

**RAPORT Z REALIZACJI PROGRAMU
NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH
W LATACH 1995 – 2003**

| | |
|--|-----------|
| 1. WSTĘP | 3 |
| 2. ZAŁOŻENIA PROGRAMU NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH..... | 4 |
| 2.1 FUNDUSZE..... | 4 |
| 2.2 FIRMY ZARZĄDZAJĄCE..... | 5 |
| 2.3 SPÓŁKI PORTFELOWE..... | 6 |
| 2.4. REALIZACJA PROGRAMU NFI A ZAŁOŻENIA USTAWOWE..... | 8 |
| 2.5 REALIZACJA NIEODPŁATNEGO UDOSTĘPNIENIA AKCJI PRACOWNIKOM SPÓŁEK UCZESTNICZĄCYCH W PROGRAMIE NFI..... | 10 |
| 2.6. POWSZECHNE ŚWIADECTWA UDZIAŁOWE..... | 11 |
| 2.7 RYNEK KAPITAŁOWY A NFI..... | 14 |
| 3. REALIZACJA PROGRAMU NFI W LATACH 1995-2003..... | 16 |
| 3.1. ANALIZA DZIAŁALNOŚCI NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH..... | 16 |
| 3.1.1. Aktywa NFI w latach 1996-2003..... | 16 |
| 3.1.2. Portfel inwestycyjny NFI..... | 19 |
| 3.1.3. Wynik netto działalności NFI w latach 1996-2003..... | 21 |
| 3.2. FIRMY ZARZĄDZAJĄCE, ICH UDZIAŁOWCY ORAZ ZNACZĄCY AKCJONARIUSZE FUNDUSZY W PROGRAMIE NFI... .. | 25 |
| 3.2.1. Wynagrodzenie Firm Zarządzających..... | 25 |
| 3.2.2. Powiązania kapitałowe NFI oraz zaangażowanie kapitałowe udziałowców Firm Zarządzających... .. | 26 |
| 3.3. WPŁYW PROGRAMU NFI NA SPÓŁKI PORTFELOWE..... | 27 |
| 3.3.1. Działania restrukturyzacyjne w spółkach portfelowych..... | 27 |
| 3.3.2. Ekonomiczne efekty restrukturyzacji:..... | 34 |
| 3.3.3. Dynamika zmian własnościowych spółek portfelowych..... | 40 |
| 3.4. SKUTKI PROGRAMU NFI DLA BUDŻETU PAŃSTWA..... | 41 |
| 3.4.1. Sprzedaż należących do Skarbu Państwa akcji spółek portfelowych oraz NFI..... | 41 |
| 3.4.2. Dywidendy..... | 42 |
| 3.4.3. Prawa poboru..... | 42 |
| 3.4.4. Fundusz Prywatyzacji..... | 42 |
| 3.4.5. Źródła finansowania Programu NFI..... | 43 |
| 4. PODSUMOWANIE PROGRAMU NFI PO 9 LATACH REALIZACJI..... | 47 |
| 5. PRZYSZŁOŚĆ PROGRAMU NFI..... | 51 |

1. WSTĘP

Narodowe Fundusze Inwestycyjne zostały zawiązane i prowadzą działalność na podstawie przepisów ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz.U. Nr 44, poz. 202 z późn. zm.) zwanej dalej „Ustawą”. Niniejszy Raport jest drugim po dziewięciu latach funkcjonowania Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych tego typu opracowaniem przygotowanym przez MSP.

Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych¹ miał na celu:

- umożliwienie uczestniczenia jak największej liczbie dorosłych Polaków w procesie prywatyzacji majątku narodowego, w związku z poczuciem braku sprawiedliwości społecznej przy stosowanych metodach przekształceń własnościowych,
- stworzenie mechanizmu pozwalającego na aktywną restrukturyzację i przyspieszenie prywatyzacji spółek objętych programem przy jednoczesnym obniżeniu kosztów zmian własnościowych. Szybka i efektywna prywatyzacja przy stosunkowo niekorzystnych uwarunkowaniach – braku w ówczesnym okresie w gospodarce prywatnego kapitału, odpowiednich kwalifikacji i doświadczeń w spełnianiu funkcji właścicielskiej – miała służyć budowaniu lepszych fundamentów mikroekonomicznych polskiej gospodarki i tworzeniu przesłanek dla trwałego i wysokiego wzrostu gospodarczego;
- stworzenie Funduszy jako instytucji polskiego prawa, stanowiącego ważny na krajowym rynku kapitałowym instrument inwestowania w papiery wartościowe, powszechnie występujący w krajach wysoko rozwiniętych,
- stworzenie dwojakiego rodzaju instrumentów finansowych, tj. świadectw udziałowych oraz akcji NFI, dla umożliwienia uzyskania korzyści ekonomicznych wszystkim uprawnionym osobom, z jednoczesnym zachowaniem możliwości efektywnego zarządzania Funduszami,

Założono, że osiągnięciu w/w celów służyć będzie:

- utworzenie narodowych funduszy inwestycyjnych w formie spółek akcyjnych i dystrybucja ich akcji w drodze wymiany powszechnych świadectw udziałowych na akcje NFI,
- przekształcenie oraz wniesienie akcji (udziałów) spółek do Funduszy, po to by wyeliminować czasochłonną i kosztowną wycenę majątku spółek,
- umożliwienie Funduszom, poprzez 33% pakiety akcji, wystarczającego wpływu na strategiczne decyzje umożliwiające zainicjowanie pożądanych zmian w spółkach portfelowych, jednocześnie pozostawiając tym podmiotom znaczny margines swobody w zakresie bieżącego zarządu oraz
- zapewnienie niezbędnej restrukturyzacji, poprawy zarządzania i wzmocnienia kapitałowego spółek w wyniku działania Firm Zarządzających majątkiem Funduszy.

¹ Na podstawie uzasadnienia rządowego projektu ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji, marzec 1993, druk sejmowy nr 831.

2. ZAŁOŻENIA PROGRAMU NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH.

2.1 Fundusze.

Założenia.

Zgodnie z założeniami Programu NFI, narodowe fundusze inwestycyjne miały być z jednej strony podmiotami skupionymi przede wszystkim na restrukturyzacji i prywatyzacji spółek wniesionych przez Skarb Państwa, a z drugiej strony stanowiącymi instytucje bezpiecznego inwestowania dla ogółu obywateli. Stąd w początkowym okresie funkcjonowania Funduszy w statutach zawarto listę ograniczeń dotyczących zakresu działalności NFI, zgodnie z którymi:

- Fundusze nie mogły nabywać papierów wartościowych emitowanych przez podmioty nie posiadające siedziby w Polsce lub niezaangażowane głównie w działalność na terenie Polski,
- z pewnymi wyjątkami, Fundusz nie mógł nabywać akcji jakiejkolwiek spółki, jeżeli w wyniku takiego nabycia posiadałby ponad 33% głosów na WZA w tej spółce, przy czym zaangażowanie Funduszu w papiery wartościowe jednego emitenta nie mogło przekroczyć 25% wartości aktywów netto Funduszu,
- w przypadku, gdy Fundusz posiadał ponad 20% kapitału zakładowego spółki i był jednocześnie jej największym akcjonariuszem, nie mógł zbyć akcji takiej spółki, jeżeli w wyniku tego zbycia jego udział w kapitale spółki spadłby poniżej 20%.
- Fundusz nie mógł nabywać akcji emitowanych przez inne NFI albo inne podmioty, których głównym przedmiotem działalności był obrót papierami wartościowymi, jeżeli w tego rodzaju papierach wartościowych ulokowane zostałyby ponad 5% wartości netto aktywów NFI.
- łączne zadłużenie Funduszu nie mogło przekroczyć 50% wartości aktywów netto Funduszu.

Stan początkowy:

W wykonaniu przepisów Ustawy, Minister Przekształceń Własnościowych utworzył w dniu 15 grudnia 1994 r. Narodowe Fundusze Inwestycyjne w formie spółek akcyjnych, których rejestracja nastąpiła w marcu 1995r. Po tym okresie rozpoczął się proces doboru i wnoszenia akcji spółek do NFI.

Statutowy przedmiot działalności Funduszy obejmuje m.in.:

- nabywanie papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa,
- nabywanie lub obejmowanie udziałów bądź akcji podmiotów zarejestrowanych i działających w Polsce,
- udzielanie pożyczek spółkom i innym podmiotom zarejestrowanym i działającym w Polsce oraz
- zaciąganie pożyczek i kredytów dla celów NFI.

Do końca 1998 r. najbardziej znaczącym akcjonariuszem NFI pozostawał Skarb Państwa. Po zakończeniu wymiany świadectw udziałowych ujawniony został prywatny akcjonariat Funduszy.

Realizacja:

- W perspektywie mijającego czasu część z wyliczonych wyżej ograniczeń uznano za niesprzyjające budowaniu klimatu inwestycyjnego Funduszy, dlatego też Ministerstwo Skarbu Państwa w większości przypadków głosowało za ich zniesieniem.
- W okresie kształtowania Programu NFI trudno było przewidzieć, jaka będzie dynamika i charakter rozwoju gospodarczego kraju, w związku z czym, choć funkcje NFI zostały ogólnie zdefiniowane ustawą, Fundusze zostały zaprojektowane w sposób dość otwarty, pozwalający na różne kierunki rozwoju ich działalności.
- Z uwagi na fakt, że ustawa o NFI nie wykluczała możliwości łączenia własności Funduszy i Firm Zarządzających ich majątkiem, okazało się, że najbardziej znaczącymi akcjonariuszami NFI (kilkanaście procent w kapitale zakładowym, przy dużym rozproszeniu akcji) są udziałowcy Firm Zarządzających ich majątkiem. Zjawisko to należy ocenić negatywnie, ze względu na brak rozdzielności pomiędzy właścicielami większościowymi Funduszy a Firmami Zarządzającymi w praktyce ich majątkiem.

Dokładne dane na temat składu akcjonariatu poszczególnych NFI zawiera załącznik Nr 1.

2.2 Firmy Zarządzające.

Założenia:

W założeniu Fundusze i Firmy Zarządzające miały wspierać spółki w działaniu na rzecz usprawnienia prowadzonej przez nie działalności gospodarczej, zarówno poprzez doradztwo w zakresie planowania strategicznego, ułatwianie dostępu do nowych technologii i kapitału, pomoc w uzyskiwaniu krajowych i zagranicznych kredytów, jak również poprzez aktywny udział w nawiązywaniu i wykorzystywaniu kontaktów z potencjalnymi zagranicznymi i krajowymi partnerami gospodarczymi. Przedstawiciele Firm Zarządzających, m.in. kontaktując się regularnie z kadrą zarządzającą mieli zajmować się sprawami spółek, w których dany NFI posiada wiodący pakiet akcji, jak również uczestniczyć w pracach rad nadzorczych.

Stan początkowy:

Ustawa stworzyła możliwość powierzenia zarządzania majątkiem poszczególnych NFI wyspecjalizowanym podmiotom – Firmom Zarządzającym. Zgodnie z przepisami Ustawy zarządzanie majątkiem NFI, których jedynym akcjonariuszem jest Skarb Państwa mogło zostać powierzone wyłącznie Firmie Zarządzającej wybranej przez specjalnie do tego powołaną Komisję Selekcyjną, w której skład weszli przedstawiciele Prezesa Rady Ministrów, Sejmu, Senatu oraz ogólnopolskich organizacji związkowych.

Zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 31 sierpnia 1993r. w sprawie szczegółowego trybu przeprowadzania przetargu w celu wyłonienia Firm Zarządzających majątkiem NFI powołana do tego celu Komisja Selekcyjna ustaliła i przesłała w 1994r. Ministrowi Przekształceń Własnościowych listę dziewiętnastu firm ubiegających się o zarządzanie Funduszami, zaznaczając, że ogólny poziom ofert był bardzo umiarkowany. W lipcu 1995 r. rady nadzorcze 14 z 15 utworzonych narodowych funduszy inwestycyjnych zawarły z Firmami Zarządzającymi Umowy o zarządzanie majątkiem Funduszy.

Zgodnie z Ustawą, w związku z wykonywaniem powierzonych obowiązków Firmy Zarządzające otrzymują wynagrodzenie, na które składają się:

- roczne ryczałtowe wynagrodzenie za zarządzanie, płatne kwartalami gotówką z dołu i obciążające koszty operacyjne poszczególnych NFI,

- roczne wynagrodzenie za wyniki finansowe Funduszu, ustalone w wysokości nie przekraczającej wartości 1% akcji Funduszu za każdy rok świadczenia usług przez Firmę Zarządzającą, w kwocie uzyskanej ze sprzedaży akcji oraz wartości należnych dywidend, które jest wypłacane przez Skarb Państwa,
- końcowe wynagrodzenie za wyniki finansowe Funduszu, ustalone w obu przypadkach w wysokości nie przekraczającej iloczynu wartości 0,5% akcji Funduszu oraz liczby lat, w których Firma Zarządzająca świadczyła usługi na rzecz Funduszu, w kwocie uzyskanej ze sprzedaży akcji oraz wartości należnych dywidend, które również wypłacane jest przez Skarb Państwa.

Realizacja:

W okresie 1995 -2003 nie wszystkie firmy prezentowały odpowiedni poziom zarządzania, co było przyczyną wypowiedzenia umów o zarządzanie majątkiem Funduszu przez rady nadzorcze NFI. Wypowiedzenia umów o zarządzanie dokonywano także w związku z osiągnięciem przez niektórych z akcjonariuszy takiego udziału w akcjonariacie Funduszu, który pozwalał na jego kontrolowanie i przejęcie zarządzania. Ogółem wypowiedziano 11 umów o zarządzanie, przy czym jedynie 2 z podaniem przyczyn, ze względu na zastrzeżenia wobec Firmy Zarządzającej. Pozostałe 9 umów zostało wypowiedzianych bez podania przyczyn i było związane ze zmianami w akcjonariacie NFI.

2.3 Spółki portfelowe.

Założenia:

Ustawa nie określiła szczegółowo jakie przedsiębiorstwa mogą być włączone do Programu. Przyjęto jedynie, że muszą to być firmy duże i dobre. Dolną granicą był zysk brutto równy zero. Jako kryterium wielkości przyjęto obroty roczne minimum 10 mln dolarów. Ostateczna liczba oraz lista spółek wniesionych do Programu była wielokrotnie zmieniana przed jego rozpoczęciem.

Stan początkowy:

Ostatecznie zgodnie z treścią rozporządzeń Rady Ministrów² do Programu weszło 512 podmiotów.

Zgodnie z ustawą o NFI akcje spółek wniesionych do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych zostały rozdzielone w następujący sposób:

- pakiet 33% akcji każdej z 512 spółek wniesiony został do jednego z NFI jako pakiet wiodący,
- 27% akcji zostało podzielone pomiędzy pozostałe 14 Funduszy i wniesione do nich jako pakiet mniejszościowy stanowiący ok. 1,93% akcji danej spółki,
- do 15% akcji każdej ze spółek zostało nieodpłatnie udostępnione uprawnionym pracownikom tych spółek,
- pozostałe akcje wniesionych spółek (ok. 25%) zachował Skarb Państwa; w niektórych wypadkach kooperanci niektórych przedsiębiorstw państwowych: rolnicy i rybacy otrzymali z puli Skarbu Państwa dalsze do 15% akcji spółek, w innych spółkach – na

² Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 sierpnia 1993r. w sprawie określenia jednoosobowych spółek Skarbu Państwa w celu wniesienia ich akcji lub udziałów do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (Dz. U. 78/93, poz. 368, z późn. zm.) oraz Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 września 1993r. w sprawie określenia jednoosobowych spółek Skarbu Państwa oraz przedsiębiorstw państwowych, które zostaną przekształcone w spółki w celu wniesienia ich akcji lub udziałów do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (Dz.U. 89/93 poz. 412 z późn. zm.)

skutek rozpoczęcia procesu upadłości przedsiębiorstw i nieobejmowania przez pracowników należnych im akcji, Skarb Państwa zachował pakiet 40 % akcji.

Spółki zakwalifikowane do Programu NFI prowadziły głównie działalność w branżach przetwórstwa przemysłowego (78,7%), budownictwa (14,6%), handlu (3,7%), górnictwa (1,7%) oraz transportu (1,1%).

Strukturę własności większości spółek portfelowych w momencie wniesienia do NFI przedstawia poniższy schemat.

Początkowa struktura własności w spółce portfelowej NFI



Wnoszenie spółek do Programu NFI odbywało się według wartości ich kapitałów własnych ujętych w poprzedzającym dzień wniesienia ostatnim sprawozdaniu finansowym. W momencie tworzenia portfeli poszczególnych Funduszy ich zarządy dokonały wyceny dyrektorskiej posiadanych pakietów, co skutkowało tworzeniem rezerw i odpisów aktualizujących. Różnica pomiędzy wartością wniesienia a dokonaną wyceną pokrywana była z kapitału zapasowego.

Realizacja:

- W latach 1991-1995 ze wstępnej listy wyłączono 40 z 50 największych przedsiębiorstw, a na ich miejsce wpisano mniejsze przedsiębiorstwa będące w gorszej kondycji finansowej.
- Tuż przed wniesieniem spółek do NFI, w 1995r., wartość majątku spółek portfelowych NFI szacowana była już tylko na ok. 8% wartości majątku Skarbu Państwa (w założeniach miało to być 10%), a spośród wszystkich spółek portfelowych 64% wykazywało straty. Objęcie Programem takiej ilości spółek przynoszących ujemny wynik ekonomiczny odbiegało znacznie od wyżej wymienionych założeń Programu NFI i miało wpływ na jego dalszą realizację.
- Realizacja Programu NFI uległa znaczącemu opóźnieniu. Od czasu uchwalenia Ustawy w 1993 r. do momentu wniesienia wszystkich 512 spółek do portfeli Funduszy w roku 1995 upłynęły ponad 2 lata. Przesunięcie Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych o 2-3 lata w stosunku do zamierzeń przełożyło się na osiągnięcie gorszych wyników finansowych przez NFI. Zamiast wystartować jeszcze w 1993r., kiedy w Polsce rozpoczynał się okres silnego wzrostu gospodarczego, jego rozpoczęcie przesunęło się na przełom 1995/96, czyli bardzo blisko szczytu koniunktury. W związku z tym w najlepszym okresie dla prowadzenia restrukturyzacji (lata 1993-95) w spółkach portfelowych nie zachodziły potrzebne zmiany. Dodać trzeba, że w tym okresie przedsiębiorstwa polskie nie odczuwały jeszcze tak silnej konkurencji zagranicznej. Istniała wówczas jeszcze poważna ochrona celna przed konkurencją ze strony

producentów z UE, a także EFTA i CEFTA. Dopiero liberalizacja w 1995r. w ciągu kilku lat zasadniczo zmniejszyła tę ochronę. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie kształtowały się wówczas na bardzo niskim poziomie: 1,6 mld USD (1993), 1,3 mld USD (1994), 2,5 mld USD (1995). Tak więc w efekcie opóźnienia Programu NFI pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw, które zostały do niego wytypowane NFI, ulegała osłabieniu.

2.4. Realizacja Programu NFI a założenia ustawowe.

Minister Skarbu Państwa będący mniejszościowym akcjonariuszem zarówno Funduszy jak i spółek portfelowych nie uzyskał na mocy Ustawy żadnych dodatkowych instrumentów służących kontroli realizacji Programu NFI poza regulacjami wynikającymi z kodeksu spółek handlowych i prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W szczególności nie wprowadzono instrumentów umożliwiających pozyskiwanie informacji na temat sposobu realizowania przez Firmy Zarządzające ustawowych założeń Programu NFI. Począwszy od lipca 1997 r. kiedy w wykonaniu zapisów Ustawy rozpoczęto proces wymiany pśu na akcje NFI, udział Skarbu Państwa systematycznie spadał z początkowego poziomu 100% w kapitale zakładowym do 15% po 1998 r. W ostatnim okresie udział SP w kapitale zakładowym niektórych Funduszy wzrósł nieznacznie w związku z umorzeniami przez Fundusze skupowanych akcji własnych. Udział Skarbu Państwa w kapitale zakładowym Funduszy waha się obecnie od 2,49% do 18,36%. W pięciu NFI Skarb Państwa nie posiada już żadnych akcji. Oznacza to, że Skarb Państwa stracił ustawowo kontrolę nad Funduszami z chwilą wymiany powszechnych świadectw udziałowych na akcje nfi, tj. z końcem 1998 r. Od tamtego czasu nawet posiadanie przez Skarb Państwa maksymalnie 2 przedstawicieli w 7-osobowych Radach Nadzorczych Funduszy uzależnione jest od zgody i woli prywatnych akcjonariuszy. Również ustawowo zapisana pozycja mniejszościowego akcjonariusza spółek portfelowych, posiadającego po wniesieniu akcji do Funduszy i udostępnieniu uprawnionym pracownikom, 25% w kapitale zakładowym każdej z nich nie pozwala na prowadzenie aktywnej polityki właścicielskiej wobec podmiotów uczestniczących w Programie. Zaznaczyć w tym miejscu należy, że w wielu przypadkach udział Skarbu Państwa w kapitale zakładowym spółek portfelowych spadł w wyniku realizowanych przez NFI oraz inwestorów podwyższeń kapitału i nie pozwala nawet na posiadanie reprezentanta w Radzie Nadzorczej Spółki. Dla akcjonariusza posiadającego wyłącznie do 25% kapitału zakładowego spółki Kodeks spółek handlowych przewiduje bardzo ograniczony zakres czynności faktycznych, w wyniku których może on mieć realny wpływ na zarządzanie spółką, a szanse jego bezpośredniego wpływu na działalność operacyjną jak i udział w realizacji planów rozwojowych spółki są praktycznie żadne. **Warto jednocześnie wskazać, iż w związku z takim ukształtowaniem struktury kapitałowej spółek oraz ograniczonego zakresu działań możliwych do prowadzenia przez akcjonariuszy mniejszościowych, Skarb Państwa nie ma większego wpływu na działania podejmowane przez NFI i zarządy spółek.**

Ustawa nie zabroniła też łączenia funkcji właścicielskich w Funduszach i ich Firmach Zarządzających i kumulowania kontraktów o zarządzanie majątkiem kilku NFI, co negatywnie odbiło się na realizacji Programu. Inwestorzy, którzy zdobyli kontrolę nad Funduszami zatrudnili Firmy Zarządzające, których są bezpośrednimi i pośrednimi udziałowcami i pozyskali kontrakty zarządzania kilkoma (najczęściej trzema) Funduszami. Zdominowanie przez udziałowców Firm Zarządzających Rad Nadzorczych Funduszy uniemożliwiło mniejszościowym akcjonariuszom dokonanie zmian w zawartych umowach o zarządzanie, w szczególności zablokowało dokonanie obniżenia wynagrodzeń za zarządzanie

uzyskiwanych przez Firmy Zarządzające od poszczególnych Funduszy, zwiększając tym samym korzyści Firm Zarządzających uzyskiwane z realizacji Programu.

Z drugiej strony, utrzymywanie wysokich kosztów zarządzania majątkiem, stanowiących ok. 60% kosztów operacyjnych Funduszy wpływa bezpośrednio negatywnie na uzyskiwane przez Fundusze wyniki finansowe. Ponadto, łączenie własności Funduszy i Firmy Zarządzającej służy przede wszystkim umacnianiu dotychczasowej pozycji udziałowców Firmy Zarządzającej w Funduszu oraz przejmowaniu kontroli (w tym potencjalnie kontraktów na zarządzanie) nad kolejnym NFI za środki finansowe już kontrolowanych Funduszy (a więc częściowo na koszt innych akcjonariuszy).

Należy w tym miejscu zaznaczyć, że w/w zjawiska uwidoczniły się dopiero po ukształtowaniu prywatnego akcjonariatu NFI, tj. po roku 1998. W tym czasie Skarb Państwa utracił już kontrolę nad Funduszami zmniejszając zgodnie z Ustawą o NFI swój udział w ich kapitale zakładowym do poziomu 15% akcji przeznaczonych na wynagrodzenie za wyniki finansowe dla Firm Zarządzających. W tym samym czasie, większość Funduszy dokonała w związku ze zmianą struktury właścicielskiej wypowiedzeń zawartych w 1995 r. Umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe zmieniając jednocześnie swoje Firmy Zarządzające. W w/w sytuacji kapitałowej Skarbu Państwa po roku 1998 ustalenie lub zmiana treści statutów oraz nowych Umów o wynagrodzenie za wyniki odbywało się już w warunkach konieczności negocjowania ich treści z wiodącymi akcjonariuszami i ich Firmami Zarządzającymi, posiadającymi nieproporcjonalnie większy wpływ na działalność NFI, niż ten którym po 1998r. dysponował Skarb Państwa. Na poziomie ustawowym nie zabezpieczono bowiem wpływu Skarbu Państwa na działalność NFI po utracie przez Skarb Państwa wiodącej pozycji kapitałowej w Funduszach. Istotne jest, że w momencie tworzenia Programu NFI, ani ustawodawca, ani ówczesne Ministerstwo Przekształceń Własnościowych nie przewidziało pojawienia się zjawiska połączeń krzyżowych pomiędzy NFI i w związku z tym zarówno statuty Funduszy jak i Umowy o wynagrodzenie za wyniki finansowe nie zawierały zapisów zabezpieczających przed ich wystąpieniem. Dodatkowo należy także nadmienić, że w przypadku ubiegania się przez jedną Firmę Zarządzającą o zarządzanie majątkiem dwóch lub trzech Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, każdorazowo wymagana była odpowiednia zgoda Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

Zapisy ustawowe odebrały również Ministrowi Skarbu Państwa wpływ na realizację innego celu Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych jakim jest ostateczna prywatyzacja spółek.

Specyfika konstrukcji Programu NFI zakłada wyłonienie inwestora strategicznego dla spółki portfelowej przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Skarb Państwa posiadając jedynie do 25% akcji spółki portfelowej nie inicjuje samodzielnie procesu sprzedaży pakietów akcji spółek włączonych do Programu NFI, z uwagi na fakt, że pozostający w posiadaniu Skarbu Państwa pakiet nie jest istotny z punktu widzenia podejmowania strategicznych decyzji dotyczących polityki właścicielskiej akcjonariuszy, a jego wartość i znaczenie w przypadku braku kumulacji z innymi posiadanymi pakietami akcji jest bardzo znikoma.

Skarb Państwa formułując zapisy umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe zawarte z NFI oraz z Firmami Zarządzającymi majątkami Funduszy w 1999 zastrzegł konieczność składania Skarbowi Państwa ofert nabycia akcji sprzedawanych przez NFI spółek przez inwestorów wyłonionych przez Fundusze na warunkach nie gorszych niż w transakcjach z NFI. Zabezpieczeniu interesu Skarbu Państwa oraz pracowników w tych kwestiach (zapewnienie możliwości wyjścia z posiadanego pakietu akcji) służyć miały również zapisy statutowe spółek Programu NFI, zgodnie z którymi akcjonariusz, który przekroczył próg własności 32% akcji spółki, musiał się liczyć z koniecznością zakupu akcji od pozostałych akcjonariuszy, o ile wyrażą oni taką wolę.

NFI są spółkami publicznymi odpowiadającymi za swoją politykę przed własnymi akcjonariuszami i rozliczanymi za proces przeprowadzenia restrukturyzacji i znalezienia inwestora strategicznego dla spółek. Realizując cele inwestycyjne wyłaniają z ogółu rynku oferty tych inwestorów, których oferty w kategoriach cenowych są najlepsze. Wycena spółek portfelowych Programu NFI następuje na poziomie wiodących Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, które posiadając w portfelu inwestycyjnym 33% lub więcej akcji spółek (z reguły NFI działają wspólnie, więc zbywany pakiet nierzadko osiąga rozmiar 60% kapitału zakładowego) mają za zadanie poszukiwania dla nich inwestorów strategicznych, zapewniających długoterminowy rozwój i stabilizację finansową spółek. Skarb Państwa nie jest stroną negocjacji, jakie prowadzone są na poziomie NFI – potencjalni inwestorzy spółek portfelowych Programu NFI.

2.5 Realizacja nieodpłatnego udostępnienia akcji pracownikom spółek uczestniczących w Programie NFI.

Zgodnie z zapisem art. 46 ust. 2 Ustawy w chwili wniesienia przez Skarb Państwa do Funduszu akcji spółki:

- do 15% akcji tej spółki powinno zostać nieodpłatnie udostępnione pracownikom zatrudnionym w przedsiębiorstwie państwowym przekształconym w spółkę w dniu wykreślenia tego przedsiębiorstwa z rejestru przedsiębiorstw państwowych oraz,
- do 15% akcji tej spółki powinno zostać nieodpłatnie udostępnione rolnikom indywidualnym, kooperantom i rybakom dostarczającym surowce dla przedsiębiorstwa państwowego, które zostało przekształcone w spółkę przez nieprzerwany okres co najmniej ostatnich dwóch lat przed datą wpisu do rejestru handlowego.

Jednocześnie Ustawa wprowadziła limit wartościowy, dotyczący liczby udostępnianych akcji, zgodnie z którym łączna wartość nominalna akcji udostępnianych pracownikom nie mogła przekroczyć iloczynu 24 średnich miesięcznych wynagrodzeń wypłacanych w sześciu podstawowych działach gospodarki narodowej na jednego zatrudnionego pracownika w okresie 12 miesięcy poprzedzających wniesienie akcji danej spółki do Funduszu oraz liczby uprawnionych pracowników.

Czynności związane z udostępnianiem akcji uprawnionym osobom zostały zlecone przez Ministra Przekształceń Własnościowych zarządom spółek. Do zadań zarządu każdej ze spółek należało prawidłowe przygotowanie listy uprawnionych osób do nieodpłatnego nabycia akcji, obliczenie limitów oraz stworzenie właściwych warunków technicznych i organizacyjnych udostępniania akcji.

Zgodnie z Ustawą udostępnianie akcji uprawnionym osobom następowało na podstawie regulaminu podziału akcji opracowanego i uchwalonego przez spółkę. Art. 46 ust. 4 Ustawy stanowił, że jeżeli w ciągu 3 miesięcy od dnia wniesienia akcji danej spółki do Funduszu spółka nie uchwaliła regulaminu podziału akcji pomiędzy osoby uprawnione do ich nieodpłatnego nabycia, akcje zostały przydzielone tym osobom w równej liczbie.

Proces udostępniania nieodpłatnie akcji uprawnionym pracownikom w spółkach rozpoczął się w lipcu 1995r., a główne nasilenie procesu nastąpiło w latach 1996 i 1997.

Ogółem udostępniono 71 412 584 sztuk akcji w 495 spółkach, tj. w 96,7% ogółu spółek wniesionych do Programu. Uznać więc należy, że w znacznej większości przypadków

uprawnieni skorzystali z możliwości nieodpłatnego nabycia akcji spółek portfelowych. Wartość majątku udostępnionego pracownikom spółek wyniosła łącznie 2.598.137 tys. zł.³

Skorzystanie z wprowadzonej statutowo w 1998r. możliwości zbycia tych akcji, umożliwiło osiągnięcie korzyści finansowych pracownikom spółek portfelowych o dobrej kondycji ekonomicznej, które znalazły inwestorów strategicznych bądź zostały wprowadzone na rynek kapitałowy. Nie osiągnęli takich korzyści pracownicy spółek słabych ekonomicznie, a zwłaszcza spółek postawionych w stan upadłości lub likwidacji.

2.6. Powszechne świadectwa udziałowe.

Równoległe z wnoszeniem akcji spółek do NFI rozpoczęto dystrybucję powszechnych świadectw udziałowych.

Powszechne świadectwo udziałowe było papierem wartościowym na okaziciela, którego emisja adresowana była do wszystkich obywateli Rzeczypospolitej Polskiej, stale przebywających w kraju, którzy do dnia 31 grudnia roku poprzedzającego rok emisji świadectw udziałowych ukończyli 18 lat. Data emisji została ustalona na dzień 10 kwietnia 1995r., tak więc osoby uprawnione do odbioru świadectw udziałowych musiały mieć ukończone 18 lat na dzień 31 grudnia 1994r. Każdej osobie uprawnionej przysługiwało tylko jedno świadectwo udziałowe.

Opłatę manipulacyjną za wydanie powszechnego świadectwa udziałowego ustalono na poziomie 20 zł, tj. 2,9% średniej płacy brutto w sektorze przedsiębiorstw z II kwartału 1995r. Podkreślić należy, że wysokość opłaty za pśu ustalona została jedynie z konieczności sfinansowania kosztów wydania pśu obywatelom RP, natomiast w żaden sposób nie odzwierciedlała ułamka wartości majątku spółek wniesionych do Programu. Pozyskanie środków z opłat manipulacyjnych umożliwiło zgromadzenie środków na sfinansowanie dalszego etapu realizacji Programu NFI i pozwoliło nie obciążać nimi budżetu państwa.

Prawo do otrzymania świadectwa udziałowego było niezbywalne i nie podlegało dziedziczeniu. Samo zaś świadectwo podlegało regułom swobodnego obrotu, tzn. można je było sprzedać w banku, kantorze bądź innej osobie fizycznej na podstawie umowy cywilnoprawnej. Powszechne świadectwa udziałowe można było także zdeponować na rachunku inwestycyjnym w domu maklerskim i za jego pośrednictwem dokonać sprzedaży w obrocie giełdowym. Taka transakcja wymagała jednak przeprowadzenia wcześniej dematerializacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

Powszechne świadectwa udziałowe dawały prawo do wymiany na akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Na jedno świadectwo udziałowe przypadało po jednej akcji każdego z 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.⁴ W celu wymiany na powszechne świadectwa udziałowe Skarb Państwa udostępnił 85% akcji Funduszy, z wyjątkiem 15% rezerwy, przeznaczonej na inne cele. Rozpoczęcie wymiany świadectw udziałowych na akcje NFI było możliwe po dopuszczeniu wszystkich NFI do obrotu publicznego, co nastąpiło 3 kwietnia 1997r.

Powszechne świadectwa udziałowe straciły swoją ważność w dniu 31 grudnia 1998r.

Dystrybucja powszechnych świadectw udziałowych rozpoczęła się 22 listopada 1995r.⁵ i zakończyła się 22 listopada 1996r. Termin zakończenia wydawania świadectw został

³ Przy założeniu że pracownikom udostępniono 15% akcji spółek (wg danych MSP Spółki, w których akcje udostępniono również rolnikom, rybakom i kooperantom stanowiła poniżej 1% ogółu spółek biorących udział w Programie NFI). Bazę do obliczenia wartości akcji udostępnionych pracownikom stanowiła ustalona po utworzeniu przez NFI rezerw w 1996 r. wartość spółek biorących udział w Programie NFI.

⁴ Zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 5 listopada 1996r.

⁵ Zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 17 października 1995r.

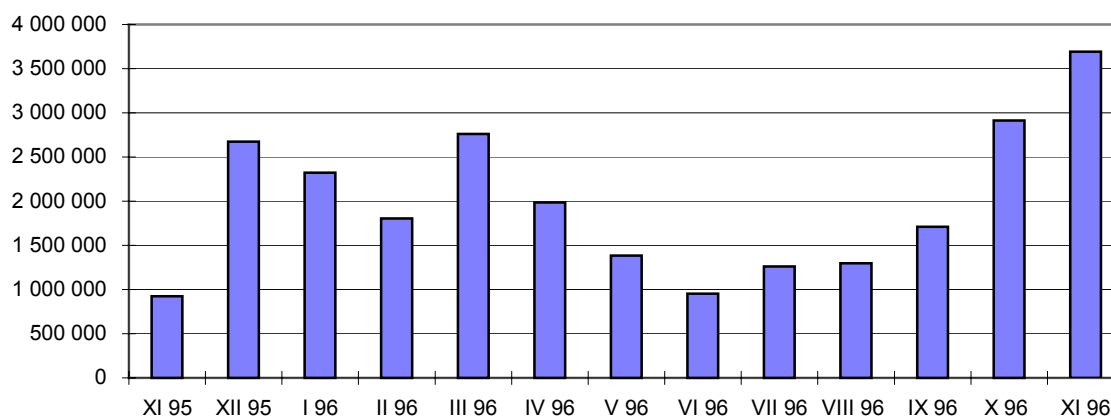
przedłużony o 10 tygodni ze względu na możliwość składania przez uprawnionych reklamacji na prawidłowość sporządzenia spisów osób uprawnionych.

W wyniku rozstrzygnięcia przetargu na dystrybutora powszechnych świadectw udziałowych został wybrany bank państwowy PKO BP. Zgodnie z zapisami umowy podpisanej w dniu 28 lipca 1995r. z Ministerstwem Przekształceń Własnościowych Powszechna Kasa Oszczędności - bank państwowy przygotował 950 punktów wydawania świadectw, których liczba wzrosła do 1200 w ostatnich 2 miesiącach dystrybucji świadectw.

PKO BP przeprowadziło również dystrybucję powszechnych świadectw udziałowych dla osób bez zameldowania na pobyt stały. Wiązało się to z orzeczeniem Trybunału Konstytucyjnego, który we wrześniu 1996r. uznał, że prawo do otrzymania świadectwa mają również osoby nigdzie nie zameldowane.

W okresie 22 listopada 1995r. – 22 listopada 1996r. świadectwa udziałowe zostały odebrane przez 94,5% osób uprawnionych. Dane te uwzględniają także świadectwa, które zostały odebrane w okresie reklamacyjnym.

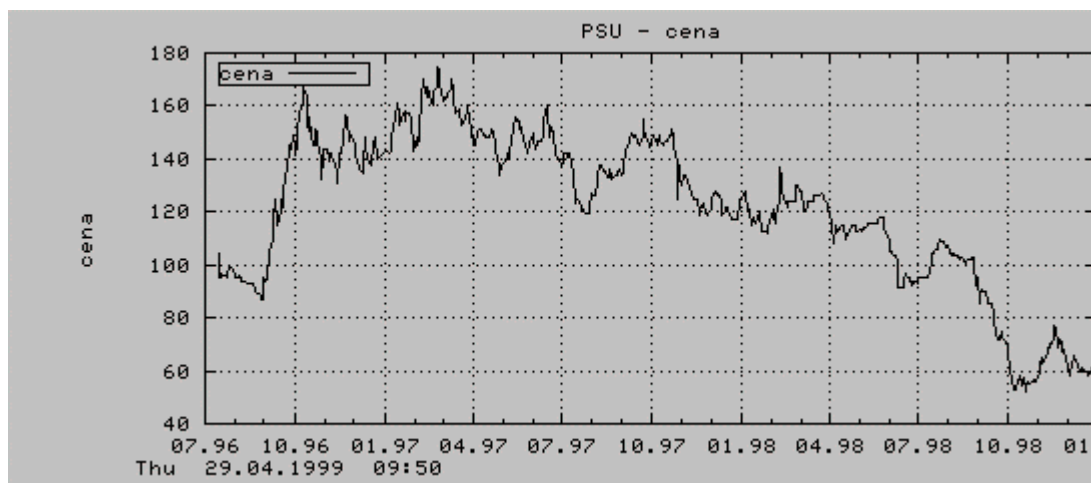
Dynamikę wydawania świadectw w okresie 22 listopada 1995r. - 22 listopada 1996r. przedstawia poniższy wykres.



Powszechne świadectwa udziałowe zadebiutowały na giełdzie ceną 104 zł, ale w następnym miesiącu spadła do 89 zł, aby w połowie października wzrosnąć do 170 zł. Wysokie notowania PŚU trwały od października 1996 r. do października 1997 r. W listopadzie 1997 r. rozpoczął się powolny spadek kursu, a od maja 1998 r. cena spadła poniżej 110 zł. Najniższą z cen, czyli 52 zł zanotowano w październiku 1998 r.⁶ W ostatnim dniu notowań cena PŚU wyniosła 62 zł i była niższa od ceny debiutu o 40%.⁷

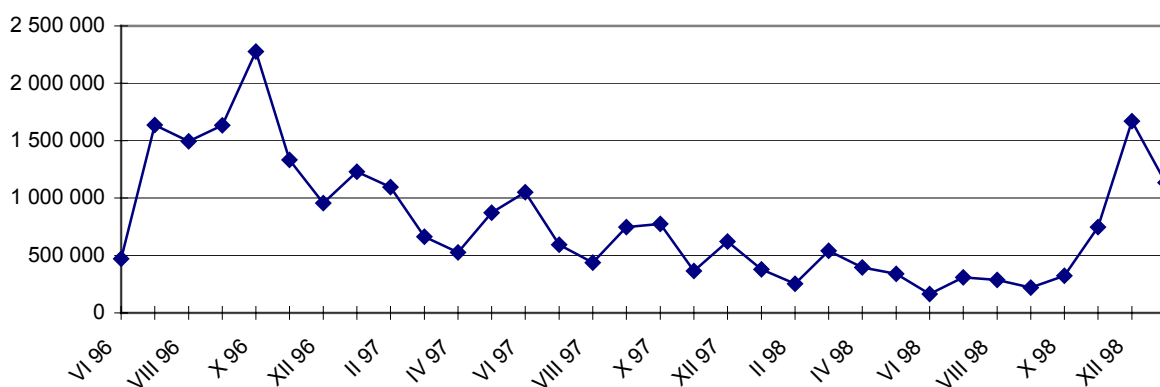
⁶ A. Maciejewski, Czas podsumować straty, Rzeczpospolita z 29.12.1998

⁷ Tydzień na rynku NFI, Zostały tylko fundusze, Rzeczpospolita z 2 - 3.01.1999



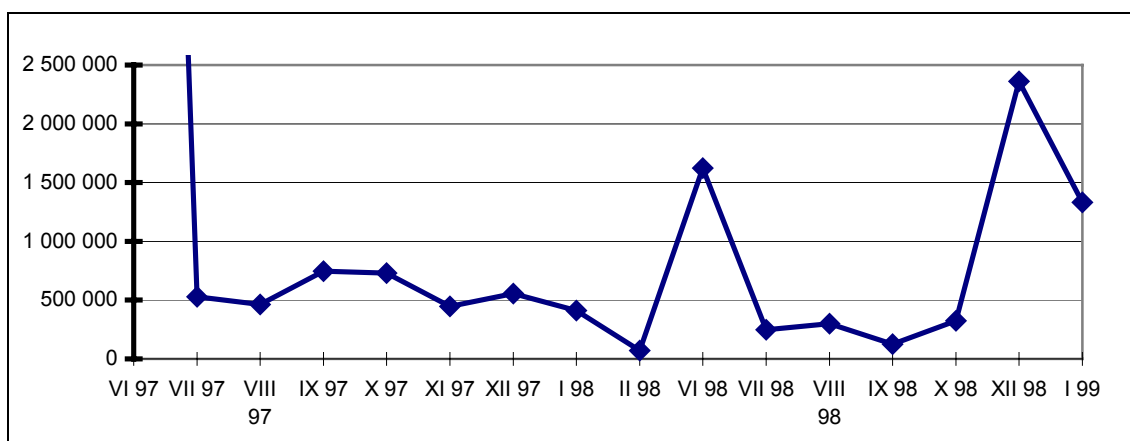
Następnym etapem Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych była dematerializacja powszechnych świadectw udziałowych, które zostały wyemitowane w formie papierowej. Operacja ta polegała na ich zamianie na zapis elektroniczny.

Dynamikę dematerializacji powszechnych świadectw udziałowych w okresie czerwiec 1996 - styczeń 1999 przedstawia poniższy wykres:



Dokonanie dematerializacji było wstępnym etapem jego konwersji na akcje NFI. Na akcje wymieniono 25.547.705 świadectw, czyli 98,7% z ogółu wydanych. W postaci papierowej pozostało zachowanych 341 630 świadectw.

Dynamikę procesu wymiany powszechnych świadectw udziałowych na akcje NFI obrazuje poniższy wykres.



2.7 Rynek kapitałowy a NFI.

Wdrożenie Programu NFI wywarło wpływ na polski rynek kapitałowy, chociaż w chwili obecnej rynek NFI odgrywa raczej marginalną rolę.⁸ Przede wszystkim NFI stanowiły nową formę osoby prawnej – zamknięte fundusze inwestycyjne. W lipcu 1996 r. rozpoczęto notowania świadectw udziałowych na GPW. Na początku kwietnia 1997 r. KPW (obecnie: KPWiG) dopuściła akcje NFI do obrotu publicznego. Ostatnie notowanie pśu na GPW odbyło się w grudniu 1998r.

Wprowadzenie świadectw do obrotu giełdowego spowodowało w tamtym czasie, że kapitalizacja giełdy wzrosła o niemal 30%. Efekt ten należy jednak rozpatrywać w kontekście faktu, że w tamtym okresie nie prowadzono jeszcze większych prywatyzacji poprzez Giełdę. W chwili obecnej rynek NFI nie ma już istotnego wpływu na sytuację na GPW. Począwszy od pierwszego notowania akcji Funduszy na GPW indeks NIF wykazywał stałą tendencję spadkową od 171,1 pkt. w czerwcu 1997r. do 88,5 pkt. w chwili obecnej (na dzień 29.11.2004r.)

Realizacja Programu NFI przyczyniła się do powstania publicznego regulowanego rynku pozagiełdowego CeTO (obecnie: MTS CeTO), który miał się stać miejscem dla pozyskiwania kapitału dla spółek portfelowych wniesionych do Programu. MTS CeTO jest unikalną w skali kraju instytucją dysponującą z jednej strony licencją na prowadzenie regulowanego rynku pozagiełdowego, z drugiej zaś mogącą tworzyć platformy elektronicznego obrotu papierami wartościowymi.

W celu wsparcia rozwoju tego rynku MPW zrealizowało m.in. dwa projekty związane z powstaniem rynku pozagiełdowego CeTO:

- Przygotowanie wspólnie z Komisją Papierów Wartościowych i Giełd wzorcowego memorandum informacyjnego.
- Sfinansowanie części kosztów związanych z opracowaniem przez spółki portfelowe memorandum informacyjnych.

W latach 1997-99 w ramach w/w projektu zostały opracowane memoranda dla 22 spółek z Programu, z czego 14 spółek było w początkowym okresie notowanych na CeTO.

Rynek ten nie rozwinął się jednak, głównie ze względu na słabą kondycję pozostałych spółek portfelowych, które nie spełniały kryteriów CeTO .

⁸ Raport o przekształceniach własnościowych w 2003 r. MSP, Warszawa 2004.

Obecnie na GPW notowanych jest 8 spółek z Programu NFI, 4 notowane są na MTS CeTO oraz jedna publiczna nienotowana.

3. REALIZACJA PROGRAMU NFI W LATACH 1995-2003.

3.1. Analiza działalności Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

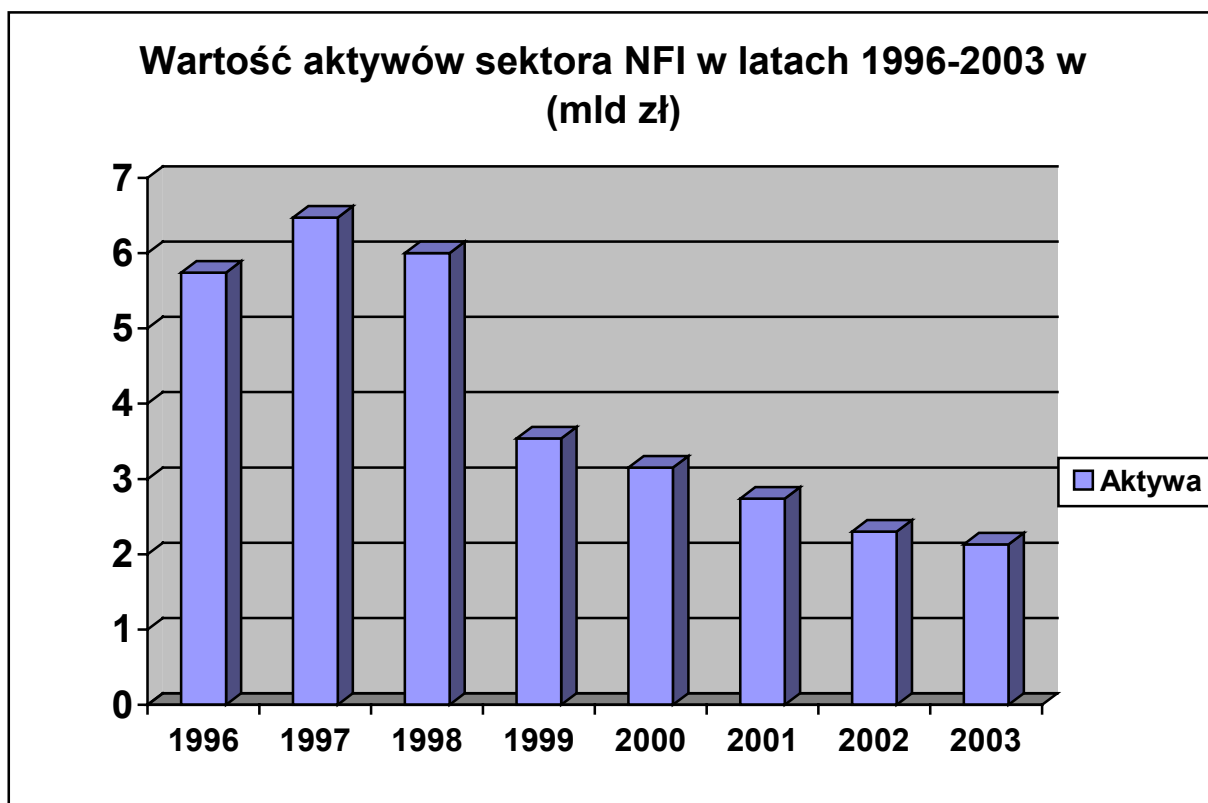
3.1.1. Aktywa NFI w latach 1996-2003.

Aktywa NFI

Ustawowym celem utworzenia Narodowych Funduszy Inwestycyjnych było osiągnięcie maksymalnego wzrostu wartości ich aktywów, w szczególności poprzez podniesienie wartości akcji spółek, w których Fundusze są akcjonariuszami⁹. W związku z tym, iż proces wnoszenia spółek do NFI zakończono dopiero 13.06.1996 roku mimo ich zarejestrowania w marcu 1995r., rok 1996 należy uznać za pierwszy pełny rok działalności NFI.

Na koniec 1996r. aktywa ogółem wszystkich Funduszy według ich wartości bilansowej wyniosły 5,72 mld zł. W trakcie realizacji Programu wartość aktywów początkowo, tj. w 1997r. wzrosła, a następnie z każdym rokiem osiągała coraz niższy poziom.

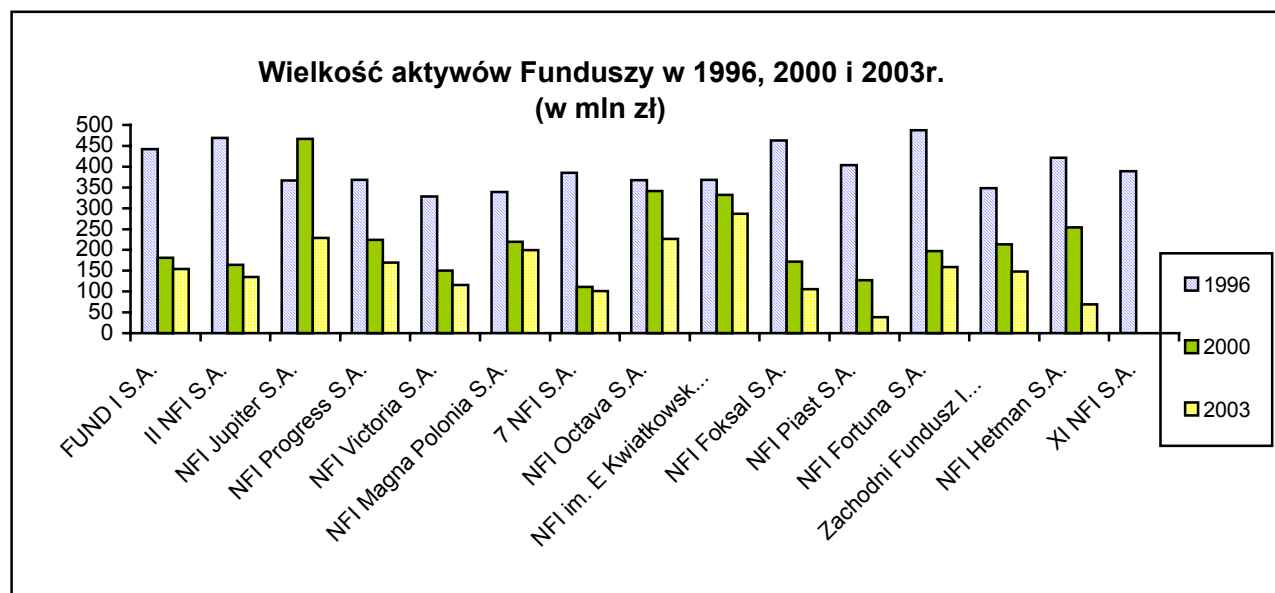
Wartość aktywów sektora NFI w kolejnych latach w okresie realizacji Programu przedstawia poniższy wykres.



Powyższe dane wskazują, że Fundusze w okresie swojej działalności w latach 1996-2003 ponad dwukrotnie zmniejszyły wartości swoich aktywów, co oznacza niezrealizowanie podstawowego celu ustawy o NFI.

⁹ art. 4 Ustawy.

Wielkość aktywów poszczególnych funduszy w latach 1996, 2000 i 2003 przedstawia poniższy wykres.



JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A..

Najistotniejszy wpływ na wielkość aktywów i wyniki Funduszy miały operacje księgowe związane z tworzeniem rezerw na trwałą utratę wartości akcji spółek parterowych oraz odpisy aktualizujące. Pierwszych tego typu operacji Fundusze dokonały już w 1996 r., ale bez konsekwencji dla wyniku finansowego netto.

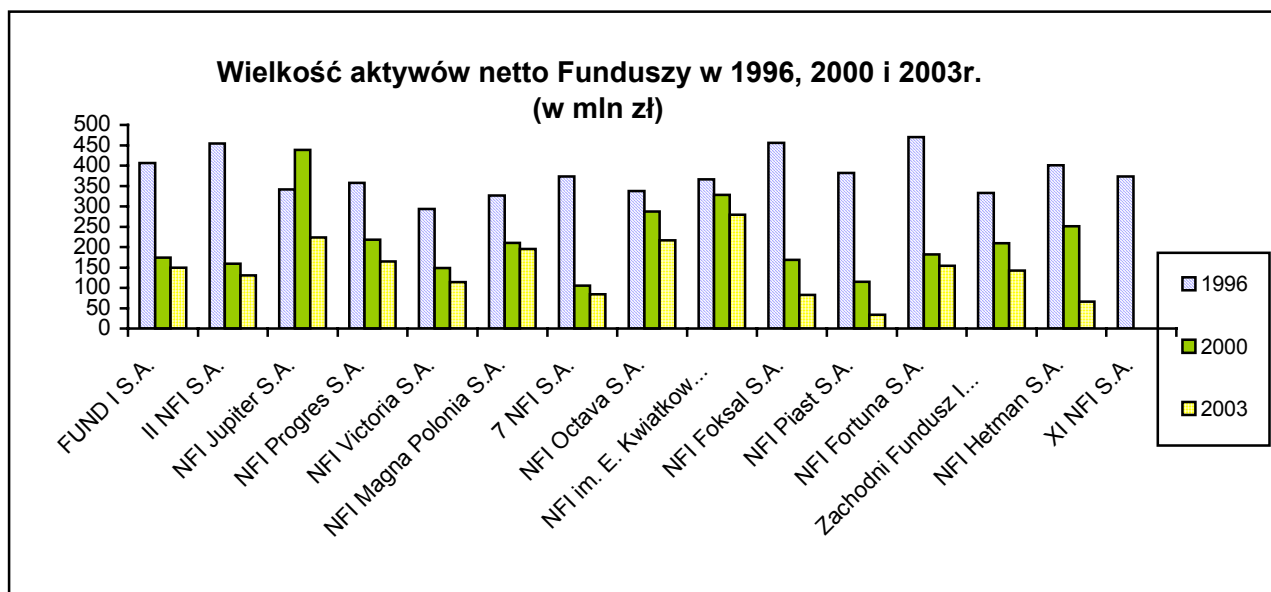
Zasadniczego przeszacowania wyceny spółek portfelowych, w wyniku którego ich łączna wartość obniżyła się o 1,942 mld zł, zarządy NFI dokonały w 1999r. (w tym 1,87 mld zł stanowiły rezerwy i odpisy aktualizujące). Operacja ta negatywnie wpłynęła na poziom wyników netto poszczególnych NFI.

Konsekwencją spadku wartości aktywów NFI był również spadek wartości ich aktywów netto¹⁰.

Łączna wartość aktywów netto wszystkich Funduszy wynosiła na koniec 1996 r. 5,67 mld zł, i spadła na koniec 2000 r. do 3 mld zł. tj. o 47%, natomiast na koniec 2003r. nieznacznie wzrosła do poziomu 3,04 mld zł.

Wielkość aktywów netto poszczególnych Funduszy w latach 1996, 2000 i 2003 zobrazowano na poniższym wykresie.

¹⁰ Aktywa razem pomniejszone o zobowiązania i rezerwy razem

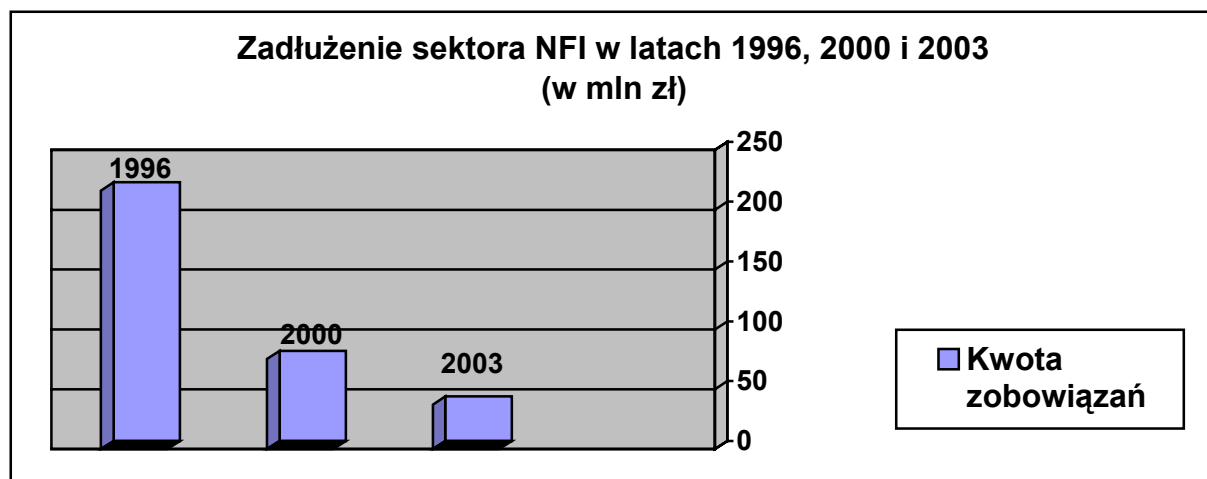


JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A..

W tym miejscu należy zwrócić uwagę na fakt, że relacja aktywów netto Funduszy do aktywów ogółem wskazuje na wysoki udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności NFI.

Zadłużenie NFI

Na poniższym wykresie zaprezentowano poziom zadłużenia sektora NFI w latach 1996, 2000 i 2003r.



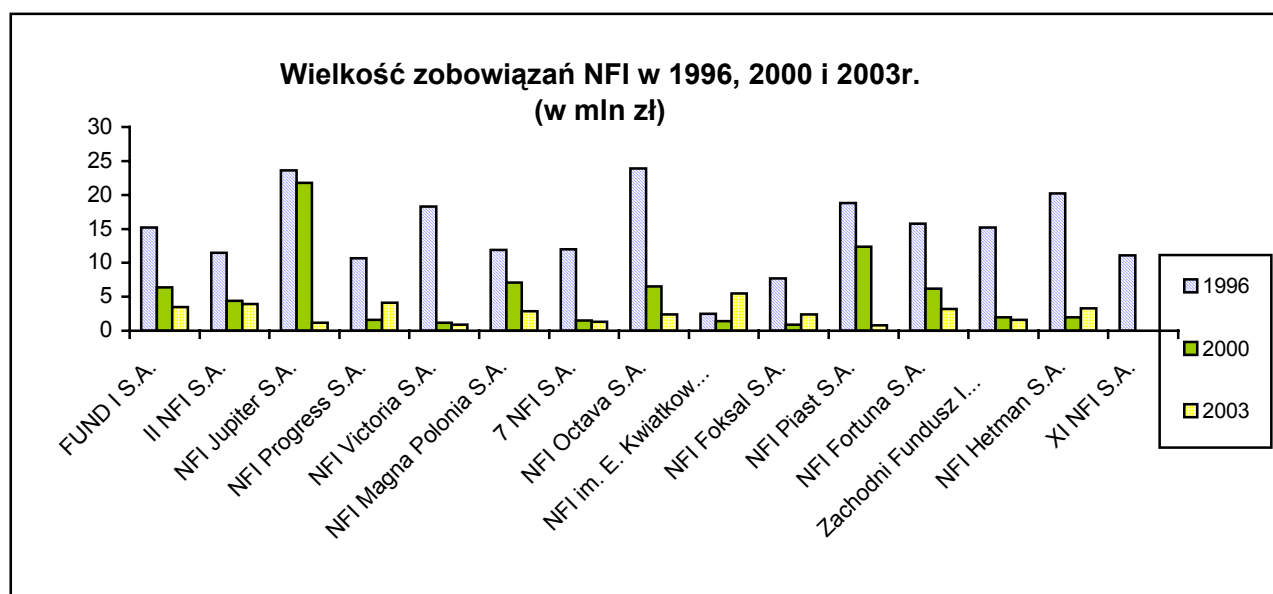
Wysoki poziom zadłużenia w początkowym okresie funkcjonowania NFI wynikał z faktu, że Fundusze w momencie tworzenia wyposażone zostały w majątek w postaci udziałów większościowych i mniejszościowych w 512 spółkach wniesionych do nich przez Skarb Państwa, ale nie posiadały środków pieniężnych na prowadzenie działalności. Z tego też względu konieczne było pozyskanie odpowiedniej ilości środków pieniężnych przez

Fundusze z zewnątrz, głównie w ramach pożyczki Banku Światowego oraz w postaci kredytu udzielonego przez EBOR, które zostały poręczone przez Skarb Państwa.

Splata tego zadłużenia nastąpiła jednorazowo pod koniec 2000r. i miała istotny wpływ na radykalne zmniejszenie zadłużenia Funduszy po 2000r.

Ogólna kwota pożyczek z Banku Światowego na ten cel dla wszystkich NFI wyniosła 68.620.500,-USD, zaś kredytów z EBOiR zamknęła się w kwocie 15.806.693,-USD. Pożyczki te były gwarantowane przez Skarb Państwa i do dnia 31.12.2000r. zostały całkowicie spłacone przez wszystkie NFI.

Poziom zadłużenia Funduszy w latach 1996, 2000 i 2003 prezentuje poniższy wykres.



JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A.

Jak już była mowa powyżej działalność NFI charakteryzuje wysoki udział kapitałów własnych w jej finansowaniu. Ponadto Fundusze cechuje bardzo wysoka – poza nielicznymi wyjątkami – płynność i dysponują one wystarczającą ilością zbywalnych aktywów na pokrycie swoich zobowiązań.

3.1.2. Portfel inwestycyjny NFI.

Najważniejszą częścią aktywów NFI, której wartość istotnie wpływa na poziom aktywów jest portfel inwestycyjny, obejmujący akcje i udziały wniesione do Funduszy przez Skarb Państwa oraz inne papiery wartościowe i udziały, w tym takie prawa majątkowe jak jednostki uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych i krótkoterminowe papiery dłużne.

W momencie utworzenia NFI ich portfele były stosunkowo mało czytelne z uwagi na ogromną ilość udziałów mniejszościowych (477–479 pakietów w portfelu każdego z Funduszy). W ramach porządkowania portfeli Narodowe Fundusze Inwestycyjne z własnej inicjatywy dokonały dwukrotnej konsolidacji pakietów mniejszościowych, stanowiących ok. 1,93% kapitału akcyjnego danej spółki, obejmując w ten sposób około dziesięcioprocentowe pakiety akcji niektórych spółek.

W okresie 1996–2003 w portfelach NFI można ponadto zauważyć trwałą tendencję polegającą na zmianie struktury wartości bilansowej poszczególnych składników inwestycyjnych.

W ujęciu wartościowym zmalał udział większościowych pakietów akcji oraz udział pakietów mniejszościowych¹¹. Wzrósł natomiast udział bardziej płynnych składników portfela, takich jak: akcje i udziały w jednostkach zależnych, stowarzyszonych i innych, czy dłużne papiery wartościowe¹². **Takie działania odbiegały od realizacji podstawowego celu ustawowego, zgodnie z którym Fundusze powinny dążyć do wzrostu wartości swoich aktywów głównie poprzez podnoszenie wartości spółek portfelowych, a nie poprzez wydatkowanie środków na wzrost swojego zaangażowania kapitałowego w inne instrumenty finansowe.**

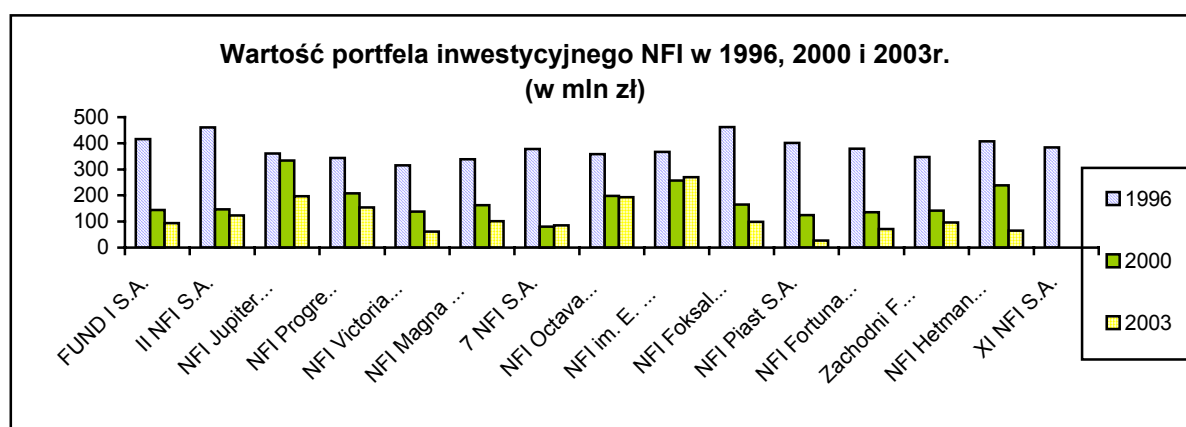
Wnoszenie w 1995r. oraz 1996r. spółek do Programu NFI odbywało się według wartości ich kapitałów własnych wykazanych w ostatnim sprawozdaniu finansowym sporządzonym przed wniesieniem Spółki do NFI. Łączna wartość księgowa wniesionego przez Skarb Państwa do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych majątku, który stanowiło 512 spółek wynosiła 10 650 mln zł. Z uwagi jednak na standing finansowy spółek wniesionych do Funduszy ich wartość bilansowa na dzień wniesienia znacznie odbiegała od ich rzeczywistej, rynkowej wartości. Z uwagi na ten fakt, dla jej urealnienia NFI tworzyły rezerwy i odpisy aktualizacyjne, które nie miały konsekwencji dla wyniku finansowego netto Funduszy ponieważ różnica pomiędzy wartością wniesienia a wartością z wyceny pokrywana była z kapitału zapasowego. **Takie działanie było konieczne dla określenia rzeczywistej wartości wniesionego przez Skarb Państwa do NFI majątku, którego wartość bilansowa była znacznie zawyżona (głównie z powodu braku dokonania przeszacowania wartości aktywów przez spółki włączone do Programu NFI).**

W konsekwencji na koniec 1996r. (w związku z tym, że proces wnoszenia akcji spółek portfelowych do Funduszy zakończył się w 1996r. rok, ten należy uznać za pierwszy rok działalności NFI) urealniona wartość wniesienia wynosiła 5. 716 mln zł.

W kolejnych latach realizacji Programu wartość portfela inwestycyjnego funduszy ulegała obniżeniu.

Ogółem wartość portfela inwestycyjnego NFI spadła z 5.716 mln zł w 1996 r. do 2,475 mln na koniec 2000 r., a następnie do 1.638 mln zł na koniec grudnia 2003r.

Zmiany wartości portfela inwestycyjnego poszczególnych NFI w latach 1996, 2000 i 2003r. obrazuje poniższy wykres



Istotne zwiększenie wartości portfela JUPITER NFI S.A. wynika jednak przede wszystkim z faktu, że w związku z fuzją 3 NFI S.A. i XI NFI S.A., która miała miejsce w 2000r. jego portfel stanowi połączone portfele inwestycyjne tych Funduszy.

¹¹ Spółki wniesione do NFI przez Skarb Państwa

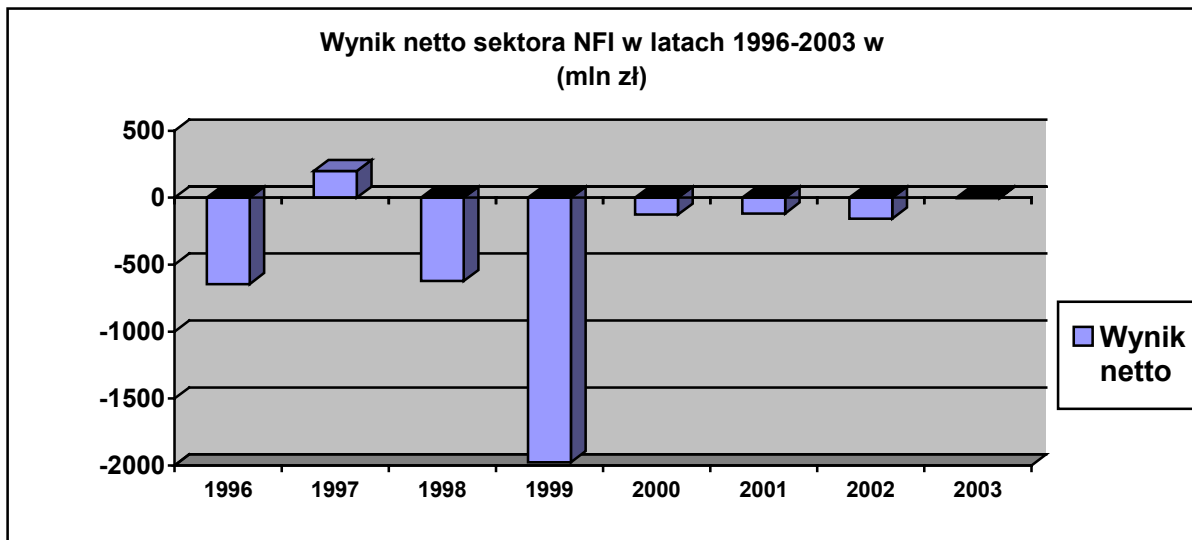
¹² Nowe Inwestycje NFI

3.1.3. Wynik netto działalności NFI w latach 1996-2003.

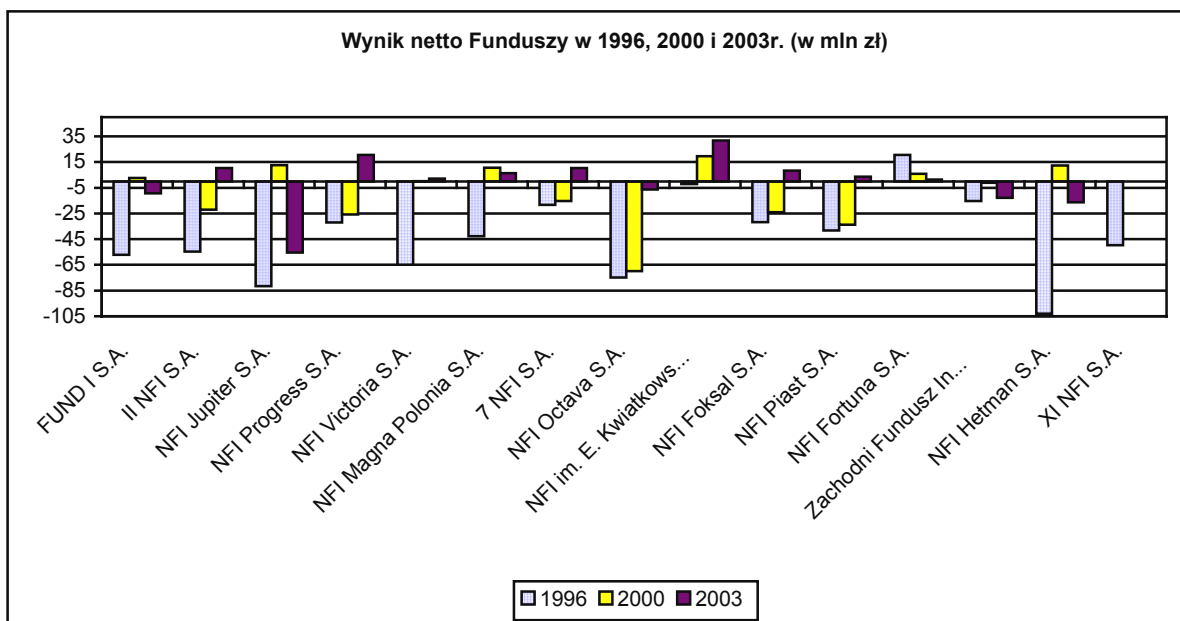
Wynik netto działalności Funduszy

Najważniejszym miernikiem działania spółek jest osiągany przez nie wynik finansowy netto. **W przypadku NFI wyniki netto uzyskiwane przez Fundusze w trakcie realizacji Programu nie osiągały zadawalającego poziomu.** W latach 1995 – 2003 działalność NFI zamknęła się łączną stratą w wysokości 3.615,4 mln zł. Poza rokiem 1997, w którym Fundusze wygenerowały łącznie zysk w wysokości 199 mln zł, pozostałe lata kończyły stratą.

Wynik netto sektora NFI w kolejnych latach realizacji Programu przedstawia poniższy wykres.



Wyniki finansowe netto poszczególnych Funduszy w 1996, 2000 i 2003r. przedstawia poniższy wykres.



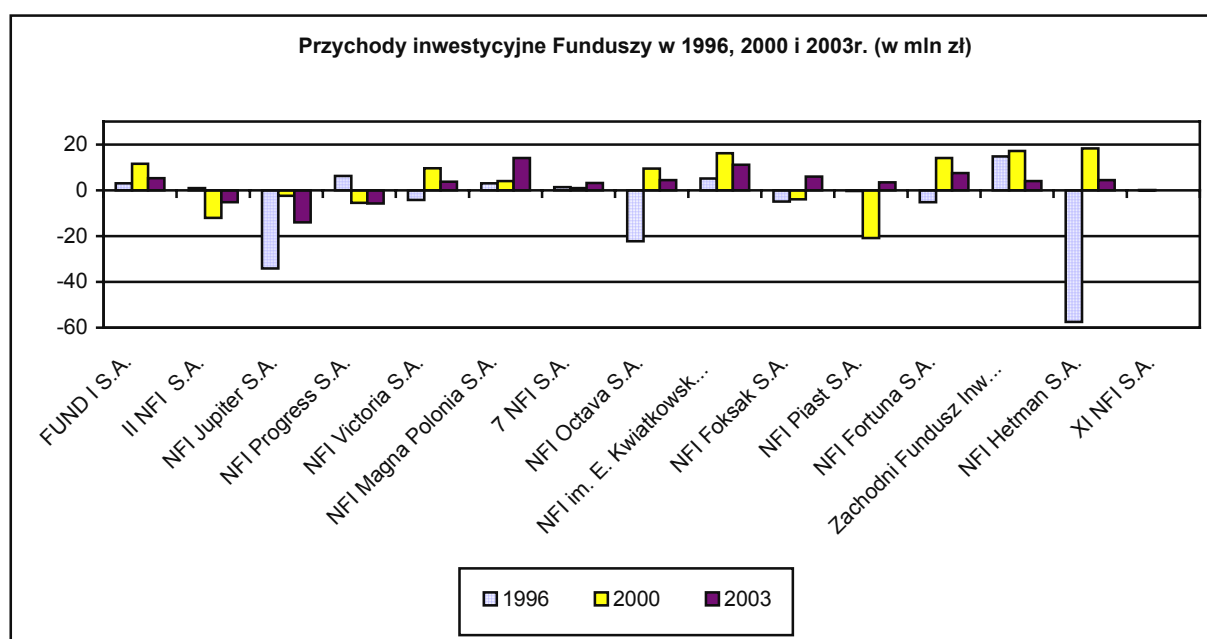
JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A..

Na poziom osiąganych przez Fundusze w poszczególnych latach wyników netto zasadniczy wpływ miały, zarówno poziom osiąganych przez nie przychodów z inwestycji, jak i relatywnie wysoki poziom ponoszonych przez nie kosztów operacyjnych.

Przychody z inwestycji

Na poziom przychodów z inwestycji w największym stopniu wpływa udział w wynikach finansowych netto spółek portfelowych, ale również sprzedaż tych udziałów, przychody z tytułu wypłaty dywidendy przez spółki portfelowe, przychody z tytułu posiadanych dłużnych papierów wartościowych czy odsetek.

Poniższy wykres prezentuje poziom przychodów z inwestycji uzyskanych przez poszczególne Fundusze w latach 1996, 2000 i 2003.



JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A..

W 1996 roku siedem Funduszy uzyskało ujemną wartość przychodów w łącznej kwocie 128,4 mln zł. Pozostałe osiem Funduszy osiągnęło dodatni poziom przychodów z inwestycji, który łącznie wynosił 34,5 mln zł.

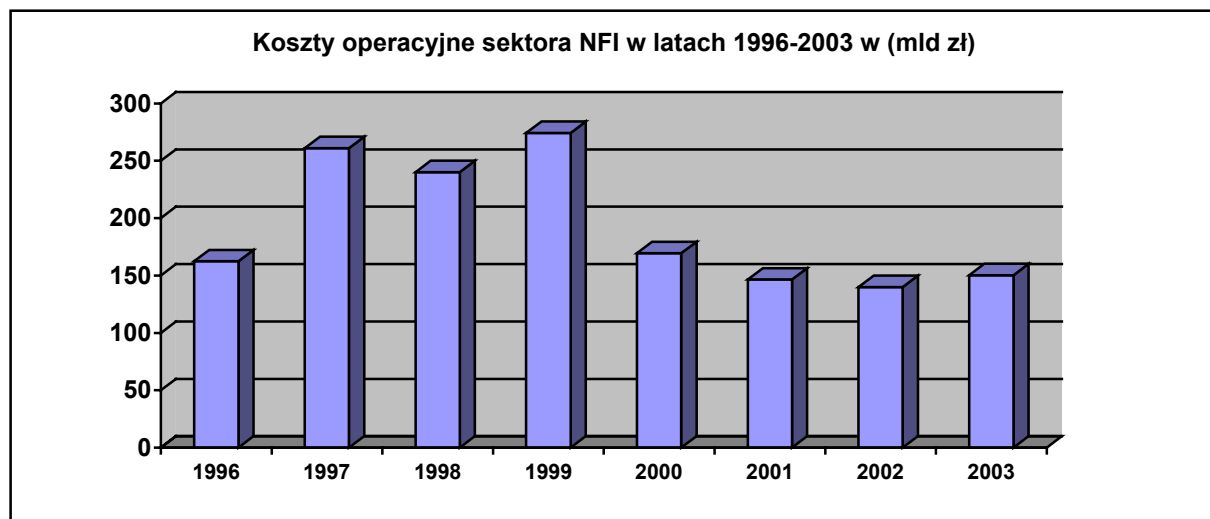
W roku 2000 łączna wartość przychodów z inwestycji sektora NFI wyniosła 58,6 mln zł. Istotny wpływ na powyższą wartość miał fakt zakończenia działalności w tym okresie z ujemnym poziomem przychodów z inwestycji tylko przez pięć Funduszy w łącznej wysokości 44,5 mln zł. Dziewięć Funduszy uzyskało dodatnie przychody z inwestycji łącznie na poziomie 101,1 mln zł.

Na koniec roku 2003 sektor NFI osiągnął łączne przychody z inwestycji na poziomie 44,2 mln zł. Na taki ich poziom złożyły się dodatnie przychody uzyskane przez jedenaście Funduszy w łącznej kwocie 67,2 mln zł oraz ujemny poziom przychodów uzyskany przez trzy Fundusze w wysokości 25,0 mln zł.

Koszty operacyjne

W 1995r. łączne koszty operacyjne sektora NFI wynosiły 51,1 mln zł, w 1996 wzrosły a następnie w kolejnych latach aż do 2002r. sukcesywnie malały. W 2003r. nastąpił ponownie niewielki wzrost poziomu kosztów operacyjnych sektora NFI.

Poziom kosztów operacyjnych sektora NFI w latach 1996-2003 prezentuje poniższy wykres.

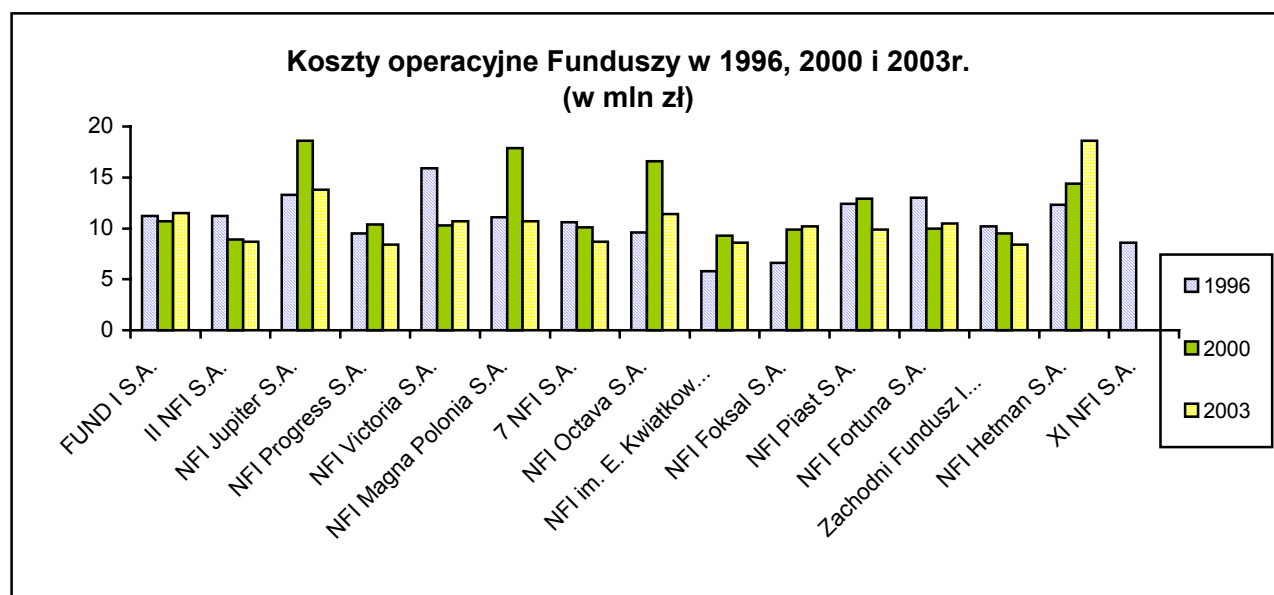


W 2000r. Fundusze odnotowały spadek kosztów operacyjnych, które w sumie osiągnęły poziom 169,4 mln zł. Na wyraźny spadek kosztów operacyjnych w 2000r. w stosunku do roku 1999 wynoszący 38% wpływ miała przede wszystkim spłata do końca 2000r. kredytów¹³, jak również obniżenie wynagrodzenia dla Firm Zarządzających majątkiem Funduszy.

Na wielkość łącznych kosztów operacyjnych Funduszy w latach 1996-2003 istotny wpływ miała kwota rocznego wynagrodzenia za zarządzanie płaconego Firmom Zarządzającym (w 2000r. w niektórych przypadkach wpływ na poziom kosztów miało stosunkowo wysokie odszkodowanie za wypowiedzenie umowy o zarządzanie poprzedniej Firmie Zarządzającej). W 1996r. udział łącznego wynagrodzenia dla Firm Zarządzających w łącznej kwocie kosztów operacyjnych wynosił 61,5%, w 2000r. wzrósł do poziomu 62,1%, a na koniec 2003r. wynosił już 65%.

¹³ Spłata kredytu zaciągniętego w Banku Światowym z przeznaczeniem na wypłatę ryczałtowego wynagrodzenia za zarządzanie Firmom Zarządzającym za zarządzanie oraz kredytu zaciągniętego w EBOR na pokrycie ich kosztów operacyjnych.

Poniższy wykres obrazuje poziom kosztów operacyjnych poszczególnych Funduszy w latach 1996, 2000 i 2003.



JUPITER NFI S.A. powstał w 2000 r. jako z fuzja 3 NFI S.A. i XI NFI S.A..

W przypadku NFI JUPITER SA o poziomie kosztów w 2000r. zdecydował fakt przejęcia przez 3 NFI S.A. majątku XI NFI S.A. na mocy uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy z dnia 10 marca 2000r., co wpłynęło m.in. na poziom wynagrodzenia dla Firmy Zarządzającej. Jak dotychczas jest to jedyne połączenie wśród wszystkich NFI.

Podsumowanie:

Podsumowując analizę działalności inwestycyjnej Funduszy w okresie 1996-2003 należy stwierdzić, że w początkowym okresie była ona prowadzona głównie w obszarze obrotu akcjami spółek portfelowych. Szczególnie w okresie 1996-1998 Fundusze realizowały obroty w tym obszarze na dużą skalę i była to działalność dochodowa. W latach tych odsetki z lokat i pożyczek były drugim co do znaczenia źródłem dochodu. W kolejnych okresach przychody uzyskiwane z posiadanych dłużnych papierów wartościowych i odsetki z lokat nabierały coraz większego znaczenia.

Głównym elementem wpływającym na wyniki Funduszy jest wycena udziałów spółek portfelowych. W pierwszych latach działalności wycena ta dokonywana była metodą praw własności. Oznacza to, że w rachunku zysków i strat jako przychód ujmowano odpowiednią część wyniku netto spółek wiodących, odpowiadającą udziałowi kapitałowemu. Począwszy od 2000r. wycena udziałów spółek parterowych odbywa się z uwzględnieniem zaleceń dotyczących wyceny aktywów rekomendowanych przez European Venture Capital Association.

Podstawowe parametry charakteryzujące efektywność ekonomiczną działalności poszczególnych Funduszy w latach 1996-2003 zostały zamieszczone w załącznikach 2-6.

3.2. Firmy Zarządzające, ich udziałowcy oraz znaczący akcjonariusze Funduszy w Programie NFI.

3.2.1. Wynagrodzenie Firm Zarządzających.

W załączniku nr 7 przedstawione zostały wysokości kwot wynagrodzeń ryczałtowych dla Firm Zarządzających w latach 1995-2003.

W 1995 r. wraz z umowami o zarządzanie majątkiem NFI (poza NFI im. E. Kwiatkowskiego) zawarte zostały umowy o wynagrodzenie za wyniki finansowe. Do chwili obecnej obowiązują dwie takie umowy, pozostałe wygasły wraz z rozwiązaniem umów o zarządzanie lub z chwilą podpisania nowych umów o wynagrodzenie. W 1999r. MSP zaproponowało projekt umowy o wynagrodzenie za wyniki finansowe zabezpieczający w większym stopniu interes Skarbu Państwa.¹⁴

Nowe umowy o wynagrodzenie za wyniki finansowe z 1999r. przewidują m.in.:

- Wyraźne zapisanie, że Firma Zarządzająca otrzyma wynagrodzenie (za wyniki finansowe) za świadczenie usług określonych w umowie o zarządzanie majątkiem Funduszu.
- Uregulowanie kwestii umorzenia akcji NFI w ten sposób, że akcje SP przeznaczone na wynagrodzenie Firmy Zarządzającej podlegają umorzeniu, z tym, że w przypadku sprzeciwu Ministra Skarbu Państwa ewentualne wynagrodzenie lub inne korzyści za umorzone akcje należące do pakietu specjalnego przypadną Skarbowi Państwa, dzięki czemu udało się ograniczyć potencjalne, niekorzystne dla Skarbu Państwa skutki w przypadku dokonania ewentualnych umorzeń akcji przez wiodących akcjonariuszy Funduszy.
- Wprowadzenie zabezpieczenia spłaty poręczonych przez Skarb Państwa kredytów zaciągniętych przez Fundusze w Banku Światowym i EBOiR,
- Zagwarantowanie zbywania przez Skarb Państwa akcji należących do Skarbu Państwa w spółkach portfelowych na takich samych warunkach jak Fundusz zbywający udział wiodący.
- Ułatwienie udziału uprawnionych na podstawie art. 46 ustawy, będących akcjonariuszami spółki, w zbywaniu akcji spółki portfelowej na takich samych warunkach jak Fundusze.

Zmiana zapisów umów dokonana w 1999r. i polegająca m.in. na zapewnieniu możliwości uczestnictwa Skarbu Państwa w transakcjach sprzedaży akcji spółek portfelowych przynosi znaczne przychody do budżetu państwa i umożliwia szybkie i efektywne zakończenie prywatyzacji spółek wniesionych do Programu NFI. Szczegółowe dane dotyczące przychodów uzyskanych ze sprzedaży pakietów akcji spółek portfelowych zostały przedstawione w Rozdziale 3.4.

Aneksy:

Ponadto, Skarb Państwa doprowadził do podpisania Aneksów do Umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe¹⁵ które umożliwiają Skarbowi Państwa odpowiedź na wezwanie wszystkimi posiadanymi akcjami i wypłatę wynagrodzenia dla Firmy Zarządzającej ze środków uzyskanych w w/w sposób. Zapis taki zabezpiecza Skarb Państwa przed

¹⁴ MSP zawarło 11 nowych umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe, z których obecnie ze względu na fuzję dwóch Funduszy oraz wypowiedzenie przez RN NFI umów o zarządzanie w trzech przypadkach obowiązuje 7.

¹⁵ Aneksy zawarto z 9 Funduszami i ich Firmami Zarządzającymi.

ewentualnym zaangażowaniem kapitałowym w Fundusz, nie posiadający żadnych znaczących aktywów, po wyjściu z inwestycji jego dotychczasowych wiodących akcjonariuszy.

W przypadku trzech Funduszy zarządzanych przez PZU NFI Management Sp. z o.o. oraz NFI „Hetman” S.A. Skarb Państwa również wynegocjował rezygnację z wynagrodzenia dla Firm Zarządzających z pakietów akcji za rok 2004, które to pakiety zasiliły pulę akcji z których przychód zostanie przekazany dla Skarbu Państwa. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku Aneksu do umowy z Jupiter NFI S.A. i jego Firmą – Trinity Management Sp. z o.o., w przypadku której Skarb Państwa zachował dodatkowe 450.000 akcji tego Funduszu.

Podsumowanie:

Po 9 latach funkcjonowania Programu ogółem z tytułu umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe Skarb Państwa wypłacił Firmom Zarządzającym kwotę 143 442 910,49 PLN. Szczegółowy wykaz dokonanych wypłat z tytułu umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe w okresie 1995-2004 została przedstawiona w Załączniku Nr 8.

3.2.2. Powiązania kapitałowe NFI oraz zaangażowanie kapitałowe udziałowców Firm Zarządzających.

Maksymalizacji zysku udziałowców Firm Zarządzających służy poszerzanie grona odbiorców ich usług (konsultingowych, bankowych, ubezpieczeniowych) o Narodowe Fundusze Inwestycyjne i ich spółki portfelowe.

Sprzyja temu dopuszczone ustawą o NFI przejmowanie kontroli nad kilkoma Funduszami przez jedną Firmę Zarządzającą, łączenie własności Funduszu i Firmy Zarządzającej jego majątkiem a także tworzenie tzw. „powiązań krzyżowych” jest jedną z cech charakterystycznych dla Programu NFI. Oszacowanie dodatkowych korzyści uzyskiwanych przez udziałowców Firm Zarządzających z tego tytułu nie jest jednak możliwe na bazie informacji posiadanych przez Skarb Państwa.

Szczegółowe dane na temat powiązań krzyżowych w NFI został przedstawiony w załączniku nr 9.

Możliwość inwestowania Narodowego Funduszu Inwestycyjnego w papiery wartościowe emitowane przez inne Fundusze również była dopuszczona przez ustawę o NFI. W okresie pierwszych 3 lat funkcjonowania Programu ustawa nakładała ograniczenie¹⁶ lokowania do 5% wartości aktywów netto Funduszu w ten instrument finansowy. Obecnie w statutach NFI brak jest jakichkolwiek ograniczeń w tej dziedzinie albo istnieją do wysokości 10% aktywów.

Wnioski.

W ocenie MSP, łączenie własności Funduszy i Firmy Zarządzającej oraz tworzenie powiązań krzyżowych uznać należy za zjawiska negatywne, z uwagi na fakt, że :

- utrudnia przejrzystość zarządzania Funduszami
- służy przede wszystkim umacnianiu dotychczasowej pozycji udziałowców Firmy Zarządzającej w Funduszu oraz przejmowaniu kontroli nad kolejnym NFI za środki finansowe już kontrolowanych Funduszy kosztem innych akcjonariuszy,
- nie sprzyja ograniczeniu kosztów operacyjnych Funduszu,
- może sprzyjać transferowi aktywów pomiędzy Funduszami z pokrzywdzeniem ich mniejszościowych akcjonariuszy.

¹⁶ Wymóg zamieszczania ograniczenia inwestycji w papiery wartościowe innego Funduszu w statucie każdego NFI został wprowadzony Ustawą.

Próba zmiany tego stanu rzeczy w trakcie realizacji Programu NFI spotykała się z zarzutem, że są to już prawa nabyte na samym początku Programu przez prywatne podmioty i ich zmiana spowodowałaby skargę do Trybunału Sprawiedliwości z tytułu ich naruszenia.

3.3. Wpływ Programu NFI na spółki portfelowe.

3.3.1. Działania restrukturyzacyjne w spółkach portfelowych.

Ze względu na istotne zmiany w ilościowej strukturze portfeli Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w latach 1995-2003, przeprowadzenie wiarygodnej analizy i oceny działań restrukturyzacyjnych prowadzonych w spółkach portfelowych oraz wyników finansowych spółek portfelowych za ww. okres stanowi duży problem. Istnieją poważne trudności w pozyskaniu informacji na temat realizowanych procesów restrukturyzacyjnych i danych finansowych spółek sprywatyzowanych całkowicie. Również dane podawane przez GUS odnoszą się jedynie do 367 z 512 spółek uczestniczących w Programie NFI. Z drugiej strony analiza jedynie spółek pozostających w portfelu NFI przez cały okres realizacji Programu prowadziłaby do niewłaściwych wniosków. Wpływ na obecny kształt portfeli miała bowiem przede wszystkim realizacja procesów prywatyzacyjnych. W portfelach NFI pozostały spółki, w których wzrost ich wartości prawdopodobnie nastąpi dopiero w ostatnim roku funkcjonowania Programu NFI, oraz spółki, których sytuacja ekonomiczna jest na tyle trudna, iż nie pozwala na pozyskanie inwestora strategicznego, a jednocześnie na tyle dobra, iż spółki te nie spełniają przesłanek do postawienia ich w stan likwidacji lub upadłości.

Z uwagi na powyższe, oceny prowadzonych przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne działań restrukturyzacyjnych w spółkach portfelowych dokonano w oparciu o odpowiedzi na ankietowe badanie nadesłane przez 213 podmiotów spośród spółek uczestniczących w Programie NFI w okresie 1995-2003. Próba spółek poddanych badaniu stanowi 41,6% ogółu spółek zakwalifikowanych do Programu NFI¹⁷. Wśród nich znalazły się zarówno spółki całkowicie sprywatyzowane, jak i spółki, które nie pozyskały jeszcze inwestora i w których Skarb Państwa nadal pozostaje mniejszościowym akcjonariuszem. Z kolei analiza efektów ekonomicznych przeprowadzonych w spółkach działań restrukturyzacyjnych została oparta o dane statystyczne GUS, w których liczba obserwowanych spółek w okresie realizacji Programu NFI uległa zmniejszeniu z 512 w 1996 r. do 367 w 2003 r.

Restrukturyzacja spółek Programu NFI była restrukturyzacją wielokierunkową, obejmującą:

- zmiany w strukturze zatrudnienia i restrukturyzację organizacyjną,
- restrukturyzację produktową,
- restrukturyzację majątkową,
- restrukturyzację finansową.

Wskazać należy, że wykupienie akcji od wszystkich Funduszy stwarzało warunki do zmiany władz spółki, co pociągało za sobą przeprowadzenie drugiego, nierzadko głębszego etapu restrukturyzacji (pierwszy etap przeprowadzany przez same fundusze służył przede wszystkim polepszeniu wizerunku spółek, co miało służyć pozyskaniu inwestora) przy jednoczesnym umocnieniu pozycji inwestorów strategicznych. Warto jednak w tym miejscu odnotować, iż w porównaniu z innymi ścieżkami prywatyzacji, w przedsiębiorstwach

¹⁷ Badanie przeprowadzone przez Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa. Lista spółek biorących udział w badaniu stanowi załącznik do Raportu.

sprywatyzowanych w ramach Programu NFI nie nastąpiły znaczne zmiany w strukturze własności polegające na wzroście udziałów inwestorów strategicznych (wyraźne zwiększenie udziałów inwestora strategicznego w istotnym stopniu sprzyja podejmowaniu zdecydowanych działań restrukturyzacyjnych oraz poprawie pozycji tych firm na rynku).

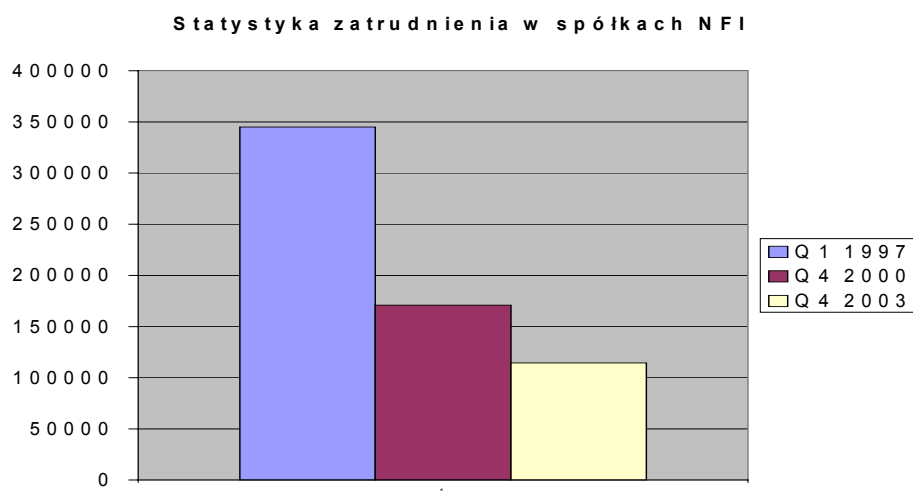
3.3.1.1. Restrukturyzacja kadrowa i organizacyjna.

Jednym z podstawowych kierunków restrukturyzacji w spółkach uczestniczących w Programie NFI w latach 1995-2003 była restrukturyzacja zatrudnienia.

Podejmowane działania w tym zakresie polegały przede wszystkim na:

- zmniejszeniu liczby zatrudnionych,
- wprowadzeniu zmian w systemie motywacyjnym oraz
- ograniczeniu zakresu świadczeń socjalnych.

Najgłębsza redukcja zatrudnienia w spółkach Programu NFI dokonała się w końcu lat dziewięćdziesiątych, co było związane nie tylko z dekoniunkturą, ale także z nasileniem procesów restrukturyzacyjnych. Biorąc pod uwagę koniec pierwszego kwartału 1997 r., w spółkach Programu zatrudnionych było 345 tys. pracowników. Na koniec 2000 r. liczba zatrudnionych w spółkach portfelowych NFI zmniejszyła się do poziomu 170,8 tys. zł (mniej niż 50% wielkości zatrudnienia początkowego), podczas gdy wg stanu na 31.12.2003 r. wyniosła 114,4 tys. pracowników.



Wskazać w tym miejscu należy, że istotnym środkiem służącym redukcji i ograniczeniu zatrudnienia było wyodrębnienie ze struktur spółek portfelowych niezależnych podmiotów i przeniesienie do nich części pracowników. Nierzadko podmioty te były wyposażane przez spółki w majątek trwały i obrotowy (odsprzedaż lub dzierżawa), co pozwalało również na zwiększenie stopnia wykorzystania majątku spółek-matek. Co więcej, taka forma przekształceń wiązała się z możliwością restrukturyzacji finansowej – nowy podmiot, wyposażony w majątek trwały i uwolniony od ciężarów zobowiązań handlowych – miał szansę skorzystania z tych źródeł finansowania, które niedostępne były dla spółki-matki (np. kredyty bankowe). Jednocześnie przejęcie przez powstające podmioty określonego zakresu robót oznaczało większą koncentrację spółki-matki na podstawowych rodzajach działalności.

W wyniku podejmowanych działań restrukturyzacyjnych od momentu rozpoczęcia realizacji Programu w strukturze jego uczestników zmniejszył się znacząco udział firm największych, tj. zatrudniających powyżej 499 osób (z 53,9% w 1996 r. do 19,1% na koniec 2003 r.). Wśród spółek portfelowych dominują obecnie podmioty o liczbie pracujących od 100 do 499 osób.

Drugim elementem restrukturyzacji kadrowo-organizacyjnej, mającym istotny wpływ na obniżenie poziomu kosztów operacyjnych, były zmiany w zakładowych systemach wynagradzania oraz zmiany w zakładowych zbiorowych układach pracy. Procesy te ulegają dalszemu pogłębieniu w ostatnich latach, obejmując dalsze zmiany systemów motywacyjnych i coraz silniejsze powiązanie wynagrodzeń z efektami mierzonymi rozmiarami produkcji, zyskiem lub jakością.

Do działań związanych z restrukturyzacją organizacyjną należy również zaliczyć:

- identyfikację centrów kosztów i zysków i ich rachunkowe wyodrębnienie,
- identyfikację i wyodrębnienie podstawowych profili działalności i wiążące się z tym procesem wyodrębnienie majątku produkcyjnego,
- wdrożenie programów i systemów wspomagających (np. w zakresie rachunkowości, kontroli wewnętrznej, procedur monitorowania klientów i dostawców oraz windykacji należności)
- wdrożenie systemu jakości ISO 9001 i 9002.

3.3.1.2. Restrukturyzacja majątkowa.

Restrukturyzacja majątkowa spółek Programu NFI prowadzona była głównie w kierunku mającym na celu dostosowanie zasobów majątkowych do sytuacji ekonomicznej spółek i ich rzeczywistych potrzeb, co zbliżało spółki do stanu funkcjonowania w rynkowych warunkach konkurencyjnych.

W początkowym okresie transformacji restrukturyzacja majątkowa przedsiębiorstw przebiegała równolegle w trzech płaszczyznach:

- pozbycie się aktywów nieprodukcyjnych (grunty, budynki i budowle nieprodukcyjne, niepotrzebne maszyny i urządzenia, zbędne i nieprzydatne zapasy materiałów lub produkcji w toku, obiekty socjalno-usługowe itp.),
- inwestycje w majątek trwały,
- likwidacja zużytych składników majątku.

Przeprowadzone badania wykazują, że restrukturyzacja majątkowa w spółkach Programu NFI polegała na sprzedaży bądź wydzierżawieniu wszystkich obiektów nie mających związku z podstawową działalnością. Restrukturyzacja ta została zapoczątkowana już na początku realizacji Programu w wyniku systemowego likwidowania bazy socjalno-bytowej (żłobki, przedszkola, zakładowe domy kultury, mieszkania zakładowe, domy wczasowe itp.). Następnym etapem rozpoczętej restrukturyzacji majątkowej była sprzedaż zbędnego majątku produkcyjnego (sprzęt, grunty, hale). W niektórych spółkach uwolnienie zbędnych powierzchni następowało w wyniku przeglądu stanu i zbycia zbędnych zapasów. W niektórych wypadkach sprzedaż majątku trwałego objęła majątek produkcyjny, który nie był związany z długofalowym planem restrukturyzacji firmy.

Wydzielenie oraz sprzedaż i/lub dzierżawa części majątku pociągnęła za sobą korzystne zmiany w rachunku kosztów stałych i wpłynęła pozytywnie na poprawę płynności.

Restrukturyzacja majątkowa dotyczyła również, w miarę możliwości, wymiany parku maszynowego. Cele realizowanych inwestycji dotyczyły:

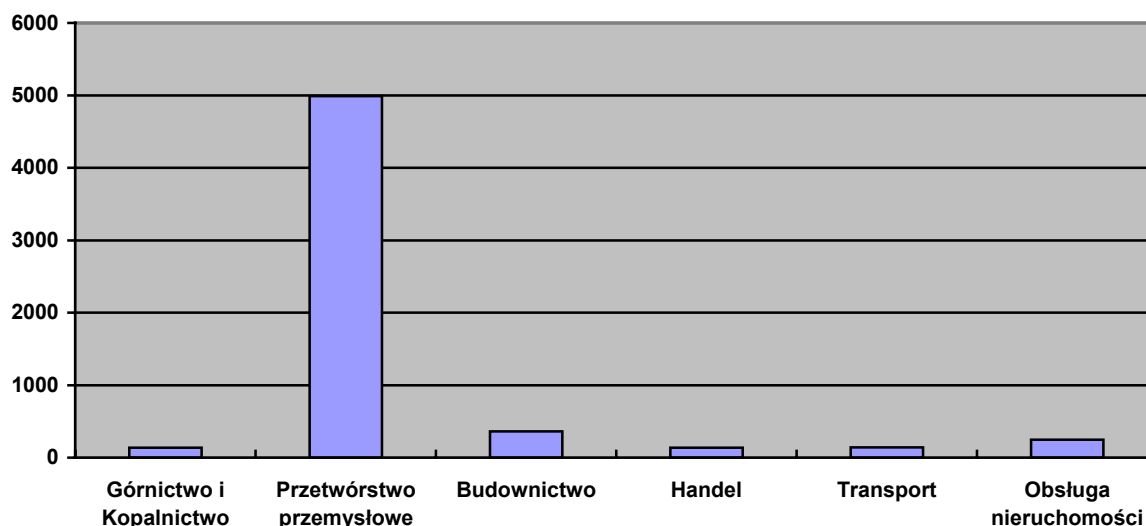
- poprawy jakości i nowoczesności wyrobów,
- obniżenia kosztów produkcji,
- usprawnieniu zarządzania (głównie poprzez komputeryzację),
- dywersyfikacji produkcji,
- poprawie warunków pracy.

Aktywność inwestycyjna podmiotów była pochodną ich kondycji finansowej. W większości przypadków nakłady inwestycyjne były finansowane ze środków własnych (zysk i amortyzacja), w niewielkim zaś stopniu środkami zainwestowanymi przez NFI. W latach 1995-2003 badane spółki zainwestowały łącznie ponad 6 mld zł, w tym 11,2% na ochronę środowiska. Największe nakłady inwestycyjne miały miejsce w latach 1995-2000 i przekraczają 73% całkowitej kwoty inwestycji ogółem w latach 1995-2003 w tych spółkach. W wyniku zrealizowania znacznych inwestycji, polegających na modernizacji, wymianie bądź zakupie nowych linii produkcyjnych, zwiększyła się produkcja, a w wielu podmiotach również zatrudnienie.

Nakłady inwestycyjne poniesione przez spółki Programu NFI wg podziału branżowego przedstawia poniższy wykres:

**Nakłady inwestycyjne w badanych spółkach uczestniczących w programie NFI
w latach 1995-2003 według rodzaju działalności (w mln zł)**

*Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa
Warszawa 2004*

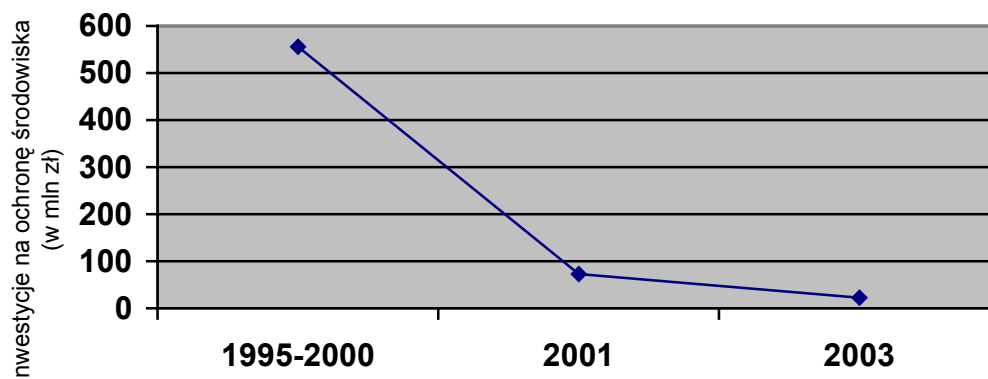


W wyniku przeprowadzonego badania można stwierdzić, że spółki uczestniczące w realizacji Programu NFI zwracały baczną uwagę na ochronę środowiska.

Poniższy wykres przedstawia nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska poniesione w latach 1995-2003 przez spółki portfelowe NFI:

Nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska w badanych spółkach NFI w latach 1995-2003

Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa, Warszawa 2004



Należy zaznaczyć, że największe inwestycje ekologiczne poczyniono w latach 1995-2000, bowiem wyniosły one 12,5% nakładów inwestycyjnych ogółem w tych latach. W następnych latach tj. w roku 2001 inwestycje ekologiczne stanowiły 11,4%, a w 2002 roku już 5% i w 2003 roku zaledwie 4,7% inwestycji ogółem w tych latach.

Wskazać jednocześnie należy, że w firmach metalurgicznych i chemicznych inwestycje w ochronę środowiska stanowiły od 50 do 80% ich nakładów inwestycyjnych w tym samym czasie.

3.3.1.3 Restrukturyzacja finansowa.

Restrukturyzacja finansowa spółek koncentrowała się zasadniczo w dwóch podstawowych obszarach:

- obniżenia kosztów finansowych prowadzonej działalności,
- poprawie płynności finansowej.

Działania spółek, zmierzające do obniżania kosztów finansowych, polegały przede wszystkim na redukcji nadmiernego zadłużenia i poszukiwaniu tańszych źródeł finansowania. Do działań tego typu zaliczyć należy:

- pozyskiwanie dotacji (także na odprawy dla zwalnianych pracowników),
- zawieranie układów z wierzycielami,
- przystępowanie do programów restrukturyzacji niektórych należności publicznoprawnych od przedsiębiorstw,
- pozyskiwanie nisko oprocentowanych pożyczek i środków celowych związanych z prowadzonymi pracami badawczo-rozwojowymi,
- zamianę kredytów złotówkowych na tańsze kredyty walutowe.

W ramach pomocy publicznej 31 spółek z Programu NFI skorzystało ze środków Funduszu EFSAL. Spółkom tym udzielono dotacje i pożyczki przeznaczone na restrukturyzację produkcji i zatrudnienia na łączną kwotę 9,1 mln zł.

Do działań zmierzających do restrukturyzacji finansowej spółek zaliczyć należy również:

- wprowadzenie nowych instrumentów finansowych służących poprawie wyniku działalności oraz zabezpieczeniu płynności i bezpieczeństwa obrotu, takich jak ubezpieczenia kontraktów zagranicznych,
- nowe systemy rachunkowo-rozliczeniowe i magazynowo-księgowe,
- utworzenie centrów kosztów,
- wprowadzenie budżetowania kontraktów i produktów,
- wykorzystanie instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym.

W niektórych przypadkach pozyskanie inwestora pozwalało pozyskać środki finansowe na spłatę kredytów obrotowych oraz sfinansowanie nowych inwestycji.

3.3.1.4 Restrukturyzacja rynkowa (produkcyjno-produktowa).

Transformacja systemowa oznaczała dla spółek Programu NFI konieczność dostosowania produkcji do wymogów rynku, szczególnie w warunkach rodzącego się konkurencyjnego importu.

Przyłączenie Polski do wspólnego rynku UE stanowi dla spółek NFI kolejną próbę zaradności i elastyczności gospodarczej. Pomimo zdecydowanych korzyści związanych z unifikacją wymiany handlowej i gospodarczej, do czynników zagrażających pozycji firm na rynku UE należy zaliczyć konkurencyjny import oraz ograniczone możliwości inwestycyjne firm, za którymi stoi spadek pozycji konkurencyjnej firmy.

Stosowane przez spółki portfelowe Programu NFI strategie wzrostu produkcji i dochodów bazują na ekspansji w obrębie podstawowej działalności firmy przy utrzymaniu dotychczasowego profilu branżowego i/lub rozwoju nowych produktów w ramach dotychczasowego profilu produkcji.

W początkowym okresie funkcjonowania Programu działania te wiązały się z wykorzystaniem nowych kanałów dystrybucji oraz wejściem w nowy segment klientów. Aktualnie podejmowane przez spółki dalsze działania obejmują przede wszystkim obniżkę kosztów produkcji oraz zorganizowanie lub rozszerzenie własnej sieci dystrybucji. Rozszerzenie działań dotyczy również ekspansji eksportowej oraz poszukiwania nisz rynkowych. W wielu badanych spółkach respondenci wskazywali, iż nastąpił wzrost sprzedaży eksportowej do poziomu 50 – 80% produkcji, w tym wzrost udziału produktów wytwarzanych na rynki Unii Europejskiej, osiągnięty pomimo zwiększonej konkurencji wyrobów z Chin i krajów azjatyckich. Pamiętać jednak należy, iż opłacalność eksportu bywa różna, także z uwagi na nie zawsze korzystne warunki płatności.

Wskazać w tym miejscu jednak należy, że w wielu wypadkach zakres restrukturyzacji produktowej, ze względu na znikomość wypracowanej nadwyżki finansowej na poziomie przedsiębiorstwa oraz ograniczenia w pozyskaniu dodatkowych środków, oznacza przesunięcie działań spółek portfelowych w stronę działań o bardziej pasywnym charakterze, takich jak udział w targach i wystawach.

3.3.1.5 Zaangażowanie finansowe NFI w restrukturyzację spółek.

Realizacja opracowanych programów restrukturyzacyjnych niekiedy wymagała również zaangażowania finansowego ze strony Funduszu.

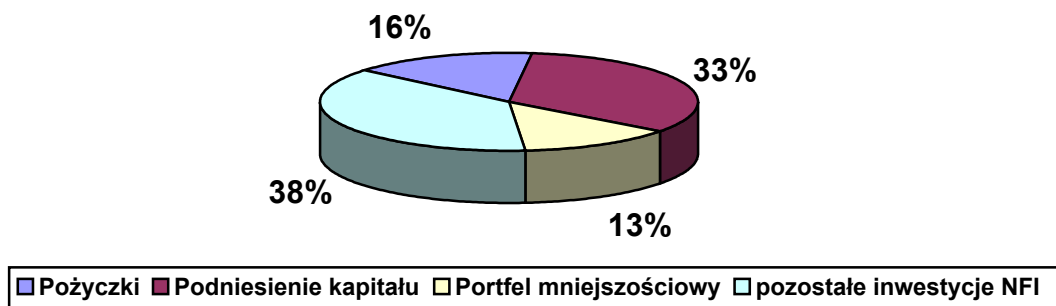
W dotychczasowym okresie swojej działalności Fundusze zaangażowały w spółki Programu NFI:

- w formie pożyczek spółkom należącym do ich portfeli wiodących kwotę 290,9 mln zł,
- w formie podniesienia kapitału w spółkach wiodących kwotę 607,4 mln zł.

Jednocześnie Fundusze zaangażowały w spółki portfela mniejszościowego 241,8 mln zł. Łącznie Fundusze zaangażowały w spółki Programu 1.156,1 mln zł.

Zaangażowanie finansowe NFI w spółki portfelowe pokazuje poniższy wykres:

Zaangażowanie finansowe NFI w spółki portfelowe



3.3.1.6. Wprowadzenie spółek NFI do obrotu publicznego.

Jako fragment restrukturyzacji finansowej traktować należy również przygotowanie części spółek do wprowadzenia ich akcji do obrotu publicznego. W okresie 8 lat działalności NFI do obrotu publicznego wprowadzono akcje 44 spółek, w tym 27 na GPW i 17 na MTS CeTO (dawniej: Centralna Tabela Ofert). Obecnie 12 spółek z udziałem Skarbu Państwa, należących do Programu NFI, jest uczestnikami rynku kapitałowego (spółki notowane na GPW lub MTS CeTO) oraz jedna publiczna jest nienotowana. Wprowadzenie spółek na rynek publiczny miało służyć pozyskaniu inwestora strategicznego lub doprowadzeniu do sytuacji, w której dana spółka mogłaby się dalej rozwijać samodzielnie przy wykorzystaniu możliwości pozyskiwania kapitału, jakie daje rynek kapitałowy. Decyzje w tym zakresie były podejmowane na podstawie oceny bieżącego stanu rynku kapitałowego i należały wyłącznie do funduszy wiodących, albowiem były wpisane w ich długoterminowa strategię inwestycyjną związaną z pakietami wiodącymi. W sytuacji trwającej przez kilka lat dekoniunktury na GPW i niepowodzeniu związanym z funkcjonowaniem MTS CeTO (niska kapitalizacja spółek obecnych na MTS CeTO i brak płynności) należy stwierdzić, że upublicznienie spółek portfelowych nie przyniosło oczekiwanych rezultatów. Wskazać jednak należy, że tendencje dotyczące wprowadzania akcji spółek portfelowych do publicznego obrotu na przestrzeni ostatnich miesięcy uległy zdecydowanemu ożywieniu – przy wykorzystaniu sprzyjającej koniunktury giełdowej oraz poprawie wyników spółek na

przełomie lat 2004 i 2005 planowane jest wprowadzenie do obrotu publicznego dwóch kolejnych spółek.

3.3.2 Ekonomiczne efekty restrukturyzacji:

Prezentację porównania danych procentowych i relacji ekonomicznych dla poszczególnych grup przedsiębiorstw w latach 1997, 2000 i 2003 prezentują poniższe tabele:

| Wyszczególnienie (1997 r.) | Wskaźnik w % | | | |
|--|----------------|-------------------|-------|--------------------|
| | Poziom kosztów | Rentowność obrotu | | Płynność I stopnia |
| | | brutto | netto | |
| OGÓLEM | 96,9 | 3,4 | 1,5 | 21,5 |
| W tym: | | | | |
| Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa powstałe z przekształcenia przedsiębiorstw państwowych | 98,55 | 1,8 | 0,5 | 12,6 |
| Spółki uczestniczące w Programie NFI | 98,8 | 1,6 | 0,0 | 19,2 |
| Spółki sprywatyzowane pośrednio (kapitałowo) | 93,6 | 6,3 | 3,6 | 32,1 |
| Spółki z udziałem Skarbu Państwa powstałe z wniesienia majątku przedsiębiorstw państwowych | 98,8 | 2,6 | 1,3 | 12,5 |
| Spółki pracownicze | 94,6 | 5,5 | 3,2 | 21,4 |
| Przedsiębiorstwa państwowe w trakcie prywatyzacji bezpośredniej | 99,1 | 1,0 | -1,6 | 7,0 |

Źródło: Główny Urząd Statystyczny: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 1997 r., Warszawa 1998.

Rok 1997, pierwszy pełny rok obrotowy funkcjonowania Programu, był dla spółek portfelowych NFI bardzo trudny. Wprawdzie spółki te notowały stosunkowo wysoki stopień płynności, niewiele niższy od przeciętnej w grupie badanych spółek, jednak porównanie rentowności obrotu uzyskiwanego przez grupę spółek NFI, w porównaniu z innymi grupami objętymi procesami prywatyzacji, wskazuje na wyższy od przeciętnej wskaźnik poziomu kosztów oraz brak rentowności netto obrotu.

| Wyszczególnienie (2000 r.) | Liczba badanych podmiotów | Odsetek podmiotów | | | | Wskaźnik w % | | | |
|--|---------------------------|-------------------|-------|----------------------|-------|----------------|-------------------|-------|--------------------|
| | | Osiągających zysk | | Ponoszających stratę | | Poziom kosztów | Rentowność obrotu | | Płynność I stopnia |
| | | brutto | netto | brutto | netto | | brutto | netto | |
| OGÓLEM | 2755 | 59,8 | 58,8 | 40,2 | 41,2 | 98,0 | 2,0 | 0,7 | 13,5 |
| W tym: | | | | | | | | | |
| Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa powstałe z przekształcenia przedsiębiorstw państwowych | 435 | 59,8 | 58,2 | 40,2 | 41,8 | 100,3 | -0,3 | -1,1 | 9,0 |
| Spółki uczestniczące w Programie NFI | 449 | 47,9 | 47,7 | 52,1 | 52,3 | 101,9 | -1,9 | -2,7 | 9,3 |
| Spółki sprywatyzowane pośrednio (kapitałowo) | 258 | 59,7 | 59,3 | 40,3 | 40,7 | 93,4 | 6,7 | 4,4 | 21,6 |
| Spółki z udziałem Skarbu Państwa powstałe z wniesienia majątku przedsiębiorstw państwowych | 190 | 53,2 | 51,6 | 46,8 | 48,4 | 102,5 | -2,6 | -3,5 | 17,3 |
| Spółki powstałe w wyniku konwersji wierzytelności | 13 | 38,5 | 38,5 | 61,5 | 61,5 | 11,2 | -8,4 | -9,0 | 3,2 |
| Spółki pracownicze | 1156 | 71,5 | 70,2 | 28,5 | 29,8 | 97,3 | 2,7 | 1,4 | 18,9 |
| Przedsiębiorstwa państwowe w trakcie prywatyzacji bezpośredniej | 50 | 38,0 | 38,0 | 62,0 | 62,0 | 102,5 | -2,9 | -3,7 | 19,4 |

Źródło: Główny Urząd Statystyczny: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2000 r., Warszawa 2001.

Biorąc pod uwagę półmetek Programu, rok 2000, spółki NFI uzyskały łączne ujemny wynik finansowy brutto i netto: -520,1 mln zł i -740,8 mln zł. Osiągnięte przez nie wskaźniki rentowności brutto i netto wyniosły odpowiednio: -1,9% i -2,7%. Spółki uczestniczące w Programie wykazały na koniec 2000 r. płynność I stopnia na poziomie 9,7%, o prawie 30% niższy niż przeciętna w grupie badanych spółek.

| Wyszczególnienie (2003 r.) | Liczba badanych podmiotów | Odsetek podmiotów | | | | Wskaźnik w % | | | |
|--|---------------------------|-------------------|-------|--------------------|-------|----------------|-------------------|-------|----------------------------------|
| | | Osiągających zysk | | Ponoszących stratę | | Poziom kosztów | Rentowność obrotu | | Płynność I stopnia ¹⁸ |
| | | brutto | netto | brutto | netto | | brutto | netto | |
| OGÓLEM | 2434 | 66,0 | 65,0 | 33,9 | 34,7 | 93,5 | 5,9 | 4,4 | 24,4 |
| W tym: | | | | | | | | | |
| Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa powstałe z przekształcenia przedsiębiorstw państwowych | 337 | 60,5 | 60,5 | 39,5 | 39,5 | 87,3 | 10,9 | 9,8 | 28,8 |
| Spółki uczestniczące w Programie NFI | 367 | 57,5 | 56,7 | 42,5 | 43,3 | 98,4 | 1,9 | 0,6 | 13,2 |
| Spółki sprywatyzowane pośrednio (kapitałowo) | 275 | 68,7 | 67,3 | 31,3 | 32,4 | 94,0 | 6,0 | 3,9 | 30,3 |
| Spółki z udziałem Skarbu Państwa powstałe z wniesienia majątku przedsiębiorstw państwowych | 174 | 66,1 | 63,2 | 33,9 | 35,6 | 102,7 | -2,7 | -4,0 | 14,7 |
| Spółki powstałe w wyniku konwersji wierzytelności | 12 | 41,7 | 41,7 | 58,3 | 58,3 | 106 | -5,7 | -5,8 | 16,9 |
| Spółki pracownicze | 1092 | 75,2 | 74,0 | 24,7 | 25,7 | 96,9 | 3,1 | 1,9 | 32,6 |
| Przedsiębiorstwa państwowe w trakcie prywatyzacji bezpośredniej | 18 | 16,7 | 16,7 | 83,3 | 83,3 | 90,7 | 9,6 | 17,0 | 1,0 |

Źródło: Główny Urząd Statystyczny: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2003 r., Warszawa 2004.

Również wyniki finansowe uzyskane przez spółki NFI w 2003 r. były gorsze od przeciętnych dla ogółu prywatyzowanych podmiotów. W porównaniu z rokiem poprzednim uległy one jednak zdecydowanej poprawie. W 2003 r. grupa spółek Programu NFI osiągnęła łącznie dodatni wynik finansowy brutto 464,4 mln zł (wobec ujemnego wyniku w kwocie 409,9 mln zł w 2002 r.) i dodatni wynik finansowy netto 149,3 mln zł (w 2002 r. – (581,7 mln zł)). Zyski brutto wykazało 57,5% spółek, a netto 56,7%. Korzystniej niż w 2002 r. kształtowały się też podstawowe relacje ekonomiczne – ogólny wskaźnik poziomu kosztów wyniósł 98,4% (wobec 101,8 w roku poprzednim), wskaźnik rentowności obrotu brutto wzrósł z minus 1,7% do 1,9 netto, wskaźnik rentowności obrotu netto – z minus 2,4% do 0,6%, a wskaźnik płynności finansowej I stopnia – z 10,5% do 13,2%.

Na szczególną uwagę w analizie zasługuje wskaźnik rentowności obrotu¹⁹, który jest swoistą miarą postępu uzyskiwanego przez spółkę w zakresie restrukturyzacji produktu i obniżki kosztów, rynkowej pozycji przedsiębiorstwa i jego konkurencyjności. Z drugiej jednak strony na jego wielkość wpływa ogólny stan koniunktury gospodarczej. Wskaźniki rentowności osiągnane przez spółki portfelowe w całym okresie trwania Programu NFI wskazują jednoznacznie na brak spektakularnych sukcesów finansowych Programu NFI. Wskaźniki rentowności obrotu zarówno na poziomie brutto jak i netto osiągnane w latach 1996-2000 przez spółki włączone do Programu NFI są lepsze jedynie niż ww. wskaźniki osiągnane przez spółki prywatyzowane w drodze konwersji wierzytelności za akcje oraz prywatyzowane bezpośrednio. Jednak w 2003 r. były lepsze już tylko niż wskaźniki spółek prywatyzowanych w drodze konwersji wierzytelności.

¹⁸ Zgodnie z metodologią GUS wskaźnik płynności I stopnia definiowany jest jako relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych.

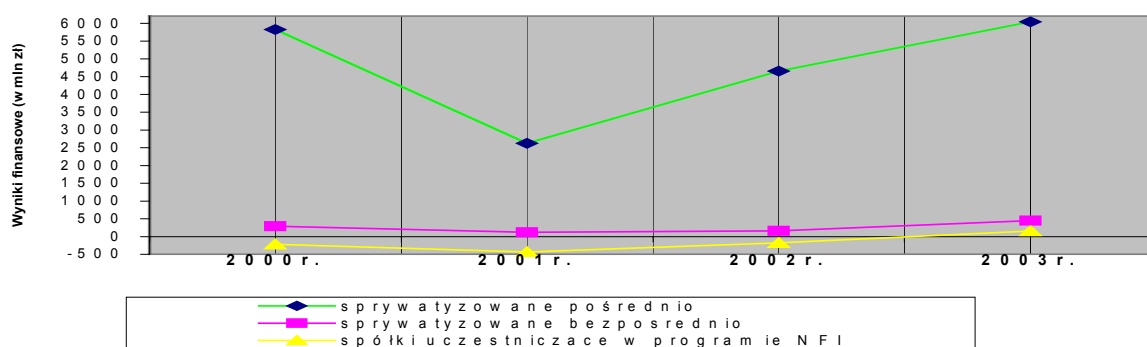
¹⁹ Stosunek wyniku finansowego uzyskiwanego ze sprzedaży w odniesieniu do przychodów ze sprzedaży

Analogiczne relacje wyników finansowych spółek Programu NFI do spółek sprywatyzowanych innymi ścieżkami można zaobserwować analizując wyniki badanej grupy spółek Programu NFI w latach 2000-2003.

Poniższy wykres przedstawia relacje wyników uzyskanych przez te spółki i spółki sprywatyzowane innymi ścieżkami:

Analiza porównawcza wyników finansowych badanych spółek w latach 2000-2003

Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa, Warszawa 2004.

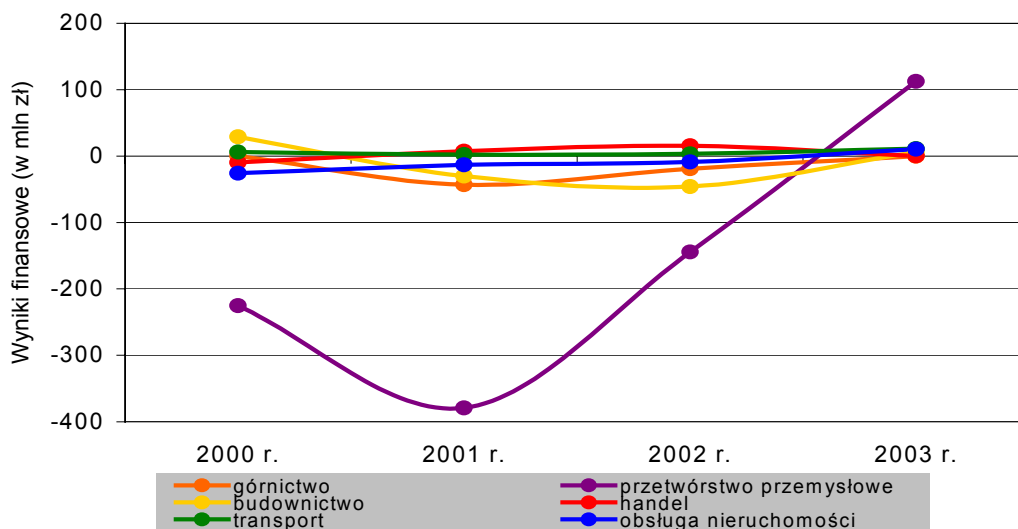


Wyniki finansowe badanych grup spółek za okres lat 2000-2003 wskazują, że przełomowym rokiem dla wszystkich był rok 2001, w którym nastąpił widoczny spadek ich kondycji finansowej. Już w 2002 roku nastąpiła poprawa, a w 2003 roku wszystkie badane grupy podmiotów osiągnęły dodatnie wyniki finansowe. Jak widać z powyższego wykresu, najlepsze wyniki finansowe w badanym okresie czasu odnotowano w grupie spółek sprywatyzowanych pośrednio, które ogółem w tym czasie osiągały wyniki dodatnie. Niższymi, lecz również dodatnimi wynikami poszczycić się mogą spółki prywatyzowane metodą bezpośrednią, chociaż w zdecydowanej większości były to spółki małe i średnie. **Najgorsze wyniki finansowe w latach 2000-2003 uzyskały badane spółki NFI. Pomimo, że były to spółki duże, przez kolejne trzy lata generowały straty, w tym największe w 2001 roku. W tym zakresie spółki uczestniczące w Programie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych nie do końca spełniły pokładane w nich oczekiwania.**

Poniższe wykresy pokazują wyniki finansowe badanych spółek biorących udział w Programie NFI w podziale wg PKD (z uwagi na rozpiętość wyników prezentacja obejmuje dwa diagramy):

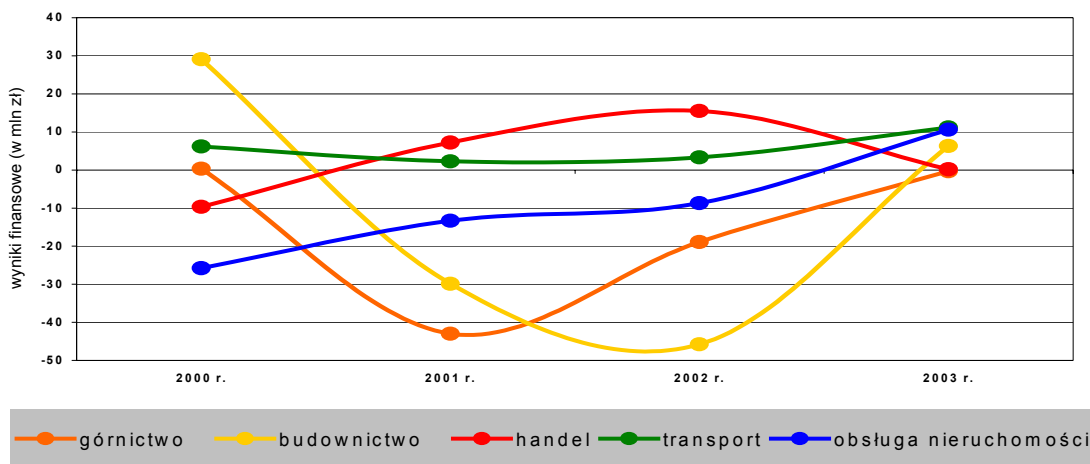
Wyniki finansowe badanych spółek NFI w latach 2000-2003 według rodzaju działalności (PKD)

Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa, Warszawa 2004



Wyniki finansowe badanych spółek NFI w latach 2000-2003 sekcji Górnictwa, Budownictwa, Handlu, Transportu i Obsługi nieruchomości

Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa, Warszawa 2004



W największej grupie badanych spółek NFI - z sekcji *Przetwórstwa przemysłowego* (74% badanych spółek), wyniki finansowe uległy poprawie ze straty 144,5 mln zł w 2002 roku do zysku 112,4 mln zł w 2003 roku. W tej grupie spółek w 2003 roku w 34,8% spółek odnotowano stratę, a w 25% spółek brak było płynności finansowej. Był to wynik znacznie lepszy niż rok wcześniej, w którym wystąpiła strata w 41% badanych spółek. Ponadto w 25% tej grupy spółek odnotowano wynik dodatni przez cały okres lat 2000-2003.

W sekcji *Budownictwa* (10% badanych podmiotów) 22% spółek przez cały badany okres czasu wykazywało dodatni wynik finansowy. W 2003 roku 33% spółek odnotowało stratę i

brak płynności finansowej, natomiast w 2002 roku 50% badanych podmiotów wykazało stratę, a więc prawie 20% firm poprawiło swój wynik finansowy.

Spółki należące do sekcji *Górnictwa, Obsługi nieruchomości* (po 4,5% badanych spółek) wykazały w 2003 roku również poprawę wyniku finansowego. Natomiast w 2003 roku uległ pogorszeniu wynik finansowy spółek działających w *Handlu*, który co prawda był dodatni (0,2 mln zł), ale znacznie niższy niż w 2002 roku (15,5 mln zł). Wynika to z faktu, że 50% badanych spółek z tej grupy w 2003 roku odnotowało stratę brutto, a w 66% podmiotów brak było płynności finansowej.

W badanych spółkach NFI (64,6% badanych spółek), w których Skarb Państwa posiadał akcje, wyniki finansowe w latach 2000-2003 nie były zadawalające, gdyż spółki wykazały ujemny wynik finansowy. Co prawda ulegał on systematycznie poprawie od 2001 roku, w którym odnotowano najgorszy wynik finansowy, nie mniej na koniec 2003 roku spółki tej grupy odnotowały niewielką stratę. W 2003 roku badane spółki poprawiły wynik finansowy, bowiem w 42% spółek wystąpiła strata finansowa, a w 30% podmiotów brak było płynności finansowej, wobec ujemnych wyników finansowych w 2002 roku w 50% badanych podmiotów. Jednak i w tej grupie spółek odnotowano spółki (20%), w których przez cały badany okres czasu występował dodatni wynik finansowy.

Analizując wyniki finansowe spółek biorących udział w Programie NFI, w wielu z nich stwierdzono, że z chwilą „wyjścia” danego podmiotu z funduszu wiodącego i pozyskując inwestora strategicznego, niekoniecznie branżowego, następowała poprawa wyników finansowych i wzrost nakładów inwestycyjnych na unowocześnienie spółki. Z kolei w kilku przypadkach odnotowano, że sprzedaż akcji inwestorowi(om) nie zawsze była panaceum na rozwój firmy. Nie każdy inwestor był zainteresowany kontynuowaniem produkcji i sprzedaży dotychczasowych wyrobów i usług firmy. W niektórych sytuacjach wykupienie akcji przez pracowników spółek pozwoliło na zachowanie miejsc pracy oraz kontynuowanie dotychczasowej działalności.

Nie zmienia to faktu, iż wyniki finansowe uzyskane przez badane spółki NFI w 2003 roku były gorsze od innych badanych podmiotów, poddanych przekształceniom własnościowym (prywatyzacja pośrednia i bezpośrednia). Co prawda w 2003 roku uległy one wyraźnej poprawie w porównaniu z rokiem 2002, lecz biorąc pod uwagę okres lat 2000-2002, badane spółki uzyskiwały ujemne wyniki finansowe, co nie zdarzyło się w innych badanych grupach.

Przeprowadzona analiza grupy spółek Programu NFI pozwala na stwierdzenie, że w spółkach, gdzie inwestorzy strategiczni, posiadający większościowe pakiety akcji, byli zainteresowani rozwojem przedsiębiorstw, a co za tym idzie inwestycjami w park maszynowy i technologię, następowała poprawa wyników finansowych spółek, a pozycja rynkowa firm ulegała systematycznym wzrostom. **W dużej części jednak procesy zachodzące w spółkach Programu determinowane były krótkookresowymi planami inwestorów spekulacyjnych, którzy w zakupie pakietów większościowych spółek portfelowych widzieli okazje do szybkiego upłynnienia najcenniejszych aktywów spółek i nie byli bezpośrednio zainteresowani ich dalszym rozwojem.** Wydaje się, iż w tym zakresie największy wpływ na wybór inwestorów miały wiodące Fundusze NFI, które miały szansę wstępnej weryfikacji potencjału i rzeczywistych planów i zamierzeń wybieranych dla spółek inwestorów. Z drugiej jednak strony fundusze zainteresowane były przede wszystkim wynikiem, jaki odnotowywały na transakcji zbycie udziałów większościowych – wybierały więc tych inwestorów, którzy za posiadany przez nie pakiet akcji oferowali najwięcej.

Wskazać ponadto należy, iż w ostatnich latach rentowność operacyjna spółek NFI jest często wyższa niż rentowność na sprzedaży, co oznacza, że firmy te szukają możliwości poprawy swojej sytuacji finansowej nie tylko w głównym nurcie działalności. Ujemny wynik na sprzedaży oznacza natomiast, iż efekty restrukturyzacji są bardzo słabe, a pozycja rynkowa spółek jest coraz częściej zagrożona.

Podsumowanie.

Podsumowując należy stwierdzić, iż wyniki finansowe uzyskiwane przez spółki włączone do Programu NFI były statystycznie rzecz ujmując gorsze od wyników przeciętnych dla ogółu prywatyzowanych przedsiębiorstw. Wskazać jednak należy, iż proste porównywanie wyników działalności oraz wskaźników uzyskiwanych przez spółki NFI z wynikami spółek uczestniczących w innych procesach prywatyzacyjnych (komercjalizacja czy prywatyzacja bezpośrednia) byłoby poważnym błędem, chociażby z uwagi na fakt, iż proces prywatyzacji pośredniej cały czas trwa, a rosnący z roku na rok katalog spółek objętych tym procesem objął na koniec 2003 r. 2035 przedsiębiorstw. Przy próbie wyciągania ewentualnych wniosków należy także pamiętać o różnym momencie zakwalifikowania spółek do określonych programów restrukturyzacyjnych, odmiennych charakterystyk prowadzonych procesów (chociażby nadzór zewnętrzny procesu restrukturyzacji spółki portfelowej Programu NFI przez pracowników funduszy) oraz odmiennych parametrach poszczególnych spółek.

Przedstawiona poniżej tabela zawiera zestawienie porównania nakładów inwestycji na ochronę środowiska dokonanych przez spółki prywatyzowane pośrednio, kapitałowo i spółki Programu NFI. Tabela zawiera również zestawienie zmian w zatrudnieniu.

Analiza porównawcza prywatyzacji pośredniej, bezpośredniej za okres 1990-2003 oraz spółek NFI za okres 1995-2003

| Podstawowe wielkości | Prywatyzacja pośrednia | Spółki uczestniczące w programie NFI | Prywatyzacja bezpośrednia |
|--|-------------------------------|---|----------------------------------|
| Nakłady inwestycyjne (w mln zł) | 69 655 | 6 014 | 4 955,0 |
| Nakłady na ochronę środowiska (w mln zł) | 4 662 | 674,5 | 225,0 |
| Zatrudnienie w spółkach | 217 097 | 63 631 | 87 747 |
| Średnie wynagrodzenie | 2 929 zł | 2 270 zł | 2 130 zł |

Źródło: "Efekty przekształceń własnościowych w Polsce" Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Skarbu Państwa, Warszawa 2004.

Natomiast zmiany struktury wielkości spółek²⁰ uczestniczących w Programie NFI obrazuje poniższa tabela:

²⁰ Klasyfikacja pod względem poziomu zatrudnienia.

| Stan w dniu | Liczba obserwowanych spółek | Odsetek spółek o liczbie pracujących | | | | | | |
|-------------|-----------------------------|--------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------------|
| | | do 19 osób | 20-49 | 50-99 | 100-249 | 250-499 | 500-999 | 1000 i więcej |
| 31.12.1996 | 512 | 2,2 | 0,2 | 2,3 | 41,4 | 41,4 | 33,5 | 20,4 |
| 31.12.1997 | 498 | 2,4 | 0,8 | 3,4 | 45,0 | 45,0 | 32,5 | 15,9 |
| 31.12.1998 | 487 | 3,9 | 2,3 | 4,7 | 17,4 | 34,7 | 25,3 | 11,7 |
| 31.12.1999 | 473 | 4,7 | 4,4 | 5,1 | 22,6 | 33,6 | 22,0 | 7,6 |
| 31.12.2000 | 449 | 6,0 | 6,2 | 6,2 | 25,9 | 32,1 | 17,8 | 5,8 |
| 31.12.2001 | 429 | 10,0 | 6,1 | 8,6 | 28,7 | 26,8 | 14,9 | 4,9 |
| 31.12.2002 | 407 | 10,8 | 7,6 | 9,1 | 29,3 | 25,3 | 13,5 | 4,4 |
| 31.12.2003 | 367 | 9,5 | 6,8 | 10,1 | 31,6 | 22,9 | 14,2 | 4,9 |

Źródło: Główny Urząd Statystyczny: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2003 r., Warszawa 2004.

3.3.3. Dynamika zmian własnościowych spółek portfelowych.

Na uwagę zasługuje tempo prywatyzacji spółek z Programu NFI. W okresie 1996 - 30.06.2004 z ogółu 512 spółek portfelowych Fundusze sprzedały akcje 485 podmiotów, co oznacza, że 94,7% spółek z Programu znalazło inwestora. **Dla porównania dane dotyczące prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych dla okresu prawie dwukrotnie dłuższego (01.08.1990-31.07.2004) wskazują, iż, oprócz spółek z Programu NFI, w MSP udostępniono akcje/udziały w drodze prywatyzacji pośredniej/kapitałowej 349 podmiotów.** Ilość ta stanowi 9,7% przedsiębiorstw państwowych objętych procesami prywatyzacyjnymi w trybie ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz art.19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych.

Z pierwotnej puli 512 spółek uczestniczących w Programie NFI na dzień 30 listopada 2004 r.:

- 219 spółek zostało całkowicie sprywatyzowanych,
 - 130 spółek zostało postawione w stan upadłości bądź likwidacji, z czego 34 zostały wykreślone z rejestru w wyniku zakończenia procesów upadłości, likwidacji lub w związku z zakończoną fuzją spółek,
 - 155 spółek znajduje się pod aktywnym nadzorem Ministerstwa Skarbu Państwa
- Jednocześnie :
- akcje 3 podmiotów zostały wniesione na dokapitalizowanie innych podmiotów,
 - w 2 spółkach akcje Skarbu Państwa zostały umorzone,
 - w przypadku 3 spółek akcje Skarbu Państwa zostały wniesione do innych podmiotów.

Aktualnie Ministerstwo Skarbu Państwa sprawuje nadzór nad 244 spółkami portfelowymi, z których 91 znajduje się w stanie upadłości, a w 5 trwa proces likwidacji. W przypadku 2 spółek prowadzone jest równoległe postępowanie upadłościowe i układowe (*Załącznik Nr 10 przedstawia pełną listę w/w spółek*).

Łącznie w stan upadłości i likwidacji postawiono 18,5% podmiotów z ogółu wniesionych do NFI. Procentowy udział spółek postawionych w stan likwidacji i upadłości we wszystkich spółkach objętych procesem przekształceń własnościowych był większy i dla analogicznego okresu wynosił ok. 20%.²¹

²¹ Zgodnie z szacunkami Departamentu Analiz i Prognoz MSP.

3.4. Skutki Programu NFI dla budżetu państwa.

3.4.1. Sprzedaż należących do Skarbu Państwa akcji spółek portfelowych oraz NFI.

Od listopada 1998 roku Ministerstwo Skarbu Państwa prowadzi sprzedaż pakietów akcji należących do Skarbu Państwa w spółkach portfelowych objętych Programem NFI. Zarówno tempo jak i wielkość przychodów z dokonywanych przez Skarb Państwa transakcji uzależniona jest w dużym stopniu od działań NFI, które przeprowadzają wycenę spółek swojego portfela i dokonują wyboru inwestorów gotowych nabyć akcje spółek portfelowych od Funduszu wiodącego i Funduszy posiadających pakiety mniejszościowe.

Sprzedaż akcji należących do Skarbu Państwa w spółkach Programu NFI odbywa się na podstawie art. 33 ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w trybie przetargu publicznego, odpowiedzi na wezwanie lub w trybie szczególnym, za zgodą Rady Ministrów.

W sytuacjach istnienia racjonalnych przesłanek stanowiących o tym, iż Skarb Państwa ma możliwość uzyskania ceny innej niż cena transakcji zbycia pakietu 33% przez NFI, MSP organizuje na swój pakiet akcji przetarg publiczny. Podstawowymi przesłankami do skorzystania z tego trybu jest wystąpienie którejkolwiek z przedstawionych poniżej okoliczności:

- transakcja sprzedaży akcji przez NFI była odległa w czasie i istnieje szansa, iż wynegocjowana z funduszem cena za akcje nie odpowiada już jej aktualnej i rzeczywistej wartości;
- Skarb Państwa odnotował zainteresowanie posiadanymi akcjami w formie jakichkolwiek listów intencyjnych lub formalnych bądź nieformalnych ofert nabycia akcji Skarbu Państwa innych od oferty inwestora strategicznego.

Wskazać jednak należy, że prowadzone przez Ministerstwo Skarbu Państwa na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych samodzielne analizy wartości spółek i ich możliwości rozwojowych uzasadniają w zdecydowanej większości poziom cenowy uzyskany przez NFI przy transakcjach zbycia większościowych pakietów akcji.

Łącznie Ministerstwo Skarbu Państwa sprzedało akcje 219 spółek portfelowych NFI uzyskując dla budżetu państwa kwotę 998.422.698,45 zł. Powyższe transakcje zakończyły prywatyzację tych spółek. Sprzedaż spółek biorących udział w Programie NFI w podziale na tryby sprzedaży przedstawia poniższa tabela.

| Tryb sprzedaży | Sprzedane pakiety i uzyskane kwoty |
|-----------------------------------|--|
| a) Sprzedaż w drodze przetargu. | W okresie od 1.01.1999 do 31.10.2004 r. miało miejsce 36 przetargów, w których wszczęto procedurę zbycia akcji 115 spółek należących do Programu NFI. Z wystawionych na sprzedaż w trybie przetargowym pakietów sprzedano akcje 41 spółek za łączną kwotę 174.385.451,37 zł. |
| b) Sprzedaż w trybie szczególnym. | Do 31 października 2004r. MSP uzyskało zgodę Rady Ministrów na sprzedaż akcji Skarbu Państwa w trybie szczególnym w 283 spółkach. W trybie tym od listopada 1998r. do 31.12.2001r. dokonano transakcji sprzedaży akcji 174 spółek. Przychody z tego tytułu wyniosły 733.946.100,13 zł. |

| | |
|---------------------------------------|---|
| c) Sprzedaż w odpowiedzi na wezwanie. | W trybie przyjęcia oferty złożonej przez podmiot ogłaszający wezwanie do 31 października 2004 r. zostały sprzedane 4 spółki. Przychód z tych transakcji wyniósł 89.855.173,82 zł. |
|---------------------------------------|---|

Skarb Państwa zbył akcje w spółkach portfelowych objętych Programem NFI na rzecz 193 inwestorów krajowych oraz 26 inwestorów zagranicznych. W przypadku podmiotów zagranicznych zakup akcji spółek portfelowych oznaczał często wejście na rynek polski inwestorów o ugruntowanej międzynarodowej pozycji.

W 168 spółkach kupującymi były podmioty gospodarcze, natomiast w 51 spółkach akcje nabyły osoby fizyczne²².

Ponadto Ministerstwo Skarbu Państwa zbyło w trybie przetargowym i trybie odpowiedzi na wezwanie akcje należące do Skarbu Państwa w 12 Narodowych Funduszach Inwestycyjnych S.A. Przychody z tych transakcji wyniosły 51.263.031,90 zł. Środki te, zgodnie z art. 38 Ustawy gromadzone są odrębnie, a ich ostateczne rozliczenie nastąpi do 30.06.2006 r.²³

3.4.2. Dywidendy.

Ministerstwo Skarbu Państwa uzyskuje także dochody z tytułu dywidend z akcji należących do Skarbu Państwa w spółkach objętych Programem NFI oraz w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych. W latach 1998 – 2004 z tytułu dywidend wypłacanych przez spółki portfelowe do budżetu odprowadzono kwotę 80.737.037,07 zł, natomiast dywidendy wypłacone Skarbowi Państwa przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne stanowiły kwotę 5.757.815,25 zł. Kwoty dywidend wypłacanych przez NFI zostaną rozliczone do dnia 30.06.2006 r.

3.4.3. Prawa poboru.

W latach 1997 – 1998 Ministerstwo Skarbu Państwa odprowadziło do budżetu dochody ze sprzedaży praw poboru akcji nowych emisji w spółkach objętych Programem NFI. Skarb Państwa uzyskał z tego tytułu kwotę w wysokości 27.584.510,46 zł.

3.4.4. Fundusz Prywatyzacji.

Fundusz Prywatyzacji został utworzony zgodnie z art. 39 pkt. 1 ustawy w celu pokrywania kosztów przeprowadzania prywatyzacji na zasadach ww. ustawy oraz na pokrycie kosztów realizacji ustawy z dnia 6 marca 1997r. o zrekompensowaniu okresowego niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz utraty niektórych wzrostów do emerytur i rent.

Ze środków finansowych zgromadzonych na rachunku bankowym Funduszu Prywatyzacji do budżetu państwa zostały przekazane następujące kwoty:

- 350.000.000,00 zł - w dniu 1 kwietnia 1997 r. zgodnie z zapisami ustawy budżetowej na 1997 r.

²² W dwóch przypadkach akcje od Skarbu Państwa nabył zarówno podmiot gospodarczy jak i osoby fizyczne

²³ Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji. (Dz. U. nr 44, poz. 202 z późn. zm.)

- 36.309.241,20 zł - w 2003 r. na podstawie ustawy z dnia 5 grudnia 2002 r. o zmianie ustawy o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. nr 240, poz. 2055)

Ponadto zgodnie z zapisem art. 27 ustawy z dnia 11 sierpnia 2001r. o szczególnych rozwiązaniach prawnych związanych z usuwaniem skutków powodzi z lipca i sierpnia 2001r. oraz o zmianie niektórych ustaw (Dz. U. nr 84, poz. 907) Minister Skarbu Państwa został zobowiązany do przeznaczania z Funduszu Prywatyzacji na cele związane z usuwaniem skutków powodzi środków finansowych do wysokości 50 mln zł do dnia 31 grudnia 2001r. Na podstawie tej ustawy Minister Skarbu Państwa wypłacił w 2001 roku jednostkom samorządu terytorialnego kwotę 49.994.113,00 zł na dofinansowanie usuwania skutków powodzi.

Na pokrycie kosztów realizacji Programu NFI i Programu Rekompensat z Funduszu Prywatyzacji wydatkowano odpowiednio 152.919.443,83 zł oraz 84.496.065,13 zł.

W początkowym okresie działania Funduszu Prywatyzacji źródłem wpływów były opłaty za wydanie powszechnego świadectwa udziałowego. Obecnie jedynymi wpływami są odsetki bankowe od środków finansowych zgromadzonych na rachunku.

Stan środków finansowych gromadzonych z tytułu art. 39 ustawy na dzień 30 września 2004 r. wynosił 44.851.538,16 zł.

W ramach prac związanych z realizacją *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych Minister Skarbu Państwa* został zobowiązany do przygotowania zmiany ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. Nr 44, poz. 202 z 1993 r. z późn. zm), a w szczególności do podjęcia działań zmierzających do likwidacji funduszu prywatyzacji powstałego na podstawie art. 39 ww. ustawy. Projekt zmiany przedmiotowej ustawy został pozytywnie zaopiniowany przez Radę Ministrów i jako rządowy projekt ustawy został przekazany do sejmu w październiku 2004 r. W dniu 17 listopada 2004 r. ww. dokument był rozpatrywany przez Sejmową Komisję Skarbu Państwa. Ustawa została uchwalona przez Sejm na posiedzeniu w dniu 25.11.2004 r. W wyniku nowelizacji przedmiotowej ustawy zostanie zlikwidowany Fundusz prywatyzacji utworzony na podstawie art. 39 ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji, a środki finansowe pozostałe na rachunku bankowym w dniu jego likwidacji zostaną przekazane do budżetu państwa

Szczegółowe rozliczenie środków finansowych zgromadzonych na rachunku bankowym Funduszu Prywatyzacji utworzonego na podstawie art. 39 ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji według stanu na dzień 30 września 2004 r. przedstawia załącznik nr 11.

3.4.5. Źródła finansowania Programu NFI.

W trakcie realizacji Programu NFI Ministerstwo Skarbu Państwa korzystało z różnych źródeł finansowania tego Programu. Oprócz wydatków ponoszonych z Funduszu Prywatyzacji, o którym była mowa w poprzednim podrozdziale koszty Programu NFI były finansowane z budżetu państwa, pożyczki Banku Światowego oraz Funduszu Finansowania Prywatyzacji. Ministerstwo korzystało również ze środków pomocowych bezzwrotnych z funduszy PHARE, USAID oraz British Know How Fund.

Środki z funduszu PHARE przeznaczono na realizację następujących zadań:

- kampania reklamowa i marketingowa Programu NFI,

- utworzenie instytucji Powiernika Emisji dla powszechnych świadectw udziałowych,
- monitorowanie spółek.

Finansowa pomoc bezzwrotna z funduszu USAID została wykorzystana na pokrycie kosztów firmy konsultingowej, która współpracowała z Ministerstwem Skarbu Państwa m. in. przy pracach wstępnych przy tworzeniu instytucji Powiernika Emisji, odpowiedzialnego za dematerializację powszechnych świadectw udziałowych.

Z pomocowych środków bezzwrotnych funduszu British Know How Fund finansowana była działalność doradców Ministerstwa, w szczególności w zakresie:

- opracowania kwestii związanych z wymianą powszechnych świadectw udziałowych na akcje funduszy, opracowania obrotu świadectwami i akcjami funduszy na giełdzie i rynku pozagiełdowym,
- dystrybucji powszechnych świadectw udziałowych.

Łączna kwota wydatkowanych bezzwrotnych środków pomocowych wyniosła ok. 82 mln zł.²⁴

Ze względu na fakt, że środki te miały charakter bezzwrotny nie stanowiły dodatkowego obciążenia dla budżetu państwa.

Poniżej zostaną omówione szczegółowo wydatki z budżetu państwa, pożyczki Banku Światowego, Funduszu Finansowania Prywatyzacji oraz Funduszu Prywatyzacji.

| Tytuł wydatków | Kwoty i zadania |
|--------------------------------------|---|
| a) budżet państwa | <p>W latach 1994 – 1996 na przygotowanie i realizację Programu NFI wydatkowano kwotę 43.245.100,00 zł. W szczególności zostały sfinansowane następujące zadania:</p> <ul style="list-style-type: none"> • zaliczka dla PKO BP – dystrybutora powszechnych świadectw udziałowych na poczet kosztów związanych z organizacją przygotowań do dystrybucji w wys. 41.511.200. zł. ▪ Przeprowadzenie procesu losowania i wyboru spółek IV transzy do NFI |
| b) pożyczka Banku Światowego | <p>Opracowanie ustawy o NFI i ich prywatyzacji oraz innych aktów prawnych związanych z realizacją Programu NFI, a także pozwoliły na korzystanie z usług firm konsultingowych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, w zakresie zagadnień finansowych i prawnych.</p> <p>W latach 1991 – 2001 została wydatkowana przez Ministerstwo Skarbu Państwa kwota 10.190.578,30 USD.</p> |
| c) Fundusz Finansowania Prywatyzacji | <p>W związku ze zmianami uregulowań prawnych Ministerstwa Finansów w zakresie zwolnień z podatku VAT oraz przepisów Banku Światowego, które spowodowały, że z udzielonych pożyczek Banku Światowego nie można finansować tego rodzaju kosztów wystąpiła konieczność sfinansowania z Funduszu Finansowania Prywatyzacji części wynagrodzeń konsultantów zatrudnionych przy realizacji Programu NFI. Koszt tego zadania wyniósł 37.036,50 zł. Ogółem z Funduszu Finansowania Prywatyzacji w 2001r. wykorzystano kwotę</p> |

²⁴ Na podstawie Informacji o wynikach kontroli efektów działalności Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, NIK, Warszawa, Grudzień 2001, druk znak KGP/DSPP-41004/00, wg kursu EUR na koniec 2000 r. (3,8 zł) i kursu USD na koniec 2000r. (4,1 zł).

| | |
|-------------------------|--|
| | 37.276,50 zł. |
| d) Fundusz Prywatyzacji | <p>W latach 1996 – 2004 wydatkowano kwotę 152 919 443,83 zł. W szczególności zostały sfinansowane następujące zadania:</p> <ul style="list-style-type: none"> • dystrybucja powszechnych świadectw udziałowych, • dematerializacja pśu, • sprawowania nadzoru właścicielskiego nad spółkami portfelowymi oraz Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi, • zatrudnienie konsultantów i doradców do przeprowadzania analiz ekonomicznych i interpretacji prawnych przy realizacji Programu NFI., • sprzedaży pakietów akcji spółek parterowych. Należy do nich zaliczyć przede wszystkim koszty ponoszone z tytułu publikacji w prasie ogłoszeń Ministra Skarbu Państwa zapraszających inwestorów do wzięcia udziału w nieograniczonym przetargu publicznym na zakup spółek biorących udział w Programie NFI, |

Ostatecznie na realizację Programu NFI Ministerstwo Skarbu Państwa wydatkowało środki z pożyczki Banku Światowego w wysokości 10.190.578,30 USD, natomiast z innych źródeł finansowania zostały pokryte koszty w wysokości 196.201.820,33 zł. Znaczną część tych kosztów stanowi opłata za jego powszechny charakter, związana głównie z koniecznością poniesienia nakładów na dystrybucję powszechnych świadectw udziałowych.

Poniższa tabela przedstawia ogólne rozliczenie przychodów i kosztów związanych z realizacją Programu NFI:

| Przychody (w PLN) | | Koszty (w PLN) | |
|--|-------------------------|---|-----------------------------|
| Tytuł | Kwota | Tytuł | Kwota |
| Przychody ogółem, w tym: | 1 681 551 791,13 | Koszty ogółem, w tym: | 454 254 581,38 |
| Przychody z sprzedaży powszechnych świadectw udziałowych | 517 786 700,00 | Pożyczka z Banku Światowego | 32 609 850,56 ²⁵ |
| Przychody ze sprzedaży akcji SP w spółkach NFI | 998 422 698,45 | Wyplacone wynagrodzenie za wyniki finansowe | 143 442 .910,49 |
| Dywidendy wyplacone przez spółki NFI | 80 737 037,07 | Koszty dystrybucji oraz dematerializacji powszechnych świadectw udziałowych | 127 383 031,00 |

²⁵ 10.190.578,30 mln USD, według kursu z dnia 08.12.2004r.

| | | | |
|---------------------------------------|---------------|---|---------------|
| Przychody ze sprzedaży akcji SP w NFI | 51 263 031,90 | Koszty sprzedaży spółek NFI oraz NFI | 312 524,14 |
| Dywidendy wypłacone przez NFI | 5 757 815,25 | Pozostałe koszty (np. monitorowania, szkoleń, udostępniania akcji, organizacji seminariów itp.) | 68 506 265,19 |
| Prawa poboru | 27 584 510,46 | Środki pomocowe bezzwrotne (PHARE, BKHF, USAID) | 82 000 000 |

4. PODSUMOWANIE PROGRAMU NFI PO 9 LATACH REALIZACJI.

Pomimo, iż realizacja Programu NFI nie dobiegła jeszcze do ostatecznego końca, na podstawie powyższego raportu można pokusić się o wyciągnięcie kilku konkretnych wniosków dotyczących zarówno jego merytorycznych założeń jak i praktycznej realizacji.

Realizując cele ustawowe Narodowe Fundusze Inwestycyjne miały pomnożyć swój majątek poprzez zapewnienie spółkom trwałego wzrostu ich wartości, m.in. poprzez dostęp do nowych technologii oraz zagranicznych kontrahentów branżowych i finansowych. Realizacja tych działań miała doprowadzić do zrestrukturyzowania przedsiębiorstw oraz ich sprzedaży na rzecz długoterminowych inwestorów branżowych. Dodatkowo realizacja Programu NFI miała wpłynąć na zwiększenie poczucia powszechności uczestnictwa w przemianach społeczno-gospodarczych w kraju i na poprawę ogólnospołecznego poziomu życia oraz wywrzeć znamienne wpływy na dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego.

Niniejszy raport pozwala stwierdzić, iż większość założeń została w praktyce zweryfikowana negatywnie. W szczególności należy zauważyć, że:

- 1) W ciągu dziewięcioletniego okresu działalności Fundusze odnotowały ponad dwukrotny spadek wartości aktywów, co oznacza niezrealizowanie podstawowego celu ich utworzenia. Biorąc pod uwagę podstawowy wskaźnik efektywności działania, tj. wynik finansowy netto należy stwierdzić, że Fundusze nie spełniły pokładanych w nich oczekiwań. W całym okresie funkcjonowania Programu Fundusze osiągnęły łącznie dodatni wynik netto jedynie w roku 1997, który wynosił 199 mln zł. Pozostałe lata sektor NFI zamykał ze stratą netto. Łączna wartość tej straty w okresie 1995-2003 wyniosła 3.615,4 mln zł, przy czym jej najwyższy poziom został wygenerowany w 1999r. i wynosił 1.975,1 mln zł. Przyczyn powyższego należy upatrywać w tym, że osiągnięte przez Fundusze przychody ze sprzedaży posiadanych spółek nie pokrywały kosztów ich funkcjonowania, wśród których dominującą część stanowiło wynagrodzenie dla Firm Zarządzających wynoszące od 62% w 1996 r. do 65% w 2003 r. kosztów operacyjnych NFI. Ponadto Fundusze w kolejnych latach funkcjonowania tworzyły rezerwy oraz dokonywały odpisów aktualizacyjnych na trwałą utratę wartości spółek z portfela, co zasadniczo wpływało na ich wyniki netto. Bez wpływu na wynik utworzono rezerwy i dokonano odpisów jedynie w roku 1996 w celu ustalenia rzeczywistej wartości spółek wniesionych do NFI w związku z brakiem dokonania ich wycen przed dniem wniesienia.
- 2) Mimo iż Fundusze podejmowały pewne działania restrukturyzacyjne w spółkach, generalnie można stwierdzić, że nie przyniosły one spodziewanego efektu ekonomicznego. Osiągane przez spółki portfelowe wyniki finansowe okazały się gorsze od przeciętnej wśród spółek spoza Programu NFI. Na taką sytuację miały wpływ niezależne od NFI przyczyny utrudniające osiągnięcie pozytywnych efektów restrukturyzacyjnych :
 - Po pierwsze, słaba kondycja ekonomiczna wnoszonych spółek już w dniu wniesienia spółek do NFI 2/3 z nich wykazywało straty. Zdarzały się przypadki wniesienia spółek z ujemnym kapitałem czy kwalifikujących się do postawienia w stan upadłości.
 - Po drugie, do Programu NFI wniesione zostały spółki z mało atrakcyjnych branż takich jak: branża mięsna, branża tekstylna, branża górnicza czy branża hutnicza. Sytuacja tych sektorów gospodarki w ostatnich latach była trudna i stwarzała niekorzystne, niesprzyjające osiągnięciu dobrych wyników finansowych warunki do

prowadzenia działalności. Wskazać w tym miejscu należy, że niektóre z branż (np. zaplecza kolei) nie była prywatyzowana inną ścieżką co utrudnia dokonywanie porównań.

- Przesunięcie rozpoczęcia Programu NFI w czasie na początek okresu dekonunktury gospodarczej, co utrudniło przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych i osiągnięcia efektów ekonomicznych.

Niezależnie od tych faktów należy przyznać, iż oczekiwania związane z realizacją satysfakcjonujących wyników działalności spółek za pośrednictwem profesjonalnej i bardzo kosztownej kadry Funduszy były znacznie wyższe i ich nieosiągnięcie nie może być uzasadnione jedynie czynnikami niezależnymi od NFI. Miało na to wpływ m.in. ustalenie wynagrodzeń Firm Zarządzających w sposób nie motywujący do osiągania korzystnych wyników ekonomicznych i dokonywania restrukturyzacji spółek.

3) Począwszy od 1998 roku wszystkie strategiczne decyzje dotyczące realizacji Programu NFI podejmowane są samodzielnie przez Fundusze, nie wpisano bowiem do Ustawy żadnych mechanizmów, które pozwoliłyby Skarbowi Państwa na wywieranie skutecznego wpływu na działalność Funduszy po ukształtowaniu się ich prywatnego akcjonariatu, tj. po roku 1998. O braku takiego wpływu świadczy m.in.:

- Skarb Państwa jest mniejszościowym akcjonariuszem zarówno w spółkach portfelowych jak i w samych Funduszach, a dodatkowo tworzone tzw. „połączenia krzyżowe” pomiędzy Funduszami w znacznym stopniu ograniczyły możliwość wywierania wpływu na działalność NFI przez mniejszościowych akcjonariuszy Funduszy; ponadto Skarb Państwa nie został wyposażony w możliwość pozyskiwania informacji pozwalających na monitorowanie wykonania ustawowych celów utworzenia NFI;
- Zdominowanie przez udziałowców Firm Zarządzających Rad Nadzorczych Funduszy uniemożliwiło mniejszościowym akcjonariuszom dokonanie zmian w zawartych umowach o zarządzanie, w szczególności zablokowało dokonanie obniżenia wynagrodzeń za zarządzanie uzyskiwanych przez Firmy Zarządzające od poszczególnych Funduszy, zwiększając tym samym korzyści Firm Zarządzających uzyskiwane z realizacji Programu.
- Skarb Państwa został zmuszony do dołączania się do transakcji sprzedaży pakietów akcji spółek portfelowych przez NFI, ze względu na fakt iż inwestorzy nie byli zainteresowani kupnem pojedynczych pakietów mniejszościowych nie pozwalających na kontrolowanie spółki.

4) Udziałowcy Firm Zarządzających od momentu przejęcia kontroli nad NFI zmierzali do maksymalizacji zysków m.in. poprzez wyjście kapitałowe z pakietów akcji spółek portfelowych mając w perspektywie na celu realizację wariantu likwidacyjnego Funduszy i dystrybucji zgromadzonych środków dla akcjonariuszy. Oznaczało to wychodzenie ze spółek w okresie i po wartości nie zawsze korzystnej z punktu widzenia działalności spółek, często bez przeprowadzenia skutecznego programu restrukturyzacji i bez dodatkowego zwiększenia ich wartości. Ustawa nie wprowadziła żadnych mechanizmów zabezpieczających przed takim rozwojem wypadków mimo iż stan taki można było przewidzieć w chwili konstruowania Programu NFI, ze względu na możliwą do przewidzenia tendencję większości obywateli do sprzedaży pśu i akcji NFI w pierwszej fazie Programu i ich skupowaniu przez duże instytucje finansowe, co

w krótkim czasie doprowadziło do pojawienia się prywatnych większościowych akcjonariuszy.

- 5) Rosnące wydatkowanie środków finansowych na inwestycje w bezpieczne instrumenty finansowe skazywało NFI na rolę inwestorów biernych. Dopuszczenie przez ustawę o NFI łączenia własności NFI i Firmy Zarządzającej ograniczyło przejrzystość zarządzania oraz możliwość wpływania Skarbu Państwa na działalność NFI i w efekcie odniosło negatywny wpływ na realizację Programu. Sytuacja ta zwiększyła ryzyko wystąpienia szeregu niekorzystnych zjawisk, do których przede wszystkim należy zaliczyć:
 - utrzymanie wysokich kosztów operacyjnych Funduszu, których zasadniczą część stanowi wynagrodzenie za zarządzanie,
 - transfer aktywów między Funduszami w wyniku tworzenia powiązań krzyżowych między Funduszami (co umożliwia wykorzystywanie majątku Funduszy zarządzanych przez jedną Firmę Zarządzającą w celu umacniania jej pozycji),
 - brak respektowania praw pozostałych akcjonariuszy przy umarzaniu akcji.
- 6) W okresie 1996-2004 z ogółu 512 spółek portfelowych Fundusze sprzedały akcje 494 podmiotów, co oznacza, że 96,5% spółek z Programu znalazło inwestora. Dla porównania dane dotyczące prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych dla okresu prawie dwukrotnie dłuższego (01.08.1990-31.07.2004) wskazują, iż, oprócz spółek z Programu NFI, w MSP udostępniono akcje/udziały w drodze prywatyzacji kapitałowej 349 podmiotów. Choć Program NFI przyspieszył prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, można jednak w wielu przypadkach mieć zastrzeżenia do wybranych przez Fundusze inwestorów, którzy niejednokrotnie przejawiali mniejsze zainteresowanie rozwojem działalności spółek, a w większym stopniu koncentrowali się na przejmowaniu posiadanych przez nie aktywów.
- 7) Specyfika konstrukcji Programu NFI zakłada wyłonienie inwestora strategicznego dla spółki portfelowej przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Skarb Państwa posiadając jedynie do 25% akcji spółki portfelowej nie dokonywał samodzielnie procesu sprzedaży pakietów akcji spółek włączonych do Programu NFI, z uwagi na fakt, że pozostający w posiadaniu Skarbu Państwa pakiet nie jest istotny z punktu widzenia podejmowania strategicznych decyzji dotyczących polityki właścicielskiej akcjonariuszy, a jego wartość i znaczenie w przypadku braku kumulacji z innymi posiadanymi pakietami akcji jest bardzo znikoma .
- 8) Nadmienić należy, że rynek NFI jest rynkiem marginalnym, jeśli chodzi o rynek publiczny w Polsce. Wprawdzie w początkowym okresie realizacja Programu NFI przyczyniła się do ożywienia rynku kapitałowego, jednak od momentu wykrystalizowania się prywatnego akcjonariatu Funduszy w 1999r. poważne instytucje obecne na polskim rynku kapitałowym, jak PeKaO S.A., BRE Bank S.A., posiadały w akcjonariacie NFI znaczące udziały i traktowały te inwestycje długofalowo. Ich zaangażowanie w NFI wpływa na obniżenie płynności na rynku akcji NFI. Spowodowany tym spadek zainteresowania pozostałych uczestników rynku angażowaniem swoich środków w pakiety nie dające większego wpływu na zarządzanie Funduszem nie pozostaje bez wpływu na poziom kursów akcji. Nie bez znaczenia dla poziomu kursów akcji Funduszy pozostają również osiągnięte przez NFI wyniki finansowe. Wprowadzenie spółek NFI do obrotu pozagiełdowego nie miało istotnego znaczenia dla rozwoju tego rynku, głównie ze względu na słabą kondycję spółek portfelowych i niskie obroty ich akcjami. Na rynku MTS CeTO pojawiło się jedynie 17 spółek, małych i w słabej kondycji finansowej.
- 9) Mimo iż z technicznego punktu widzenia dystrybucja pśu zakończyła się sukcesem, nie spełniły się oczekiwania związane z powszechnością uwłaszczenia. Analiza notowań pśu pozwala stwierdzić, że przeciętnie, uprawnieni do ich odbioru nie osiągnęli znaczących

korzyści ekonomicznych z tytułu uczestnictwa w Programie. Przyczyn należy upatrywać w nieproporcjonalnie małym majątku przeznaczonym do prywatyzacji z wykorzystaniem ścieżki NFI w stosunku do liczby potencjalnych beneficjentów oraz relatywnie wysokich kosztach dostępu do rynku kapitałowego dla przeciętnych posiadaczy pśu wobec naturalnej tendencji do kumulowania kapitału przez podmioty posiadające większe możliwości finansowe niż przeciętny obywatel.

- 10) Z technicznego punktu widzenia udostępnienie akcji uprawnionym pracownikom spółek portfelowych uznać należy za zakończone sukcesem. Trudno jest jednak ocenić korzyści ekonomiczne osiągnięte przez uprawnionych głównie ze względu na brak instrumentów pozwalających przeprowadzić takie badanie. Wskazać jednak należy, że wprowadzone zapisy statutowe umożliwiające wyjście pracownikom z inwestycji na warunkach identycznych jak NFI ułatwiło pracownikom spółek realizację korzyści ekonomicznych. Nie zrealizowali ich jednak z pewnością pracownicy spółek upadłych.
- 11) W wyniku realizacji Programu NFI dla budżetu państwa uzyskano kwotę **1 681 551 791,13 zł.** W porównaniu na realizację Programu wydatkowano **454 254 581,38 zł.** Należy przy tym zauważyć, że celem Programu NFI nie było osiągnięcie maksymalizacji wpływów budżetowych.

5. PRZYSZŁOŚĆ PROGRAMU NFI.

W 2005 r. dobiegnie końca 10-letni okres funkcjonowania Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, tj. okres, na który twórcy Programu NFI założyli jego realizację. Wskazać jednak należy, iż założenia odnośnie długości okresu realizacji Programu NFI nie znalazły wprost odzwierciedlenia w zapisach ustawowych. 10-letni okres został wskazany w Ustawie jedynie w sposób dorozumiany poprzez nałożenie na ministra właściwego ds. Skarbu Państwa obowiązku zarezerwowania 15% akcji każdego z Narodowych Funduszy Inwestycyjnych na inne cele, niż ich udostępnienie w celu wymiany na powszechne świadectwa udziałowe (pśu) (art. 38 ust. 2 Ustawy) oraz uprawnienie go do wypłaty Firmom Zarządzającym majątkiem NFI wynagrodzeń za wyniki finansowe zgodnie z zasadami określonymi w art. 24 ust. 3 Ustawy (art. 38 ust. 6 Ustawy). W art. 24 ust. 3 Ustawy określono jedynie maksymalny pułap przysługującego Firmom Zarządzającym wynagrodzenia za wyniki finansowe. Dopiero w momencie zawierania w 1995 r. umów o wynagrodzenie za wyniki finansowe Minister Przekształceń Własnościowych, przyjmując w tych umowach maksymalny poziom wynagrodzeń za wyniki finansowe oraz określając termin, w którym możliwe będzie wypłacenie końcowego wynagrodzenia za wyniki finansowe na rok, w którym zostanie opublikowany zweryfikowany rachunek zysków i strat funduszu za 10 rok obrotowy (tj. w 2005 r.) ustalił okres realizacji Programu NFI na 10 lat. Równolegle w umowach o zarządzanie, zawieranych z Firmami Zarządzającymi przez rady nadzorcze NFI, przewidziano maksymalnie 10-letni okres obowiązywania tych umów. Analogicznie przyjęto w umowach o wynagrodzenie za wyniki finansowe podpisanych przez Ministra Skarbu Państwa w 1999 r., że wypłata wynagrodzenia za wyniki finansowe zakończy się w 2005 r., tj. po 10 latach funkcjonowania Funduszu. Wygaśnięcie umów o zarządzanie zawartych w 1999 r. przewidziano na 2006 r., o ile wcześniej nie zostaną wypowiedziane przez radę nadzorczą NFI lub przez Firmę Zarządzającą.

Drugim źródłem wskazującym na dziesięcioletni okres realizacji Programu NFI są statuty NFI. Mianowicie statut każdego z Narodowych Funduszy Inwestycyjnych zawiera postanowienie, iż do obowiązków rady nadzorczej należy przedstawianie akcjonariuszom, na pierwszym zwyczajnym walnym zgromadzeniu Narodowego Funduszu Inwestycyjnego zwołanym po 31.12.2005 r. i na każdym następnym zwyczajnym walnym zgromadzeniu, projektu odpowiedniej uchwały i zalecenia dotyczącego likwidacji lub przekształcenia Narodowego Funduszu Inwestycyjnego w spółkę mającą charakter funduszu powierniczego lub innego podobnego funduszu, zgodnie z obowiązującymi przepisami wraz z zaleceniem dotyczącym Firmy Zarządzającej, jeżeli NFI jest związany z taką Firmą umową o zarządzanie. Brak jest natomiast uregulowań statutowych obligujących walne zgromadzenie do podjęcia po 2005 r. uchwały nakazującej przekształcenie NFI w fundusz działający na podstawie ustawy z dnia 28.08.1997 r. o funduszach inwestycyjnych lub uchwały o jego likwidacji. Co więcej, z uwagi na fakt, że uregulowania dotyczące ewentualnego przekształcenia narodowego funduszu inwestycyjnego w fundusz działający na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych są zapisane jedynie w statucie NFI możliwe jest ich wykreślenie (SP nie dysponuje w żadnym z NFI udziałem w kapitale zakładowym umożliwiającym zablokowanie zmian statutu). Z drugiej strony, dla umożliwienia walnemu zgromadzeniu podjęcia ewentualnej uchwały o przekształceniu NFI w fundusz inwestycyjny konieczne byłoby uchwalenie przepisów przejściowych regulujących zasady takiego przekształcenia.

Praktyka pokazała, że część Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w krótszym terminie niż 10-letni zamknęła realizację Programu dokonując sprzedaży wniesionych przez SP pakietów akcji i udziałów spółek, część zamknie jego realizację w 2004-2005 r., a część może pozostawić w swoich portfelach akcje niektórych wniesionych spółek również po tym okresie.

W związku z prowadzoną od 1998 roku intensywną polityką dezinvestycyjną, większość Funduszy posiada obecnie jedynie kilka pakietów akcji spółek wiodących wniesionych do Programu przez Skarb Państwa lub też na przykład w przypadku NFI Fortuna S.A., JUPITER NFI S.A., czy OCTAVA NFI S.A. w ich aktywnym nadzorze brak już pakietów większościowych spółek wniesionych przez Skarb Państwa do Programu NFI.

W związku z powyższym, a także mając na względzie orzeczenie Sądu Apelacyjnego w Warszawie w sprawie możliwości umarzania akcji przez NFI, który uznał tę możliwość za zgodną z obowiązującymi przepisami prawa, należy się spodziewać, że w perspektywie najbliższych lat Fundusze będą zmierzały do zakończenia swojej działalności poprzez umorzenie akcji i wypłatę wartości dla ich obecnych akcjonariuszy. Sprzyja temu opisane wcześniej gromadzenie zasobów gotówkowych i innych aktywów płynnych przez większość NFI, które już obecnie przeznaczane są na wykupywanie własnych akcji prowadzone na zasadach kodeksowych przez większość Funduszy.

Można się spodziewać, że jedynie kilka NFI będzie kontynuować swoją działalność poza określony termin czyli do końca 2004 roku. Są to Fundusze, które zgodnie z przyjętą strategią inwestycyjną w swoich portfelach posiadają pakiety akcji spółek spoza Programu NFI głównie z branży telekomunikacyjnej i budowlanej i prowadzą dalsze inwestycje w spółki spoza Programu.

Jeżeli chodzi o zaangażowanie Skarbu Państwa, to będzie ono do końca 2004 roku nadal sukcesywnie spadać w miarę realizowanych wypłat wynagrodzeń dla Firm Zarządzających z zarezerwowanego na ten cel pakietu akcji oraz w wyniku uczestnictwa Skarbu Państwa w wezwaniach ogłaszanych przez poszczególne NFI. Już w chwili obecnej Skarb Państwa posiada w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych pakiety uprawniające zaledwie do 3,05% - 18,36% głosów na walnych zgromadzeniach. Część tych pakietów pozostanie jako należność Skarbu Państwa w tych Funduszach, które bądź nie posiadały bądź zrezygnowały w pewnym okresie z usług Firm Zarządzających. Skarb Państwa rozważa sprzedaż tych pakietów za pośrednictwem GPW. W pięciu Funduszach Skarb Państwa nie jest już akcjonariuszem. Poniższa tabela prezentuje aktualne na dzień 08 grudnia 2004 r. zaangażowanie Skarbu Państwa w nfi:

| Fundusz | Aktualna liczba akcji SP | Liczba akcji w kapitale zakładowym | Procent akcji SP |
|-------------------------------|---------------------------------|---|-------------------------|
| FUND I NFI S.A. | 471 800 | 15 028 063 | 3,14% |
| Jupiter NFI S.A. | 2 972 527 | 52 072 204 | 5,71% |
| NFI Progress S.A. | 591 314 | 23 716 531 | 2,49% |
| V NFI VICTORIA | 917 036 | 15 028 063 | 6,10% |
| NFI Magna Polonia S.A. | 1 947 719 | 30 056 124 | 6,48% |

| | | | |
|--------------------------|-----------|------------|---------------|
| NFI Octava S.A. | 4 418 755 | 24 070 503 | 18,36% |
| NFI Foksal S.A. | 3 018 153 | 21 469 817 | 14,06% |
| NFI Fortuna S.A. | 1 071 922 | 15 028 063 | 7,13% |
| Zachodni NFI S.A. | 1 297 141 | 21 347 143 | 6,08% |

W stosunku do spółek portfelowych MSP nadal będzie kontynuować prace mające na celu zbycie posiadanych akcji stosując dotychczasowe procedury sprzedaży należących do Skarbu Państwa pakietów. W odniesieniu do spółek, wobec których nie zostaną zakończone procedury prywatyzacyjne MSP będzie sprawowało nadzór właścicielski, podobnie jak obecnie w przypadku innych spółek z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa.