otoczenia rynkowego, czytelne określenie granic branży pozostającej w obszarze zainteresowania oraz przedstawienie zestawu specyficznych cech uzasadniających wyodrębnienie badanych zagadnień pozwoliło na doprecyzowanie zakresu tematycznego rozprawy. Istotnym uzupełnieniem wywodu było zaprezentowanie historii rozwoju branży

oraz kluczowych statystyk w ujęciu polskim i międzynarodowym. Umożliwiło to przedstawienie pełnego obrazu polskiej branży towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Determinanty konkurencyjności w ujęciu ogólnym już w pierwszym rozdziale zostały podzielone na egzogeniczne – zewnętrzne oraz endogeniczne – wewnętrzne. Rozdziały trzeci i czwarty opierają się właśnie na takim podziale. Trzeci – stosując klasyfikację zaproponowaną przez M. Portera – traktuje o czynnikach wpływających na towarzystwa funduszy inwestycyjnych z zewnątrz. Czwarty przybliży elementy, którymi TFI może wpływać na własną zdolność do konkurowania. W obu przypadkach lista determinant powstała w wyniku wieloletniej obserwacji i analizy zjawisk zachodzących w polskiej branży TFI.

Dzięki takiej strukturze rozprawy możliwe było rozpoczęcie wywodu z poziomu rozważań ogólnych i sprowadzenie ich do zagadnień istotnych z punktu widzenia pojedynczych podmiotów.

Dodatkową wartością rozprawy jest zilustrowanie rozważań teoretycznych przykładami z praktyki gospodarczej. Przedstawienie mechanizmów faktycznie zachodzących w branży funduszy inwestycyjnych umożliwiło wskazanie sposobów wykorzystywania determinant konkurencyjności w praktyce. Tym samym, możliwe stało się wskazanie potencjału, który może być wykorzystany przez konkretny podmiot do poprawy własnej konkurencyjności – zdolności do osiągnięcia zamierzonych celów.

Niektóre z poruszonych zagadnień mogą być również przydatne z punktu widzenia potencjalnych klientów zainteresowanych produktami oferowanymi przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Narzędzia wykorzystywane przez TFI w walce konkurencyjnej bezpośrednio wpływają na klientów – odbiorców oferowanych produktów. W tym kontekście opisanie mechanizmów kształtowania ceny, polityki produktowej, przekazu reklamowego itp. ma realną wartość dla wszystkich zainteresowanych kulurami działalności podmiotów oferujących produkty inwestycyjne.

Wiele ze spostrzeżeń wynika z kilkuletniej obserwacji walki konkurencyjnej mającej miejsce na polskim rynku. Bezpośrednia znajomość branży została skonfrontowana z poglądami innych autorów prezentowanymi w literaturze przedmiotu. Takie podejście, poparte dodatkowo pierwotnymi i wtórnymi danymi empirycznymi, umożliwiło zaproponowanie możliwie obiektywnego spojrzenia na badane zagadnienia.

Właśnie obserwacja branży z perspektywy jednego z podmiotów prowadzących walkę konkurencyjną umożliwiła dogłębne zrozumienie mechanizmów, którymi się ona rządzi.

Dostępność informacji na temat innych podmiotów działających na rynku ułatwiła zweryfikowanie wniosków wyciągniętych na drodze indukcji. Spostrzeżenia dotyczące pojedynczego podmiotu, konsekwencji jego decyzji i czynników, które mają na niego wpływ z zewnątrz znalazły potwierdzenie w analizie danych dotyczących całego sektora.

Pomimo dążenia do obiektywizacji poglądów, niniejsza rozprawa nie jest pozbawiona elementów subiektywnych – to, co można uznać za jej największą zaletę, czyli spojrzenie na branżę „od wewnątrz”, może być interpretowane jako jej największa wada. Kolejni autorzy analizujący zagadnienia poruszane w niniejszej pracy, mogą dochodzić do odmiennych wniosków inaczej, klasyfikując determinanty konkurencyjności czy modyfikując obszar badawczy.

Konfrontacja realiów polskich z rynkami bardziej zaawansowanymi pokazuje jasno, że przedstawione w rozprawie przemysłenia znajdują potwierdzenie na naszym rynku, lecz mogą nie przystawać do sytuacji za granicą. Chociaż polska branża funduszy inwestycyjnych czerpie pełnymi garściami z rozwiązań sprawdzonych i przetestowanych w innych krajach zarówno w zakresie regulacji prawnych, jak i pomysłów na nowe produkty, wyjątkowość naszego rynku jest nadal wyraźnie widoczna. Nawet przystąpienie Polski do struktur europejskich, choć niewątpliwie przyspieszyło proces upodabniania się rynków, nie zatarło w pełni istniejących różnic.

Występowanie dwóch wzajemnie znoszących się kierunków zostało uwzględnione w hipotezach badawczych – w toku rozprawy potwierdzono, że ujednolicanie przepisów, globalizacja umożliwiająca kopiowanie rozwiązań inwestycyjnych oraz postępujące bogacenie się polskiego społeczeństwa powodują, że nasz rynek stopniowo, lecz konsekwentnie zmierza w kierunku wyznaczonym przez rynki bardziej rozwinięte. Należy przypuszczać, że kolejnym ważnym krokiem na tej drodze będzie przystąpienie naszego kraju do strefy euro.

Trudno jednak zakładać, że zupełnie zanikną różnice wynikające z mentalności i doświadczeń klientów czy z okoliczności, w jakich w Polsce powstała i rozwinęła się branża TFI. Skoro takie różnice istnieją, powinny one być uwzględniane przez przedsiębiorstwa dążące do odniesienia sukcesu. Takie stanowisko potwierdza obserwacja rodzimych TFI i zagranicznych podmiotów usiłujących wejść na nasz rynek. Wynika z niej, że zrozumienie lokalnej specyfiki może mieć kluczowe znaczenie dla konkurencyjności danego podmiotu.

Można przyjąć, że „aspekt międzynarodowy” wywodu odnosił się głównie do zagranicznych wpływów na polskim rynku oraz posłużył do przybliżenia perspektyw jego

rozwoju. Istotne jest jednak również zestawienie sytuacji polskich TFI z podobnymi podmiotami działającymi na rynkach bardziej zaawansowanych. W tym kontekście interesujące byłoby skonfrontowanie przedstawionego w rozprawie katalogu determinant z analogicznym zestawem odnoszącym się do rynku np. USA. Takie porównanie mogłoby mieć istotny wkład w rozważania na temat międzynarodowej konkurencyjności polskich przedsiębiorstw wskazując transgraniczne podobieństwa i różnice w czynnikach, które ją determinują.

W toku wywodu zidentyfikowano jeszcze kilka innych ciekawych obszarów badawczych będących uzupełnieniem analizowanych zjawisk. Istotnym, a często lekceważonym w literaturze problemem jest wpływ kosztów transakcyjnych na efektywność kolejnych rozwiązań inwestycyjnych. Problem ten nabiera znaczenia w kontekście globalizacji i transgranicznej dostępności rynków finansowych. Rodzi się pytanie, na ile (z kosztowego punktu widzenia) zasadne jest podejmowanie przez lokalne TFI prób konkurencji z globalnymi graczami oraz gdzie przebiega granica, za którą kolejny produkt inwestycyjny z definicji nie będzie interesujący dla klienta. Badania w tym zakresie miałyby praktyczne zastosowanie – już teraz korzyści dla klienta płynące z wykorzystania niektórych zaawansowanych produktów inwestycyjnych są wątpliwe, a głównym beneficjentem wydają się ich emitenci (za przykład niech posłużą produkty strukturyzowane).

Innym ciekawym zagadnieniem z pogranicza ekonomii i etyki jest podwójna rola pośredników finansowych. Problem ten został już zidentyfikowany i, jak wspomniano w treści wywodu, podjęto próby jego wyeliminowania, jednak rola pośredników, doradców i mediów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych zasługuje na odrębną analizę.

Branża towarzystw funduszy inwestycyjnych stoi u progu istotnych zmian. Wejście Polski do strefy euro, ujednolicanie przepisów prawa, nasilenie się wpływu podmiotów zagranicznych, a przede wszystkim spadek zaufania do zaawansowanych rozwiązań finansowych będący pochodną kryzysu zapoczątkowanego w połowie 2007 roku bez wątpienia odcisną piętno na podmiotach o lokalnym i ponadnarodowym zasięgu, dając badaczom możliwość eksplorowania kolejnych niezwykle ciekawych i dynamicznie się zmieniających obszarów.

Właśnie w kontekście wspomnianego kryzysu niezwykle istotne jest, żeby TFI mające aspiracje większe niż tylko przetrwanie w otoczeniu rynkowym poznały sposoby na zwiększenie szans odniesienia sukcesu. Kopiowanie pomysłów stosowanych na bardziej zaawansowanych rynkach nie stanowi rozwiązania – doświadczenia z ostatnich miesięcy

jasno pokazują, że nawet chwilowe sukcesy na globalnym rynku nie dowodzą bezwzględnej skuteczności stosowanej strategii.

Niewątpliwie pozytywnym aspektem kryzysu może być oczyszczenie rynku (zarówno światowego, jak i polskiego) z podmiotów, które nie dorosły do działania w tej branży. W Polsce porównanie zestawienia podmiotów, które mają zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności z faktycznym udziałem w rynku podmiotów działających aktywnie prowadzi do wniosku, że na fali kilkuletniej hossy powstało kilka TFI niegotowych na sprostanie trudniejszym czasom. Podobne zjawisko można również zaobserwować na innych rynkach.

Prawdopodobnie nadszedł czas konsolidacji, przejęć i upadłości. Czas szans dla tych, którzy wiedzą, jak z nich skorzystać i zagrożeń dla wszystkich, którzy przecenili własne siły.

## Spis wykresów

<b>Wykres 1:</b> Udział krajów w światowym rynku funduszy (wielkości AUM).....	51
<b>Wykres 2:</b> Aktywa funduszy inwestycyjnych na świecie (bln USD) .....	52
<b>Wykres 3:</b> Udział funduszy w podziale na rodzaje (świat).....	52
<b>Wykres 4:</b> Aktywa funduszy inwestycyjnych w Europie (mld EUR) .....	53
<b>Wykres 5:</b> Udział krajów w europejskim rynku funduszy (wielkości AUM) .....	53
<b>Wykres 6:</b> Udział funduszy w podziale na rodzaje (Europa).....	54
<b>Wykres 7:</b> Liczba towarzystw i funduszy inwestycyjnych w Polsce.....	55
<b>Wykres 8:</b> Aktywa w funduszach inwestycyjnych w Polsce (mld PLN).....	55
<b>Wykres 9:</b> Udział funduszy w podziale na rodzaje (Polska).....	55
<b>Wykres 10:</b> Wpływ kryzysu subprime na światowe rynki akcji.....	85
<b>Wykres 11:</b> Poziom Życia Polaków według CBOS.....	86
<b>Wykres 12:</b> Poziom zadowolenia społeczeństwa.....	87
<b>Wykres 13:</b> Oszczędności Polaków .....	88
<b>Wykres 14:</b> Dochody gospodarstw domowych, wydatki na konsumpcję i stopa oszczędności w strefie euro .....	88
<b>Wykres 15:</b> Inwestycje gospodarstw domowych w fundusze inwestycyjne jako procent PKB (2005) .....	89
<b>Wykres 16:</b> Średnie wartości inwestycji w fundusze inwestycyjne Polsce i w wybranych krajach Europy (w EUR w 2005) .....	89
<b>Wykres 17:</b> Prognozowana struktura polskich oszczędności.....	90
<b>Wykres 18:</b> Struktura oszczędności w wybranych krajach Europy (2001) .....	91
<b>Wykres 19:</b> Aktywa funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002-2008.....	91
<b>Wykres 20:</b> Aktywa zgromadzone w funduszach inwestycyjnych i na lokatach bankowych (mld PLN) .....	92
<b>Wykres 21:</b> Udział aktywów pięciu największych banków w aktywach sektora.....	104
<b>Wykres 22:</b> Dynamika wzrostu liczby zakładów ubezpieczeń ogółem .....	106
<b>Wykres 23:</b> Wpływ sieci dystrybucji na aktywa pozyskiwane przez TFI .....	108
<b>Wykres 24:</b> Mapa cech produktów pozornie substytucyjnych .....	113
<b>Wykres 25:</b> Udział w rynku w zależności od dostępu do sieci dystrybucji .....	120
<b>Wykres 26:</b> Kanały dystrybucji wybierane przez klientów .....	121
<b>Wykres 27:</b> Zmiana udziału w rynku TFI .....	129
<b>Wykres 28:</b> Spontaniczna rozpoznawalność polskich TFI .....	146
<b>Wykres 29:</b> Ocena wybranych elementów przekazu marketingowego .....	147
<b>Wykres 30:</b> Zbieżność wyników funduszy akcyjnych w latach 2001-2008.....	159
<b>Wykres 31:</b> Udziały podmiotów w rynku funduszy inwestycyjnych .....	179

## Spis tabel

<b>Tabela 1:</b> Atrybuty poszczególnych poziomów nowoczesnego produktu oszczędnościowego .....	42
<b>Tabela 2:</b> Fundusze inwestycyjne a asset management .....	46
<b>Tabela 3:</b> Zakres pojęciowy determinant .....	63
<b>Tabela 4:</b> Liczba zakładów ubezpieczeń w Polsce w latach 1993-2004.....	106
<b>Tabela 5:</b> Średnie opłaty w Polsce w podziale na kategorie funduszy .....	157
<b>Tabela 6:</b> Wymagania związane z podstawowymi strategiami ofensywnymi.....	176

## Spis rysunków

<b>Rysunek 1:</b> Model finansowy przedsiębiorstwa .....	14
<b>Rysunek 2:</b> Fazy rozwoju branży .....	22
<b>Rysunek 3:</b> Determinanty konkurencyjności .....	30
<b>Rysunek 4:</b> Otoczenie rynkowe TFI .....	37
<b>Rysunek 5:</b> Cztery poziomy nowoczesnego produktu oszczędnościowego .....	42
<b>Rysunek 6:</b> Uproszczony podział determinant.....	62
<b>Rysunek 7:</b> Determinanty konkurencyjności towarzystw funduszy inwestycyjnych.....	62
<b>Rysunek 8:</b> GPW i otoczenie .....	79
<b>Rysunek 9:</b> Przykładowy wygląd mapy ryzyko zysk z krzywą portfeli efektywnych .....	96

## Załączniki

### Załącznik 1

#### Lista towarzystw funduszy inwestycyjnych (ze zgodą KNF)

- 1 AIG Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 2 AKJ Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 3 ALTUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 4 AMATHUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 5 BEST Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 6 BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 7 BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 8 Commercial Union Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 9 Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 10 DWS POLSKA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 11 FINCREA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 12 Forum Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 13 GO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 14 Hexagon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 15 Idea Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 16 ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 17 Intrum Justitia Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 18 Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 19 Ipopema Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 20 KBC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 21 Legg Mason Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 22 MCI Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 23 MILLENNIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 24 Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 25 OPERA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 26 Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 27 PIONEER PEKAO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 28 PKO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 29 Plejada Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 30 Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 31 SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 32 SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 33 SPATIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 34 Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
- 35 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych AGRO S.A.
- 36 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.
- 37 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.
- 38 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych S.A.
- 39 UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



## **Podmioty zagraniczne oferujące fundusze inwestycyjne w Polsce**

- 1 Legg Mason Investments
- 2 Nordea Investment Funds S.A.
- 3 Jyske Invest International
- 4 World Investment Opportunities Funds
- 5 Torrus Funds
- 6 Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft
- 7 Fortis
- 8 Franklin Templeton Investment Funds
- 9 BlackRock Global Funds
- 10 Robeco
- 11 GE Money
- 12 HSBC Global Investment Funds
- 13 Eurobank EFG Fund Management Company
- 14 RBS S.A.
- 15 KBC
- 16 Union Investment
- 17 Schroder Investment Management
- 18 JP Asset Management
- 19 SGAM Luxembourg S.A.
- 20 New Star Investment Funds
- 21 ING Investment Management
- 22 Prudential Investments LLC
- 23 Allianz Global Investors Fund Luxembourg S.A.
- 24 Dexia Asset Management Luxembourg S.A.
- 25 Leonardo Asset Management

## Załącznik 2

Rok	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991
Kurs USD na koniec okresu	3	2	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	3	2	2	2	bd	bd
Kurs EURO na koniec okresu	4	4	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	3	3	2	bd	bd
Liczba sesji	231	249	251	251	255	251	249	250	250	249	250	249	250	249	188	152	100	36
Liczba rachunków inwestycyjnych (tys.)	bd	997	909	853	851	947	1016	1085	1236	1158	1262	1181	894	808	831	281	76	54
Liczba notowanych instrumentów																		
Spółki	369	351	284	255	230	203	217	230	225	221	198	143	83	65	44	22	16	9
w tym zagraniczne	25	23	12	7	5	1	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
liczba debiutów	28	81	38	35	36	5	6	9	13	28	57	62	18	21	22	6	7	9
liczba wycofań	10	14	9	10	9	19	19	4	9	5	2	2	0	0	0	0	0	0
Obligacje	51	57	65	76	81	70	61	53	48	47	44	44	42	33	20	10	5	---
w tym zagraniczne	3	4	4	4	4	4	2	1	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Kontrakty terminowe	41	42	48	54	49	51	46	40	16	13	7	---	---	---	---	---	---	---
Opcje	176	98	154	122	18	16	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Wartości indeksów																		
WIG20	1742	3456	3285	2655	1961	1574	1176	1208	1816	1789	1241	1487	1442	792	732	---	---	---
mWIG40	1561	4028	3733	2208	1730	1269	950	1020	1005	1115	787	1000	---	---	---	---	---	---
sWIG80	7138	15918	12717	5471	4739	2741	1366	1764	2749	2086	1675	3285	2662	1007	1000	---	---	---
WIG	27130	55649	50412	35601	26636	20820	14367	13922	17848	18084	12796	14668	14343	7586	7473	12439	1041	919
TechWIG	---	1052	1202	844	666	572	356	590	1457	1000	---	---	---	---	---	---	---	---
NIF	---	---	---	104	98	59	60	59	60	61	66	124	---	---	---	---	---	---
WIG-PL	27057	55012	50361	35278	26540	20825	14367	13922	17848	18084	12796	14668	14343	7586	7473	12439	1041	919
Stopy zwrotu indeksów																		
WIG20 (%)	-50	5	24	35	25	34	-3	-33	3	44	-16	1	82	8	---	---	---	---
mWIG40 (%)	-61	8	69	28	36	34	-7	2	-9	41	-22	---	---	---	---	---	---	---
sWIG80 (%)	-55	25	132	15	73	101	-23	-36	32	25	-49	23	164	1	---	---	---	---
WIG (%)	-51	10	42	34	28	45	3	-22	-1	41	-13	2	89	2	-40	1095	13	-8
TechWIG (%)	---	-12	42	27	17	61	-40	-59	46	---	---	---	---	---	---	---	---	---
NIF (%)	---	---	---	6	67	-2	1	-1	-1	-8	-47	---	---	---	---	---	---	---
WIG-PL (%)	-51	9	43	33	27	45	3	-22	-1	41	-13	2	89	2	-40	1095	13	---
Kapitalizacja																		
Spółki krajowe (mln zł)	261240	509887	437719	308418	214313	140001	110565	103370	130085	123411	72442	43766	24000	11271	7450	5845	351	161

<b>Spółki zagraniczne (mln zł)</b>	186032	570370	198190	116482	77385	27715	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Obligacje krajowe (mln zł)</b>	356027	348535	323556	286982	226541	181785	149961	99041	74103	58559	51686	32625	26458	12922	5129	2417	---	---
<b>Obligacje zagraniczne (mln zł)</b>	586	719	720	1129	796	806	511	229	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Akcje</b>																		
<b>Wartość obrotów ogółem (mln zł)</b>	311377	479480	338696	197033	119518	80235	63668	80599	169273	89343	62382	52342	29895	13671	23420	7873	228	30
<b>Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)</b>	302483	461917	323920	181133	110467	66714	47735	60702	103804	71134	53296	47656	28319	13276	23420	7870	228	30
<b>Liczba transakcji na sesję</b>	38236	60820	44979	19834	15589	12279	11363	12546	14925	17456	14367	14048	9025	7730	25352	10175	1233	877
<b>Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)</b>	8894	17563	14776	15900	9051	13521	15933	19897	65469	18210	9085	4686	1575	395	---	3	---	---
<b>Liczba transakcji pakietowych</b>	2114	2509	1409	593	816	742	688	1160	2687	2033	1230	509	143	63	---	bd	---	---
<b>Wskaźniki akcji</b>																		
<b>C/Z*</b>	11	18	14	16	24	79	70	16	29	36	16	13	12	8	16	13	3	4
<b>C/WK*</b>	2	3	2	2	2	2	1	1	2	2	1	1	2	1	3	2	1	0
<b>Stopa dywidendy (%)*</b>	3	2	3	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	0	0	6	0
<b>Wskaźnik obrotu (%)</b>	22	19	21	18	18	20	19	24	43	46	58	69	77	68	129	195	49	19
<b>Obligacje</b>																		
<b>Wartość obrotów ogółem (mln zł)</b>	4359	3495	5536	5507	8353	12673	4131	5133	4590	4766	8581	13488	16219	19276	3300	557	21	---
<b>Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)</b>	4004	3264	5488	5059	7820	7840	3986	5093	4381	4676	4950	5653	5905	4154	2149	301	21	---
<b>Liczba transakcji na sesję</b>	118	116	161	210	411	410	330	525	534	544	602	1235	1048	140	115	72	48	---
<b>Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)</b>	355	231	48	448	533	4833	145	40	209	91	3632	7835	10314	15122	1151	256	---	---
<b>Liczba transakcji pakietowych</b>	68	111	55	35	113	1278	45	13	45	38	327	422	480	660	bd	bd	---	---
<b>Kontrakty terminowe</b>																		
<b>Wartość obrotów (mln zł)</b>	585709	674132	380939	238025	125494	116201	77334	98646	58612	6368	602	---	---	---	---	---	---	---
<b>Wolumen obrotu na sesję</b>	49535	38064	25442	21428	14153	16860	12755	15019	6064	836	97	---	---	---	---	---	---	---
<b>Wskaźnik płynności dla kontraktów na WIG20 (%)</b>	243	261	176	170	165	207	177	621	69	15	2	---	---	---	---	---	---	---
<b>Otwarte pozycje na koniec okresu</b>	103039	53430	73946	33418	30270	22535	19283	12815	11952	5360	699	---	---	---	---	---	---	---
<b>Opcje</b>																		
<b>Wartość obrotów (mln zł)</b>	15909	28511	19453	11556	2786	636	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Wartość obrotów wg premii (mln zł)</b>	444	468	307	146	50	19	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Wolumen obrotu na sesję</b>	1331	1603	1306	1014	309	299	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Wskaźnik płynności dla opcji na WIG20 (%)</b>	7	11	9	9	4	4	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Otwarte pozycje na koniec okresu</b>	26457	11181	4509	6845	4775	847	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

## Załącznik 3



### **Antwerp Declaration On The European Financial Advisor Competences**

The following text was discussed by conference participants at the *Professionalizing Financial Services Conference in Antwerp 13 November 2008*:

We, the participants in the European Professionalizing Financial Services Conference from across Europe, declare our endorsement of the actions and professional recommendations proposed by the €FA (*European Financial Advisor*) project and wish to commend them to the European financial services sector as a whole.

The €FA Competences have been developed in order to set a quality benchmark of education and practice in financial advice, and therefore to protect the public. This being true at all times, but acquires added urgency in times of international financial crisis.

Financial advisors are required to provide clients with clear and comprehensive explanations of the most appropriate solutions to their financial needs. Financial advisors should show consistent commitment by:

- Providing clear information and disclosure to clients;
- Ensuring continuing professional competence and qualification through ongoing education;
- Acting in the best interest of the client;
- Demonstrating integrity and ethical behavior.

We believe that the €FA (*European Financial Advisor*) Competences give financial intermediaries the tools to fulfill these objectives. We therefore commend the competence-based approach developed by this project and in particular:

- The specifications of competences in terms of knowledge, skills and attitudes;
- The professional qualifications expressed using these specifications;
- An ethical code as the foundation of the required attitudes;
- The qualifications assessed by examinations and other evidence;
- Quality assurance by a European forum derived from the sector, ensuring that national bodies are mutually consistent with the standards they offer the sector.

We, the participants in the Professionalizing Financial Services Conference from across Europe, representing a large number of educational and professional institutions working in the financial sector, call on the different stakeholders within the Financial Services sector, and the European Commission in particular, to implement the approach taken in Project €FA. We request adequate European recognition of the €FA Competences to ensure they become the standard for the Financial Services sector.

## Załącznik 4



Zyskaj nawet  
**28%\***

### Lokata Inwestycyjna Samba

- 100% gwarancji zainwestowanego kapitału na koniec okresu inwestycji.
- Dodatkowo 10% na lokacie terminowej.

MultiBank Bankowość Detaliczna  
BRE BANK SA  
www.multibank.pl 9 801 300 000

MultiBank

## Ulotka lokaty inwestycyjnej MultiBanku

### Aktywem bazowym lokaty jest koszyk czterech indeksów giełdowych:

- Standard & Poor's 500 (indeks największych spółek amerykańskich)
- Nikkei 225 (indeks największych spółek japońskich)
- Dow Jones EURO STOXX 50 (indeks największych spółek europejskich)
- Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index Excess Return (indeks towarów i surowców notowany na Chicago Mercantile Exchange).

### Zarabiaj na wzrostach światowych indeksów

Lokata Inwestycyjna Samba jest odpowiedzią na oczekiwania inwestorów co do odwrócenia się trendu spadkowego na światowych rynkach akcji i surowców. Obecnie obserwujemy gwałtowne spadki na giełdach na całym świecie. W ciągu ostatniego roku przecena największych światowych indeksów giełdowych sięgnęła 40% - 50%, sprowadzając ich wartości do poziomów sprzed kilku lat. S&P 500 – indeks amerykańskich *blue chips* spadł w ostatnim roku o 38%, zaś indeks największych spółek europejskich – DJ EURO STOXX 50 – o 43%. Obserwowane obecnie wyceny światowych spółek giełdowych stają się atrakcyjne dla inwestorów. Podobna sytuacja występuje na rynku surowców, gdzie w ostatnim roku nastąpiła spektakularna przecena cen ropy naftowej, roślin przemysłowych i metali. Indeks S&P GSCI ER, odzwierciedlający zmiany na rynku surowców, zmniejszył swoją wartość od początku bieżącego roku o 41%.

## PROMOCJA

**10%**

### na 3-miesięcznej lokacie terminowej

Oprocentowanie w skali roku.

Oferta tylko dla Klientów, którzy założą Lokatę Inwestycyjną Samba.

Maksymalna kwota lokaty w ramach promocji nawet do 40% wartości środków wpłaconych na Lokatę Inwestycyjną Samba.

\* Zysk na poziomie 28% zostanie osiągnięty w momencie, gdy wszystkie cztery indeksy wchodzące w skład koszyka wzrosną na koniec inwestycji o więcej niż 20%.

\*\* Jeżeli zapis na Lokatę Inwestycyjną Samba będzie złożony z rachunku MultiMax, środki zgromadzone na inwestycję będą oprocentowane tak, jak powyższy rachunek zgodnie z obowiązującą Tabelą Stop Procentowych MultiBanku.

Ulotka nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego. Wszelkie informacje dotyczące oferty są dostępne na [www.multibank.pl](http://www.multibank.pl) lub w placówkach MultiBanku.  
Listopad 2008 r.

### Bezpieczny sposób na wyższy zysk

Lokata Inwestycyjna Samba to innowacyjny produkt bankowy, skierowany do osób ceniących sobie bezpieczeństwo inwestycji i jednocześnie oczekujących wyższych zysków niż na tradycyjnych lokatach bankowych.

Strategia inwestycyjna zakłada odbicie światowych rynków akcji oraz wzrost cen surowców w ciągu najbliższych dwóch lat.

Wykresy zmian wartości składników koszyka od 28.10.2004 r.



Źródło: Bloomberg, dane na dzień 27.11.2008 r.

### Pakiet „Samba” to Lokata Inwestycyjna Samba i 3-miesięczna lokata terminowa


#### Korzyści z Lokaty Inwestycyjnej Samba:

- Możliwość osiągnięcia **ponadprzeciętnego zysku**.
- **100% gwarancji** zainwestowanego kapitału na koniec okresu inwestycji.
- **Brak opłat** wstępnych i za zarządzanie.
- Możliwość obsługi lokaty za pośrednictwem internetu.
- Możliwość oprocentowania środków w okresie subskrypcji.\*\*

#### Warunki inwestycji:

- Termin subskrypcji: od 10.12.2008 r. do 08.01.2009 r.
- Okres trwania inwestycji: 2 lata.
- Waluta inwestycji: PLN.
- Minimalna kwota inwestycji: 5000 PLN.

# Fragment broszury informacyjnej Skarbiec TFI zawierającej karty funduszy



**SKARBIEC**  
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## KARTY FUNDUSZY /SUBFUNDUSZY

III / 2008

www.skarbiec.pl      jesteś w najlepszym Towarzystwie

### SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

SKARBIEC TFI S.A. powstało w 1997 roku, jako piąte towarzystwo funduszy inwestycyjnych w Polsce. Jest instytucją finansową licencjonowaną i nadzorowaną przez Komisję Nadzoru Finansowego.


Obecnie SKARBIEC TFI zarządza 39 funduszami i subfunduszami, w których zgromadzono aktywa przekraczające 4 mld złotych.

#### Fundusze/Subfundusze - opis dostępny w broszurze:

- 👉 Subfundusz SKARBIEC-AKCJA
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-AKCJI I NOWEJ EUROPY
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-WAGA
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-OCHRONY KAPITAŁU
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-III FILAR
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-OBLIGACJA
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-KASA
- SKARBIEC-TOP Funduszy Zagranicznych FIO

#### Fundusze/Subfundusze - opis dostępny na www.skarbiec.pl:

- 👉 Subfundusz SKARBIEC-PRIVATE EQUITY
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-RYNKÓW SUROWCOWYCH
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-SEKTORA FINANSOWEGO NOWEJ EUROPY
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-AKTYWNEJ ALOKACJI
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-DEPOZYTOWY
- 👉 Subfundusz SKARBIEC-GOTÓWKOWY
- SKARBIEC-MALYCH I ŚREDNICH SPÓŁEK FIO
- SKARBIEC-SEKTORA NIERUCHOMOŚCI FIO
- SKARBIEC-TOP Funduszy Akcji SFIO
- SKARBIEC-TOP Funduszy Stabilnych SFIO



### Subfundusz SKARBIEC-AKCJA

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

\*Najlepszy fundusz akcji polskiej

Wrzesień 2008

#### KOMENTARZ ZARZĄDZAJĄCEGO

**Andrzej Pawłowski**



Parafid akcyjny Subfunduszu koncentruje się na największych i płynnych spółkach krajowych, przy bardzo niskiej ekspozycji na małe i średnie firmy. Istotnym elementem strategii jest zwiększenie ekspozycji Subfunduszu na bieżący rynek maszyn regionalny. W pozostawieniu akcji inwestycyjnych za granicą sprzyjać będzie bardziej atrakcyjny wysoczy tarasowy rynek spółek w porównaniu z krajowym.

#### CHARAKTERYSTYKA SUBFUNDUSZU

**Podzespół danych:** 193 spółki, 1997 z

**Firma zarządzająca:** Skarbiec TFI S.A.

**Osoba zarządzająca:** Andrzej Pawłowski

**Walutowe bazowanie:** 432 014 041,03 PLN

**Wartość:** 144,000 000 PLN

**Przebieg wypłaty:** 100 PLN

**Kapitał zaangażowany:** 100 PLN

**Opisowa inwestycyjność:** 70% w akcjach

**Rachunek bieżący Subfunduszu:** 102 Bank SA w/ 1140 1010 0000 18 73 100 1000

#### STOPY ZWROTU (stan na dzień 30.09.2008)


	12m	6m	3m	1m	1m	1m	1m
	30/09/08	30/03/08	30/06/08	30/09/08	30/09/08	30/09/08	30/09/08
SKARBIEC-AKCJA	16,2%	-11,1%	-16,4%	-22,1%	16,8%	16,2%	17,2%
BENEFICJARIUSZ	7,6%	-8,9%	-14,4%	-24,4%	-14,6%	17,4%	17,7%
BENEFICJARIUSZ GRUPA	7,6%	-8,9%	-14,4%	-24,4%	9,7%	11,4%	13,0%



#### STRUKTURA GEOGRAFICZNA



#### STRUKTURA SEKTOROWA



#### STRUKTURA PORTFELA AKCJI (TOP 10)

FIRMA	WZGLĘDNY
BANK PECO SA	11,39%
PKO BANK POLSKI SA	10,20%
TELEKOMUNIKACJA POLSKA SA	8,69%
POLSKIE GOSPODARSTWO NAFTOWE Orlen SA	6,72%
TURKIE GARANT BANKI SA	5,50%
IGOT GROUP BANK AG	4,68%
ICZKA POLSKA HESZ SA	4,68%
SETINI HOLDING SA	4,29%
KOGERNACJA	4,14%
CIERGE ENERGETICKE ZAVODY AG	3,76%

#### ALOKACJA AKTYWÓW



#### ZALECENIA MIN. HORYZONTU INWESTYCJI

3-4 lata

**\*SKARBIEC-AKCJA** zajęła I miejsce wśród Funduszy Akcji polskiej, w rankingu „Forbes” (09/2008).



Informacje o funduszu dostępne są w broszurze informacyjnej funduszu. Fundusz inwestuje w akcje i instrumenty finansowe emitowane przez spółki notowane na giełdach w krajach rozwiniętych. Fundusz może być narażony na ryzyko utraty części lub całości kapitału. Fundusz może być narażony na ryzyko zmiany kursu akcji i instrumentów finansowych. Fundusz może być narażony na ryzyko zmiany kursu akcji i instrumentów finansowych. Fundusz może być narażony na ryzyko zmiany kursu akcji i instrumentów finansowych. Fundusz może być narażony na ryzyko zmiany kursu akcji i instrumentów finansowych.

### Inwestując w fundusze Skarba stawiasz na:

**Wieloletnie doświadczenie** – jesteśmy jednym z pierwszych towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce. Działamy na rynku od 1997 roku.

**Szerokie możliwości inwestycyjne** – ofertę produktową tworzymy z myślą o naszych Klientach: od funduszy gotówkowych, funduszy dłużnych i akcji, aż po plany systematycznego oszczędzania, plan rentierski, indywidualne konta emerytalne oraz usługę zarządzania portfelem instrumentów finansowych.

**Profesjonalizm** – skupiamy wysokiej klasy specjalistów a obsługę naszych Klientów w zarządzaniu funduszami znajdują potwierdzenie w rankingach wielu niezależnych instytucji opiniotwórczych.

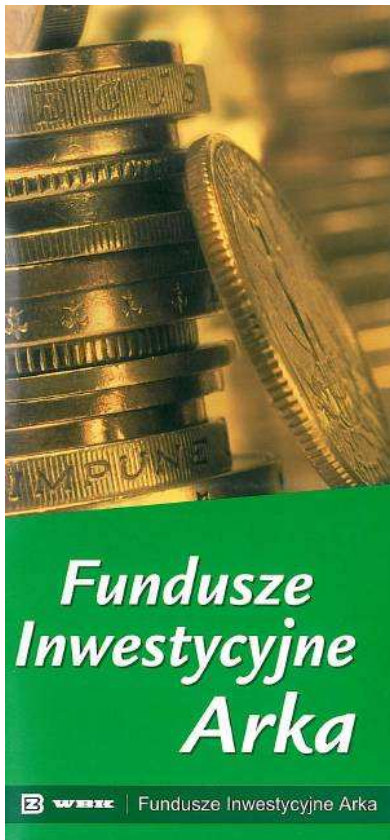
**Innowacyjność** – staramy się wychodzić naprzeciw oczekiwaniom naszych Klientów, dlatego jako pierwsi wprowadziliśmy na polski rynek m.in. fundusz rynku pieniężnego, specjalistyczny fundusz inwestycyjny dewary, fundusz inwestycyjny zamknięty, fundusz gwarantowany, fundusz funduszy czy fundusz parasolowy.

Jedno z najlepszych na polskim rynku Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych – doceniamy nas nie tylko Klienci ale również niezależne media i ośrodki opiniotwórcze, plasując SKARBIEC TFI w czółowie najlepszych towarzystw funduszy inwestycyjnych.



\*Ważnym wyznacznikiem jakości jest nagroda „European Fund of the Year” przyznawana przez Europejską Federację Funduszy Inwestycyjnych (EFFAS). W 2008 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2007 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2006 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2005 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2004 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2003 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2002 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2001 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 2000 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 1999 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 1998 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”. W 1997 roku SKARBIEC-AKCJA została laureatką nagrody „European Fund of the Year” w kategorii „Best Equity Fund in Poland”.

SKARBIEC TFI S.A.  
ul. Nowogrodzka 47A, 00-693 Warszawa  
tel. 022 588 18 43, www.skarbiec.pl



## Fundusze Inwestycyjne Arka

Fundusze Inwestycyjne Arka oferowane przez BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. to nowoczesna forma inwestowania i szansa na pomnażanie oszczędności.

Różne Fundusze Arka tworzą fundusze inwestycyjne otwarte (w skrócie FIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (w skrócie FIZ). Najpopularniejsze na polskim rynku są fundusze inwestycyjne otwarte, toteż niniejsza broszura koncentruje się właśnie na nich (podstawowe informacje o funduszach inwestycyjnych zamkniętych znajdują się na stronach 15 i 16).

Mając na uwadze indywidualne preferencje Klientów, przygotowaliśmy pełny wachlarz funduszy inwestycyjnych.

Dla osób ceniących w inwestycjach przede wszystkim niskie ryzyko przygotowaliśmy dwa fundusze inwestujące głównie w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski: Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO oraz Arka BZ WBK Obligacji FIO.

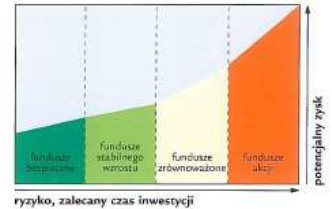
Klientów zamierzających lokować część swoich oszczędności w euro zainteresuje z pewnością fundusz Arka BZ WBK Obligacji Europejskich FIO. Jest to fundusz, który minimum 75% aktywów inwestuje w papiery dłużne denominowane właśnie w tej walucie.

Dla osób gotowych w zamian za potencjalnie wyższe zyski zaakceptować okresowe wahania wartości inwestycji przeznaczony jest fundusz Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu FIO.

Z kolei dla tych Klientów, którzy oczekują przede wszystkim wysokich zysków, a są gotowi zaakceptować silne wahania wartości jednostek uczestniczo, przeznaczony są fundusze Arka BZ WBK Zrównoważony FIO oraz Arka BZ WBK Akcji FIO. Fundusze te inwestują odpowiednio do 70% i do 100% swoich aktywów w akcje przedsiębiorstw, umożliwiając tym samym osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków.

Naszą ofertę uzupełniają cztery fundusze inwestujące na rynkach międzynarodowych: Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy FIO, Arka BZ WBK Rozwoju Nowej Europy FIO oraz Arka BZ WBK Energii FIO. Dwa ostatnie to fundusze sektorowe - inwestujące w wybrane branże.

Wybierając odpowiedni fundusz, warto zastanowić się, jaki jest oczekiwany zysk, akceptowane ryzyko oraz planowany czas inwestycji. Te trzy aspekty są ze sobą ściśle związane, ich zależności przedstawia poniższy wykres:



Wszystkie Fundusze zarządzane są przez jeden z najlepszych obecnie zespołów zarządzających w Polsce. Jego klasę potwierdzają stopy zwrotu osiągnięte przez Fundusze Inwestycyjne Arka oraz wyróżnienia przyznawane przez ekspertów rynku finansowego. Dla przykładu, w 2008 roku BZ WBK AIB TFI S.A. zdobyło – po raz trzeci z rzędu – statuetkę Byka i Niedźwiedzia dla najlepszego TFI, przyznawaną przez *Gazetę Giełdy „Parkiet”*.

Dzięki efektywnemu zarządzaniu powierzonym przez Ciebie pieniędzom pracując wydajnie i mogą przynieść satysfakcjonujący zysk nawet przy stosunkowo niskich wpłatach.

Wartość aktywów netto funduszy: Arka BZ WBK Akcji FIO, Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy FIO, Arka BZ WBK Energii FIO, Arka BZ WBK Rozwoju Nowej Europy FIO, Arka BZ WBK Funduszy Akcji Zagranicznych FIO, Arka BZ WBK Zrównoważony FIO oraz Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu FIO może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Dane finansowe Funduszy i opis czynników ryzyka znajdują się w Prospektach Informacyjnych, dostępnych na stronie: [www.arka.pl](http://www.arka.pl) oraz u Dystrybutorów Funduszy. Niektóre Fundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub NBP. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków.

### Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO

Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO jest funduszem niskiego ryzyka, którego celem jest ochrona realnej wartości zainwestowanych środków. Rentowność inwestycji zbliżona jest do oprocentowania lokat bankowych. Jednak, w odróżnieniu od większości lokat, nie ma z góry określonego czasu trwania inwestycji.

Inwestycja w Fundusz jest związana z niskim ryzykiem, ponieważ powierzone środki nie są inwestowane w akcje, lecz w bony skarbowe, obligacje Skarbu Państwa oraz inne, głównie krótkoterminowe, dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucje o wysokiej wiarygodności. Fundusz może lokować do 30% aktywów w papiery wartościowe emitowane przez podmioty z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

### Arka BZ WBK Obligacji FIO

Arka BZ WBK Obligacji FIO jest funduszem charakteryzującym się niskim ryzykiem inwestycyjnym, nastawionym na stabilny przyrost ulokowanego kapitału. Ulokowane w nim środki inwestowane są przede wszystkim w dłużne papiery wartościowe o terminie wykupu nie krótszym niż jeden rok (minimum 70% portfela inwestycyjnego Funduszu).

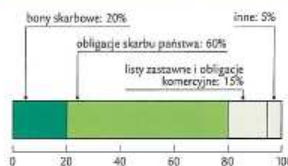
W związku ze specyfiką portfela inwestycyjnego wartość jednostki uczestnictwa w Funduszu jest wrażliwa na zmiany rynkowych stóp procentowych. Długoletni fundusz Arka BZ WBK Obligacji FIO powinien być traktowany jako inwestycja średnio- lub długoterminowa. Fundusz lokuje co najmniej 66% aktywów w papiery wartościowe denominowane w walucie polskiej.

Opis czynników ryzyka oraz szczegółowe informacje dotyczące funduszy: Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy FIZ, Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ i Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ znajdują się w Prospektach Emisyjnych certyfikatów inwestycyjnych Funduszy, opublikowanych na stronie: [www.arka.pl](http://www.arka.pl). Wartość aktywów netto funduszu Arka BZ WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy FIZ może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Posiadacze certyfikatów muszą liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Powyższy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny.

#### Charakterystyka

ryzyko	bardzo niskie, związane głównie z wahaniami rynkowych stóp procentowych oraz ryzykiem kredytowym
zysk	zbliżony do lokat bankowych
zalecany czas inwestycji	minimum kilka miesięcy

#### Przykładowa struktura aktywów



Rozkład struktury aktywów w danym dniu może różnić się od powyższego. Dopuszczalne granice udziału poszczególnych kategorii papierów wartościowych w strukturze aktywów określa Statut Funduszu.

#### Charakterystyka

ryzyko	niskie, związane głównie z wahaniami rynkowych stóp procentowych
zysk	niewo wyższy niż lokat bankowych w długim okresie
zalecany czas inwestycji	minimum 2 lata

#### Przykładowa struktura aktywów



Rozkład struktury aktywów w danym dniu może różnić się od powyższego. Dopuszczalne granice udziału poszczególnych kategorii papierów wartościowych w strukturze aktywów określa Statut Funduszu.

Scan na 20.11.2008 r.

# Ulotka European Value Fund oferowanego przez Bank Nordea

## Menedżerowie zarządzający funduszem Nordea 1, SICAV European Value Fund.

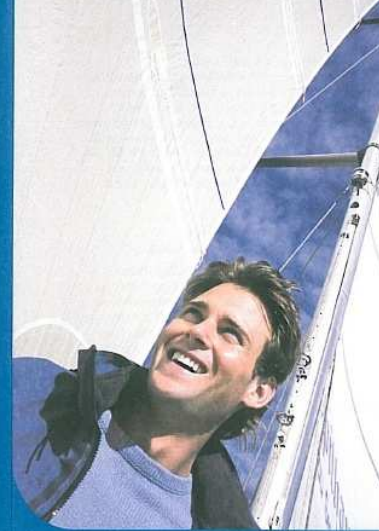
**Tom Stubbe Olsen**  
urodził się w Frederiksbergu, w Danii, w roku 1962. Studiował w Szkole Biznesu w Kopenhadze, którą skończył w roku 1992, uzyskując stopień magistra Ekonomii i Administracji Biznesu. Inwestowaniem zajmuje się od roku 1986, gdy rozpoczął pracę w Sparinvest, jednym z największych w Danii funduszy wzajemnych. Przez cztery lata pracował tam jako młodszy menedżer portfela i działał na rynkach amerykańskich i europejskich. W 1991 roku przejął nadzór nad funduszem Pacyfiku. W 1993 roku rozpoczął pracę w Unibank Luxembourg, gdzie brał udział w uruchomieniu Nordea 1 – Far Eastern Value Fund. Z czasem zmienił styl inwestowania Funduszu, dostosowując go do aktualnie obowiązującego modelu stosowanego przez Nordea 1. Od listopada 1998r. Tom Stubbe Olsen kieruje Nordea 1 – European Value Fund. Od 2002 roku jest dyrektorem Nordea Value Management.

**Leon Kirch**  
urodził się w Luksemburgu w roku 1972. Studiował w Ecole de Commerce Solvay i Université Libre de Bruxelles, uzyskując w roku 1996 stopień Master of Sciences Management. Po pięcioletnim okresie zatrudnienia w Departamencie Zarządzania Aktywami w Banque de Luxembourg, gdzie do jego podstawowych obowiązków należało zarządzanie włącznymi funduszami inwestycyjnymi banku. W 1996 roku uzyskał tytuł Biegłego Analityka Finansowego. Pracę w Nordea 1 – European Value Fund rozpoczął w 2002 roku, na stanowisku zarządzającego funduszem.

Nordea jest największą instytucją finansową w Skandynawii, obsługującą ponad 11 mln klientów, w tym 4,8 mln drogą elektroniczną. Obszar działania grupy obejmuje 22 kraje na świecie. W Polsce reprezentowana jest przez Nordea Bank Polska, Nordea Polska Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie, PTE Nordea i Nordea Finance.

Nordea

## Nordea 1, SICAV European Value Fund



Nordea Bank Polska S.A.  
infolinia: 0801 667 332  
www.nordea.pl

## Nordea 1, SICAV European Value Fund

Nordea Bank Polska, jako jeden z pierwszych podmiotów na polskim rynku, otwiera nowe możliwości zagospodarowania oszczędności, wprowadzając do oferty zagraniczne fundusze inwestycyjne. Jednym z funduszy Nordea 1, SICAV, dostępnych w ofercie banku, jest Nordea 1 – European Value Fund.

### Nordea 1, SICAV European Value Fund

Nordea 1 – European Value Fund koncentruje się na inwestowaniu w akcje wyróżniających się spółek na rynku europejskim. Zespół zarządzający funduszem inwestuje w spółki, które jeszcze nie zostały zauważone przez europejskie rynki kapitalowe.

### Zalety

- atrakcyjne stopy zwrotu wyróżniające się na tle innych funduszy
- niska minimalna kwota inwestycji (min. 300 EUR)
- inwestycja w portfel starannie wyselekcjonowanych spółek

### Cel inwestycyjny

Celem funduszu jest osiągnięcie trwałych zysków w długim okresie, poprzez aktywne, oparte na zasadach wartości, lokowanie środków w portfel starannie wyselekcjonowanych spółek. Najważniejszym kryterium doboru spółek do portfela jest ich zdolność do generowania dochodów w postaci łatwo dostępnych środków pieniężnych.

### Strategia inwestycyjna

Przy wyborze inwestycji w akcje spółki, fundusz kieruje się zasadą

wartości. Kupowane są jedynie takie papiery wartościowe, które, według zarządzających, są niedowartościowane w stosunku do ich zdolności do długoterminowego generowania dochodów. Inwestycji dokonuje się, gdy papier wartościowy można nabyć z dyskontem w stosunku do jego faktycznej wartości.

### Struktura portfela

Dwie trzecie aktywów funduszu inwestowanych jest w akcje zwykłe przedsiębiorstw, udziały z prawem do kapitału, takie, jak certyfikaty udziałowe (akcje i prawa do akcji), warianty na zbywalne papiery wartościowe emitowane przez spółki z siedzibą w Europie.

### Wyniki

Fundusze Nordea 1, SICAV otrzymały szereg wyróżnień w rankingach niezależnych instytucji finansowych. Fundusz Nordea 1 – European Value Fund osiąga wyróżniające się na rynku stopy zwrotu.

Więcej informacji można uzyskać w sieci placówek Nordea Bank Polska na terenie całego kraju oraz na stronach internetowych: [www.nordea.pl](http://www.nordea.pl)





## Bibliografia

### Publikacje zwarte

<b>Autor</b>	<b>Tytuł</b>	<b>Wydawca</b>	<b>Miejsce i data</b>
Bain J.	„Industrial organization”	John Wiley & Sons Inc	New York 1959
Bal T. (red.)	„Przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej: zarządzanie – marketing – finanse”	Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa	Rzeszów 1992
Begg D., Fischer S., Dornbusch R.	„Mikroekonomia”	PWE	Warszawa 1996
Bieńkowski W.	„Reaganomika i jej wpływ na konkurencyjność gospodarki amerykańskiej”	PWN	Warszawa 1996
Biernacki P.	„Poradnik Inwestora”	KPWiG	Warszawa 2004
Blaug M.	„Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne”	PWN	Warszawa 2002
Bogle J. C.	„Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor”	John Wiley & Sons Inc	Canada 1999
Bresnahan T. i Trajtenberg M.	„General Purpose Technologies :Engines of growth?”	National Bureau of Economic Research	1992
Buczek S. (red.)	„Asset management – zarządzanie aktywami w Polsce”	SGH	Warszawa 2006
Buczek S., Grygiel A.	„Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne”	SGH	Warszawa 2006
Bunge M.	„A system Concept of Society. Beyond Individualizm an Holism”	Theory and decision	1979
Chryssides G.D., Kaler J.H.	„Wprowadzenie do etyki biznesu”	WN PWN	Warszawa 1999
Dembowski A.	„Schnellkurs Investmentfonds: Praktischer Leitfaden für Privatanleger“	Walhalla U. Praetoria	2008
Dembowski A.	„Profi-Handbuch Investmentfonds“	Walhalla U. Praetoria	2007
Dopfer K., Potts J.	„The general theory of economic revolution”	Routledge	London, New York 2008
Duraj J.	„Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa”	PWE	Warszawa 2004
Dzierżanowski M.	„Integracja europejskiego rynku kapitałowego”	Polskie Forum Strategii Lizbońskiej	Gdańsk- Warszawa 2003
Ehrbar A.	„Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa”	WIG Press	Warszawa 2000
Esser K., Hillebrand W., Messner D., Meyer-Stamer J.	„Systemic Competitiveness. New Governance Patterns for Industrial Development”	Frank Case	London 1995
Fahey L.	„Discovering your firm’s strongest competitive advantages” w „The strategic planning management reader”	Prentice-Hall	Englewood Cliffs 1989
Faulker D., Bowman C.	„Strategie konkurencji“	Gebethner & Ska	Warszawa 1996
Gabryelczyk K.	„Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność”	Oficyna Ekonomiczna OPWP	2006
Gasparski W., Dietl J. (red.)	„Etyka biznesu w działaniu. Doświadczenia i perspektywy”	WN PWN	Warszawa 2001
Gawrzyał P.	„Rola funduszy inwestycyjnych w polskim systemie bankowym” w: „Marketing bankowy – doświadczenia i perspektywy”	Wydawnictwo WSZiM	Warszawa 2003
Gierszewska G., Romanowska M.	„Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”	PWE	Warszawa 1995
Gorczyńska M., Zaniecka K.	„Zarządzanie finansami przedsiębiorstw”	Stowarzyszenie Księgowych w Polsce. Zarząd Główny. Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego	Warszawa 2006
Gorynia M. (red.)	„Luka konkurencyjna na poziomie przedsiębiorstwa a przystąpienie Polski do Unii	Wyd. AE w Poznaniu	Poznań 2002

## Europejskiej”

Gorynia M.	„Międzynarodowa konkurencyjność polskich przedsiębiorstw – wyniki badań empirycznych”	VII Kongres Ekonomistów Polskich	01.2001
Gorynia M.	„Zachowania przedsiębiorstw okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia”	Wydawnictwo AE	Poznań 1998
Gorynia M.	„Strategie zagranicznej ekspansji przedsiębiorstw”	PWE	Warszawa 2007
Gremillion L.	„Mutual Fund Industry Handbook”	John Wiley & Sons	Hoboken 2005
Gruszecki T.	„Współczesne teorie przedsiębiorstwa”	PWN	Warszawa 2002
Grzegorzczak W.	„Strategie marketingowe banków”	PWN	Warszawa 1996
Grzywacz W.	„Czynniki wzrostu polskiej konkurencyjności gospodarczej”	VII Kongres Ekonomistów Polskich	01.2000
Haire M., Bakke E.W. (red.)	„Nowoczesna teoria organizacji” w: „Pojęcie organizacji społecznej”	PWN	Warszawa 1965
Hanel G., Prakaład C.K.	„Przewaga konkurencyjna jutra”	Business Press	Warszawa 1999
Hay.D, Morris D.	„Industrial economics: theory and evidence”	Oxford University Press	Oxford 1979
Jacobs B.	„All About Mutual Funds”	McGraw-Hill	USA 2001
Jajuga, K., Kuziak K, Markowski P.	„Inwestycje finansowe”	Wydawnictwo AE im. O. Langego we Wrocławiu	Wrocław 1998
Jankowska B.	„Międzynarodowa konkurencyjność branży na przykładzie branży budowlanej w latach 1994-2001”	Wydawnictwo A E w Poznaniu	Poznań 2005
Jawdosiuk B., Rożko K.	„Poradnik inwestora Fundusze inwestycyjne”	KPWIG	Warszawa 2004
Jaworski W. L. (red.)	„Polskie banki w drodze do Unii Europejskiej”	Poltext	Warszawa 1997
Juchnowicz M. (red.)	„Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach konkurencji”, Starnawska S. „Zarządzanie innowacjami w przedsiębiorstwie bankowym – uwarunkowania konkurencyjne”	Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie	Olsztyn 2006
Kaplan R.S., Norton D.P.	„Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie”	PWN	Warszawa 2002
Keynes J. M.	„Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza”	PWN	Warszawa 1985
Kopaliński W.	„Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych”	Wiedza Powszechna	Warszawa 1971
Kotler Ph.	„Principles of Marketing”	Prentice Hall	Englewood Cliffs 1999
Kotler Ph.	„Marketing Management”	Prentice-Hall	Englewood Cliffs 2005
Kotler Ph.	„Marketing – analiza, wdrażanie i kontrola”	Gebethner & Ska	Warszawa 1994
Kowalska K.(red.)	„Ekonomiczno-marketingowy mechanizm konkurencji. Próba nowej koncepcji” w: „Konkurencyjność przedsiębiorstw na rynku krajowym i międzynarodowym”	WSB w Dąbrowie Górniczej	Dąbrowa Górnicza 2007
Kukliński A. (red.)	„Science technology economy”	Komitet Badań Naukowych	Warszawa 1994
Liberda B.	„Zrozumieć oszczędzanie”	VII Kongres Ekonomistów Polskich	01.2001
Lipiński M.	„Finanse osobiste”	Helion	Gliwice 2008
Luenberger D.G.	„Teoria inwestycji finansowych”	PWN	Warszawa 2003
Mantura W.	„Systematyzacja czynników konkurencyjności przedsiębiorstwa przemysłowego”	Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej	Poznań 2001,
March J.G., Simon A.H.	„Teoria Organizacji”	PWN	Warszawa 1964
Marciniak B.	„Rola parków naukowo-technologicznych w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw”	Wydawnictwo Poznańskie	Poznań 1997
Markowitz H.M.	„Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”	John Wiley & Sons	New Jersey 1959

Martin S.	„Advanced industrial economics”	Oxford University Press	Oxford 1993
Miklaszewska E. (red.)	„Rola konkurencji w kształtowaniu polskiego sektora bankowego”, Pieronkiewicz H. „Rola konkurencji w kształtowaniu i rozwoju polskiego sektora bankowego”	Seminarium Instytutu Studiów Strategicznych Fundacji MCRD	Kraków 1999
Mindur L.	„Technologie w transporcie samochodowym”	WKŁ	Warszawa 1990
Misala J.	„Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki Polski w świetle teorii międzynarodowej wymiany gospodarczej”	VII Kongres Ekonomistów Polskich	01.2001
Noga A.	„Teorie przedsiębiorstw”	PWE	Warszawa 2009
Nowotarska-Romaniak B.	„Marketing usług ubezpieczeniowych”	PWE	Warszawa 1996
Otta J., Gorynia M.	„Regulacja sfery turystyki zagranicznej: przyczynek do teorii regulacji systemów gospodarczych”	Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa	Poznań 1991
Pawłowicz L.	„Dylematy integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej w świetle stabilności systemu”	Polskie Forum Strategii Lizbońskiej	Gdańsk- Warszawa 2003
Pierścionek Z.	„Klasyfikacja źródeł przewagi konkurencyjnej” w: „Źródła przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw”	Instytut funkcjonowania gospodarki narodowej	Warszawa 2002
Pierścionek Z.	„Strategia rozwoju firmy”	PWE	Warszawa 1996
Pluta W.	„Strategiczne zarządzanie finansami”	Ekspert	Wrocław 1996
Pluta-Olearnik M.	„Marketing usług bankowych”	PWE	Warszawa 1999
Porter M.	„Strategia konkurencji”,	PWE	Warszawa 1992
Porter M.E.	„Competitive advantage, creating and sustaining superior performance”	The Free Press	NewYork 1985
Porter M.E.	„Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów”	PWE	Warszawa 1992
Rogala M.	„Otwarte fundusze inwestycyjne”	Helion	Gliwice 2006
Rogala M.	„Fundamenty sprzedaży funduszy inwestycyjnych i polis unit-linked”		11-12.2007
Rogowski W.	„Biznesplan oraz ocena opłacalności projektów inwestycyjnych”	Biuro Promocji Inwestycji i Technologii Organizacji Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju Przemysłowego UNIDO	Warszawa 2005
Rogoziński K.	„Nowy marketing usług”	Wyd. AE w Poznaniu	Poznań 2000
Rosa G.	„Konkurencja o nabywcę – wybrane problemy”	PTE	Warszawa 1998
Rühl A.	„Investmentfonds verstehen und richtig nutzen. Strategien für die optimale Vermögensstruktur“	FinanzBuch Verlag	2006
Sajkiewicz A.	„Pracownicy jako wartość firmy”	VII Kongres Ekonomistów Polskich	01.2001
Schwenkner B., Spremann K.	„Unternehmerisches Denken zwischen Strategie und Finanzen :die vier Jahreszeiten der Unternehmung”	Springer	Berlin 2008
Scott D. L.	„David Scott's Guide to Investing In Mutual Funds”	Houghton Mifflin Copany	Boston 2004
Siegel J.G., Shim, J.K., Hartman, S.W.	„Przewodnik po finansach”	PWN	Warszawa 1995
Springer W.	„Factbook Vermoegensveranlagung in Oesterreich”	Kapitalmarkt Oesterreich	Wien 2001
Stankiewicz M.J.	„Konkurencyjność przedsiębiorstwa”	Dom Organizatora	Toruń 2005
Stankiewicz M.J.	„Konkurencyjność przedsiębiorstw. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji”	TNOiK „Dom Organizatora”	Toruń 2002

Stoner J.A.F, Freeman R.E., Gilber D.R.	„Kierowanie”	PWE	Warszawa 2001
STRATEGOR	„Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość”	PWE	Warszawa 1996
Szczepaniak K.	„Uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw w Polsce”	Oficyna Wydawnicza SGH	Warszawa 2000
Szpilta A. (red.)	„Leksykon przedsiębiorcy”	Wydawnictwo PŚ	Kielce 1996
Tyson E.	„Mutual Funds For Dummies”	John Wiley & Sons Inc	Canada 2005
Von Bertalanffy L.	„Ogólna teoria systemów”	PWN	Warszawa 1984
Waterson M.	„Economic theory of the industry”	Cambridge University Press	Cambridge 1984
Wrzosek W.	„Funkcjonowanie rynku”	PWE	Warszawa 1999
Żukrowska K.	„Konkurencyjność systemowa w procesie transformacji. Przykład Polski”	SGH	Warszawa 2000
	„Jak inwestować w Unii Europejskiej” Poradnik Inwestora	KNF	Warszawa 2007

## Artykuły

Autor	Tytuł	Źródło	Numer/Data
Ackoff R.L.	„O systemie pojęć systemowych”	Prakseologia	nr.2 (46)
Bednarz E.	„Rok przełomu”	Business Week	03.2003
Boehm A., Biwer B.	„Na usługodawców z sektora finansowego czeka wiele nowego”	Wiadomości Gospodarcze	09.2003
Brewton J.	„Using Balanced Measure Framework to Align Customer Relationship Center with Enterprise CRM Strategy”	www.crm-forum.com	
Cameron M.	„Managing risk: a prime perspective”	Man Investment	Q4.2007
Decewicz A.	„Rynek dyskontuje podwyżki stóp”	Nasz Rynek Kapitałowy	05.2007
Dorosz A. (wywiad)	„Okiem eksperta – przewodnik po III filarze”	Tygodnik Solidarność	06.06.03
Dowling P.	„Filling the gap”	Euro Fund	03.2004
Dygas M.	„Elastyczne programy emerytalne”	Gazeta Ubezpieczeniowa	02.07.02,
Gawrzyał P.	„Asset management”	Doradca Dyrektora Finansowego	maj-czerwiec 2007
Gawrzyał P.	„Dekalog inwestora”	Essence	04.2008
Gawrzyał P.	„Wedle stawu grobla, czyli jak sobie pościelisz, tak się wyśpisz”	Essence	02.2008
Gieros A.	„Strategia dla menedżera: Portfele inwestycyjne szyte na miarę”	Manager Magazin	01.11.2006
Gorynia M.	„Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych”	Ekonomista	4/1999
Gorynia M.	„Mezoeconomia – modele samoregulacji branży”	Ekonomista	5-6/1995
Gorynia M.	„Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki polskiej a polityka ekonomiczna”	Ekonomista	3/1996
Gorynia M.	„Pomoc, ale dla wszystkich”	Rzeczpospolita	27-28.09.2003
Gorynia M., Jankowska B., Maślak E.	„Branża jako przedmiot badań w ekonomii”	Gospodarka Narodowa	3/2000
Grześkiewicz G., Koźliński T.	„High net Worth individuals – the clients of Private Banking”	www.privatebanking.pl	
Kępa A.M.	„Małe i średnie przedsiębiorstwa w acquis communautaire”	Głosa Przegląd Prawa Gospodarczego	05.2004
Korczański D.	„Rynek klientów zamożnych (HNWIs) – na podstawie World Wealth Report”	www.privatebanking.pl	

Kosarga R.	„Oszczędności Polaków za 10 lat: lokaty, fundusze, ubezpieczenia, a może papiery wartościowe?”	www.euro.banking.pl	
Kwiatkowska M.	„Popularność asset management będzie rosła”	Gazeta Prawna	22.02.2008
Lach A.	„Trzeba szukać partnera”	Gazeta Bankowa	26.05.2003
Lech A.	„Mecenas i sponsorzy”	Gazeta Finansowa	22-28.09.2005
Matthias S.	„Educated investors define the distribution”	Euro Fund	02.2004
Miziołek T.	„Dla najbogatszych z bogatych”	Nasz Rynek Kapitałowy	07-08.2007
Miziołek T.	„Wiosenne porządki”	Nasz Rynek Kapitałowy	06.2007
Norhia, N., Joyce W., Robertson B.	„What really works”	Harvard Business Review	07.2003
Ostrowska K.	„Nadzór dał zgodę na PPE nr 200...”	Puls Biznesu	17.02.2003
Pater K.	„Chcielibyśmy obudzić miliony”	Gazeta Wyborcza	05.02.2003
Piotrowski G.	„Rynek TFI – perspektywy rozwoju”	Gazeta Ubezpieczeniowa	18.02.2003
Porter M.E.	„Toward a dynamic theory of strategy”	Strategic Management Journal	vol.12
Ratkowski F	„Głodne emerytury”	Gazeta Krakowska	25.07.2002
Rozłucki W. (wywiad)	„Nie można oddzielić emocji od giełdy”	Nasz Rynek Kapitałowy	03.2008
Rzeski T.P.	„Ranking funduszy”	Home & Market	04.2004
Samcik M.	„Banki zamkną część placówek?”	Gazeta Wyborcza	04.11.2008
Stępień B., Sulimowska-Formowicz M.	„Metody pomiaru konkurencyjności przedsiębiorstwa”	Gospodarka Narodowa	5-6/2004
Stępień J.	„Wybór jak w supermarkecie”	Profit	10.2003
Sz. A.	„Śpij spokojnie, minister dobrze płaci”	Rzeczpospolita	03.04.2003
Tymoczko D.	„Sprawa doszła do trzeciego filara”	Gazeta Wyborcza	30.01.2003
WAL	„Lepsze emerytury”	Gazeta Poznańska	25.07.2002
Węgrzanowski M.	„Polacy na drodze do oszczędności”	Inwestor Finansowy	09.2005
Widło J.	„Przedsiębiorstwo w świetle zmian Kodeksu cywilnego”	Monitor Prawniczy	1/2004
Wojtaszek P.	„Benchmarki poknane”	Parkiet	24.01.2003
Wróbel Ł.	„Dziesięć pojęć, które straciły znaczenie”	Private Banking	12.2008
Wrzosek W.	„Przewaga konkurencyjna”	Marketing i Rynek	7/1999
Zdończyk J.	„Strategia w przedsiębiorstwie”	Doradca Dyrektora Finansowego	06.2008
Zdończyk J.	„Sposoby na oszczędności w firmie”	Doradca Dyrektora Finansowego	09.2007
Żukowska E., Dietl M., Sekulski T.	„Praktyka zarządzania cenami w Polsce”	Harvard Business Review	01.2006
	„Zamknięty na próbę”	Gazeta Bankowa	27.01.2003

## Inne źródła

Typ	Tytuł	Źródło/Autor	Data
Raport	Investment Management. Industry profile	PricewaterhouseCoopers, Germany	
Raport	Warunki życiowe społeczeństwa polskiego: problemy i strategię	CBOS	
Raport	Eurostat News Release		
Raport	The EU Market For Consumer Longterm Retail Savings Vehicles Comparative Analysis Of Products, Market Structure, Costs, Distribution Systems And Consumer Saving Patterns	BME Consulting:	153/2008
Raport	Diversification, funds of hedge funds, and alternative institutional approaches	Strategic Insight Global	

Raport	The World Competitiveness Report 1994	World Economic Forum	Lausanne 1994
Raport	Industrial Structure Statistics 1994	OECD	Paris 1996
Raport	Oszczędności i lokaty finansowe gospodarstw domowych	CBOS	12.2002
Raport	Mutual Fund Fact Book	Investment Company Institute	2004
Raport	Plany Emerytalne	Mercer Human Resource Consulting Sp. z o.o	2002/2003
Raport	Rozszerzenie Unii Europejskiej. Pierwszy czy ostatni etap integracji?	XIII Forum Ekonomiczne	Krynica 2003
Raport	185 Lat Ubezpieczeń Gospodarczych w Polsce	Oficyna Drukarska Wojewódzkiej Biblioteki Publicznej i Książnicy Miejskiej im. M. Kopernika w Toruniu	Toruń 1988
Raport	Badanie wizerunku i efektów działań reklamowych	ARC Rynek i Opinia na zlecenie Skarbiec TFI	2007/2008
Wykład	Preferencje i zachowania klientów zamożnych na rynku usług finansowych	Pietrzak J. III Konferencja Private Banking	23.10.2007
Wykład	Distributionspolitik	Rutishauer C.	Zurich 15.01.2001
Wykład	Zielgruppenspezifische Kundenansprache im Fondsvertrieb	Degenhardt D. Fondsmarketing Konferenz	Frankfurt AM Main 08.06.1999
Wykład	Strategische Bedeutung und Aufbau einer Marke fuer Publikumsfonds	Boehm M. Fondsmarketing Konferenz	Frankfurt AM Main 08.06.2000
Dodatek	Guide to investing in hedge funds	International Herald Tribune	05.2005
Dodatek	The Financial Times guide to hedge funds	Financial Times	03.2004
Dodatek	Wyciśnij z IT więcej niż konkurenci	Harvard Business Review Polska	2007
Akt prawny	Kodeks Cywilny		
Akt prawny	Traktat Rzymski o Europejskiej Wspólnocie Gospodarczej		
Akt prawny	Traktat Amsterdamski		
Akt prawny	Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym		
Deklaracja	Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds	<a href="http://www.eur-lex.europa.eu">www.eur-lex.europa.eu</a>	
Deklaracja	White Paper on enhancing the single market framework for investment funds	<a href="http://www.ec.europa.eu">www.ec.europa.eu</a>	

## Źródła reklam

Tytuł	Data
Press	15.06.2007
Najwyższy Czas	16.06.2007
Rzeczpospolita	22.02.2007
Parkiet	16.01.2007
Gazeta Prawna	23.02.2008
Przegląd Readers Digest	01.06.2007
Gazeta Prawna	21.11.2007
Przekrój	12.06.2007
Dziennik Łódzki	20.07.2007
Głos Wielkopolski	16.01.2007
Puls Biznesu	28.11.2007

## Internet

### Adres

[www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)  
[www.aigTFI.pl](http://www.aigTFI.pl)  
[www.alejahandlowa.pl](http://www.alejahandlowa.pl)  
[www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)  
[www.brascancorp.com](http://www.brascancorp.com)  
[www.brebank.pl](http://www.brebank.pl)  
[www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)  
[www.cbos.pl](http://www.cbos.pl)  
[www.cbos.pl](http://www.cbos.pl)  
[www.fefsi.org](http://www.fefsi.org)  
[www.fundi.pl](http://www.fundi.pl)  
[www.google.pl](http://www.google.pl)  
[www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl)  
[www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)  
[www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl)  
[www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)  
[www.money.pl](http://www.money.pl)  
[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)  
[www.new.szybowce.pl](http://www.new.szybowce.pl)  
[www.olympiccup.pl](http://www.olympiccup.pl)  
[www.onet.pl](http://www.onet.pl)  
[www.privatebanking.pl](http://www.privatebanking.pl)  
[www.seb.pl](http://www.seb.pl)  
[www.ueonline.host.sk/aktyprawne.html](http://www.ueonline.host.sk/aktyprawne.html)  
[www.unixl.com](http://www.unixl.com)  
[www.wikipedia.pl](http://www.wikipedia.pl)  
[www.zmid.org.pl](http://www.zmid.org.pl)