



Jan RYMARCZYK\*

## Konflikty w zarządzaniu Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi

### Przyczyny konfliktów

*Opracowana przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych przy pomocy zagranicznych i krajowych doradców konstrukcja zarządzania Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi, była wysoce skomplikowana<sup>1</sup>. Usiłowała ona połączyć zasady funkcjonowania spółek akcyjnych w Polsce z funduszami inwestycyjnymi na Zachodzie. W szczególności włączenie w NFI nieznannej u nas instytucji spółki zarządzającej spowodowało w praktyce trudności z rozgraniczeniem jej kompetencji od zarządu i rady nadzorczej. Ponieważ w większości funduszy wprowadzono unię personalną tzn., że zarząd funduszu całkowicie lub częściowo składał się z członków zarządu firmy zarządzającej, to de facto taka firma spełniała dwie sprzeczne funkcje. Z jednej strony jako zarząd funduszu była jego statutową władzą, z drugiej zaś podporządkowana tej władzy instytucją wykonawczą. Jest oczywiste, że w praktyce cele zarządu i spółki zarządzającej niejednokrotnie musiały się rozmiąć. Zarząd w interesie funduszu powinien dążyć do rozsądnego opłacania firmy w zależności od prezentowanej jakości zarządzania i osiągniętych efektów. Natomiast spółka zarządzająca zainteresowana była maksymalizacją wynagrodzenia, ograniczeniem wydatków na zarządzanie i przetruciem jego kosztów na fundusz. W konfrontacji tych dwóch racji zwyciężał interes spółki zarządzającej, ponieważ jej udziałowcy delegowali swoich przedstawicieli do zarządu, opłacali ich i mogli odwołać. Spektakularnym przykładem tego były trudne nego-*

\* Autor jest pracownikiem naukowym Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.

<sup>1</sup> Poruszone w tym artykule problemy były częściowo przedmiotem referatu wygłoszonego na konferencji we Wrocławiu, w dniu 22-23 maja 2000 r.: Materiały z konferencji naukowej zorganizowanej przez Katedrę Handlu Zagranicznego AE we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 254-263

*cja, które podjęły rady nadzorcze w kilku funduszach, w celu obniżenia wynagrodzenia i zwiększenia personelu zajmującego się restrukturyzacją spółek portfelowych. Spółki zarządzające, będące jednocześnie zarządami, wyraźnie sprzeciwiały się takim działaniom i ulegały dopiero pod presją wypowiedzenia umowy o zarządzanie.*

Specyficzną rolę w funduszu odgrywała rada nadzorcza. Jej kompetencje były większe aniżeli w zwykłej spółce akcyjnej. Ustawa o NFI przyznawała jej, z pewnymi wyjątkami, kompetencje walnego zgromadzenia do czasu, kiedy będą w nim uczestniczyli inni akcjonariusze niż Skarb Państwa<sup>2</sup>.

Do wyłącznej kompetencji rady nadzorczej należało powoływanie firmy zarządzającej i zawarcie z nią umowy. W praktyce Ministerstwo Przekształceń Własnościowych narzuciło funduszom standardowe umowy o zarządzanie. Umowy te nieprecyzyjnie rozgraniczały kompetencje, obowiązki i odpowiedzialności stron, tworząc przy tym wyraźną asymetrię w tym zakresie pomiędzy radą nadzorczą, a firmą zarządzającą na niekorzyść tej pierwszej. W szczególności ograniczenie odpowiedzialności firmy zarządzającej za zmniejszenie wartości funduszu tylko do przypadków niedbalstwa lub winy umyślnej praktycznie uniemożliwiało wypowiedzenie umowy bez ponoszenia poważnych konsekwencji finansowych przez fundusz.

Rada nadzorcza ponosząc dużą odpowiedzialność statutową i społeczną faktycznie nie dysponowała (poza groźbą wypowiedzenia umowy) środkami, które mogłyby wpłynąć na podwyższenie poziomu usług świadczonych przez firmę zarządzającą.

Ponieważ wypowiedzenie umowy o zarządzanie wiązało się z konsekwencjami finansowymi i ewentualnie prawnym sporem, a także nieprzewidywalną reakcją Skarbu Państwa, to fundusze krócej lub dłużej tolerowały niekompetencje firm zarządzających.

Istotnym czynnikiem konfliktogennym było także wysokie wynagrodzenie firm zarządzających zarówno „jak i za wyniki finansowe. Konstrukcja umowy na podstawie, której to drugie mogło być wypłacone przewidywała, że nawet gdy fundusz ponosi straty, to firma zarządzająca powinna je otrzymywać. W praktyce było to regułą, ponieważ rzadko kiedy fundusze nie wykazywały strat.

Niezależnie od formalnych uregulowań pomiędzy radą nadzorczą a firmą zarządzającą występowały rozbieżności we wzajemnym postrzeganiu swojej roli w funduszu. Rada nadzorcza uważała się za przedstawiciela właściciela funduszu a firmę zarządzającą chciała widzieć jako „wynajętego rewolwerowca”. Natomiast firma zarządzająca, mająca kompetencje zarządu, prokurę i silne umocowanie w przepisach umowy o zarządzanie dążyła do marginalizowania roli rady nadzorczej. Formalnym przejawem tego było np. odcinanie rady nadzorczej od dopływu istotnych dla funduszu informacji, nierealizowanie uchwał rady nadzorczej i głoszenie poglądów o niekompetencji pochodzą-

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. O narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji. Dz.U. Nr 44, art. 18.

cych z „nominacji” rad nadzorczych<sup>3</sup>. Wpływ na taki stan rzeczy, oprócz rywalizacji o władzę, mogła wywierać odmienność rozwiązań dotyczących organów władzy spółek akcyjnych w różnych krajach. W przyjętym w Polsce modelu niemiecko-francuskim istnieje, jak wiadomo, rozdział funkcji nadzoru od zarządzania. W modelu anglosaskim jeden organ spełnia obie te funkcje (board of directors). Za zarządzanie odpowiedzialni są dyrektorzy zarządzający (executive) a za nadzór dyrektorzy nie zarządzający (non – executive). Zatem szczególnie dla partnerów konsorcjów wywodzących się z anglosaskiego systemu prawa mogła być z powyższych względów oczywista tendencja do kumulowania kompetencji funduszu (rady nadzorczej i zarządu) w obrębie firmy zarządzającej<sup>4</sup>.

Deklarowane przez NFI strategie uwzględniały w szerokim zakresie stanowisko rad nadzorczych, natomiast rzeczywiście realizowane były wynikiem konfrontacji tego stanowiska z poglądami na ten temat firm zarządzających lub inaczej mówiąc kompromisem pomiędzy tym, co wymagały rady nadzorcze, a tym, co firmy zarządzające umiały i chciały realizować.

Należy zaznaczyć, że nawet opracowanie formalnej strategii, adekwatnej do celów i zasobów funduszy nastręczało firmom zarządzającym sporo problemów. W wielu przypadkach niezdolne były do identyfikacji charakteru funduszu, czego przejawem były pojawiające się na łamach prasy, różniące się od siebie wypowiedzi przedstawicieli tego samego funduszu o jego strategii lub też dość częste zapowiedzi zmiany strategii.

Kontrola realizacji strategii przez rady nadzorcze była bardzo utrudniona. W największej mierze musiały one opierać się na relacjach firmy zarządzającej. Sprawdzenie u źródła, czyli w spółkach portfelowych przebiegu procesu restrukturyzacji było na ogół nieefektywne, ponieważ ich zarządy obawiały się reakcji swoich zwierzchników tj. przedstawicieli firm zarządzających w ich radach nadzorczych, a ponadto formułowany był zarzut ingerencji rad nadzorczych w kompetencje firm zarządzających.

Największym obszarem konfliktów było zarządzanie funduszem i pośrednio spółkami portfelowymi. Jakość tego zarządzania była na ogół nisko oceniana i nie spełniająca oczekiwań rad nadzorczych, zwłaszcza w kontekście wysokiego wynagradzania firm zarządzających.

Koncentrowały się one na działaniach administracyjnych zaniedbując funkcje restrukturyzacyjne i inwestycyjne. Skutkowało to realnym zmniejszaniem wartości aktywów funduszy, podczas gdy ustawa o NFI nakładała na fundu-

<sup>3</sup> Np. w V NFI „Victoria” spółka zarządzająca nie udostępniła radzie nadzorczej rankingu, którym zamierzała się kierować przy losowaniu spółek portfelowych, a jej wiceprezes udzielił wywiadu prasowego, w którym stwierdził, że rada nadzorcza nie zna się na zarządzaniu finansami funduszu.

<sup>4</sup> W celu wsparcia poglądu o priorytetowej roli spółki zarządzającej m.in. zorganizowane zostało w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych spotkanie z biznesmenami polskiego pochodzenia z USA, którzy starali się przekonać członków rad nadzorczych o ich podrzędnej roli w funduszach.

sze obowiązki pomnażania ich majątku w szczególności poprzez powiększenie wartości spółek, w których fundusze są akcjonariuszem<sup>5</sup>.

Należy zaznaczyć, że przyczyny konfliktów nie tkwiły wyłącznie po stronie firm zarządzających. Niekiedy wynikały z ingerencji rad nadzorczych, w operacyjne zarządzanie funduszami, czyli z nadmiernych ich ambicji. Niekiedy winę ponosiły obie strony wykazując brak umiejętności partnerskiej współpracy i zaufania. Przyczyny konfliktów miały także charakter obiektywny. Takimi było np. zderzenie ze sobą dwóch różnych kultur, mentalności i poglądów na temat metod zarządzania.

Dyskusyjna była rola Ministerstwa Przekształceń Własnościowych (Ministerstwa Skarbu) w tych konfliktach. Rady Nadzorcze odnosiły wrażenie, że jego przedstawiciele niekiedy działali pod wpływem firm zarządzających, władz krajów pochodzenia tych firm lub międzynarodowych organizacji. Istnieją pewne dowody na to, że Ministerstwo wywierało naciski na wybór firm zarządzających przez fundusze, które wypowiedziały umowę o zarządzanie<sup>6</sup>.

Nie ułatwiała zarządzania funduszami także brak strategii postępowania ministerstwa w stosunku do funduszy. Raz deklarowało pasywny stosunek, innym razem aktywny, podejmując dość chaotyczne działania. Na przełomie 1998 i 1999 roku skoncentrowało się na wymianie swoich reprezentantów pochodzących z konkursu na „politycznie” właściwych. Natomiast w drugiej połowie 2000 r. wspólnie z Wood & Company i PZU Życie postanowiło przejąć kontrolę nad X, VII i XIV NFI zarządzanym przez BRE/Private Equity. W przypadku X NFI to się powiodło, zaś w VII NFI powstały dwie rady nadzorcze i dwa zarządy nie uznające się wzajemnie.

Skarb Państwa wyjaśniał, że jego postępowanie sprowokowane zostało wątpliwościami co do możliwości efektywnej działalności restrukturyzacyjnej i inwestycyjnej niektórych firm zarządzających. Wskazano na wiele nieprawidłowości w zarządzaniu funduszami i ponoszone przez nie straty, w tym gigantyczną, bo wynoszącą prawie 200 mln zł stratę netto X NFI Foksal za 1999 r. Nie negocjując w tym przypadku słuszności stanowiska Skarbu Państwa należy krytycznie ocenić to, że reakcja jego nastąpiła tak późno. Prawdopodobnie wynikało to z niekompetencji jego przedstawicieli w radach nadzorczych funduszy dobieranych, jak już była o tym mowa wg kryteriów politycznych.

### Case study: II NFI

Konflikty pomiędzy spółkami zarządzającymi a radami nadzorczymi wystąpiły w większości funduszy. Tylko w pięciu funduszach współpraca układała się w miarę dobrze, tj. w I, III, VI, VIII, XV, IX NFI im. E. Kwiatkowskiego od początku nie posiadał firmy zarządzającej. Poniżej przedstawiony zostanie przebieg konfliktów w sześciu funduszach, gdzie nastąpiły one nasilniej.

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r., wyd. cyt. art. 4.

<sup>6</sup> „Nie będziemy naciskać na NFI”, *Życie*, 3.04.1998.

Wypowiedzenie umowy o zarządzanie poprzedziły konflikty nie tylko pomiędzy władzami funduszu a spółką zarządzającą, ale także między jej udziałowcami. Polski jej udziałowiec, tj. Bank Gdański, nie zgadzał się ze strategią i bieżącymi działaniami firmy zarządzającej i twierdził, że zagraniczni wspólnicy pozbawili go wpływu na fundusz. W związku z tym wycofał swoich przedstawicieli z rady nadzorczej spółki zarządzającej i miał zamiar sprzedać w niej udziały.

Rada nadzorcza funduszu wypowiedziała umowę spółce zarządzającej Hevelius Management ze skutkiem natychmiastowym w dniu 30 stycznia 1997 roku. Jako powód podano niedbalstwo firmy, przejawiające się między innymi w zaległościach w realizacji umowy o zarządzanie, niepodjęcie re negocjacji załącznika do umowy o zarządzanie (tzw. uzgodnionych procedur) oraz restrukturyzacji kapitałowej i zmiany formy prawnej firmy zarządzającej ze spółki z o.o. na spółkę akcyjną, pomimo wezwań rady nadzorczej oraz dokonanie zmian w zarządzie firmy zarządzającej bez wiedzy rady nadzorczej funduszu.

Rada nadzorcza wstrzymała także wypłatę wynagrodzenia za IV kwartał 1996 roku. Od tych decyzji Hevelius odwołał się do Sądu Arbitrażowego przy Krajowej Izbie Gospodarczej. Uważał, że decyzja podjęta została z naruszeniem prawa i jako taka jest nieważna. Sąd Arbitrażowy orzekł, że wypowiedzenie było skuteczne, ale uznał roszczenie o wynagrodzenia za zasadne i zobowiązał fundusz do wypłaty 3.7 mln PLN. Orzeczenie to fundusz zaskarżył do Sądu Powszechnego.

W kilka miesięcy po wypowiedzeniu umowy rada nadzorcza ogłosiła przetarg na nową firmę zarządzającą. Pomimo zgłoszenia się kilku poważnych kandydatur, m.in. Flemings – Expandia, powiązanego z czeską grupą kapitałową Expandia, która dysponowała poprzez swoje podmioty zależne 10% akcji funduszu, procedura przetargu została zakończona bez wyboru zarządcy. Zdecydował o tym Skarb Państwa, który żądał wstrzymania wyboru do czasu zakończenia konwersji Powszechnych Świadczeń Udziałowych na akcje NFI i wykrystalizowania się składu akcjonariatu. W istocie chodziło jednak o umożliwienie przejścia zarządzania przez PZU NFI Management, który nie znalazł się na krótkiej liście kandydatów, a którego udział w funduszu wynosił wtedy (wraz z PZU Życie) około 20% akcji. Zwołana na 22 czerwca 1999 roku NWZA nie mogło jednak zatwierdzić umowy o zarządzanie, ponieważ rada nadzorcza nie podpisała jej ze względu na szereg zastrzeżeń, co do oferty PZU NFI Management. Zdaniem Rady Nadzorczej jej mankamenty dyskredytowały kandydata jako przyszłego zarządcę, a proponowany zakres obowiązków spowodowałby, że koszty zarządzania byłyby wyższe, niż dotychczasowe<sup>7</sup>.

Był to bezprecedensowy przypadek sprzeciwu rady nadzorczej dokonany w interesie funduszu, a wbrew interesom najważniejszego udziałowca (poza Skarbem Państwa), który zakończył się odwołaniem 5 z 7 jej członków.

<sup>7</sup> „Kolejne podejście”, *Parkiet*, 8.08.1999, nr 148.

### Case study: IV NFI „Progress”

Zastrzeżenia do działalności Konsorcjum Raiffeisen – Atkins firmy zarządzającej funduszem zgłaszał już w maju 1997 roku ówczesny przewodniczący rady nadzorczej. Jego zdaniem źle zarządzano płynnymi aktywami, nie wywiązano się ze zobowiązań inwestycyjnych i nie podjęto w tym czasie żadnych inwestycji w spółkach portfelowych, choć fundusz posiadał na to środki pochodzące ze sprzedaży spółek. Istniało przypuszczenie, że Konsorcjum zamierza dokonać ich transferu do innego funduszu Raiffeisena, który miałby inwestować w niepubliczne spółki w Europie Środkowej. Kierować tym funduszem miał ówczesny przewodniczący rady nadzorczej Konsorcjum<sup>8</sup>. Opinie przewodniczącego rady nadzorczej funduszu nie podzielali pozostali członkowie tej rady i nie uzyskał on również w Ministerstwie Skarbu poparcia dla rozważanej koncepcji wypowiedzenia umowy o zarządzanie. W konsekwencji, jako jedyny z pośród przewodniczących rad nadzorczych NFI, nie został wybrany na następną kadencję.

Problem oceny działalności spółki zarządzającej powrócił przy okazji odwołania jej prezesa, który był jednocześnie prezesem zarządu IV NFI<sup>9</sup>. Poinformował on radę nadzorczą funduszu o wywieranych na niego przez Konsorcjum naciskach na podejmowanie decyzji w interesie grupy kapitałowej Raiffeisen szkodliwych dla funduszu np. zakupu bonów komercyjnych Universalu S.A. i XI NFI emitowanych przez Raiffeisena, czy też lokowanie wszystkich wolnych środków w tym banku, pomimo że lokaty w innych byłyby korzystniejsze. Potwierdził też wcześniejsze informacje o utworzeniu w Wiedniu konkurencyjnego dla IV NFI funduszu inwestycyjnego Raiffeisen Private Equity Management, który miałby przejąć 51% udziałów Raiffeisen Investment AG i Raiffeisen Centrobank w firmie zarządzającej i którego prezesem był aktualny prezes firmy zarządzającej IV NFI.

Rada nadzorcza funduszu powołała zespół kontrolny na podstawie ustaleń, którego sformułowano firmie zarządzającej sześć zarzutów, m.in. przekraczanie limitów inwestycyjnych, niezatrudnianie w miejsce odchodzących pracowników innych, o odpowiednich kwalifikacjach i zawarcie niekorzystnej umowy z irlandzką firmą Oakshire Investment Ltd. Na zlecenie funduszu firma ta podjęła się skupowania pakietów akcji od spółek portfelowych NFI. Cena, po której fundusz miał odkupić od niej akcje dziewięciu takich spółek była znacznie wyższa od rynkowej np. akcje Metrix wyceniła na 100 PLN, podczas gdy na rynku międzyfunduszowym kosztowały 60 PLN. W sumie potencjalna strata funduszu szacowana była na 10 mln PLN. W związku z tą sprawą fundusz zdecydował o zawiadomieniu prokuratury o działaniu zarządców na szkodę funduszu.

<sup>8</sup> E. Szweda, „Ciemna strona firmy zarządzającej”, *Parkiet*, 12-14 września 1998, nr 175.

<sup>9</sup> A. Maciejewski, „Na konflikcie ucierpi wizerunek funduszu”, *Rzeczpospolita*, 10.09.1998 nr 212; „Progres bez firmy”, *Parkiet*, 02.12.1998, nr 231; „Wypowiedzenie umowy o zarządzanie”, *Rzeczpospolita*, 03.12.1998, nr 283; K. Jedlak, „Może być seria procesów”, *Parkiet*, 04.12.1998, nr 233.

Zespół kontrolujący stwierdził także nieprawidłowości w działaniu odwołanego wcześniej prezesa zarządu Konsorcjum (T. Upcharcha), między innymi przekazywanie pieniędzy na rzecz członków austriackiej grupy Raiffeisena oraz omijanie polskich przepisów podatkowych przez zagranicznych pracowników Konsorcjum. Na podstawie wyżej wymienionych ustaleń pod koniec 1998 roku rada nadzorcza wypowiedziała Konsorcjum Raiffeisen Atkins umowę o zarządzanie w trybie natychmiastowym.

Wątek kryminalny w działalności funduszu pojawił się również wcześniej. A mianowicie jesienią 1997 roku NWZA głównie głosami Skarbu Państwa podjęło decyzję o emisji obligacji zamiennych o wartości 10 mln USD pomimo posiadania przez fundusz znacznych środków pieniężnych. Cała emisja miała być skierowana do Raiffeisena, pomimo zainteresowania nią także innych inwestorów. Zdaniem analityków nie chodziło tu o pozyskanie środków przez fundusz, ale przekazanie kontroli nad nim Raiffeisenowi. W związku z tym drobni akcjonariusze złożyli donos o popełnieniu przestępstwa przez E. Wąsacza Ministra Skarbu Państwa, a wcześniej kolejno: prezesa rady nadzorczej i zarządu IV NFI.

Stale dokonujące się zmiany w akcjonariacie funduszu spowodowały, że znalazł się on pod wpływem grupy PZU. W połowie 1999 roku posiadał on około 22% akcji i mógł liczyć na wsparcie kontrolowanego przez siebie IX NFI, który posiadał 9,36% akcji IV NFI. Zwołane na 2 lipca 1999 roku NWZA zatwierdziło PZU NFI Management na zarządcę funduszu przy sprzeciwie konsorcjum Raiffeisen Atkins, które dysponowało ponad 14% głosów. Krótko przez NWZA powiększyło bowiem swój udział kupując akcje, z których wycyfowało się PKO S.A. Wcześniej zrobiła to także tzw. grupa Radziwiłła, zdając sobie sprawę z utraty wpływu w funduszu. Wynagrodzenie firmy zarządzającej ustalono na poziomie 1.6 EURO.

### Case study: VII NFI im. K.Wielkiego S.A.

Rada Nadzorcza VII NFI wypowiedziała umowę o zarządzanie firmie Kazimierz Wielki Fund Management Co. A.G. Zug (KWFM) bez podania przyczyn w dniu 1 lutego 1998 r. tj. po około dwóch latach od jej podpisania. Oznaczało to, że umowa wygasła po 30 dniach od jej wypowiedzenia, a fundusz zobowiązał się do wypłacenia jednej czwartej rocznego wynagrodzenia za zarządzanie, czyli około 700 tys. USD. Jednocześnie odwołano z funkcji prezesa zarządu funduszu, który był jednocześnie prezesem zarządu firmy zarządzającej oraz jego zastępcę.

Rzeczywistą przyczyną wypowiedzenia była jednak negatywna ocena firmy zarządzającej. Rada nadzorcza zarzuciła jej niewystarczające działania restrukturyzacyjne wobec spółek portfela wiodącego, błędy w zarządzaniu płynnymi aktywami funduszy oraz znikome zaangażowanie partnerów konsorcjum, tj. banku inwestycyjnego Lazard Freres et Cie i Banku Gospodarstwa Krajowego, wskutek czego firma zarządzająca nie miała właściwego wsparcia w realizacji zobowiązań umownych wobec funduszu.



Szczególnie bulwersująca, nie tylko radę nadzorczą, była transakcja sprzedaży Powszechnych Świadczeń Udziałowych (PŚU) dla Swiss Bank Corporation. Fundusz sprzedał 200 tys. sztuk po 170 zł, podczas gdy na giełdzie kurs ich był poniżej 140 zł. Jednak SBC miał prawo wycofać się z transakcji w dowolnym momencie w ciągu roku. Po wpłaceniu dwóch bezzwrotnych rat w wysokości 800 tys. USD zwrócił PŚU, gdy cena ich spadła do 117 zł. Wpłacone raty nie pokryły szacowanych na 7 mln zł strat (niezrealizowanych), w tym kosztu kredytu zaciągniętego na ich zakup. Dodatkowo Komisja Papierów Wartościowych nałożyła na fundusz karę w wysokości 350 tys. zł za nieprawidłowości dotyczące przekazanej o tej transakcji informacji.

Po rozstaniu się z firmą zarządzającą rada nadzorcza ogłosiła przetarg na zarządzanie i podpisała umowy z Trinity Management zarządzającą III NFI, zgłaszając równocześnie zamiar fuzji z tym funduszem. Wynagrodzenie za zarządzanie miało zostać obniżone i wynosić tylko 1,2 mln USD.

Ze względu na sprzeciw Skarbu Państwa nie doszło do zatwierdzenia tej umowy przez akcjonariuszy. Natomiast pod koniec kwietnia 1999 r. NWZA zatwierdziło umowę o zarządzanie funduszem z Everest Capital Polska Sp. z o.o. Było to wynikiem układu sił – jedną czwartą akcji funduszu posiadała tzw. grupa Radziwiłła, w skład której wchodziły takie instytucje finansowe, jak Everest Capital Muster Fund, Everest Capital Frontier Fund, Poland Opportunity Fund, Merrill Lynch i CS First Boston Nominees Ltd. Mogła ona także korzystać z poparcia kontrolowanych przez siebie X NFI i XIV NFI, które posiadały akcje VII NFI. Dlatego pomimo przypuszczalnych głosów przeciw ze strony Skarbu Państwa i PKO S.A. umowa została zatwierdzona. Skarb Państwa zgłosił bowiem szereg zastrzeżeń do umowy, w tym co do wysokości wynagrodzenia za zarządzanie (1,6 mln euro), przerzucenia kosztów firmy zarządzającej na fundusz oraz spółki portfelowe oraz zmniejszenia zakresu informacji, które zarząd miał przekazywać radzie nadzorczej.

### Case study: X NFI Foksal S.A.

Również X NFI Foksal wypowiedział umowy o zarządzanie bez podania przyczyn w dniu 28 kwietnia 1998 r. Tak jak w innych przypadkach, istniała jednak istotna przyczyna. Był nią zdaniem rady nadzorczej brak porozumienia pomiędzy udziałowcami spółki zarządzającej Fidea Management Polska S.A. Problem koncentrował się wokół zagranicznego wspólnika, tj. Banque Arjil, który początkowo miał większość udziałów, później jednak zredukował je do 49%. Przedstawiciele tego banku twierdzili, że nie mogą porozumieć się z polskimi partnerami, tj. Agencją Rozwoju Przemysłu, Warszawską Grupą Konsultingową i Bankiem Inicjatyw Społeczno-Gospodarczych. Skutkowało to niezrealizowaniem strategii inwestycyjnej funduszu i małej jego aktywności w restrukturyzacji spółek portfelowych i podnoszeniu ich wartości. W wyniku postępowania arbitrażowego fundusz musiał zapłacić spółce zarządzającej 325 tys. zł i połowę opłaty arbitrażowej.



Niedługo po wypowiedzeniu umowy ogłoszono przetarg na zarządzanie funduszem. Podobnie jednak jak i w innych funduszach, na wniosek Skarbu Państwa, wstrzymano procedurę przetargową do czasu zakończenia wymiany PŚU na akcje.

NWZA, które odbyło się na początku kwietnia 1999 r., zatwierdziło umowę o zarządzanie z Everest Capital. Grupa Radziwiłła dysponowała tak dużą liczbą głosów, że nastąpiło to pomimo sprzeciwu Skarbu Państwa i Arnhold & Bleichroeder.

Zgodnie z poglądem Ministerstwa SP umowa nie powinna być zatwierdzona do czasu uzyskania przez Everest Capital Polska Sp. z o.o. od Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów zgody na zarządzanie więcej niż jednym funduszem. Wcześniej bowiem firma ta podpisała umowę o zarządzanie z XIV NFI Zachodnim. Wynagrodzenie ustalono na poziomie 1,6 mln euro, co było ustalonym w tzw. grupie Radziwiłła standardem.

W związku z podpisaniem umowy o zarządzanie planowano zwolnić 19 osób z funduszu, co jednak nie miało zmniejszyć jego kosztów z tytułu zarządzania ze względu na obciążenia wynikające z nowej umowy zawartej z firmą Everest Capital Polska Sp. z o.o. We wrześniu 2000 r., jak już była o tym mowa, Skarb Państwa wspierany przez Wood & Company i PZU Życie przejął kontrolę nad funduszem, a nowa rada nadzorcza powołała zarząd i wypowiedziała firmie BRE/Private Equity (wcześniej Everest Capital Polska) umowę o zarządzanie w trybie natychmiastowym.

### Case study: XI NFI S.A.

W niecały rok po podpisaniu umowy o zarządzanie, tj. już w kwietniu 1996 r. fundusz skutecznie ją wypowiedział. Jako przyczynę rada nadzorcza podała niedbalstwo firmy zarządzającej Reich & Tang Sp. z o.o., którego przejawem było nieprawidłowe zarządzanie finansami funduszu, niezgodne z przepisami prowadzenie księgowości, niedopełnienie obowiązków sprawozdawczych i próby obciążenia funduszu wydatkami za usługi konsultingowe, które powinna ponieść firma zarządzająca. Do tego doszły spory pomiędzy członkami konsorcjum (Reich & Tang Mutual Funds Group, NK Finance & Investment Sp. z o.o. i pracownicy firmy zarządzającej).

Dwóch zagranicznych członków konsorcjum nie zgodziło się z zarzutami i wystąpiło na drogę arbitrażową domagając się odszkodowania. W prasie pojawiły się jednak spekulacje, że rzeczywiste przyczyny wypowiedzenia umowy miały charakter polityczny<sup>10</sup>. Wiązały się ze zwolnieniem prezesa zarządu funduszu, który cieszył się silnym poparciem ministra przekształceń własnościowych, z funkcji prezesa spółki zarządzającej.

Ponadto projekt konsolidacji przedsiębiorstw zbożowych funduszu, obejmujących 10-12% tego rynku, lansowany przez firmę zarządzającą, był kon-

<sup>10</sup> P. Rabiej, „Korepetycje z zarządzania”, *Gazeta Bankowa*, 14 lipca 1996 r., nr 28.

kurencyjny w stosunku do lobby związanego z Rolimpeksem, który również miał swoje „przełożenie” na ww. ministra.

W połowie 1998 r. rada nadzorcza podpisała umowę o zarządzanie z ABN Amro Management Sp. z o.o. mającą swoją centralę w Holandii. Umowa nie została jednak zatwierdzona przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. W rok później fundusz ostatecznie zawarł umowę z Trinity Management – firmą zarządzającą III NFI. Zdecydował o tym PKO S.A., który posiadał 50% udziałów w tej firmie oraz był największym akcjonariuszem zarówno w III NFI (29% akcji), jak i w XI NFI (28% akcji).

Wynagrodzenie za zarządzanie zostało ustalone na poziomie 1,6 mln euro rocznie, podczas gdy w III NFI wynosiło wtedy 2,5 mln USD. Wkrótce zostało jednak obniżone do poziomu XI NFI.

Pod koniec 1999 r. NWZA XI NFI i III NFI podjęły decyzję o fuzji funduszy. Formalne połączenie nastąpiło dopiero w marcu 2000 r. Dotychczasowi akcjonariusze tych funduszy otrzymali za każdą akcję po jednej akcji nowego funduszu Jupiter S.A. Firmą zarządzającą została Trinity Management Sp. z o.o.

### Case study: XIII NFI „Fortuna”

Pierwszym funduszem, w którym doszło do wyraźnego konfliktu pomiędzy radą nadzorczą a firmą zarządzającą był XIII NFI „Fortuna”. Już w dwa miesiące po podpisaniu umowy o zarządzanie rada nadzorcza zarzuciła firmie zarządzającej, że nie zorganizowała stałej siedziby funduszu i nie zatrudniła fachowego personelu określonego w umowie. Później pojawiły się następne zarzuty, dotyczące braku strategii, a także podmiotu, który powinien wykonywać funkcję firmy zarządzającej. Sygnatariuszem umowy o zarządzanie była bowiem Yamaichi Regent Special Project Ltd. z siedzibą w Londynie, natomiast funduszem faktycznie zarządzała spółka Yamaichi Regent ABC, zarejestrowana w Warszawie, w której 90% udziałów posiadała londyńska spółka, a 10% ABC Consulting z Gdańska. Dało to podstawę do zawieszenia w obowiązkach delegowanego przez firmę zarządzającą prezesa zarządu funduszu i wypowiedzenie umowy o zarządzanie z powodu niedbalstwa (§ 7, ustęp 4, punkt 4 Umowy o zarządzanie). Pod naciskiem MPW rada nadzorcza wycofała wypowiedzenie. Nie udzieliła jednak firmie prokury, co uniemożliwiło jej podejmowanie niektórych decyzji.

Konflikt między stronami narastał, a liczba zarzutów w stosunku do firmy zarządzającej urosła do 60.

31 maja 1996 roku minister Przekształceń Własnościowych, za zgodą Prezesa Rady Ministrów odwołał radę nadzorczą stwierdzając, że uniemożliwiła działanie funduszu. Przewodniczącemu rady nadzorczej zarzucono ingerowanie w operatywne zarządzanie i chęć bezpośredniego zarządzania funduszem. Panowało powszechne przekonanie, że nastąpiło to wskutek interwencji ambasadora japońskiego w Polsce. Niezależnie od stopnia winy firmy zarządzającej nie ulega wątpliwości, że MPW zależało na rozwiązaniu konfliktu na jej

korzyść. „...Jestem zadowolony, że udało się wyjść z opresji. Grupa Yamaichi to jedna z największych grup inwestycyjnych Japonii i zależy nam bardzo na jej udziale, bo to jest pewna nobilitacja programu” – oświadczył minister W. Karczmarek<sup>11</sup>.

Nobilitacja programu z tego powodu nie trwała jednak długo, bo z początku 1998 roku spółka Yamaichi International Europe Ltd. główny udziałowiec firmy zarządzającej uległa likwidacji. Decyzją rady nadzorczej nową firmą zarządzającą zostało konsorcjum Regent Special Project utworzone z pozostałych udziałowców poprzedniej firmy. Regent Pacific Group Ltd. Objęła w nim 78,25%, a ABC Consulting Sp. z o.o. – 21,75% udziałów. Konsorcjum to miało siedzibę w Londynie i zarządzało funduszem za pośrednictwem spółki Regent ABC Polska. W kilka miesięcy później, tj. w grudniu 1998 roku rada nadzorcza rozwiązała umowę z firmą zarządzającą za porozumieniem stron. Zgodnie z umową o zarządzanie firma otrzymała 25% rocznego wynagrodzenia, tj. 750 tys. USD. Jako powód rozwiązania umowy podano chęć obniżenia kosztów zarządzania funduszu. Wiadomo było jednak, że fundusz poniósł znaczne straty inwestując w spółki giełdowe, w tym w Polisę, za co odpowiedzialna była spółka zarządzająca.

Tylko przez kilka miesięcy fundusz działał bez firmy zarządzającej. W połowie 1998 roku Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło decyzję o zatrudnieniu nowego zarządcy, którym zostało konsorcjum BRE/Cresco Management. Udziałowcami jej są Bank Rozwoju Eksportu i Cresco Financial Advisors – spółka należąca do M. Radziwiłła. Konsorcjum to zostało utworzone w wyniku odkupienia przez M. Radziwiłła 50% udziałów w firmie BRE IB Austria Management, która kierowała I NFI i której jedynym właścicielem był BRE. Po dokonaniu transakcji nastąpiła zmiana nazwy ww. firmy na BRE Cresco Management.

Wybór firmy był przesądzony, ponieważ poza Skarbem Państwa, który wstrzymał się od głosu największymi akcjonariuszami funduszu byli: BRE – około 10% akcji V NFI „Victoria” (zarządzana przez BRE/Cresco Management) – ok. 10% akcji, oraz wchodzący w skład tzw. grupy Radziwiłła CS First Boston Nominees – ok. 9% akcji.

Historia zarządzania funduszami ciągle jest pisana i nie można wykluczyć tu dalszych dramatycznych zdarzeń. Dotychczasowi zarządcy generalnie nie tylko nie spełnili oczekiwań, ale także doprowadzili fundusze do krytycznego stanu. Zadecydowała o tym zarówno ich indolencja, jak i eksploatorski stosunek do zarządzanych podmiotów. Dotyczy to zwłaszcza funduszy zarządzanych przez BRE Private Equity, których wyniki przedstawiają się na tle innych funduszy szczególnie negatywnie.

Nie ulega jednak wątpliwości, że u podstaw takiego rozwoju sytuacji tkwiła wadliwa prawno-organizacyjna konstrukcja funduszy. Błędem było nieprecyzyjne określenie roli firmy zarządzającej oraz przyznanie jej nadmiernych kompetencji i wynagrodzeń. Powstałe w wyniku tego konflikty negatywnie wpły-

<sup>11</sup> A. Maciejewski, „Minister Karczmarek ponagła”, *Rzeczpospolita*, 14.10.1996, nr 240.

nęły na fundusze zarówno pod względem finansowym, jak i organizacyjnym. Wydaje się, że znacznie lepszym rozwiązaniem byłoby w ogóle nie powoływanie firm zarządzających i tworzenie funduszu na bazie Kodeksu Handlowego. Przykład IX NFI im. E. Kwiatkowskiego, który na początku działał bez firmy zarządzającej osiągając lepsze rezultaty niż pozostałe fundusze, dowodzi słuszności tego wniosku.

Należy zaznaczyć, że wykrystalizowanie się prywatnych inwestorów strategicznych nie poprawiło sytuacji funduszy. Faktem jest, że znikły konflikty pomiędzy firmami zarządzającymi a radami nadzorczymi, ponieważ i te drugie stały się zależne od nowych właścicieli. Nie uległ jednak zmianie stosunek firm zarządzających do funduszy. Tak jak i poprzednio są one narzędziem transferu środków finansowych z funduszy do większościowych akcjonariuszy kosztem Skarbu Państwa i właścicieli małych pakietów akcji. Paradoksalnie nie są one zainteresowane obniżaniem kosztów działalności funduszy, ale ich zwiększaniem. W rezultacie fundusze nie spełniają celu określonego w Ustawie o NFI, skutkuje to obniżeniem wartości ich majątku i dramatycznym spadkiem cen akcji NFI na giełdzie.