

Nagodba Agrokorovih vjerovnika i moguća kapitalna povezivanja u cilju minimiziranja financijskih rizika

*Financijsko izvještavanje, revizija i krizni financijski menadžment
53. simpozij HZRF, Mali Lošinj, 8. lipanj 2018.*

Mihaela Grubišić Šeba

Pregled

1. Lex Agrokor i provedba postupka izvanredne uprave (IU) nad društvom
2. Prijedlog nagodbe izvanredne uprave i analiza njezinih prednosti i nedostataka
3. Promjena vlasništva kao rezultat realizacije predložene nagodbe
4. Alternativni scenarij 1: Nagodba primjenom stečajnog postupka
5. Alternativni scenarij 2: Model refinanciranja bankovnih obveza

1. Uvodno (1)

- ▶ Četiri segmenta poslovanja: poljoprivreda, hrana, maloprodaja i veleprodaja i Agrokor portfolio holding
- ▶ 105 društava u konsolidaciji Agrokor d.d. na kraju 2017. godine
- ▶ Sadašnja vlasnička struktura: matrica u RH (Agrokor d.d.) - u vlasništvu matice u Nizozemskoj (Adria Group Holding B.V. u 95,5%-vlasništvu Ivica Todorica) - u krajnjem vlasništvu matice u Hrvatskoj (Agrokor projekti)
- ▶ Vlasničku strukturu kompliciraju indirektni udjeli u vlasništvu matice nad kćerima (Agrokor d.d. je vlasnik srbijanskog Frikoma preko Leda, ili vlasnik PIK Vrbovec preko Konzuma)
- ▶ Dominantno financiranje: u inozemstvu uz visoke kamate, krediti dobavljača i pozajmice poslovnih partnera iz Hrvatske
- ▶ Postupak IU otvara se 10.04.2017. godine po Lex Agrokoru na 12+3 mjeseca (nakon što je Konzum d.d. 31.03.2017. godine Trg. sudu predao zahtjev za stečaj (blokiran za 909 milijuna kuna), a ukupne blockade koncerna bile su 3,03 milijarde kuna)

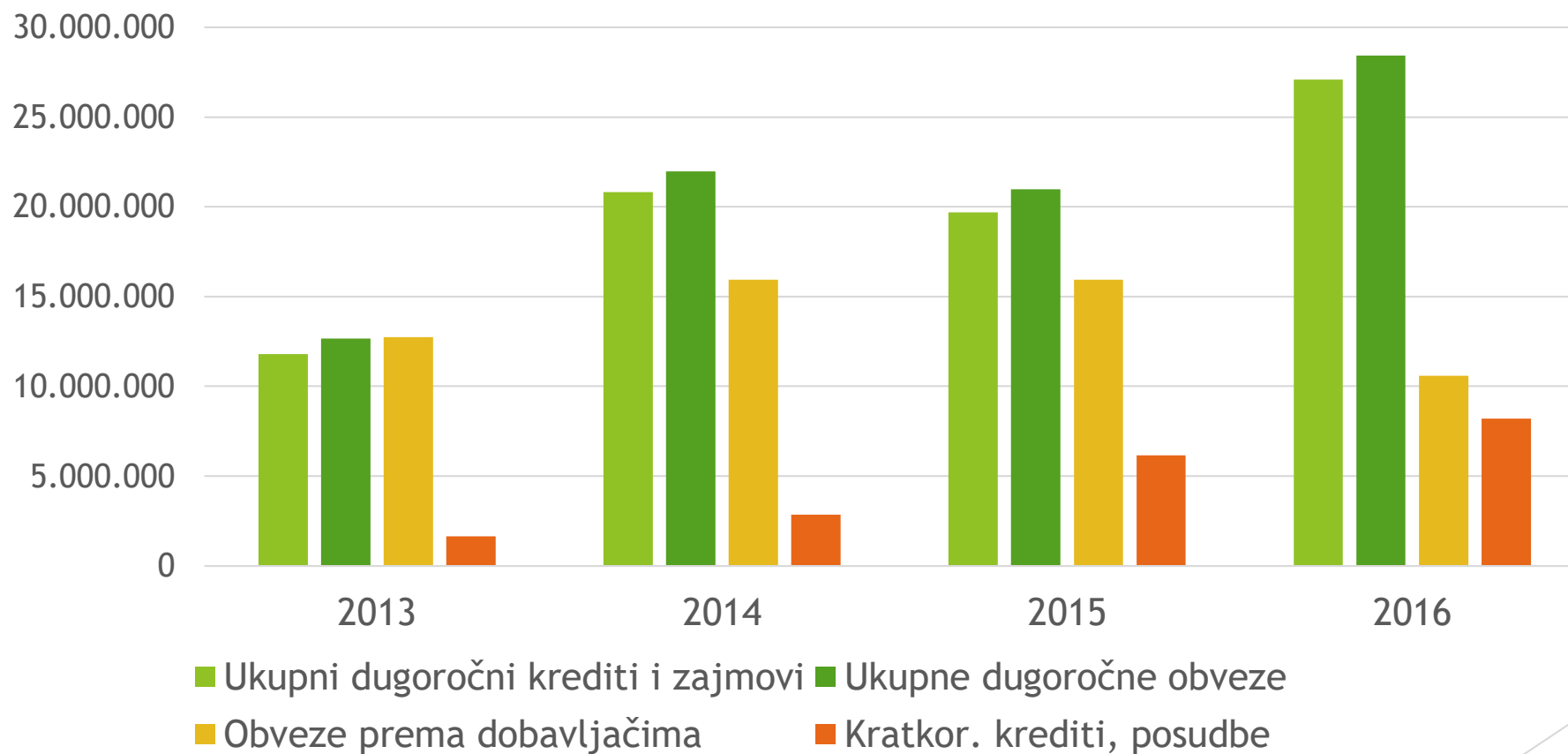
1. Lex Agrokor i provedba postupka IU (2)

- ▶ Postupak IU obuhvaća 18 d.d. i 57 d.o.o. u RH, odnosno povezana i ovisna društva u kojima Agrokor d.d. ima više od 25% vlasništva
- ▶ Postupak IU pravomoćno je priznat samo u Švicarskoj, nepravomoćno u Engleskoj i Walesu, u SAD je u postupku priznavanja, dok ga zemlje regije nisu priznale (Slovenija, Srbija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora)
- ▶ Nakon što je stupila na dužnost IU je gotovo šest mjeseci potrošila na postupak revizije jer “nije mogla vjerovati nijednom broju”
- ▶ Po okončanju je podnesena prijava protiv većinskog vlasnika za izvlačenje 1,6 mlrd. kuna iz koncerna za privatne potrebe
- ▶ Koja je bila primarna zadaća IU prema Lex Agrokoru?

1. Lex Agrokor i zadaća IU (3)

- ▶ Spriječiti stečaj normaliziranjem poslovanja zamrzavanjem svih postojećih obveza (**što je IU protumačila kao jednokratno dospijeće svih obveza = stečaj**) tako da o naplati tražbina nastalih i dospjelih do 10.04.2017. godine (tzv. stari dug) odluče vjerovnici
- ▶ po diskrecijskoj osnovi odobriti plaćanje starog duga bitnim vjerovnicima za nastavak poslovanja i bez čekanja nagodbe
 - ▶ do danas postoje dokazi da je stari dug po čudnim kriterijima pretvaran u granični i ni na zahtjev suda nema evidencije o plaćenim tražbinama
- ▶ spriječiti “slom” sustava isplatom tražbina malim dobavljačima
 - ▶ riječ je o 20 milijuna eura tražbina 2.500 tisuće malih dobavljača koje su se mogle pokriti urgentnim kreditom za likvidnost domaćih banaka od 80 milijuna eura odobrenim u travnju 2017. godine
- ▶ osigurati nužno financiranje
- ▶ uvećati vrijednost imovine svim dionicima - pala je sa 41,7 na 35,3 mlrd. kn
- ▶ spriječiti pad zaposlenosti - pala je za preko 5.000 radnika unatoč rastu plaća
- ▶ plaćati rad savjetnika iz redovnog poslovanja

Zaduženje Agrokora, neprepravljena financijska izvješća, 2013.-2016. god., u tisućama kuna



1. Provedba Lex-a i isplaćeni dugovi dobavljačima (4)

Vrsta dobavljača	Iskorišteno	Odobreno	Neiskorišteno za daljnju raspodjelu
Kvota A - mali dobavljači	20.000.000 €	30.000.000 €	10.000.000 €
Kvota B - pro rata tranša	27.500.000 €	27.500.000 €	0 €
Kvota B - proporcionalna tranša	56.500.000 €	82.500.000 €	26.000.000 €
Kvota C - diskrecijska plaćanja	10.000.000 €	10.000.000 €	0 €
Međuzbroj, kvote A-C	114.000.000 €	150.000.000 €	36.000.000 €
Realocirana neiskorištena sredstva iz kvota A-C	9.000.000 €	36.000.000 €	27.000.000 €
Ukupno raspoloživo za dobavljače iz roll-up kredita	123.000.000 €	150.000.000 €	27.000.000 €
Od toga za stari dug	104.000.000 €	150.000.000 €	27.000.000 €
Od toga za granične tražbine	19.000.000 €		

1. Provedba Lex-a i novi dugovi financijskim institucijama (5)

Datum odobranja	Davatelj(i)	Iznos	Opis
21.02.2017.	Sberbank Rusija	100 milijuna eura u dvije tranše (60+40 M)	Prva tranša (60 M) za financiranje tekućeg poslovanja, a druga (40 M) za refinanciranje. Očekivano dospijeće - veljača 2022. godine
7.04.2017.	ZABA, PBZ, Erste i RBA d.d	80 milijuna eura	Kredit za likvidnost - otplaćen odmah po uzimanju roll-up kredita iako je imao rok dospijeća 12+3 mjeseca
8.06.2017.	Najveći u milijunima EUR: <ul style="list-style-type: none">• Knighthead (200 M);• VTB (181,5 M)• ZABA (180 M)• Monarch (110 M)• ostali (288,5 M)	960-1.060 M eura roll-up kredit	Inicijalno procijenjen na 480 M eura, od kojih 80 M eura za vraćanje nedospjelog kredita za likvidnost domaćim bankama, 250 M eura za operativno poslovanje i 150 M eura za plaćanje tražbina dobavljačima). Dospijeće 1+2 godine

1. Provedba postupka IU i čemu služi roll-up (6)

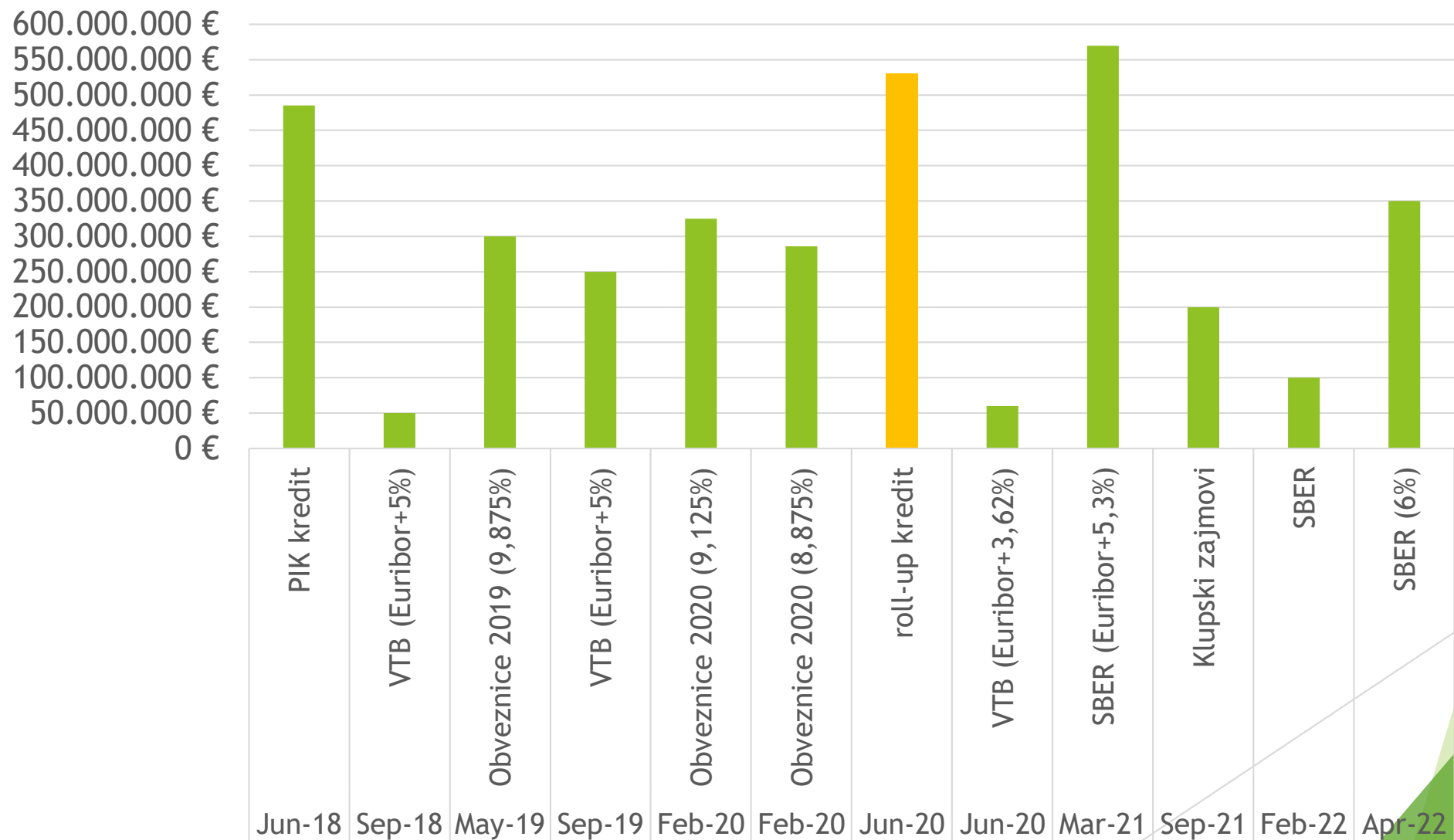
- ▶ Remećenju prava izvornih vjerovnika zbog statusa super-prioritetnog zajma (530 M eura za financijsku injekciju + 530 M eura za otplatu starog duga)
- ▶ Naknadnom opterećenju vrijedne imovine zalogom (zašto kad je osiguran super-prioritetnim statusom naplate?)
- ▶ Zašto toliki iznos?
 - ▶ Blokirani računi 3,03 mlrd kn - 322 milijuna kn na računu = 2,708 mlrd. kn
 - ▶ 2,708 mlrd. kn - 600 milijuna kn kredit za likvidnost od domaćih banaka = 2,108 mlrd kn
 - ▶ maksimalna potreba za financiranjem je 2,108 mlrd. kn ili 281 M (cca 300 M EUR s naknadama)
- ▶ Plaćanju savjetnika izvanredne uprave (84 milijuna eura u godini dana)
- ▶ Remećenju (buduće) vlasničke strukture
 - ▶ Ne zna se pod kojim su kriterijima odabrani sudionici roll-up-a i kakve su bile ostale ponude za financiranje (stari kreditori sudjeluju sa manje od 38%)

Djelomično sklopljen protivno čl. 39 Lex-a jer se može uzeti samo radi “smanjenja sistemskog rizika, nastavka poslovanja, očuvanja imovine i podmirenju tražbina iz operativnog poslovanja”

1. Provedba postupka IU i čemu služe jamstva (7)

- ▶ Jamstva dana za dug prije IU bila su solidarna - dug je vraćala ona sastavnica koncerna koja je imala novaca
- ▶ Jamstva su bila predmet ograničenja Zakona o trgovačkim društvima
- ▶ Nikada prije IU nisu bila upisani zalozi nad najvrjednijim nekretninama i intelektualnim vlasništvom sastavnica Agrokora
- ▶ Uprave su priznale roll-up kredit i jamstva po istome jer im je tako naložila IU, ali ne žele proknjižiti jamstva
- ▶ Pod pretpostavkom dospjeća jamstava (uz dug) obrazlaže se potreba stečajeva solventnih sastavnica koncerna
- ▶ Iznos priznatih tražbina je 37,9 mlrd. kn, a iznos ukupnih obveza 56,3 mlrd. kn (jamstva iz poslovnog odnosa???)

Redovna dospijeća kreditnih obveza prema financijskim institucijama, u EUR



1. Što se moglo napraviti Lex Agrokorum (8)

- ▶ prenijeti dio ili sva imovina dužnika na jednu ili više već postojećih osoba ili osoba koje će tek biti osnovane
- ▶ ostaviti dužniku svu imovinu ili dio njegove imovine radi nastavljanja poslovanja dužnika
- ▶ dužnika pripojiti drugoj osobi ili spojiti s jednom ili više osoba
- ▶ prodati svu imovinu ili dio imovine dužnika, raspodijeliti svu imovinu ili dio imovine dužnika između vjerovnika
- ▶ smanjiti ili odgoditi isplatu obveza dužnika
- ▶ obveze dužnika pretvoriti u kredit ili zajam odnosno temeljni kapital dužnika ili nekih od njegovih ovisnih društava, odnosno u kapital novoosnovanih društava
- ▶ preuzeti jamstvo ili dati drugo osiguranje za ispunjenje obveza dužnika
- ▶ urediti odgovornost dužnika nakon nagodbe

2. Prijedlog nagodbe IU - pretpostavke (1)

- ▶ Ukupan dug društva je dospio na dan otvaranja postupka IU
- ▶ Grupa ne može imati kontinuitet poslovanja
- ▶ Procjena ekonomske održivosti rađena je na temelju dva testa: povrata vjerovnicima i procjene insolventnosti uz jednokratno dospijeće duga
- ▶ Koncept prioriteta namirenja utvrđuje namirenje za tražbine (roll-up?)
 - ▶ uzima u obzir sve tražbine prema društvima pod IU bez obzira je li određena tražbina osporena ili ne
- ▶ U raspodjeli vlasničkih udjela u novom Agrokoru u obzir se uzimaju samo nepodmirene tražbine
- ▶ Nevažno je prema kojem je društvu grupe tražbina nastala
- ▶ Nagodba između vjerovnika, iz koje su isključeni svi sadašnji dioničari, će se postići tijekom 2018. godine
 - ▶ Nagodba nema negativan utjecaj na postojeće dioničare ni vjerovnike koji imaju dionice u kolateralu
- ▶ Financijsko restrukturiranje grupe postići će se nagodbom (= otpisom tražbina)

2. Prijedlog nagodbe IU (2)

- ▶ Ako je zalog manji od tražbine, razlika do iznosa tražbine tretira se kao neosigurani dug
- ▶ Tražbine vjerovnika prema solventnim društvima pod IU i društvima koja nisu pod IU su potpuno naplative
- ▶ Nova korporativna struktura Agrokor grupe ima tri matična društva u Nizozemskoj i jednu maticu u Hrvatskoj
 - ▶ krajnja matica je zaklada
- ▶ Ako se nagodba postigne, insolventna društva dobit će zrcalna društva u koja će se prenijeti njihova imovina, zaposleni, koncesije, ugovori, dozvole, dok će se solventna društva samo promijeniti vlasnika
- ▶ Nagodbom se namjerava smanjiti zaduženost sadašnjeg poslovanja zamjenom neosiguranih (neplaćenih?) obveza nastalih prije otvaranja postupka IU za udjele u vlasničkom kapitalu nove grupe i vezane strukturno subordinirane dužničke instrumente
- ▶ Predviđeno je značajno duže dospijeće zamjenjivih obveznica od dospijeća ostalih financijskih instrumenata u strukturi kapitala (10 godina uz samo 2,5% fiksnu godišnju kamatnu stopu).
- ▶ Vjerovnicima malih tražbina može se ponuditi novčana isplata s diskontom umjesto udjela u vlasništvu.
- ▶ Navedeni model omogućava velike otpise tražbina domaćim vjerovnicima (jer veliki iznos duga u jednom insolventnom društvu grupe uzrokuje otpis tražbina vjerovniku neovisno o tome je li poslovao s insolventnim društvom ili ne

2. Prijedlog nagodbe IU (3)

- ▶ Zamjenjive obveznice bit će opozive na zahtjev izdaatelja (?), izdat će se po engleskom pravu, dok će mjerodavno pravo za mehanizam zamjene biti nizozemsko
- ▶ nijedan vjerovnik nepotpuno naplative tražbine neće postavljati nikakve zahtjeve po ili u vezi s ustupljenim tražbinama
- ▶ zaklada će jedina ostvarivati glasačka i skupštinska prava nad poslovnim udjelima i prosljeđivat će financijske koristi imateljima depozitarnih potvrda
- ▶ za veća prava treba većinski udjel u vlasništvu
 - ▶ Svaki imatelj depozitarne potvrde može, u slučaju prodaje 45% ili više od svih depozitarnih potvrda trećoj strani, ostvariti iste uvjete kao i originalni prodavatelj
 - ▶ Imatelj više od 70% depozitarnih potvrda ima pravo obvezati sve ostale imatelje depozitarnih potvrda na prijenos njihovih depozitarnih potvrda po jednakoj cijeni po depozitarnoj potvrdi koju plaća treća strana kao kupac
 - ▶ Mogućnost preglasavanja novih manjinskih vlasnika
 - ▶ Svaki prijenos prava iz depozitarne potvrde i zamjenjive obveznice obavljat će se na privatnom tržištu

2. Prijedlog nagodbe IU (4)

- ▶ Ključna imovina, uslijed priznavanja jamstava insolventnih, društava prenijela bi se po fer tržišnoj vrijednosti na nova zrcalna društva
- ▶ Ostala imovina može se prenijeti primjerenom ovisnom društvu koje nije nužno zrcalno ovisno društvo u novoj grupi
- ▶ Nagodba neće imati utjecaj na imovinu inozemnih ovisnih društava i njihove manjinske i većinske dioničare i vjerovnike.
- ▶ Postojeći dioničari društva neće imati udjele u novoj grupi, već će to biti isključivo vjerovnici.
- ▶ Novim vlasnicima daju se prava koja se oduzimaju postojećim vlasnicima i vjerovnicima:
 - ▶ zamjenjive obveznice mogu se zamijeniti za depozitarne potvrde o dospijeću ako nisu u potpunosti isplaćene
 - ▶ imatelji zamjenjivih obveznica nemaju pravo regresa prema bilo kojem ovisnom društvu izdavatelja zamjenjivih obveznica
 - ▶ suglasnost novih vlasnika tražit će se za zaduženje, davanje jamstava i raspolaganje neto imovinom iznad 30 milijuna eura
 - ▶ prednost pri izdavanju dodatnih poslovnih udjela

2. Prijedlog nagodbe IU (5)

- ▶ Predviđa se osnivanje agenta dobavljača, čije će troškove snositi domaći dobavljači
- ▶ Predviđa se ugovaranje privremenog depozitara za upravljanje isplatama po tražbinama za koje se vode sudski sporovi
- ▶ Procjena ekonomske održivosti koncerna rađena je isključivo na temelju dva testa i pod pretpostavkom jednokratnog dospelja svih obveza, osim roll-up kredita, **što de facto i de iure znači da je poslovanje Agrokora postalo neodrživo upravo zbog primjene Lex Agrokora**
- ▶ U Lex-u je ugrađena odredba o izuzeću o pristupanju dugu u slučaju prijenosa imovinske cjeline na drugo društvo kao i izuzeće od potrebe podmirenja obveza plaćanja poreza i doprinosa za osobe koje imaju više od 5% udjela
- ▶ Godišnje isplate dobavljačima Konzuma limitirane su kumulativno na 80 milijuna eura do kraja 2021. godine
- ▶ Sudsko rješenje o potvrdi nagodbe ima snagu ovršne isprave. No, **postizanje nagodbe nije obvezno prema Lex Agrokoru**

2. Prijedlog nagodbe IU - Glavni nedostaci

- ▶ Nepouzdanost financijskih podataka na kojima se temelji nagodba
- ▶ Procjena ekonomske održivosti poslovanja temelji se isključivo na jednokratnom dospjeću svih dugova
- ▶ Tražbine se namiruju na razini grupe
- ▶ Nema kvantitativne procjene učinka nagodbe na koncern, dionike, proračun i ekonomiju
- ▶ Razmotren samo jedan model nagodbe
- ▶ Nedoovoljavanje dionicima da sami riješe problem uz potpuno ignoriranje postojećih vlasnika
- ▶ Ne može se utvrditi pravna i ekonomska povezanost sa sadašnjim poslovanjem povezanih i ovisnih društava
- ▶ Prebacivanje odgovornosti IU na vjerovnike
- ▶ Ignoriranje suda i tisuća dionika
- ▶ Ciljana izmjena drugih zakona
- ▶ Jednokratno dospijeće postojećim dionicima vs. raspoređivanje ročnosti obveza budućim vlasnicima

2. Prijedlog nagodbe IU - Glavne prijetnje

- ▶ Previše otvorenih pitanja
- ▶ Značajni otpisi potraživanja pretežno domaćim vjerovnicima
- ▶ Jeftino preuzimanje zdrave jezgre operativnih društava
- ▶ Garancija plasmana roba dobavljačima samo pet godina
- ▶ Gubitak nadležnosti hrvatskog prava
- ▶ Loša zaštita budućih manjinskih vlasnika u slučaju prodaje / zadržavanja udjela
- ▶ Odgođeno gašenje društava s pravim stečajnim razlozima
- ▶ Porezna evazija
- ▶ Veliki rizik za budući razvoj poljoprivrede i prehrambene industrije
- ▶ Veliki rizik od sudskih tužbi
- ▶ Nepovjerenje u pravni sustav

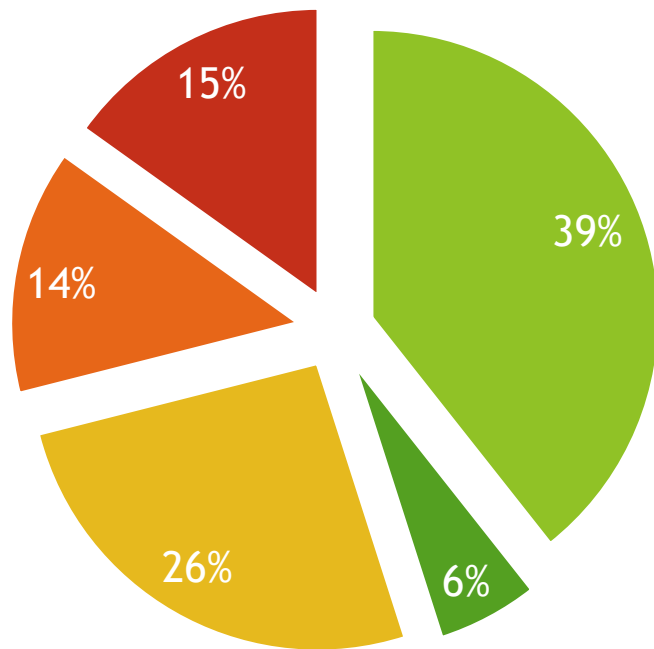
2. Prijedog nagodbe - što je s pouzdanosti financijskih izvještaja?

- ▶ Konsolidirani financijski izvještaji objavljuju se prije odvojenih
- ▶ Mišljenje revizora s rezervom (nije potvrđen akumul. gubitak od 18,1 mlrd. kn za 2016. god., dug. obveze od 27,1 mlrd. kn, ulaganja u društva kćeri od 7,4 mlrd. kn, konsol. imovina od 41,8 mlrd. kn, obveze od 56,3 mlrd. kn (a prijavljene tražbine?), prihodi od 46,9 mlrd. kn i rashodi od 58,1 mlrd. kn
- ▶ Ako je računovodstveni sustav nepouzdan, zašto mu vjerovati?
- ▶ Može li se vjerovati pogreškama koje je identificirala IU?
- ▶ Kako se nakon promjene računovodstvene politike, može identificirati akumulirani gubitak za razdoblja više od tri godine unatrag?
- ▶ Povećanje stopa amortizacije
- ▶ Veliki gubici na revalorizaciji i ispravcima vrijednosti imovine
- ▶ Sumnja u knjiženje i obveza i jamstava po mjenicama
- ▶ Otpis međukompanijskih potraživanja, ali ne i obveza
- ▶ Knjiženje roll-up kredita
- ▶ Zašto je negativna EBITDA u 2016. godini nakon revizije IU prepravljena u pozitivnu? (-3,1 mlrd. kn u 1,07 mlrd. kn)

3. Promjena vlasništva kao rezultat predložene nagodbe - otpisi

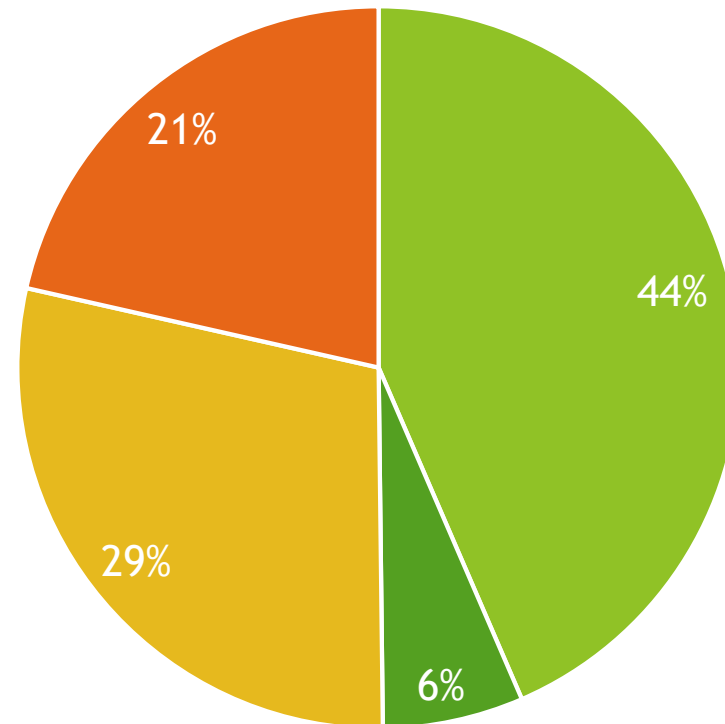
Vrsta vjerovnika	Sadašnje obveze	Otpis (%)	Očekivani otpis	Buduće vlasništvo (aproksimacija)	Udjeli u vlasništvu (aproksimacija)
Neosigurani financijski i mjenični vjerovnici	5.246.605.000	83%	4.354.682.150	891.922.850	4,05%
Nebankarske posudbe	2.358.346.000	52%	1.226.339.920	1.132.006.080	5,14%
Posudbe banaka (investitora u obveznice)	16.941.247.000	0%	0	16.941.247.000	76,96%
Dobavljači roba i usluga	9.526.186.000	20%	1.905.237.200	3.048.379.520	13,85%
Manjinski dioničari	-	100%	-	-	-
	34.072.384.000	62%	7.486.259.270	22.013.555.450	100,00%
Roll- up kredit	7.847.383.000	0%	-	-	-

Struktura zaduženja s PIK i roll-up kreditom



- VTB i SBER
- Klupski zajmovi
- Obveznice 2019 i 2020
- PIK kredit
- Roll-up kredit

Struktura vlasništva s otkupljenim PIK kreditom i roll-up u obvezama

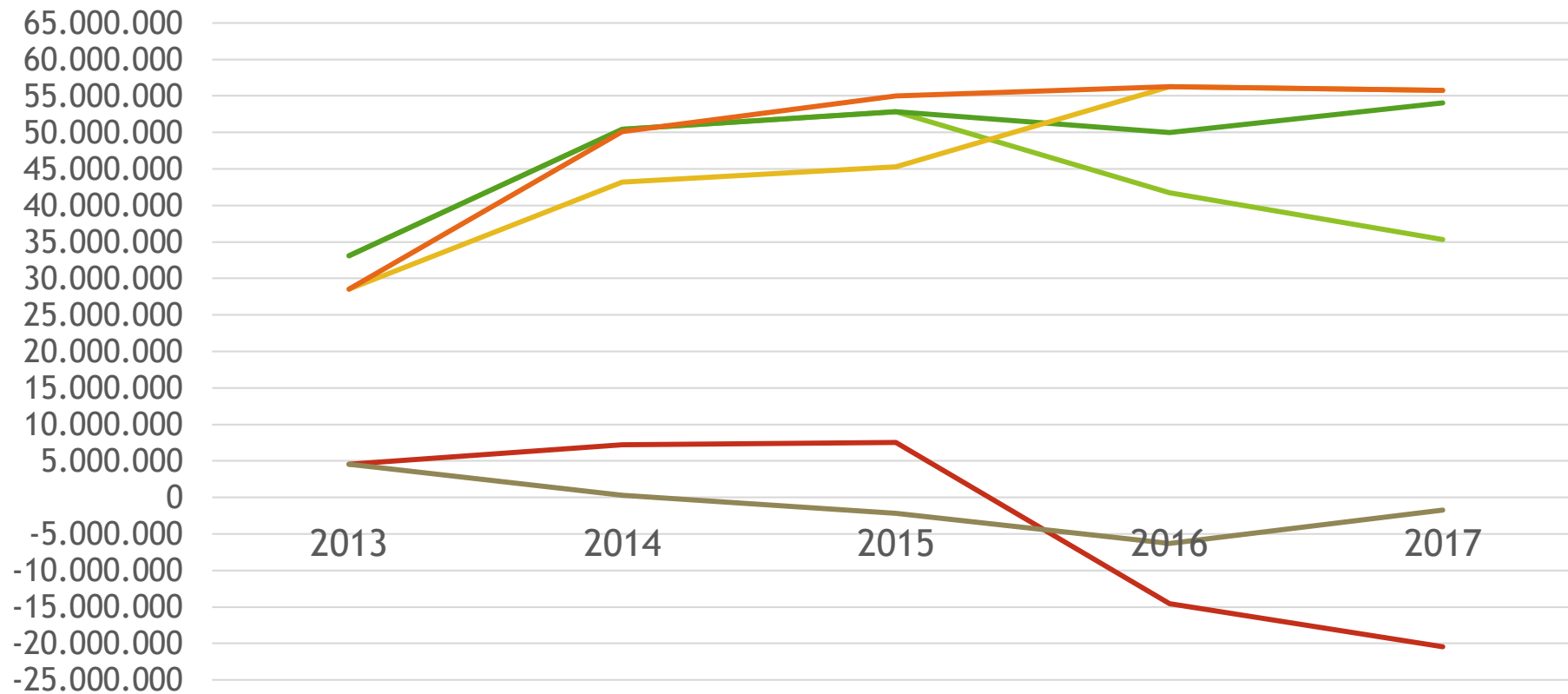


- VTB i SBER
- Klupski zajmovi
- Obveznice 2019 i 2020
- Ostali

4. Nagodba primjenom stečajnog postupka

- ▶ U stečajnim postupcima koji su se dosada provodili u Republici Hrvatskoj nagodbe su se radile isključivo u društvima u kojima su postojali stečajni razlozi
- ▶ U stečaj bi 2017. godine otišli Agrokor d.d., Konzum d.d. i još nekoliko insolventnih sastavnica koncerna
- ▶ Tražbine zaloga za hrvatske vjerovnike bi vrijedile te bi oni postali vlasnici udjela temeljem zaloga po dionicama, odnosno mjenicama u operativnim društvima, dok bi financijske institucije podnijele teret otpisa/ restrukturiranja duga na Agrokoru d.d.
- ▶ Manjinski vlasnici ostali bi vlasnici svojih udjela u operativnim kompanijama
- ▶ Uz injekciju likvidnosti, eliminaciju međukompanijskih obveza i potraživanja i interne dokapitalizacije ni Agrokor d.d. ne bi morao u stečaj, ali bi se nagodba morala postići u Konzumu d.d.
- ▶ U ovom modelu ne bi bilo potrebe za revizijom FI, te bi se koristile ranije brojke za nagodbu.
- ▶ Nema zrcalnih društava i velikih rizika
- ▶ Većinski vlasnik gubi dio udjela

Imovina, obveze i dionički kapital Agrokor d.d., 2013.-2017., u 000 kuna



— Ukupna imovina, prepravljena nakon 2015.

— Ukupna obveze, izvorna izvješća

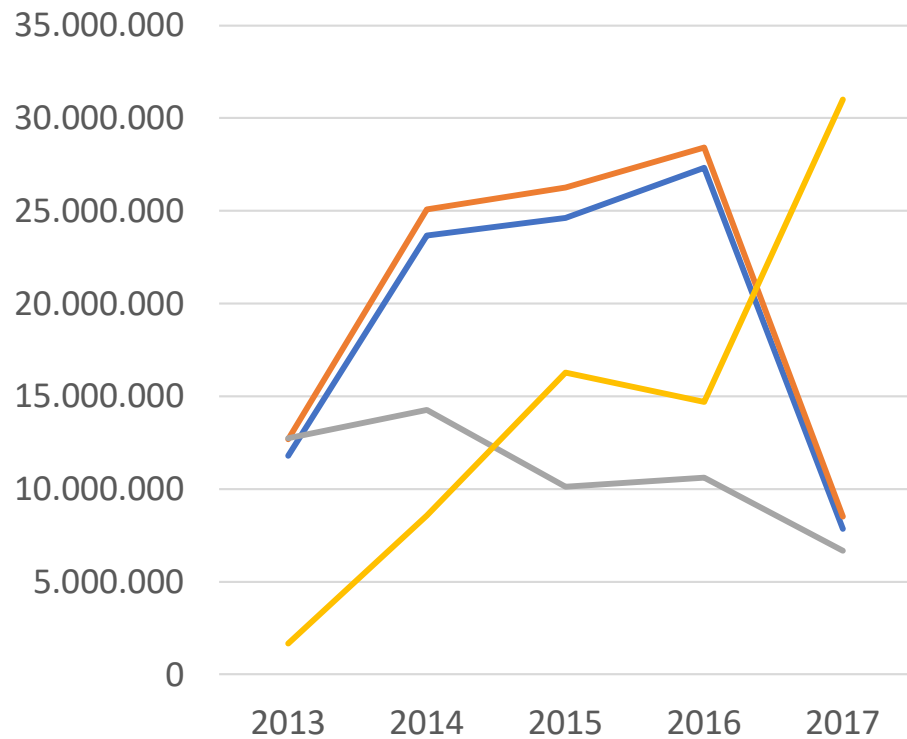
— Dionički kapital, prepravljeno

— Ukupna imovina, simulacija

— Ukupna obveze, prepravljene

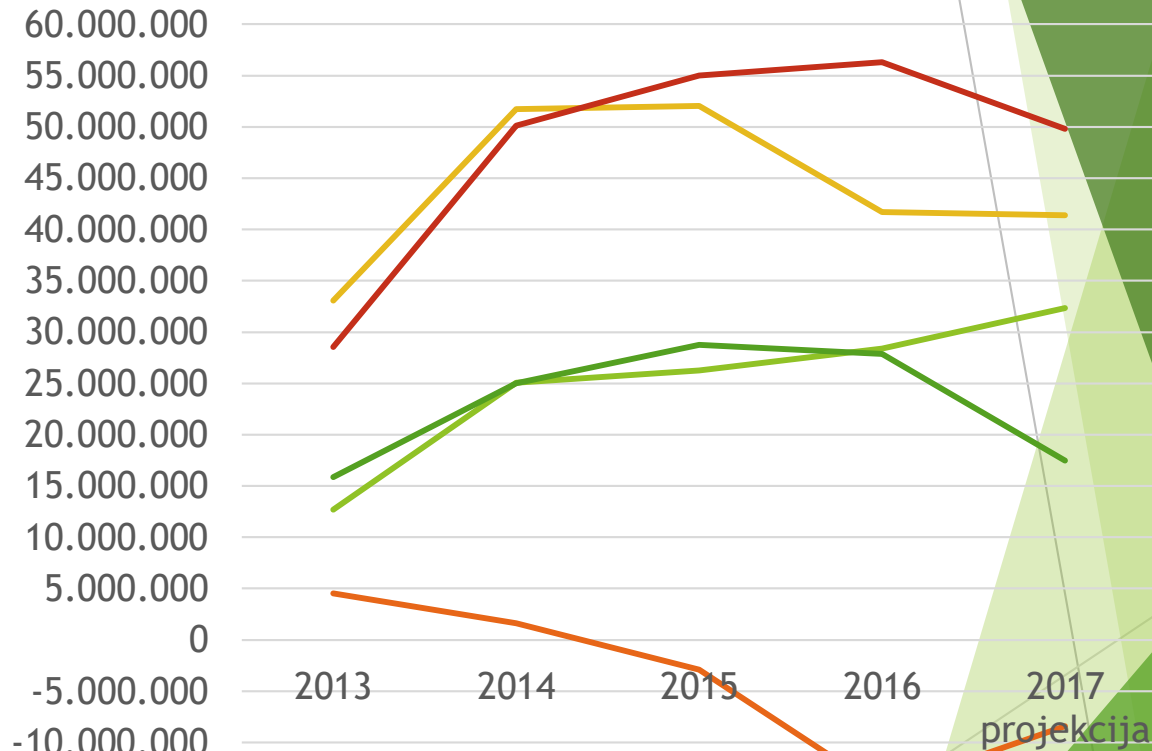
— Dionički kapital, uz simulaciju imovine

Zaduženje, prepravljena FI (nakon revizije IU) s jednokratnim dospijećem i roll-up-om



- Ukupni dugoročni krediti i zajmovi
- Ukupne dugoročne obveze
- Obveze prema dobavljačima
- Krediti, posudbe

Zaduženje, prepravljena financijska izvješća s roll- up bez jednokratnog dospijeća



- Ukupne dugoročne obveze
- Ukupne kratkoročne obveze
- Ukupna imovina
- Dionički kapital
- Ukupne obveze

5. Nagodba refinanciranjem postojećih obveza

- ▶ Jesu li ostvareni prihodi u 2017. od 39,5 mlrd. kn realni, kada su prihodi koncerna ostvareni u 2014. godini bili 35,3 mlrd. kn, a samo je Mercator 2017. godine ostvario 15 mlrd. kn prihoda?
- ▶ Čak i da se uzmu brojke iz plana održivosti poslovanja, bez ikakvog restrukturiranja, ukupna konzervativno procijenjena EBITDA iznosi 38,7 mlrd. kn, a ukupne obveze temeljem prijavljenih tražbina 37,9 mlrd. kn
- ▶ **Zaključak:**
 - ▶ uz ukidanje / istek Lex Agrokora i primjenu ZTD
 - ▶ do 6 mjeseci počeka radi ponovne revizije financijskih izvještaja
 - ▶ refinanciranje postojećih obveza uz prihvatljivu kamatnu stopu od strane banaka
 - ▶ opciju pretvaranja samo dospjelih potraživanja u vlasnički udjel
 - ▶ bez ikakvog drugog restrukturiranja
 - ▶ poslovanje koncerna je održivo i otpisi tražbina nisu potrebni!
 - ▶ **najpoštenija nagodba prema svim dionicima.**

5. Projekcija prihoda i održivosti poslovanja do 2028. godine, uz primjenu ZTD-a i refinanciranje

