

Ekonomski fakultet Zagreb

**POTREBA DOKAPITALIZACIJE HEP-A PUTEM
INICIJALNE JAVNE PONUDE (IPO)**

Autori:

Prof.dr.sc Ivan Lovrinović

Prof.dr.sc Drago Jakovčević

Zagreb, svibanj, 2015.g.

1. Inicijalna javna ponuda – teorijski osvrt

Inicijalna javna ponuda predstavlja oblik restrukturiranja, odnosno dokapitalizacije koji poduzimaju i privatna i javna poduzeća. Treba odmah posebno naglasiti da je riječ o djelomičnoj ili potpunoj pretvorbi vlasništva, koje u slučaju državnog ili društvenog vlasništva provođenjem IPO postaje privatno. Preciznije rečeno poduzeće u državnom vlasništvu pretvara se dijelom ili u cijelosti u privatno, odnosno u dioničko društvo. U slučaju da se radi o IPO-u u privatnom poduzeću onda je riječ o transformaciji privatnog vlasništva jednog čovjeka, u pravilu osnivača, koje je funkcioniralo u obliku društva s ograničenom odgovornošću u dioničko društvo. Dakle, i u jednom i u drugom slučaju poduzeće se pretvara u dioničko društvo s manjim ili većim brojem dioničara.

Pored motiva vezanog za promjenu oblika vlasništva izražen je i onaj drugi, a taj je povećanje kapitala s ciljem širenja poduzeća i ostvarenja poslovnih planova koji mogu značajno poboljšati konkurentsku poziciju na tržištu kako u zemlji tako i šire. Cilj IPO-a u određenim slučajevima može biti i smanjivanje razine duga, odnosno financijske poluge poduzeća. No, važno je istaknuti da IPO u svakom slučaju predstavlja strateški potez kompanije i nikako se ne može svesti samo na prikupljanje potrebnih novčanih sredstava. Kroz IPO se kataliziraju brojni procesi, interesi i strateški potezi važni za budućnost kompanije. Prikupljeni kapital kompanija može iskoristiti za poticanje tehnološkog razvoja, povećanje obrtnog kapitala, poboljšanje likvidnosti, planirano preuzimanje drugog ili drugih poduzeća i druge oblike unutrašnjeg restrukturiranja.

IPO poslovi mogu u pojedinim zemljama biti važan čimbenik razvoja tržišta kapitala. No, to ne znači da se zbog drugih važnih problema u funkcioniranju gospodarstva i slabe likvidnosti na burzama IPO trebaju poduzimati s ciljem rješavanja takvih problema. Takvi se zahtjevi i ideje mogu čuti češće u Hrvatskoj u posljednje vrijeme zbog vrlo lošeg stanja na Zagrebačkoj burzi. Tako se zaziva IPO u HEP-u kako bi se pokrenula burza kojoj kronično nedostaje kvalitetne „sirovine“ za rad. IPO poslovi koincidiraju s ekonomskom situacijom, odnosno ciklusima; u fazi ekspanzije povećava se interes za IPO jer su investitori optimističniji a poduzeća inicijatori imaju potrebe za širenjem, odnosno preuzimanjima. U situacijama recesije ili depresije opada interes za IPO zbog neizvjesnosti, pada prihoda i loših očekivanja.

U slučaju javnih poduzeća s državnim vlasništvom poduzimanje IPO -a ima najčešće za cilj *smanjenje utjecaja političkih struktura na vlasti na poslovno upravljanje* koje je u značajnoj mjeri prisutno i narušava efikasnost poslovanja, a ponekad dovodi u pitanje i samu budućnost kompanije. No, u eri globalizacije i liberalizacije tržišta postoje i snažne silnice i tendencije za što bržim preuzimanjem državnih poduzeća, a posebice onih koja su strateški važna i imaju monopolski položaj. Nisu rijetke situacije da početna priča o naknadnim koristima obično zaogrnutu u tržišnu i konkurentsku retoriku završavaju novim monopolskim položajem uz još više cijene određenog dobra za domaće korisnike, slabljenje njihove konkurentnosti i kontinuirano otpuštanje radnika.

IPO je tehnika pomoću koje se poduzeće po prvi put pojavljuje na tržištu koje ga vrednuje putem cijene njegovih dionica. Ponekad se taj proces prvog izlaza na tržište naziva i „*going public*“. U IPO poslu pojavljuju se tri subjekta: a) poduzeće, b) stručni savjetnik u poslu (*vendor*) i c) investitor. Rijetko se događa da kompanije samostalno provode IPO posao jer u pravilu nemaju dovoljno stručne i iskusne ljude koji bi to mogli obaviti. Zbog toga se tim poslovima bave investicijske banke koje za svoje usluge naplaćuju određenu proviziju, bolje rečeno niz naknada i provizija za određene faze i skupine poslova koje obavljaju. HEP je za ovaj posao izabrao slijedeće banke: Unicredit - ZABA, Sberbank i Morgan-Stanley, a pravni savjetnik je odvjetnička tvrtka Mamić i Reberski. One se mogu angažirati u obliku: a) običnog posrednika koji obavlja sve potrebne pripreme i druge radnje vezane za IPO bez aktivnog odnosa i b) dilera koji otkupljuje dio emisije dionica. U prvom slučaju investicijska banka djeluje kao stručni savjetnik koji će na kraju nastojati prodati sve dionice u dobroj volji (*best effort*) ne preuzimajući pri tome čvrstu obvezu vezanu za prodaju. U drugom slučaju investicijska banka se čvrsto obvezuje prodati investitorima sve emitirane dionice (*first commitment*). Ukoliko u tome ne uspije obvezuje se preostali dio broj dionica otkupiti za svoj račun. Ukoliko se investicijska banka pojavi u ulozi upisnika dionica (*underwriter*) tada njena naknada samo za tu ulogu iznosi oko 7% vrijednosti posla, što predstavlja značajan trošak.

Interesi kompanije emitenta dionica) i posrednika u organizaciji IPO su, u pravilu, komplementarni ali nisu isti. Posebno se to ogleda u slučaju kada se investicijska banka javlja u ulozi kupca dijela emisije dionica. Tada će investicijskoj banci odgovarati podcjenjivanje cijene dionice zbog rizika daljnje prodaje na sekundarnom tržištu. No, određivanje cijene dionice je najteži problem u čitavoj pripremi IPO-a jer u slučaju precjenjivanja neće biti

moguće prodati sve dionice, a u slučaju podcjenjivanja poduzeće emitent neće moći prikupiti kapital u iznosu koje je očekivalo.¹

Poduzeće koje pokreće IPO može imati slijedeće ciljeve: a) maksimalizirati prihode od prodaje dionica, b) izgraditi široku i stabilnu bazu dioničara, c) poboljšati svoj poslovni profil, d) poboljšati uvjete budućeg zaduživanja i mogućih preuzimanja, e) osigurati dobru likvidnost dionica u trgovini na sekundarnom tržištu i f) biti ocijenjen kao uspješno organiziran IPO posao i pojačati svoju reputaciju na tržištu.

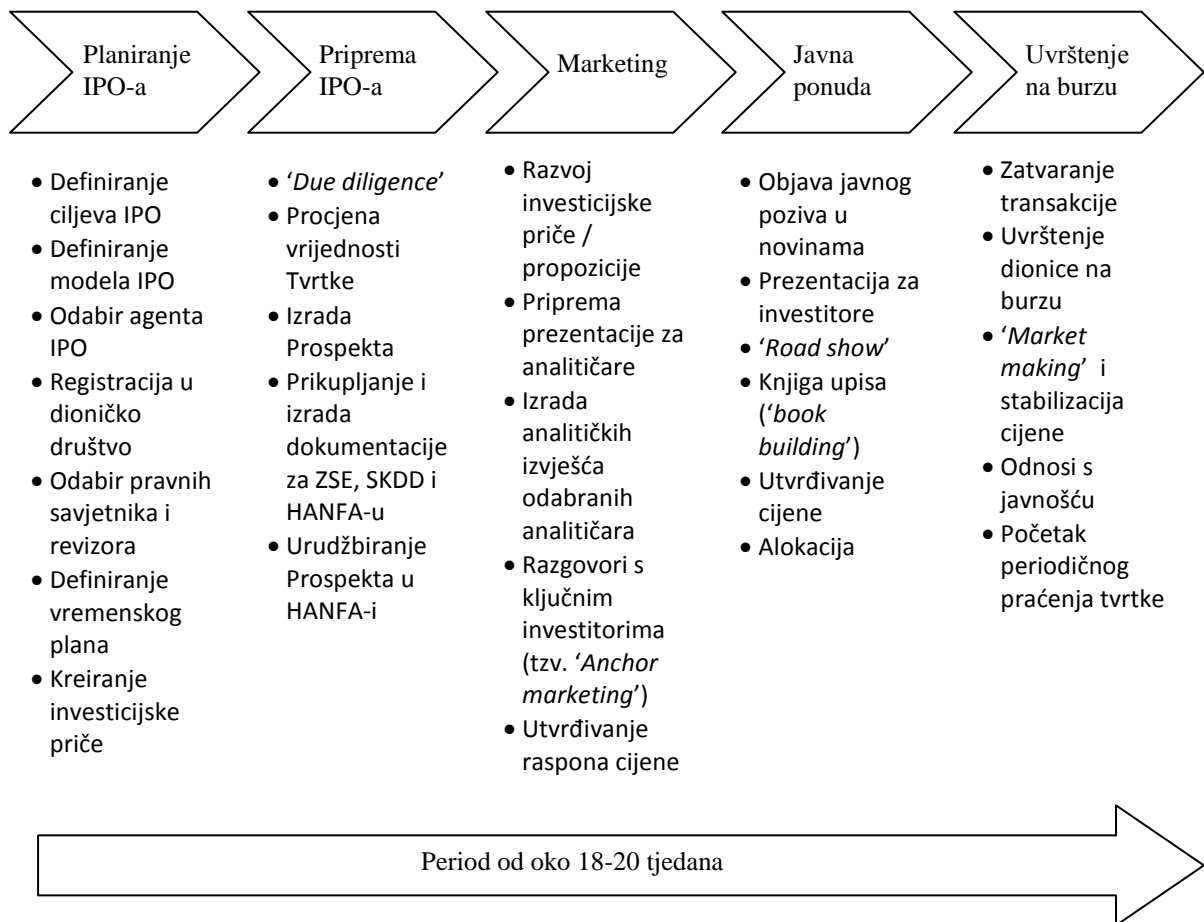
Kraće rečeno, poduzimanjem IPO-a moguće je ostvariti slijedeće ciljeve: promijeniti kapitalnu strukturu, odnosno strukturu vlasništva, sniziti 'debt ratio' kompanije putem novog jeftinijeg zaduženja, pribaviti svježi kapital za nove investicije i omogućiti organski rast, pribaviti novac za preuzimanje sličnih kompanija na stranim tržištima.

Investitori žele u IPO poslu maksimalizirati svoju zaradu, odnosno povrat koji se može ostvariti u jednom ili dva dijela; porastom cijene dionice na sekundarnom tržištu (burzi) u odnosu na kupovnu cijenu i putem dividende. Pored toga, IPO pruža jedinstvenu priliku investitorima da dođu do dionica kompanije koje su vrlo zanimljive iz osobnih ili poslovno-strateških razloga i do kojih se inače ne može doći na burzi jer ih nitko ne želi prodati. Pored toga, kod IPO posla je prisutna još jedna pogodnost za investitore a ona se ogleda u činjenici da se ne moraju plaćati nikakve naknade i provizije posrednicima za kupnju dionica.

Kompanija koja emitira dionice plaća sve provizije i naknade.

¹ U 2007.g. proveden je IPO za Hrvatski Telekom pri čemu je država prodala građanima 25%, a ostalima još 7,5% svoga udjela. Pri tome je istaknut raspon cijena od 245-320 HRK, a dionice sun a kraju prodavane po 265 HRK. Treba se prisjetiti da je i taj IPO pokrenut u predizborno vrijeme. Interes je bio velik jer kriza još nije počela pa je ukupno prikupljeno 7 milijardi HRK, od čega je država 5 mlrd iskoristila za pokrivanje duga umirovljenicima a ostatak za smanjenje javnog duga.

Slika 1. Postupak inicijalne javne ponude



Empirijska istraživanja su pokazala da kupnja dionica putem IPO investitoru donose trenutno značajan povrat u svim zemljama. Riječ je o prvom danu trgovanja kada se cijena dionice tek testira na tržištu kapitala. „U prosjeku, IPO poslovi završavaju prvi dan trgovine uz 16,6% višu cijenu u odnosu na ponuđenu cijenu dionice (offering price)“.² Citirani nalaz odnosi se na istraživanje provedeno u 18 zemalja.

IPO može biti način privatizacije javnih (državnih) poduzeća s ciljem diversifikacije vlasništva, bolje kontrole upravljanja i efikasnijeg poslovanja. U takvim slučajevima polazi se uvijek od često prisutne postavke da je državno vlasništvo a priori neefikasno i da ga treba zamijeniti. U tom slučaju kompanija koja se želi privatizirati u većoj ili manjoj mjeri provođenjem IPO-a može postići slijedeće ciljeve: a) pribaviti potrebni kapital za riznicu, b) uspostaviti disciplinu prema radnicima i menadžerima kao u privatnom poduzeću kako bi se podigla kvaliteta usluga, c) potaknuti dioničarsku demokraciju.

² Geddes R: *IPOs&equity offerings*, Elsevier, Amsterdam, 2007, str.5

Transformacija državnog poduzeća u većem ili manjem dijelu u dioničko društvo može biti dobar potez jer se unosi veća osjetljivost među zaposlene, potiče se odgovornost i natjecanje, nema „apsolutne sigurnosti“ koja se veže za javni sektor, smanjuje se utjecaj politike na odlučivanje, veća je transparentnost poslovanja, bolje se promišlja strategija i budućnost dioničkog društva.

Problem efikasnog upravljanja u javnim poduzećima posebno je prisutan u zemljama koje nemaju stabilne institucije, imaju probleme s funkcioniranjem pravosuđa i korupcijom, deficite u javnim financijama itd. U stvari, „ 27 od 30 najvećih javnih ponuda dionica u povijesti odnosile su se na privatizaciju... 18 mlrd eura pribavilo je talijansko ministarstvo financija prodajom 35% udjela u nacionalnoj energetske kompaniji Enel 1999.g. To je do tada bila najveća privatizacija , odnosno ponuda dionica u svijetu.“³

U procesu transformacije vlasništva putem IPO država se suočava s nekoliko važnih pitanja: a) kako prenijeti kontrolu, b) kako odrediti cijenu dionice, c) kako alocirati dionice? U svemu tome uključen je i tzv. politički faktor. Što se tiče određivanja cijene dionice u takvim slučajevima država, odnosno vladajuće političke strukture su najčešće spremne podcijeniti dionice kompanije koja poduzima IPO s namjerom da zadobiju simpatije i nagrade svoje buduće birače.

Već je naglašeno da je određivanje cijene dionice u procesu IPO-a najteži problem. On nije toliko izražen ako postoje usporedive kompanije na istom tržištu, dakle iz iste djelatnosti čije dionice već kotiraju na tržištu kapitala. Tada se na temelju *due dilligenca* izračunava čitav niz pokazatelja o financijskom poslovanju koji se uspoređuju s kompanijom koja poduzima IPO da bi se procijenila visina cijene njene dionice koja se namjerava ponuditi investitorima. U pravilu se prezentira raspon, odnosno najniža i najviša cijena dionice.

Ako je riječ o IPO-u za kompaniju koja je jedinstvena na tržištu i ne može se usporediti s drugom ili drugima, kao što je slučaj HEP-a, tada se primjenjuje vrednovanje kompanije korištenjem metode diskontiranih novčanih tokova (*discounted cash flow*) – *DCF*) kao jedina prihvatljiva.

³ Ibidem, str. 22 i 23

U tablici koja slijedi navedene su implikacije IPO-a za različite interesne skupine.

PREDNOSTI ZA DIONIČARE	PREDNOSTI ZA ZAPOSLENIKE	PREDNOSTI ZA TVRTKU	OBVEZE ZA TVRTKU
<ul style="list-style-type: none"> Tržišno formirana cijena dionica dioničarima daje egzaktnu informaciju o vrijednosti njihovih udjela Relativno jednostavan izlazak iz vlasničke strukture i kapitalizacija ulaganja 	<ul style="list-style-type: none"> Mogućnost sudjelovanja u poslovnom rezultatu tvrtke (ESOP) Mogućnost sudjelovanja u sustavu nagrađivanja dodjelom dionica (MSOP) 	<ul style="list-style-type: none"> Promjena kapitalne strukture te nove mogućnosti financiranja od strane banaka i putem tržišta kapitala Stvaranje uvjeta za nižu cijenu financiranja kao rezultat transparentnijeg poslovanja Mogućnosti dinamičnijeg organskog razvoja realizacijom investicija Mogućnost rasta putem akvizicija Promocija tvrtke 	<ul style="list-style-type: none"> Transparentnost u poslovanju prema dioničarima, burzi, regulatornim tijelima i cijeloj investitorskoj javnosti (revizija, analitičari, fond manageri itd.) Troškovi vezani uz uvrštenje u kotaciju burze (trošak IJP, trošak burze, regulatora i sl.)

2. Ocjena pripremljenosti HEP-a za inicijalnu javnu ponudu

HEP d.d. je u stopostotnom državnom vlasništvu, a temeljni kapital obuhvaća i imovinu kojom su dokapitalizirana ovisna društva. Ovisna društva su sva osim Hrvatskog operatora prijenosnog sustava d.o.o. dokapitalizirana u manjem opsegu. U početku osnivanja koncerna temeljni kapital HEP-a d.d. bio je 19.792.159.200,00 kuna, što je i danas. Temeljni kapital je podijeljen na 10 995 644 redovnih dionica serije A1 *koje glase na ime*. Svaka dionica ima nominalnu vrijednost od 1.800,00 kn. (iz Statuta HEP-a). Sva temeljna društva su u početku osnovana kao društva s ograničenom odgovornošću u 100% vlasništvu HEP-a d.d. i temeljnim ulogom od 20.000,00 kn.

Od potencijala koje posjeduje HEP Grupa izdvajamo slijedeće:

- Hidroelektrane koje su jedini trenutno konkurentan izvor energije (NE Krško ima marginalni trošak 35€/MWh kolika je cijena na burzi EEX (u Njemačkoj ?). Plinske elektrane su u Njemačkoj (?) već ugašene i nekonkurentne bez potpore države.
- Dobre prekogranične kapacitete za prodaju energije na mađarskoj burzi Hupex koja nam je najbliža i postaje sve likvidnija, a također i važan benchmark.

- Pristup tržištu regije, odnosno zemljama koje još nisu članice EU i gdje je još uvijek dozvoljena gradnja TE na lignit, u kojima se tek počinju primjenjivati feed-in tarife za obnovljive izvore energije i u kojima postoji značajan hidropotencijal.
- Pripremljene dubinske analize (due dilligence) za kupnju vjetroelektrana.
- ICT infrastrukturu, odnosno optiku koju iznajmljuje telekomunikacijskim kompanijama.
- Bazu podataka kupaca električne energije, plina i topline u Hrvatskoj i Sloveniji.

HEP se nalazi pred važnim izazovima koje je sa sobom donijela globalizacija, odnosno liberalizacija tržišta električne energije prije svega u Europskoj uniji. S jedne strane raste pritisak za nastavkom liberalizacije povećanjem konkurencije, a s druge se mora voditi računa o električnoj energiji kao strateškom proizvodu što predstavlja pitanje nacionalne sigurnosti. Očito je riječ o dva oprečna pitanja i cilja koji se vrlo teško mogu pomiriti. Zbog tih razloga će se morati pronaći rješenje koje će HEP prisiljavati na racionalizaciju i efikasnost poslovanja, a s druge strane zaštititi i održati u najvećoj mjeri energetske neovisnost. Pored novca, energija je drugi najvažniji medij za ostvarivanje geoekonomskih i geopolitičkih interesa u suvremenom svijetu.

Potrebno je naglasiti da su u okviru energetske politike Europske unije postavljena tri vrlo važna cilja: 1) održivi razvoj, 2) sigurnost elektroenergetskog sustava i 3) konkurencija. Svaki od navedenih ciljeva traži razradu kako na nadnacionalnoj tako i na nacionalnoj razini jer je riječ o harmonizaciji energetske politike. Energetska strategija koja je rađena za Hrvatsku, odnosno za HEP Grupu nije do sada operacionalizirana, što stvara neizvjesnost i nije u skladu sa zajedničkom politikom u EU. Tzv. master plan koji treba imati vremenski horizont od barem 10 godina mora ponuditi jasna rješenja glede spomenuta tri ključna cilja energetske politike u EU. U takvom master planu trebala bi biti sadržana projekcija ponude i potražnje na dugi rok i strategija gradnje/dekomisije pojedinih elektrana u kombinaciji s korištenjem elektrana u regiji (jedinствeno tržište EU)

Hrvatska je jedan od većih uvoznika električne energije u Europskoj uniji. Pri tome treba naglasiti da ima još neiskorištenih unutrašnjih resursa za njenu proizvodnju (voda, plin, vjetar, sunce, biomasa). Strategija treba biti okrenuta stabilnosti i sigurnosti opskrbe domaćeg tržišta uz prihvatljive troškove proizvodnje, odnosno cijenu isporuke velikim i malim potrošačima. U tom smislu svakako treba imati u vidu i moguće zajedničke investicijske projekte u okolnim zemljama ako će biti isplativi. Hrvatska je u bivšoj Jugoslaviji već ulagala u zajedničke

projekte proizvodnje električne energije u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Sloveniji, a oko nekih se još vodi međunarodna arbitraža.

Pritisak ka liberalizaciji tržišta električne energije se povećava, već postoje i drugi ponuđači a sve se više razvija teleprodaja i „doo-to-door“ prodaja. U tom smislu HEP će morati definirati čvršće svoju poziciju, načine proizvodnje i prodaje, kako zadržati postojeće i pridobiti nove kupce.

Pored toga HEP mora imati jasnu strategiju razvoja svoje proizvodnje, pitanje dotrajalih proizvodnih kapaciteta i onih koji su neekonomični. Sve rigorozniji ekološki standardi i pritisak javnosti zahtijeva preciziranje strategije proizvodnje u odnosu na izvore za proizvodnju električne energije. To su složena pitanja čije rješavanje traži podršku države, odnosno svih političkih stranaka jer je riječ o strateškom nacionalnom interesu. Strateški okvir za energetska politiku i investicijske odluke moraju biti: a) ekonomičnost, b) diversifikacija izvora energije iz koje proizlazi i sigurnost, te c) veća orijentacija na obnovljive izvore.

U tom smislu nužno je nastaviti i završiti proces unutrašnjeg restrukturiranja HEP-a i provesti ga u razumnom roku. Tek nakon toga moguće je nastaviti kvalitetan proces vanjskog restrukturiranja koje se odnosi na mogućnost investiranja ili preuzimanja sličnih kompanija na okolnim tržištima u kojima je najavljena mogućnost privatizacije energetskih kompanija. Za unutrašnje restrukturiranje HEP ima sasvim dovoljno novca jer se nalazi u vrlo povoljnoj financijskoj poziciji. No, ukoliko se najprije ne završi kvalitetno proces unutrašnjeg restrukturiranja a započnu procesi izlaska na okolna tržišta ili proces dokapitalizacije za nedovoljno poznate, ili nedovoljno pripremljene svrhe, tada prijete opasnost da se nijedan od tih procesa, odnosno poslovnih aktivnosti ne provede uspješno.

Usprkos svemu tome, glavna skupština Hrvatske elektroprivrede d.d. (koju čini jedna osoba), temeljem odredaba Plana upravljanja imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske za 2015. godinu utvrdila je postojanje potrebe o pokretanju aktivnosti za razmatranje mogućnosti povećanja kapitala tvrtke HEP d.d. („Društvo“). U tom smislu Glavna skupština Hrvatske elektroprivrede d.d. je 4. veljače 2015.g. donijela Odluku kojom se nalaže Upravi Društva pokretanje aktivnosti za izvršenje predmetne Odluke.

U tom smislu se postavlja nekoliko veoma važnih pitanja koja bi morala prethoditi bilo kakvoj odluci o pokretanju IPO-a, a to su: *treba li istražiti samo mogućnosti ili stvarne*

potrebe dokapitalizacije, je li prethodno napravljena i usvojena jasna strategija razvoja HEP-a, je li dobro da se prodaju dionice čitavog Društva zajedno s najvažnijim dijelom (prijesno i distribucija), postoji li jasan plan upotrebe prikupljenih sredstava putem IPO-a, jesu li sredstva od IPO namijenjena razvoju i tržišnom širenju ili financiranju deficita države?

Slijedom predmetne odluke i Plana upravljanja imovinom u vlasništvu RH za 2015.g. Uprava Društva zadužena je razmotriti opciju povećanja kapitala putem inicijalne javne ponude („IPO“) ograničenog obima dionica Društva do maksimalno 25% ukupnog budućeg kapitala Društva, u skladu sa stanjem na tržištu kapitala.

Iz prethodne odluke se može zaključiti da je riječ o planu dokapitalizacije, što znači emisiju novih dionica čime bi se temeljni kapital uvećao za 25%. Dakle, prodavale bi se putem IPO-a samo nove a ne i postojeće dionice koje glase na ime. Nije jasno da li bi i novoemitirane dionice glasile na ime ili bi bile obične. No, formulacija iz odluke da će povećanje kapitala putem inicijalne javne ponude biti do „maksimalno 25% ukupnog **budućeg kapitala** Društva“ nije posve jasna.

Ovdje bi trebalo kratko naglasiti da oblik vlasništva nije presudan za efikasnost poslovanja. Državno vlasništvo je učinkovit u onoj mjeri u kojoj je izgrađena, učinkovita i sama država odnosno političke strukture koje njome upravljaju. Tako npr. U Francuskoj udio države u vlasništvo nacionalne energetske kompanije EDF je 84,5%, a u Švedskoj 100%. S druge strane američka energetska kompanija Enron koja je bila u privatnom vlasništvu je bankrotirala 2001.g.

Vratimo se inicijativi skupštine za pokretanje IPO-a u HEP-u. Uprava Društva donijela je 5. veljače 2015.g. Odluku kojom se zadužuju:

- Sektor korporativnih financija i riznice, preko nadležnog člana Uprave za financije, za pripremu i nadzor provođenja postupka ugovaranja financijskih usluga u vezi s izdavanjem vrijednosnih papira, sukladno Zahtjevu za dostavu ponuda,
- Uprava Društva za imenovanje Tima za provođenje postupka ugovaranja financijskih usluga u vezi s izdavanjem vrijednosnih papira uključujući utvrđivanje kriterija za ocjenu pristiglih ponuda za Upravu Društva, te
- Uprava Društva o informiranju Nadzornog odbora o prihvaćanju izvršenja Odluke Glavne skupštine bez odlaganja.

Na temelju prethodnih odluka poslani su zahtjevi za davanje ponuda (*Request for Proposal*) od 12 respektabilnih financijskih institucija (6 iz Hrvatske, 6 iz inozemstva) s ciljem odabira najboljeg kandidata koji bi pokrenuo i obavljao sve aktivnosti vezane za emisiju dionica i provođenje IPO. Odabrani financijski savjetnik bi trebao HEP-u u pripremnoj fazi predložiti najbolji oblik dokapitalizacije i posebno istražiti mogućnosti primjene IPO modela. Potom bi NO, Skupština HEP-a i DUUDI koji bi trebali donijeti odluku o nastavku procesa, odnosno aktiviranju druge faze (izvršenja) ili odustajanja, odnosno odgode.

Uprava HEP-a je od financijskog savjetnika zatražila da u svojoj ponudi posebno istraže i obrazlože pet najvažnijih transakcija prema slijedećim kriterijima:

- priprema i sudjelovanje u transakciji izdavanja kapitala javnom ponudom na tržištu kapitala za izdavatelje iz Europe uključujući kompanije iz Srednje i Istočne Europe,
- priprema i sudjelovanje u transakciji izdavanja kapitala javnom ponudom na tržištu kapitala u sektoru električne energije za izdavatelje iz Europe uključujući kompanije iz Srednje i Istočne Europe
- usluge savjetovanja u privatizaciji ili druge relevantna iskustva iz područja investicijskog bankarstva u sektoru električne energije u državama Europe uključujući kompanije iz Srednje i Istočne
- opis poslovne investicijske mreže i iskustva radi osiguranja sudjelovanja u Transakciji malim domaćim ulagačima, institucionalnim ulagačima, institucionalnim ulagačima usmjerenim na Srednju i Istočnu Europu i drugim međunarodnim ulagačima
- adekvatno osiguranje od profesionalne odgovornosti
- naknadu specificiranu prema definiranim fazama pružanja usluga i dr.“

Iz prethodno navedenih kriterija moguće je zaključiti: a) da je riječ o procesu privatizacije dijela HEP-a (dokapitalizacijom od 25% temeljnog kapitala), b) da je riječ o javnoj ponudi koja bi bila upućena domaćim institucionalnim investitorima, građanima i zaposlenicima HEP-a, ali i drugdje u svijetu s posebnim naglaskom na srednju i istočnu Europu, c) da se posebno želi procijeniti interes raznih vrsta investitora i onih koji dolaze iz grane energetike u kojoj posluje HEP.

Uprava HEP-a je u svojim odlukama naglasila da može jednostrano odustati od plana dokapitalizacije iz bilo kojeg razloga, u bilo koje vrijeme ili mijenjati pravila i rokove uz obeštećenje financijskog savjetnika samo za odrađeni dio poslova.

Važno je naglasiti da je Vlada RH u rujnu 2013.g. na temelju Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH donijela odluku kojom je HEP d.d proglašen strateškim poduzećem za Republiku Hrvatsku. U tom smislu DUUDI je zadužen i ovlašten upravljati dionicama, odnosno imovinom HEP-a u ime RH. U tom smislu je napravljena strategija upravljanja i raspolaganja imovinom u vlasništvu RH za razdoblje od 2013-2017.g. u kojoj nije predviđena privatizacija HEP-a. No, Vlada je na prijedlog DUUDI-ja u studenom 2014.g. donijela posebnu odluku o planu upravljanja imovinom u vlasništvu RH u 2015.g. kojom se upravi HEP-a nalaže „restrukturiranje poslovnog sustava kao jedne od ključnih strateških odrednica Uprave HEP-a d.d s ciljem osiguranja pretpostavki za dugoročan stabilan razvoj poslovnog sustava HEP grupe u tri faze.“ U istoj Odluci Vlade stoji da Uprava HEP-a treba razmotriti stanje na tržištu kapitala i druge okolnosti i ocijeniti je li povoljan trenutak za poduzimanje IPO-a u kojem bi trebali sudjelovati „zainteresirani građani, hrvatski branitelji i mirovinski fondovi“. Konačnu odluku o pokretanju dokapitalizacije donijela bi Vlada uz prethodno mišljenje DUUDI-ja.

Uredba o prodaji poslovnih udjela u državnim poduzećima definira sedam oblika prodaje; 1) javna ponuda, 2) javno nadmetanje, 3) javno prikupljanje ponuda, 4) ponuda dionica na uređenom tržištu kapitala, 5) prihvata ponude u postupku preuzimanja dioničkih društava, 6) istiskivanje manjinskih dioničara i 7) neposredna prodaja. Istom Uredbom predviđena je i mogućnost povećanja temeljnog kapitala (dokapitalizacija). 4. Veljače 2015.g. Glavna skupština HEP-a, koju čini jedan čovjek kao predstavnik Vlade, odnosno države donio je odluku da se istraži mogućnosti dokapitalizacije HEP-a putem IPO-a. Dakle, ovdje nije riječ o čvrstoj odluci o poduzimanju IPO-a već o *istraživanju mogućnosti* za njegovo pokretanje. K tome, konačnu odluku donosi DUUDI, odnosno Vlada na temelju Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.

Iz prakse je poznato da poslovi priprema za uspješno provođenje IPO-a traju od šest do 12 mjeseci ovisno o veličini kompanije i njenoj važnosti. Budući je HEP strateška kompanija za RH jasno je da to razdoblje ne može trajati kraće od godine dana obzirom na specifične oblike imovine koju posjeduje.

3. Procjena općih okolnosti u Republici Hrvatskoj za poduzimanje IPO

Hrvatska se od 2008.g. nalazi u recesiji ili bolje rečeno u gospodarskoj depresiji s kumulativnim padom BDP-a od 15%. Nezaposlenost je jedna od najviših u Europskoj uniji, a već dvije godine je na sceni i proces deflacije koja smanjuje ukupne prihode poduzeća i vodi razduživanju pojedinih sektora. Sve to skupa pogoršava investicijsku klimu i poslovna očekivanja. Već smo naglasili da su poslovi IPO-a prociklični; rastu u doba ekspanzije a padaju u doba recesije i stagnacije. U slučaju HEP-a radi se o specifičnom, monopolskom položaju na tržištu električne energije, a posebice u dijelu koji se odnosi na prijenos i distribuciju. Što se tiče same ponude električne energije na tržištu ona je liberalizirana, ali nijedan od konkurenata nema paralelne mreže prijenosa i distribucije već je oslonjen isključivo na onu HEP-ovu.

Stoga je izuzetno važno naglasiti da je prije poduzimanja bilo kakvog oblika eventualne dokapitalizacije najprije potrebno provesti proces restrukturiranja HEP grupe i jasno definirati kvalitetnu strategiju daljnjeg razvoja. Tek poslije toga, na temelju poznatih ciljeva razvoja iz strategije bilo bi logično poduzimati potrebne akcije s ciljem povećanja temeljnog kapitala putem raznih oblika.

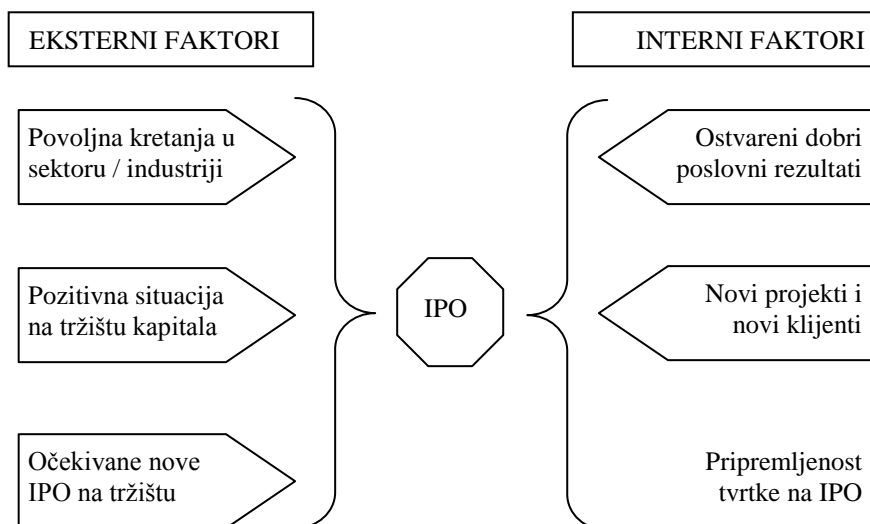
Pored toga, ukoliko se pokrene IPO potrebno je prethodno jasno definirati poželjne suvlasnike HEP-a; hoće li to biti druge energetske kompanije, građani, poduzeća, fondovi i slično? Ciljna skupina/e suvlasnika mogu presudno odrediti strategiju budućeg razvoja, a time položaj i perspektivu HEP-a. Suvlasništvo u svakom slučaju ne smije biti iz špekulativnih razloga, kao i onih koji bi ugrozili nacionalnu sigurnost i konkurentnost.

Dokapitalizacija bez jasnih ciljeva poslovnih ulaganja ne bi donijela poželjne učinke jer nisu definirane ključne varijable odluke poput one o organskom rastu kako na domaćem tržištu tako i u drugim zemljama koji bi se mogao realizirati na razne načine; od zajedničkih projekata, spajanja i preuzimanja. Uz to je potrebno procijeniti i novčane tokove kako bi se utvrdila efikasnost ulaganja po pojedinim segmentima.

Tržište električne energije je prilično nestabilno zbog meteoroloških rizika, geopolitičkih utjecaja i ekoloških zahtjeva. U tom smislu veleprodajne cijene energije prodaju sve labaviji indikator za ocjenu isplativosti investicijskih projekata korištenjem metode novčanih tokova.

Slika 2. Optimalni trenutak izlaska na tržište kapitala

Planiranje i selekcija optimalnog trenutka izlaska na organizirano tržište kapitala bitan je element za uspjeh inicijalne javne ponude.



Na slici 2 prikazan je optimalni trenutak izlaska kompanije na tržište kapitala putem IPO-a. Od internih faktora samo je ostvaren prvi: ostvarena dobit i dobra financijska pozicija dok su novi projekti djelomično definirani ili ih nema a pripremljenost za IPO slaba i u predizbornoj godini. Što se tiče eksternih faktora kretanja na tržištu kapitala su pesimistična, očekivanja novih IPO-a nema, a povoljna kretanja u energetske sektoru su ostvarena zahvaljujući dvjema prethodno dobrim godinama glede povoljnih hidrometeoroloških kretanja. Važno je napomenuti i da su veleprodajne cijene električne energije niske, kako na spot tako i na terminskom tržištu i da obeshrabruju nove investicije. Sumirajući jedne i druge faktore može se ocijeniti da nije optimalan trenutak poduzimanja IPO-a za HEP.

IPO kao oblik dokapitalizacije HEP-a mogao bi imati i pozitivne učinke ukoliko se provede u pogodnije vrijeme. Njime bi se sadašnja dionička struktura koja je formalizirana i svedena na državu kao jedinog dioničara raspršila uključivanjem individualnih i institucionalnih investitora u obujmu do 25%. Time bi poslovanje, izvješćivanje i donošenje odluka HEP-a postalo još transparentnije, a zasigurno bi se smanjio negativni utjecaj države, odnosno političkih struktura. Ovdje je riječ o javnom poduzeću, dioničkom društvu koje proizvodi i distribuira stratešku robu – električnu energiju, što predstavlja strateški interes svake zemlje. Povremene zavodljive priče o nužnosti veće liberalizacije ovoga segmenta tržišta, povećanje konkurencije i sigurno smanjenje cijena u budućnosti kao posljedica tržišnog natjecanja

kratkog su daha i pokazale su se u drugim zemljama neuvjerljive. Električna energija je roba čiju cijenu mora kontrolirati država, pa se prema tome ne može slobodno određivati. Proizvođači električne energije ne mogu imati glavni cilj maksimiziranje profita jer je riječ o posebnoj robi (infrastrukturnoj robi) koju treba svatko i koja predstavlja input u finalnim proizvodima industrije.

No, povećanje efikasnosti poslovanja HEP-a zasigurno je nužan i presudno važan cilj a njega je moguće provesti kvalitetnim ljudskim resursima, menadžerima i eliminiranjem ili značajnim smanjenjem političkog utjecaja na poslovanje.

Potrebno je napomenuti da je do sada bilo nekoliko pokušaja privatizacije HEP-a koji su dolazili izvana i uspješno su odbijeni. No, ovaj puta iniciranje privatizacije dolazi iz samoga Društva na način, odnosno procedurom koja je ishitrena i zakonski upitna. HEP i druga strateška poduzeća u Hrvatskoj samo su djelomično zaštićena i potrebno je otkloniti taj nedostatak u dobroj namjeri zaštite strateških interesa RH. U prethodnom tekstu smo vidjeli da Vlada može donositi odluke kojima se relativizira njihov zaštićeni položaj. Posebno je to opasno u razdobljima koja prethode političkim izborima kao što je sada slučaj. Naime, poduzimanje dokapitalizacije HEP-a putem IPO mogla bi biti jedna zgodna varijanta razvoja narodnog dioničarstva koja bi mogla biti posebno zanimljiva ukoliko cijena dionice bude podcijenjena kao što je to bio slučaj u vrijeme HDZ-ove vlade koja je privatizirala HT putem inicijalne javne ponude također u predizborno vrijeme. To bi predstavljalo uistinu populistički potez ali i opasno poigravanje sa sudbinom HEP-a čija strategija razvoja mora biti jedinstvena, nacionalna a ne stranačka bez obzira o kojoj se stranci radilo.

Ono što izaziva posebnu pažnju u planiranoj namjeri dokapitalizacije HEP-a jest činjenica da je on u protekle dvije godine ostvario najveće iznose neto dobiti. Prema tome, HEP posjeduje značajne viškove novca za čije ulaganje nema jasno poznate investicijske projekte. Pored toga, u medijima se pojavljuje ocjena da bi se putem IPO-a moglo prikupiti do tri milijarde kuna. Temeljni kapital HEP-a iznosi oko 19 milijardi kuna, pa ispada da bi se prodajom 25% udjela zaradilo tri umjesto oko pet milijardi kuna bez uključivanja drugih varijabli u procjenu njegove vrijednosti.

Temeljno je pitanje za koje bi se svrhe koristio novac prikupljen od možebitne inicijalne javne ponude. Ako bi to bilo za potrebe daljnjeg razvoja, boljeg pozicioniranja na tržištu, izgradnje novih proizvodnih kapaciteta tada bi to bilo opravdano uz prethodno poznate i dobro

razrađene konkretne projekte. Ukoliko bi se taj novac koristio za pokrivanje deficita državnog proračuna ili u slične svrhe tada bi to predstavljalo krajnje rizičan i neopravdan potez koji bi mogao ugroziti opstojnost kompanije.

Pored toga, poznato je da je proračun RH u krizi i da se u određenom roku mora smanjiti njegov deficit, a posebice zbog pritiska upravljačkih tijela EU. Stoga se otvoreno govori o tome da bi se taj prekomjerni deficit državnog proračuna mogao svesti u prihvatljive okvire na način da HEP iz svoje neto dobiti uplati u državni proračun oko 2,5 do 3 milijarde kuna. Time bi se postigao pozitivan učinak za državni proračun ali samo u kratkom roku. To bi s druge strane smanjilo financijsku snagu HEP-a kojeg se „prisiljava“ da tako izgubljeni dio dobiti pribavi putem IPO-a. Naglašavamo, ovakva poslovna kombinacija nije dobra zbog loših gospodarskih uvjeta pa bi štetu imala i država i HEP.

Ulazak u IPO u ambijentu slabe pripremljenosti mogao bi za HEP predstavljati dodatni rizik vezan za otkrivanje strateških informacija i poslovnih tajni što bi moglo ugroziti njegovu poziciju, a od čega bi najviše koristi imala konkurencija. Naime, radnje koje prethode pokretanju IPO-a usmjerene su na dubinsko snimanje svih segmenata poslovanja HEP-a. Uz to ne treba zanemariti i značajne troškove koji bi se odnosili na pripremnu fazu IPO-a. Mišljenja smo da HEP kao velika kompanija ima kvalitetne stručnjake koji bi mogli procijeniti je li pogodno vrijeme za dokapitalizaciju putem IPO-a.

Ukoliko se nastave radnje vezane za moguće pokretanje IPO-a to znači da će najvažniji menadžeri u značajnoj mjeri i duže vrijeme biti na tome angažirani i zaokupljeni na štetu započetog i nedovršenog procesa restrukturiranja.

Također treba ponovo naglasiti činjenicu da je HEP jedini vlasnik sustava prijenosa električne energije u zemlji. Ukoliko se HEP namjerava dijelom privatizirati prethodno bi se njegovi ključni dijelovi koji se odnose upravo na sustav prijenosa i hidroelektrane trebali izdvojiti iz zajedničke bilance, jer su to njegovi najvažniji dijelovi koji zbog strateških razloga i nacionalne sigurnosti mora ostati u 100% u vlasništvu države. To se posebno odnosi na hidroelektrane. No, pitanje energetske neovisnosti ili što manje ovisnosti o inozemstvu prevažno je za svaku zemlju. Pored toga, postoje određeni važni problemi na relaciji HEP – država zbog odluke, odnosno spora koji je pokrenut pred Ustavnim sudom jer su hidroelektrane koje su bile u vlasništvu HEP-a dodijeljene Hrvatskim vodama na temelju zakona o vodama.

4. Analiza financijskog položaja HEP Grupe

HEP Grupa je složeno trgovačko društvo kojeg čine matrica Hrvatska elektroprivreda d.d. Zagreb i 18 ovisnih društva koja su po pravno-organizacijskom obliku društva s ograničenom odgovornošću. U svim ovisnim društvima HEP d.d. ima 100% vlasništvo s iznimkom 50 % vlasničkih prava u kapitalu TE Plomin. Djelatnost HEP Grupe obuhvaća proizvodnju, prijenos distribuciju i opskrbu električne energije uključujući proizvodnju i distribuciju toplinske energije.

Tablica 1. Odabrani financijski pokazatelji u razdoblju 2012-2013 (milijuni kn)

STAVKE	2012	2013	Indeks 2013/2012
Poslovni prihodi	14.019,0	14.757,4	105,26
Poslovni rashodi	13.626,1	13.190,9	96,80
Dobit prije poreza	392,9	1.566,5	398,70
Neto dobit Grupe	71,2	1.295,2	1819,10
Poslovni prihodi - elektr.energija	11.630,0	11.948,0	102,73
Investicije	2598,3	2.166,9	83,39
Broj radnika	13585,0	13.300,0	97,90

Izvor : Godišnje izvješće HEP Grupe 2012,2013.

Tablica 1. ilustrira kretanje odabranih financijskih pokazatelja u razdoblju 2011.-2013. Svi pokazatelji ukazuju na poboljšanje financijskog položaja iz godine u godinu. Tako su prihodi porasli u promatranom razdoblju za 5,26%, a rashodi pali za 3,20 % . Brži rast prihoda od rashoda rezultira povećanjem dobiti prije i poslije oporezivanja. Tako je neto dobit tijekom 2013 porasla za više od 13 puta, nominalno za više od 1, 2 milijardi kn. Međutim, porast dobiti iz 2012 sa 71, 2 milijun kn na više od 1,29 milijardi kn krajem 2013 godine zahtjeva pojašnjenje. Godina 2013 bila je godina iznimno povoljnih hidrometeoroloških okolnosti zbog čega je hidroenergija ostvarila udio od 42,5% izvora u ukupno proizvedenoj električnoj

energiji ili za 68,7% više u odnosu na proizvodnju iz prethodne godine. To se izravno odrazilo na pad troškova nabave energetske izvora u vrijednosti od 1,8 milijardi kn ili za 25,8% u odnosu na godinu 2012. Investicije su ostvarene u nešto smanjenom obujmu u odnosu na 2012, (indeks 83,39). HEP Grupa provodi politiku restrukturiranja svojih članica što, između ostalog, rezultira smanjenjem broja uposlenih, pa je u krajem 2013. godine broj uposlenih bio manji za 2,1% ili realno za 285 ljudi.

Ključni elementi za ocjenu financijskog položaja HEP Grupe uvršteni su u tablicu 2.

Tablica 2.. Ključni pokazatelji financijskog položaja HEP Grupe (milijuni kn i %)

STAVKE	2012	Udio	2013	Udio
Dugotrajna imovina	31.194,7	89%	32.125,9	90%
Kratkotrajna imovina	3.703,5	11%	3.435,0	10%
Ukupna imovina	34.898,2	100%	35.560,9	100%
Kapital i rezerve	19.488,8	56%	21.242,2	60%
Dugoročna rezerviranja	661,4	2%	781,8	2%
Dugoročne obveze	10.115,9	29%	10.185,6	29%
Kratkoročne obveze	4.632,1	13%	3.351,3	9%
Ukupno obveze i kapital	34.898,2	100%	35.560,9	100%

Izvor : Godišnje izvješće HEP Grupe 2012,2013.

Svi ključni pokazatelji za ocjenu financijskog položaja HEP Grupe ukazuju na stabilnost tvrtke. Vlastiti izvori povećavaju udio u ukupnim izvorima financiranja i to sa 56% krajem 2012 na 60% do kraja 2013. Takav povoljan omjer vlastitih i tuđih izvora omogućio je da se investicijska aktivnost tijekom 2013 (2.166,9 milijuna kn) financira vlastitim sredstvima bez potrebe dugoročnog zaduženja. Povoljan utjecaj na likvidnost imalo je smanjenje kratkoročnih obveza koje su u ukupnim izvorima sa 13% krajem 2012 godine pali na 9% krajem 2013. godine.

4.1 Financijski položaj HEP grupe krajem 2014. godine

HEP grupa je tijekom 2014. godine ostvarila proizvodnju i prodaju električne energije na razini 99% vrijednosti iz 2013. godine . Prodaja električne energije u zemlji , uključujući izvoz dosegla je 17,228 GWh, što je ilustrirano tablicom 3.

Tablica 3. Prodaja električne energije HEP grupe

	Jedinica mjere	2013.	2014.	2014/2013
UKUPNA PRODAJA ELEKTRIČNE ENERGIJE u RH	GWh	15.142	14.932	0,98
Izvoz električne energije	GWh	2.227	2.296	1,03
UKUPNA PRODAJA HEP GRUPE	GWh	17.369	17.228	0,99

Izvor: nerevidirana izvješća HEP grupe

Podatak koji zaslužuje pozornost predstavlja udio opskrbljivača HEP grupe na ukupnom tržištu električne energije.

Udio opskrbljivača HEP grupe iznosi 86,9% tržišta električne energije (13 TWh), što je dokaz kako je HEP grupa uspjela zadržati najveći dio kupaca električne energije, te da privatni, mahom inozemni opskrbljivači nisu uspjeli preuzeti značajniji dio tržišta električne energije.

Tablica 4. Odabrani pokazatelji financijskog rezultata (000 kn)

STAVKE	2013.	2014.	Index 2013/2014
Poslovni prihodi	14.694.917	13.599.174	92,54 %
Financijski prihodi	62.540	433.671	693,42 %
Poslovni rashodi	12.321.307	10.398.725	84,39 %
Financijski rashodi	873.288	556.577	63,73 %
Dobit prije poreza	1.562.862	3.077.543	196,91 %
Porez na dobit	264.658	612.119	231,28 %
Dobit tekuće godine	1.298.204	2.465.424	189,91 %
Ostala sveobuhvatna dobit	(3.028)	52.411	
Ukupno sveobuhvatna dobit	1.295.176	2.514.662	194,15 %

Izvor: Godišnji konsolidirani financijski izvještaj HEP grupe

U tablici 4. prikazana je skraćena struktura računa dobiti i gubitka HEP grupe za 2013 i 2014. godinu. Općenito se može reći da je dobit tekuće godine dakle 2014. porasla unatoč smanjenja poslovnih prihoda grupe na što je utjecalo povećanje financijskih prihoda grupe ali i znatno smanjenje rashoda.

Dakle uspoređujući podatke u razdoblju od 2012. godine do 2014. godine može se zaključiti da je poslovanje HEP grupe u razdoblju od tri godine stabilno.

Ukupan efekt prepravljenih stavki umanjenja vrijednosti termoelektrana iznosi 2.388.465 tisuća kn što je smanjilo zadržanu dobit iz prethodnih godina.

Tablica 5. Ključni pokazatelji financijskog položaja HEP grupe na dan 31.12. 2014.**(u 000 kuna)**

STAVKE	2013	Udio	2014	Udio
Dugotrajna imovina	30.701.948	88,94 %	30.779.160	85,94 %
Kratkotrajna imovina	3.847.385	11 %	5.053.642	14 %
Ostala imovina	22.107	0,06 %	23.916	0,06 %
Ukupna imovina	34.571.440	100 %	35.856.718	100 %
Kapital i rezerve	19.792.159	57 %	22.077.573	62 %
Rezerviranja	808.383	2 %	902.779	2 %
Dugoročne obveze	6.088.546	18 %	5.253.564	15 %
Kratkoročne obveze	3.694.897	11 %	3.597.427	10 %
Odgođeni troškovi razdoblja i prihod budućeg razdoblja	4.134.052	12 %	4.025.375	11 %
Ukupno obveze i kapital	34.571.440	100 %	35.856.718	100 %

Izvor: Godišnji konsolidirani financijski izvještaj HEP grupe

U tablici br. 5 prikazani su skraćeni podaci financijskog položaja HEP grupe. Podaci koji se odnose na 2013 godinu koji su uzeti kao usporedni podaci iz konsolidiranih izvještaja razlikuju se prema objavljenim podacima za 2013.

Prema našim analizama razlika se vjerojatno odnosi na prepravke vrijednosti i to zbog preuzimanja vrijednosti objekata HAC d.o.o.i zbog ispravka vrijednosti imovine termoelektrana sukladno MRS-u 36 i MRS-u 8. (o navedenim umanjnjima istaknut je poseban osvrt). Zbog navedenog promijenjena su početna stanja početkom i na kraju 2013. godine što je imalo utjecaja na bilančne vrijednosti krajem 2014. godine.

Međutim ipak prepravke vrijednosti početnih stanja ukazuju na stalno nekonzistentno vođenje računovodstva i to posebno u dijelu računovodstvenih politika a vjerojatno i pogrešaka i procjena. Društvo bi na taj dio poslovanja trebalo posebno obratiti pažnju.

Ako uspoređujemo pokazatelje poslovanja iz 2013. godine prema 2014. godini onda se oni bitno ne razlikuju od usporedbe koja je navedena kada se je opisalo stanje 2012 i 2013 godine.

I dalje se vlastiti izvori u ukupnim izvorima financiranja povećavaju. I nadalje takav povoljan omjer vlastitih i tuđih izvora omogućio je da se investicijska aktivnost tijekom 2014 godine nastavi.

Nakon skraćene analize financijskog položaja HEP-a koja je dovoljna za potrebe izrade mišljenja o potrebi dokapitalizacije HEP-a potrebno je u nastavku odgovoriti na pitanje: zašto je testirana i smanjena vrijednost imovine u 2014. godini i jesu li postojali indikatori za umanjenje u ranijim godinama?

Testiranje vrijednosti imovine na umanjenje određeno je odredbama Međunarodnog računovodstvenog standarda 36 – Umanjenje imovine. Prema odredbama navedenog standarda društvo treba iskazivati imovinu u visini koja nije viša od nadoknadivog iznosa. Nadoknativa vrijednost imovina ili jedinice koja stvara novac je njezina fer vrijednost umanjena za troškove prodaje ili njezina vrijednost u upotrebi ovisno što je više.

Vrijednost u upotrebi je sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova za koje se očekuje da će pritjecati od imovine ili od jedinice koja stvara novac.

Vrijednost neke imovine treba umanjiti kada knjigovodstvena vrijednost imovine prelazi njen nadoknativi iznos. Prema odredbama točke 9. MRS-a 36, određeno je da na kraju svakog izvještajnog razdoblja društvo treba provjeriti da li postoje li pokazatelji da neka imovina može biti umanjena. Ako društvo ocijeni da postoje pokazatelj za umanjenje tada društvo treba procijeniti nadoknativi iznos imovine. Ako je knjigovodstvena vrijednost veća od nadoknadivog iznosa tada treba navedenu razliku priznati kao gubitak od umanjenja.

Pokazatelji koje bi svakako trebalo razmotriti su:

Vanjski izvori informacija

(a) tijekom razdoblja, tržišna vrijednost imovine je značajno smanjena, više nego se očekivalo kao rezultat protoka vremena i normalne upotrebe;

(b) značajne promjene su nastale tijekom razdoblja ili će nastati u bliskoj budućnosti sa negativnim učinkom na subjekt, u tehnološkim, tržišnim, ekonomskim ili zakonskim uvjetima u kojima posluje ili na tržištu kojem je imovina namijenjena;

(c) tržišne kamatne stope ili druge tržišne stope povrata od ulaganja povećane su tijekom razdoblja, a ta će povećanja vjerojatno utjecati na diskontnu stopu koja se koristi u

izračunavanju vrijednosti u upotrebi imovine i značajno će smanjiti nadoknadivi iznos imovine;

(d) knjigovodstvena vrijednost neto imovine subjekta je viša od njegove cijene na tržištu (tržišna kapitalizacija).

Interni izvori informacija

(e) postoji dokaz zastarjelosti ili fizičkog oštećenja sredstva;

(f) značajne promjene su se dogodile tijekom razdoblja ili će se dogoditi u bliskoj budućnosti sa negativnim učinkom na subjekt, u obujmu ili načinu na koji se imovina koristi ili očekuje koristiti. Te promjene obuhvaćaju imovinu koja se stavlja van upotrebe, planove za prestanak ili rekonstrukciju poslovanja kojem imovina pripada, planove za prodaju imovine prije ranije očekivanog datuma, i ponovnu procjenu korisnog vijeka upotrebe imovine kao ograničenog radije nego neograničenog;

(g) postoji dokaz iz internih izvještaja koji pokazuje da je ekonomski učinak imovine već loš ili će biti lošiji nego se očekuje.

Dividende ovisnih subjekata, zajednički kontroliranih subjekata ili pridruženih subjekata

(h) za ulaganje u ovisni subjekt, zajednički kontrolirani subjekt ili pridruženi subjekt, ulagatelj priznaje dividende od ulaganja i raspoloživi su dokazi da:

(i) knjigovodstvena vrijednost ulaganja u odvojenim financijskim izvještajima je viša od knjigovodstvene vrijednosti neto imovine stjecatelja, uključujući i odnosni *goodwill*, u konsolidiranim financijskim izvještajima

(ii) dividende premašuju ukupnu sveobuhvatnu dobit ovisnog subjekta, zajednički kontroliranog subjekta ili pridruženog subjekta u razdoblju u kojem je dividenda izglasana.

Uprave društava HEP Proizvodnja d.o.o., HEP Toplinarstvo d.o.o i HEP Operator distribucijskih sustava d.o.o. donijeli su odluke o utvrđivanju indikatora vrijednosti i izrade vrijednosti potrebnih umanjenja i to na način da su angažirali vanjskog savjetnika. Za društva HEP Proizvodnja i HEP Toplinarstvo d.o.o izabran je vanjski savjetnik BDO Savjetovanje d.o.o. Prema našim informacijama to je društvo povezano s revizorom pojedinačnih i konsolidiranih godišnjih financijskih izvještaja grupe HEP d.d.. Riječ je o potencijalnom sukobu interesa između navedenih društava, što će se obrazložiti naknadno u ovom tekstu.

Prema raspoloživim dokumentima koje smo imali na raspolaganju proizlazi da je u društvu HEP Proizvodnja d.o.o. rađeno utvrđivanje indikatora umanjenja imovine i to građevinskih objekata i postrojenja i opreme, a zatim i umanjenja vrijednosti što znači da su utvrđeni indikatori umanjenja za slijedeće pogone:

1. TE Sisak
2. TE Rijeka
3. TE Plomin
4. KTE Jertovec
5. TE TO Zagreb
6. TE TO Osijek
7. EL TO Zagreb

Za navedene pogone utvrđeno je i da je knjigovodstvena vrijednost veća od nadoknadivog iznosa u ukupnom iznosu od 2.388.465.006,65 i to za iznos ukupne vrijednosti navedene imovine.

Prema prijedlogu Odluke uprave navodi se da negativni efekti (valjda se misli na gubitke od umanjenja odnosno povećanje rashoda) potječu iz prethodnih godina (ne navodi se precizno koje su to prethodne godine) te da će se umanjenje imovine evidentirati prepravljajem prethodnih razdoblja izvještavanja.

S obzirom na navedeno a i uvidom u Izvješće o indikatorima umanjenja i projekcije umanjenja za jedan od pogona i to TE TO Zagreb vidljivo je da je obveza izrade testova umanjenja sukladno odredbama MRS-a 36 postojala i u prethodnim godinama kada su se izrađivali godišnji financijski izvještaji. Dakle, analiza indikatora i vjerojatno umanjenje imovine trebalo je izraditi i prethodnih godina. Po zakonu uprava je odgovorna za izradu i točnost godišnjih financijskih izvještaja. Također postavlja se pitanje zašto revizori nisu upozorili upravu na navedene propuste i zašto nisu izdali revizorske izvještaje s kvalifikacijama u tom dijelu.

4.2 Zapažanja na provedeno utvrđivanje indikatora na umanjnje imovine i izračun vrijednosti potrebnih umanjnja pogon TE TO Zagreb

1. Kao što je već naprijed već rečeno imali smo uvid samo u jedan dokument o utvrđivanju indikatora na umanjnje imovine i izračun vrijednosti potrebnih umanjnja imovine sukladno MRS-u 36 i to za TE TO Zagreb (dalje , „*Elaborat*“). Zapažanja na provođenje i utvrđivanje navedenih indikatora i umanjnje imovine odnose se samo na navedeni pogon TE TO Zagreb. Pretpostavljamo da za sve ostale pogone postoji sličan dokument, a ako ne postoji onda je to veliki propust i nikako se ne bi smjela donositi odluka o smanjenju vrijednosti imovine.

2. Prema navodima iz elaborata na strani broj 9 vidljivo je da u vremenskom razdoblju od 2011. godine do 2014. godine poslovni prihodi jako padaju (za 63,91%) a proizvodnja toplinske energije , ogrjevne topline i tehnološke pare pada samo za cca 10 posto, jedino je tri puta smanjena proizvodnja električne energije. Ako prihodi padaju a proizvodnja pada znatno manje, koji je uzrok znatnom smanjenju prihoda? Je li problem u smanjenju cijena?

3. Prema navodima iz elaborata na strani 9 navodi se da je od ukupnog iznosa ostvarenih prihoda 99,4 % istih ostvareno unutar HEP grupe. Prihodi drastično padaju, proizvodnja znatno manje- znači li to da su se cijene unutar grupe smanjile? Po kojim cijenama prodaju ostali članovi grupe navedene energente?

4. Cijela ta problematika s znatnim padom prihoda i ostvarenja unutar grupe implicira pitanje da li HEP grupa ima elaborat o transfernim cijenama po kojem bi se utvrdilo da li se unutar grupe vodi računa o tome da se međusobno fakturiranje obavlja po tržišnim principima u cilju da se ne pogoduje pojedinim članicama grupe. HEP ne funkcionira po modelu transfernih cijena već na relaciji komitent/komisionar, što znači da HEP grupa isporučuje energiju a povezana društva pružaju usluge. Prema odredbama Općeg poreznog zakona i Zakona o porezu na dobit društva koja su sastavljena od ovisnih društva i pridruženih društava obvezna su izraditi elaborat o transfernim cijenama u kojemu trebaju izraditi sustav cijena prema kojemu bi se trebale izbjeći navedene situacije.

5. Prema navodima iz elaborata na strani 10 navodi se da amortizacija u razdoblju od 2011. do 2014 godine raste što znači da se ulaže u pogone pa se još jednom postavlja pitanje zašto nije rađen test na umanjnje u ranijim godinama u kojim bi se utvrdilo da li imovina ima neku vrijednost i kakva je daljnja perspektiva poslovanja pogona. Trebalo je odgovoriti je li

potrebno restrukturiranje i radikalna zaokret u poslovanju ili ne. O tome bi ovisio i stav o novim ulaganjima.

6. Imajući sve naprijed u vidu postavlja se pitanje jesu li savjetnici prilikom izrade Elaborata o indikatorima i izračunu umanjenja imovine uvažili naprijed navedena pitanja. Naime u Elaboratu nema odgovora na niti jedno od naprijed spomenutih pitanja tako da ostaje dilema da li su savjetnici vodili računa o naprijed navedenom kada su radili projekcije novčanih tokova za buduća razdoblja od 2015. do 2019. godine.

7. Ako su podaci koji su navedeni u elaboratu točni termoelektrana TE TO Zagreb kontinuirano radi gubitke i unatoč planiranom pretvaranju potraživanja u ulog, dakle u kapital, negativno poslovanje će se nastaviti što implicira situaciju da će se za njeno poslovanje stalno morati dodavati dodatna sredstva. Budući da ona nije poseban pravni subjekt i ne može ići u stečaj nužno je provesti restrukturiranje kako bi ostvarivala barem minimalnu dobit. U tom smislu potrebna je rasprava o unutrašnjim transfernim cijenama kao i o finalnoj cijeni isporuke toplinske energije te mreži koja rasipa energiju i stvara troškove.

Na temelju toga se nameće logično pitanje: zašto uprava HEP-a nije izradila elaborat o opravdanosti poslovanja termoelektrana. Zašto se radi projekcija umanjenja imovine s projekcijama prihoda i rashoda na temelju postojećih podataka bez da se je prije toga analiziralo stanje i odgovorilo na naprijed postavljena pitanja? Je li uprava imala operativni plan restrukturiranja i radi li na smanjenju troškova? Ako uprava ima analizu poslovanja i ako je ona utvrdila uzroke dugogodišnjeg poslovanja s gubicima i ako su mjere za poboljšanje unijete u Elaborat onda je to tamo trebalo izrijekom navesti.

4.3 Mogući sukob interesa prilikom izrade Elaborata o utvrđivanju indikatora na umanjenje imovine i izračun vrijednosti potrebnih umanjenja sukladno MRS-u 36

Izabrani savjetnik koji je izradilo elaborat o utvrđivanju indikatora na umanjenje imovine i izračun vrijednosti potrebnih umanjenja sukladno MRS-u 36 je društvo BDO Savjetovanje d.o.o. Revizor financijskih izvještaja za 2012., 2013., i 2014. godinu je revizijsko društvo BDO Croatia d.o.o. i Audit d.o.o. Navedena društva su međusobno povezana u dijelu osnivača i dijelu zastupanja. Prema odredbama članka 11. stavka 2. Zakona o reviziji obavljanje usluga s područja financija i računovodstva, poreznog i ostalog poslovnog savjetovanja, procjenjivanja vrijednosti poduzeća, imovine i obveza te sudskog i vještačenja isključuje mogućnost obavljanja usluga revizije u istoj pravnoj osobi za istu poslovnu godinu.

Zabrana obavljanja usluga revizije odnosi se na sva povezana društva revidiranog subjekta kao i revizorskog društva.

Međutim stavak 3. istog članka navodi da se zabrana iz stavka 2. ne odnosi na povezana društva revidiranog subjekta kao i revizijskog društva pod uvjetom da je revizorsko društvo poduzelo sve mjere osiguranja kako obavljanje naprijed navedenih drugih usluga ne bi imalo utjecanje na neovisnost obavljanja usluga revizije.

Odredbe navedenog Zakona o reviziji nigdje ne navode koje to mjere revizorsko društvo treba poduzeti za osiguranje neovisnosti. Bilo bi interesantno zatražiti od revizora da prezentira mjere za neovisnost.

Dakle formalno izabrani savjetnik teoretski je mogao biti izabran pod navedenim uvjetima. Međutim suštinski nije jasno zašto HEP grupa izabire ipak savjetnika koji potencijalno može biti u sukobu interesa.

4.4 Vrijeme potrebno za due diligence HEP grupe

HEP grupa je izrazito velik poslovni subjekt. Prije ponude za privatizaciju potrebno je svakako da vlasnik izradi procjenu vrijednosti grupe kako bi mogao najbolje procijeniti vrijednost dionica i cijenu koju nudi potencijalnim kupcima ili strateškim investitorima. Ako za tu namjeru angažira neovisnog savjetnika tada će taj savjetnik prvo izraditi *due diligence* a nakon toga i procjenu vrijednosti društva.

To je posao koji bi prema našem mišljenju trebao trajati najmanje 6 mjeseci a možda i više ako se proces odabira savjetnika oduži. Ukupan proces IPO-a trajao bi 12 mjeseci.

5. Zaključci i prijedlozi:

Ekonomska situacija u Hrvatskoj je vrlo teška, depresija traje već sedmu godinu, a deflacija je također na sceni skoro dvije godine. Broj nezaposlenih se kreće oko 330000, očekivanja su pesimistična i nepovoljna za investicije. Cijene imovine su duže vrijeme u padu. Tržište kapitala je plitko, slabo likvidno i duže razdoblje u padu s neizvjesnim očekivanjima glede pozitivnog zaokreta *Sve to govori da je makroekonomsko okruženje nepovoljno za poduzimanje inicijalne javne ponude, odnosno privatizacije HEP-a.*

HEP treba jasnu strategiju srednjoročnog i dugoročnog razvoja pa se postavlja pitanje u koje svrhe bi koristio pribavljeni kapital putem IPO-a.

Nije jasno definirana pozicija HEP-a iako je proglašen strateškom kompanijom. Vlada je svojom odlukom koja se odnosi na upravljanje imovinom u vlasništvu RH, a koja se odnosi na mogućnost pokretanja dokapitalizacije, stvorila nesigurnost koja može značajno zakomplicirati redovno poslovanje i strateško pozicioniranje HEP-a na domaćem i okolnim tržištima. Usput rečeno u programu rada sadašnje uprave IPO se ne spominje, kao niti u Planu poslovanja Društva i Planu restrukturiranja koji je izradio PWC. Stoga se teško oteti dojmu da se radi prije svega o političkim motivima.

Inicijalna javna ponuda bi mogla biti dobar potez u cilju daljnjeg jačanja pozicije HEP-a i njegovog budućeg razvoja. Da bi se u tome uspjelo čitav postupak treba provesti u skladu sa strukom, bez političkih pritisaka i u primjerenom vremenskom roku. Na taj način bi se zaštitili interesi vlasnika društva, samoga HEP-a i interes budućih dioničara.

Predlažemo da se najprije dovrši proces restrukturiranja unutar HEP-a.

Postavlja se i pitanje kakve bi bile moguće implikacije provedbe IPO-a obzirom da je u kolektivnom ugovoru ostavljena mogućnost varijabilnog modela plaće samo za tržišnu djelatnost. Preciznije rečeno, je li moguće u tom slučaju aktivirati i ESOP program?

Financijska pozicija HEP-a je vrlo stabilna i kompanija je u protekle dvije godine ostvarila iznimno veliku neto dobit dovoljnu za financiranje zacrtanih investicija. HEP je izuzetno dobro kapitaliziran. Prema tome, bez jasnih planova daljnjih investicija ili regionalnog širenja putem akvizicija nije potrebna dokapitalizacija.

Nužno je unutar složenog sustava HEP-a riješiti problem transfernih cijena jer se pojedini dijelovi duže vrijeme pojavljuju kao gubitaši što ih kao imovinu gura ekonomskoj vrijednosti nula. Promjenom transfernih cijena, ali i finalnih cijena isporuke ovi dijelovi imovine HEP-a dobivaju novu vrijednost zbog pozitivnog novčanog toka. Nerješavanje problema transfernih cijena vodit će smanjenju temeljnog kapitala a time i ukupne vrijednosti kompanije što može biti i za mogući plan dokapitalizacije kao i reputaciju same kompanije.

Inicijalna javna ponuda ostaje kao moguća dobra opcija za dodatno restrukturiranje kako vlasništva tako i načina upravljanja HEP-om, ali u boljem makroekonomskom okruženju. Time bi se HEP, koji je zasada formalno dioničko društvo u 100% vlasništvu dijelom privatizirao od strane građana, zaposlenika u drugih privatnih trgovačkih društava.

Predlažemo da se odmah jednostrano odustane od daljnjih aktivnosti koje se odnose na IPO zbog sprječavanja curenja strateških informacija i poslovnih tajni kao i zbog značajnih troškova.

Posebno treba naglasiti da je važno odlaganje procesa djelomične privatizacije HEP-a u vrijeme parlamentarnih izbora. HEP nije i ne smije biti stranačka kompanija, već strateška nacionalna kompanija čiji menadžment mora biti u situaciji da razmišlja dugoročno uz minimalne političke utjecaje.

Dobit HEP-a se ne bi smio koristiti za krpanje državnog proračuna jer se time potkopava njega stabilnost poslovanja i dovode u pitanje investicije. Pored toga, važno je naglasiti da je visoka dobit u 2013 i 2014.g. rezultat povoljnih hidroloških uvjeta. Međutim, što će se dogoditi ako bude suprotno i hoće li u tom slučaju država pomoći HEP-u? To je otvoreno pitanje koje traži jasno pozicioniranje države.

Zbog strateške važnosti HEP-a za državu prema našem mišljenju trebalo bi privatizaciju odrediti temeljem Zakona o privatizaciji HEP-a kako bi se izbjegli problemi strateške prirode vezane za energetiku. Tim zakonom bi se trebalo onemogućiti političkim strukturama mijenjanje jednom usvojene dugoročne strategije razvoja HEP-a i strogo definirati maksimalni dio za privatizaciju koji ne bi smio iznositi više od 25%.

Svakako bi trebalo izbjeći loš primjer privatizacije INE, jer je HEP jedina preostala najveća i najkvalitetnija hrvatska državna kompanija.

Literatura:

1. Brealey, Myers, Marcus: Osnove korporativnih financija, Mate, Zagreb, 2007
2. Blum R: IPO timing determinants, 2011
3. Considering an IPO – The costs of going and being public may surprise you, PWC, 2012
4. Dewenter L.K: Malateste H.P: Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: an international comparison, 1996
5. Draho, J: The IPO Decision – Why and how companies go public, Edward Elgar, Cheltenham, 2005
6. Gilson, C.S: Creating value through corporate restructuring, Wiley Finance, New York, 2001
7. Howson, P: Due dilligence, Poslovni dnevnik – Masmedia, Zagreb
8. Liaw, T.K: The business of investment banking, second edition, John Wiley&Sons, Hoboken, 2006
9. Williamson, P.J: Investment banking handbook, John Wiley&Sons, New York, 1988