

SPRAWOZDANIE ZARZĄDU

**Spółki Narodowy Fundusz Inwestycyjny
PROGRESS S.A. z siedzibą w Warszawie,
nr KRS: 0000019468 („Spółka Przejmująca”)**

uzasadniające połączenie ze

**Spółką Zachodni Fundusz Inwestycyjny NFI S.A.
z siedzibą w Warszawie,
nr KRS: 0000025172 („Spółka Przejmowana”)**

Warszawa, 18 września 2009 roku

1. Typ, firma i siedziba łączących się Spółek

- 1.1. Spółka Przejmująca – spółka kapitałowa, publiczna: Narodowy Fundusz Inwestycyjny Progress Spółka Akcyjna, Warszawa: 03 - 808 Warszawa, ul. Mińska 25
- 1.2. Spółka Przejmowana – spółka kapitałowa, publiczna: Zachodni Fundusz Inwestycyjny NFI Spółka Akcyjna, Warszawa: 03 - 808 Warszawa, ul. Mińska 25,

2. Sposób połączenia Spółek

- 2.1. Połączenie spółek nastąpi przez przeniesienie całego majątku Spółki Przejmowanej na Spółkę Przejmującą (art. 492 §1 pkt 1 KSH), z jednoczesnym podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki Przejmującej poprzez emisję nowych akcji, które Spółka Przejmująca wyda akcjonariuszom Spółki Przejmowanej (łączenie się przez przejęcie).
- 2.2. Zgodnie z art. 506 § 1 KSH podstawę połączenia będą stanowić zgodne uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki Przejmowanej oraz Spółki Przejmującej, zawierające zgodę akcjonariuszy Spółek na plan połączenia oraz treść zmian statutu Spółki Przejmującej.
- 2.3. Na skutek połączenia kapitał zakładowy Spółki Przejmującej zostanie podwyższony z kwoty 7.915.128,10 zł (słownie: siedmiu milionów dziewięciuset piętnastu tysięcy stu dwudziestu ośmiu złotych 10/100) do najwyższej kwoty 12.196.246,60 zł (słownie: dwunastu milionów sto dziewięćdziesiąt sześć tysięcy dwieście czterdzieści sześć złotych 60/100) tj. o kwotę nie wyższą niż 4.281.118,50 zł (słownie: cztery miliony dwieście osiemdziesiąt jeden tysięcy sto osiemnaście złotych 50/100) w drodze emisji nie więcej niż 42.811.185 (czterdziestu dwóch milionów osiemset jedenaście tysięcy sto osiemdziesiąt pięciu) akcji na okaziciela zwykłych serii E, o wartości nominalnej 0,10 zł (dziesięć groszy) każda akcja, które zostaną wydane akcjonariuszom Spółki Przejmowanej („Akcje z połączenia”).
- 2.4. Spółka Przejmująca podejmie wszelkie możliwe działania faktyczne i prawne niezbędne do dopuszczenia i wprowadzenia Akcji z połączenia do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., w tym do zawarcia umowy z KDPW S.A. o rejestrację Akcji z połączenia w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

3. Stosunek wymiany

- 3.1. Zastosowane metody wyceny wartości majątku łączących się Spółek.
Wartość majątku obu łączących się Spółek została oszacowana metodą Skorygowanych Aktywów Netto (SAN) oraz na podstawie średniej ważonej ceny 1 akcji każdego z Funduszy wyznaczonej na podstawie średnich dziennych kursów (jako średnia arytmetyczna z ceny minimalnej i maksymalnej) i wartości obrotu za okres od 1 sierpnia 2008 r. do 31 lipca 2009 r.
- 3.2. Stosunek wymiany akcji.
Stosunek wymiany akcji został ustalony na podstawie obu metod przedstawionych powyżej jako: 1 akcja Spółki Przejmowanej jest równa 0,45 akcji Spółki Przejmującej (parytet wymiany).

4. Zasady dotyczące przyznania akcji w Spółce Przejmującej

- 4.1. Akcje z połączenia zostaną przyznane akcjonariuszom Spółki Przejmowanej za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych na dzień połączenia według stanu posiadania

przez nich akcji Spółki Przejmowanej, zgodnie z art. 493 § 2 i art. 494 § 4 KSH, chyba że Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych na podstawie regulacji wewnętrznych KDPW wyznaczy inny termin wymiany akcji („Dzień Referencyjny”).

- 4.2. Uprawnionymi akcjonariuszami Spółki Przejmowanej będą osoby, na których rachunku papierów wartościowych lub innym rejestrze na Dzień Referencyjny zapisane są akcje Spółki Przejmowanej. Akcjonariusze Spółki Przejmowanej staną się akcjonariuszami Spółki Przejmującej bez obowiązku objęcia i opłacenia wydawanych Akcji z połączenia.
- 4.3. Przyznanie Akcji z połączenia nastąpi z wyłączeniem Spółki Przejmującej będącej akcjonariuszem Spółki Przejmowanej, której w tym zakresie akcje z połączenia nie zostaną wydane z uwagi na art. 514 § 1 KSH.
- 4.4. Liczbę Akcji z połączenia przyznawanych danemu akcjonariuszowi Spółki Przejmowanej ustala się na podstawie iloczynu posiadanych przez niego akcji Spółki Przejmowanej w Dniu Referencyjnym oraz przyjętego parytetu wymiany Akcji przy zaokrągleniu otrzymanego wyniku w dół do najbliższej liczby całkowitej.
- 4.5. Akcjonariusze Spółki Przejmowanej, którzy w wyniku zaokrąglenia, o którym mowa w 4.4 powyżej, nie otrzymają Akcji z połączenia lub nie otrzymają należnej im według parytetu wymiany ułamkowej części Akcji z połączenia są uprawnieni do otrzymania dopłaty w gotówce, która zostanie ustalona jako iloczyn średniej arytmetycznej ceny jednej akcji Spółki Przejmującej, według kursu zamknięcia w systemie notowań ciągłych z 30 notowań poprzedzających Dzień Referencyjny oraz ułamek o który został zaokrąglony w dół iloczyn wynikający z zastosowania zasad określonych w 4.4 powyżej. W przypadku, gdy łączna kwota dopłat dla wszystkich uprawnionych akcjonariuszy Spółki Przejmowanej przekroczy 10 % wartości bilansowej akcji z połączenia według oświadczenia (art. 499 § 2 pkt. 4 KSH), wysokość dopłat zostanie proporcjonalnie zmniejszona tak, aby ich łączna kwota była równa 10 % wartości bilansowej przyznanych Akcji z połączenia.
- 4.6. Wydanie Akcji z połączenia nastąpi z chwilą zapisania Akcji z połączenia na rachunku papierów wartościowych lub w innych rejestrach prowadzonych przez uprawnione podmioty.
- 4.7. Zarząd lub uchwała Walnego Zgromadzenia określą zasady przydziału Akcji z połączenia, nie objętych przez akcjonariuszy Spółki Przejmowanej, w wyniku zaokrąglenia, o którym mowa w 4.4. powyżej lub w wyniku posiadania przez Spółkę Przejmującą akcji Spółki Przejmowanej w Dniu Referencyjnym.

5. Dzień, od którego akcje z połączenia uprawniają do udziału w zysku Spółki Przejmującej

- 5.1. Akcje z połączenia uprawniają do udziału w zysku Spółki Przejmującej począwszy od dnia 1 stycznia 2009 r. tj. uprawniają do udziału w zysku Spółki Przejmującej za rok obrotowy 2009.
- 5.2. Do dnia połączenia, Spółki uczestniczące w połączeniu nie będą wypłacać zaliczek na poczet przewidywanej dywidendy zgodnie z art. 349 §1–4 KSH.

6. Prawa przyznane przez Spółkę Przejmującą akcjonariuszom oraz osobom szczególnie uprawnionym w Spółce Przejmowanej.

Akcjonariuszom oraz osobom szczególnie uprawnionym Spółki Przejmowanej nie przyznaje się szczególnych uprawnień w Spółce Przejmującej.

7. Szczególne korzyści dla członków organów łączących się spółek, a także innych osób uczestniczących w połączeniu, jeżeli takie zostały przyznane
Członkom organów łączących się spółek, a także innym osobom uczestniczącym w połączeniu nie zostały przyznane szczególne korzyści w Spółce Przejmującej

8. Zobowiązania Spółki Przejmującej

Spółka Przejmująca będzie zobowiązana podjąć wszelkie działania faktyczne i prawne niezbędne do dopuszczenia i wprowadzenia akcji z połączenia do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, w tym do zawarcia umowy z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A. o rejestrację Akcji z połączenia w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

9. Uzasadnienie ekonomiczne połączenia

Łączące się spółki są Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi w rozumieniu Ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 roku o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. Nr 44, poz. 202 z późn. zm.)

W ocenie Zarządu Spółki Przejmującej przeprowadzenie połączenia obydwu podmiotów znajduje głębokie uzasadnienie zarówno od strony strategicznej (zbieżność strategii inwestycyjnych obydwu funduszy, synergie projektowe), jak i operacyjnej (usprawnienie zarządzania, ograniczenie kosztów, zwiększenie efektywności).

Obydwa podmioty prowadzą obecnie działalność inwestycyjną. Dotychczasowa strategia inwestycyjna Spółki Przejmowanej, zakładająca zbudowanie funduszu nieruchomościowego, prowadzącego działalność deweloperską, z uwagi na zmiany na rynku mieszkaniowym i na rynku nieruchomości, nie została zrealizowana. Z uwagi na powyższą sytuację Spółka Przejmowana silnie ograniczyła własne zasoby do wdrażania i rozwijania projektów deweloperskich. Z informacji od Spółki Przejmowanej, Zarząd Spółki Przejmowanej już w 2008 podjął decyzję o zamiarze zbycia głównej nieruchomości oraz zamiarem Zarządu Spółki Przejmowanej jest powrót do prowadzenia działalności inwestycyjnej jako fundusz o profilu zbliżonym do funduszy private equity. Strategia ta jest tożsama z obecnie realizowaną strategią inwestycyjną Spółki Przejmującej.

Obydwa podmioty są obecnie zarządzane przez tę samą firmę zarządzającą – spółkę Assets Management Equity Fellows Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością SKA. Z kolei istotną część akcjonariatu obydwu Spółek stanowią te same podmioty aczkolwiek w różnych proporcjach. Sytuacja ta, przy wspólnym zarządzie obydwu Spółek oraz tej samej strategii inwestycyjnej, może rodzić kontrowersje dotyczące równego traktowania pozostałych akcjonariuszy obydwu Spółek. Obecny stan rzeczy generuje niemożliwe do wyeliminowania ryzyko konfliktu interesów i konkurencję pomiędzy obydwoma Spółkami – ich wyeliminowanie wymagałoby skonstruowania

identycznych portfeli inwestycyjnych w obydwu Spółkach. W praktyce jest to możliwe tylko poprzez ich fuzję.

Połączone Spółki, dysponując prawie dwukrotnie wyższą sumą kapitałów, będą w stanie łatwiej pozyskiwać finansowanie zewnętrzne (dłużne). Skomasowanie aktywów w jednym bilansie oznacza także większą elastyczność przy ustanawianiu zabezpieczeń i zarządzaniu płynnością.

Podobnie większy podmiot ma także większą zdolność do pozyskiwania nowego kapitału własnego. Większa spółka jest w stanie uplasować emisję swoich akcji u szerszego grona inwestorów, w tym najbardziej pożądanym inwestorów instytucjonalnych.

Pomiędzy niektórymi spośród projektów znajdujących się w obydwu Spółkach istnieją możliwe do wykorzystania synergii. Dzięki nim można doprowadzić m.in. do zwiększenia wartości poszczególnych projektów i tym samym uzyskania wyższych wycen transakcyjnych. Przeprowadzenie fuzji Spółek zwiększy praktyczną możliwość uruchomienia takich synergii.

Dodatkową korzyścią wynikającą z połączenia obydwu Spółek jest ograniczenie kosztów ich działalności.

10. Szczególne trudności związane z wyceną akcji łączących się spółek:

Podczas wyceny akcji łączących się spółek nie wystąpiły żadne szczególne trudności.

11. Opinia biegłego:

Zgodnie z art. 502 KSH łączące się Spółki wystąpiły do właściwego sądu rejestrowego z wnioskiem o wyznaczenie biegłego do zbadania Planu połączenia w zakresie poprawności i rzetelności. Postanowieniem z dnia 18 sierpnia 2009 r. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy wyznaczył biegłego rewidenta Pana Mariusza Kucińskiego (nr uprawnień biegłego rewidenta: 9802/7305 ze spółki PKF Audyt Sp. z o.o. Wyznaczony przez sąd rejestrowy biegły sporządził opinię, zgodnie z art. 503 KSH, stanowiącą załącznik do niniejszego sprawozdania. W swojej opinii biegły stwierdził, iż parytet wymiany został wyznaczony należycie, zaś metoda wyznaczenia parytetu jest uzasadniona.

12. Podstawa sporządzenia niniejszego sprawozdania Zarządu:

Niniejsze sprawozdanie zostało sporządzone na podstawie art. 501 KSH w następstwie Planu połączenia (w rozumieniu art. 499 KSH) uzgodnionego przez łączące się spółki.

Podsumowanie

Biorąc pod uwagę przedstawione w niniejszym sprawozdaniu informacje, Zarząd Spółki Przejmującej rekomenduje akcjonariuszom poparcie koncepcji połączenia w przedstawionej formie, a tym samym głosowanie za podjęciem uchwał niezbędnych do realizacji połączenia.

Załączniki - Dokumenty dostępne dla akcjonariuszy

Zgodnie z art. 504 § 2 ust. 2 KSH, akcjonariusze Spółki Przejmującej, w terminie od dnia 18 września 2009 r. roku do dnia Walnego Zgromadzenia, które odbędzie się nie wcześniej niż po upływie

miesiąca od ww. daty, będą mogli zapoznać się w siedzibie Spółki Przejmującej – 03 – 808 Warszawa, przy ul. Mińskiej 25 z dokumentami określonymi w art. 505 § 1 KSH, tj.:

- a) planem połączenia,
- b) sprawozdaniami finansowymi oraz sprawozdaniami Zarządów z działalności łączących się Spółek za trzy ostatnie lata obrotowe wraz z opinią i raportem biegłego rewidenta,
- c) projektami uchwał o połączeniu Spółek,
- d) projektami zmian statutu Spółki Przejmującej,
- e) ustaleniem wartości majątku Spółek na dzień 01 sierpnia 2009 roku,
- f) oświadczeniem zawierającym informację o stanie księgowym Spółek sporządzoną dla celów połączenia na dzień 01 sierpnia 2009 roku, przy wykorzystaniu tych samych metod i w takim samym układzie jak ostatni bilans roczny,
- g) sprawozdaniami Zarządów Spółek sporządzonymi dla celów połączenia, uzasadniającymi połączenie, jego podstawy prawne i uzasadnienie ekonomiczne, oraz stosunek wymiany akcji
- h) opinią biegłego z badania Planu połączenia.

Rafał Bauer

Monika Hałupczak

Prezes Zarządu

Członek Zarządu