



REPUBLIKA HRVATSKA
DRŽAVNI URED ZA REVIZIJU

IZVJEŠĆE
O OBAVLJENOJ REVIZIJI UČINKOVITOSTI
PRODAJE DIONICA U DRUŠTVU
HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO D.O.O.

Zagreb, rujan 2020.

SADRŽAJ

stranica

I. PREDMET I CILJEVI REVIZIJE	2
II. METODE I POSTUPCI REVIZIJE	5
III. KRITERIJI ZA OCJENU UČINKOVITOSTI	6
IV. PRODAJA DIONICA DRUŠTAVA	8
V. NALAZ	14
VI. OCJENA UČINKOVITOSTI PRODAJE DIONICA DRUŠTAVA	23



REPUBLIKA HRVATSKA
DRŽAVNI URED ZA REVIZIJU

KLASA: 041-01/19-10/3
URBROJ: 613-02-05-20-5

Zagreb, 14. rujna 2020.

IZVJEŠĆE
O OBAVLJENOJ REVIZIJI UČINKOVITOSTI PRODAJE DIONICA U DRUŠTVU
HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO D.O.O.

Na temelju odredbi članka 19. i 21. Zakona o Državnom uredu za reviziju (Narodne novine 25/19), obavljena je revizija učinkovitosti prodaje dionica u društvu Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo d.o.o. (dalje u tekstu: Društvo) od 2016. do 2018.

Revizija je obavljena na način i prema postupcima utvrđenim Okvirom revizijskih standarda Međunarodne organizacije vrhovnih revizijskih institucija (INTOSAI) (Narodne novine 31/19) i Kodeksom profesionalne etike državnih revizora.

Postupci revizije provedeni su od 10. srpnja 2019. do 14. rujna 2020.

I. PREDMET I CILJEVI REVIZIJE

Društvenim ugovorom o osnivanju društva za upravljanje investicijskim fondovima, od 15. srpnja 1997., Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja radnika Hrvatske, Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja individualnih poljoprivrednika Hrvatske i Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja samostalnih privrednika Hrvatske osnovali su Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima (dalje u tekstu: Društvo). Stupanjem na snagu Zakona o mirovinskom osiguranju (Narodne novine 102/98), odredbom članka 193., sve stvari, prava, dionice ili udjeli, novac i ostala sredstva na kojima je pravo vlasništva ili raspolaganja imao ili će steći Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja radnika Hrvatske, Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja samostalnih privrednika Hrvatske i Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja individualnih poljoprivrednika Hrvatske i njihovi pravni prednici, postaju vlasništvo Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje. Rješenjem Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga iz srpnja 2014. odobren je rad Društva kao društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima. Djelatnost Društva je osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima. Temeljni kapital Društva iznosi 5.000.000,00 kn, a jedini član Društva je Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje. Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 16/13 i 143/14), koji je bio na snazi do ožujka 2018., odnosno novim Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 21/18 i 126/19), koji je stupio na snagu u ožujku 2018., uređeno je osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima iz Republike Hrvatske i alternativnih investicijskih fondova te nadzor nad njihovim poslovanjem. Društvo upravlja imovinom fondova te je ulaže na domaćim i međunarodnim tržištima kapitala prema *Pravilima fondova*.

Prema odredbama članka 4. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, alternativni investicijski fond je investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom od ulagatelja te ulaganja tih sredstava u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja, a isključivo u korist imatelja udjela tog alternativnog investicijskog fonda. Otvoreni alternativni investicijski fond je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u alternativni investicijski fond. Zatvoreni alternativni investicijski fond s pravnom osobnošću je pravna osoba osnovana u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u njezino ime i za njezin račun u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, pravilima alternativnog investicijskog fonda, prospektom alternativnog investicijskog fonda kada je to primjenjivo te statutom ili društvenim ugovorom alternativnog investicijskog fonda, a čiji udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupivi iz imovine alternativnog investicijskog fonda. Zatvoreni alternativni investicijski fond bez pravne osobnosti je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u alternativni investicijski fond, u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima i pravilima alternativnog investicijskog fonda, a čiji udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupivi iz imovine alternativnog investicijskog fonda.

Neovisno o tome je li alternativni investicijski fond s privatnom ili javnom ponudom, on može biti otvoren ili zatvoren. Otvoreni alternativni investicijski fond nema pravnu osobnost, a zatvoreni alternativni investicijski fond može biti s pravnom osobnošću i bez pravne osobnosti.

Društvo upravlja s dva alternativna investicijska fonda: Kapitalni fond d.d. zatvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, koji ima pravnu osobnost (dalje u tekstu: Kapitalni fond), i HMID PLUS otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom, koji nema pravnu osobnost.

Izjavom o osnivanju dioničkog društva, iz ožujka 1999., Društvo je osnovalo Kapitalni fond kao zatvoreni investicijski fond s pravnom osobnošću te je u svibnju iste godine upisan u sudski registar Trgovačkog društva u Zagrebu. Rješenjem Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga iz studenoga 2014. odobren je rad Kapitalnog fonda te su odobrena *Pravila Kapitalnog fonda* u skladu s odredbom članka 26. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 16/13). Temeljni kapital Kapitalnog fonda iznosi 384.550.100,00 kn. Predmet poslovanja je prikupljanje novčanih sredstava privatnom ponudom svojih neograničeno prenosivih dionica i ulaganje tih sredstava u skladu s propisima, Statutom i Pravilima Kapitalnog fonda. Prema odredbama članka 209. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 16/13) i članka 166. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 21/18), Pravila alternativnog investicijskog fonda su osnovni dokument alternativnog investicijskog fonda koji uređuje sve bitne karakteristike, prava i obveze alternativnog investicijskog fonda te se njima, između ostaloga, uređuje povjerenički odnos između društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondom i ulagatelja te alternativnog investicijskog fonda i ulagatelja. Rješenjem Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga iz listopada 2018. odobren je rad HMID PLUS otvorenog alternativnog investicijskog fonda s privatnom ponudom te su odobrena Pravila fonda HMID PLUS u skladu s odredbama članka 167. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima.

Društvo zastupano po Upravi, na temelju *Ugovora o upravljanju investicijskim fondom Kapitalni fond, Statutom i Pravilima Kapitalnog fonda, Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima* te drugim propisima, upravlja Kapitalnim fondom i njegovom imovinom. Uz primjereno uvažavanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i razdiobe rizika, Društvo je obvezno novčana sredstva Kapitalnog fonda ulagati u uvrštene i nedavno izdane vlasničke vrijednosne papire (dionice), dužničke vrijednosne papire (obveznice), instrumente tržišta novca (trezorske i komercijalne zapise), udjele u investicijskim fondovima ovlaštenim od nadzornog tijela ili odgovarajućih nadležnih tijela u državi izdavatelja, uz uvjet da ukupna naknada koja se naplaćuje na teret imovine tih fondova nije veća od 3,5 %, depozite kod kreditnih institucija sa sjedištem u Europskoj uniji te novac na računu. Društvo upravlja Kapitalnim fondom uz naknadu koja iznosi 2,0 % godišnje od ukupne imovine Kapitalnog fonda umanjene za iznos obveza na temelju ulaganja u financijske instrumente.

Prema *Pravilniku o strukturi organizacije društva iz studenoga 2014.*, poslovi Društva obuhvaćaju poslove trgovanja i analize financijskih instrumenata, poslove upravljanja rizicima, poslove podrške, praćenja usklađenosti s relevantnim propisima, pravne i opće poslove, poslove unutarnje revizije te poslove informatičke podrške. Društvo je ustrojeno kroz pet organizacijskih jedinica (direkcija): trgovanja i analize financijskih instrumenata, upravljanja rizicima, poslova podrške, praćenja usklađenosti s relevantnim propisima te pravnih i općih poslova. Direkcija trgovanja i analize financijskih instrumenata zadužena je za upravljanje imovinom investicijskog fonda pod upravljanjem Društva i portfeljem (ulaganjima) Društva, ugovaranja transakcija s financijskim instrumentima i izradu financijskih analiza i analiza tržišta kapitala. Direkcija upravljanja rizicima zadužena je za praćenje i procjenu rizika te izradu analize izloženosti rizicima i limitima te izvješćivanje Uprave Društva.

Direkcija poslova podrške zadužena je za računovodstveno-knjigovodstvene poslove Društva i investicijskog fonda pod upravljanjem Društva, za evidentiranje portfelja investicijskog fonda, rješavanje postupka namire, izračun netoimovine investicijskog fonda, usklađivanje s depozitnom bankom investicijskog fonda te izradu svih propisanih unutarnjih i vanjskih financijskih i drugih izvješća Društva i investicijskog fonda. Direkcija praćenja usklađenosti s relevantnim propisima zadužena je za otkrivanje svakog rizika usklađenosti Društva i investicijskog fonda kojim Društvo upravlja s relevantnim propisima, kao i povezanih rizika. Direkcija pravnih i općih poslova zadužena je za pravne, opće i administrativne poslove za potrebe Društva i investicijskog fonda kojim Društvo upravlja.

Tijela Društva su Skupština, Nadzorni odbor i Uprava. Skupštinu Društva čini jedini član Društva, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje. Nadzorni odbor Društva ima pet članova koje imenuje i razrješava Skupština Društva. Uprava Društva ima dva člana, predsjednika Uprave i člana Uprave. Skupština imenuje Upravu Društva. Predsjednik Uprave od 27. listopada 2014. do 24. svibnja 2016. bio je Srđan Kovačević, od 24. svibnja 2016. do 14. studenoga 2016. bio je Nikola Anić, a od 15. studenoga 2016. predsjednik Uprave je Darko Horvatin. Koncem 2018. Društvo je imalo 15 zaposlenika, a koncem 2019. imalo je 17 zaposlenika.

Društvo je obvezno voditi i sastavljati poslovne knjige i sastavljati financijske izvještaje u skladu s odredbama Zakona o računovodstvu (Narodne novine 78/15, 134/15 120/16 i 116/18, 42/20 i 47/20 - ispravak) te Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja. Obvezno je primjenjivati Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 105/17) koji je bio na snazi do lipnja 2019., odnosno novi Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja i drugih izvještaja društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 13/19) koji je stupio na snagu u veljači 2019., a prvi put se primjenjuje na polugodišnje financijske i dodatne izvještaje sa stanjem na dan 30. lipnja 2019.

Prema podacima iz Godišnjeg izvješća Uprave o poslovanju i stanju Društva za 2018., Društvo je ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 29.627.662,00 kn te ukupne rashode u iznosu od 7.222.799,00 kn. Brutodobit ostvarena je u iznosu od 22.404.863,00 kn, a dobit nakon oporezivanja iznosi 18.394.227,00 kn.

U portfelju fondova nalaze se dionice trgovačkih društava, različitih grana djelatnosti i to industrija i industrijske usluge, turizam, prehrana i pića, financije nafta i plin te druge djelatnosti. Prema godišnjim financijskim izvještajima Kapitalnog fonda za 2018., vrijednost netoimovine (vrijednost ukupne imovine umanjena za vrijednost ukupnih obveza) koncem prosinca 2018. iznosila je 1.197.742.247,00 kn te je 95.965.767,00 kn ili 7,4 % manja u odnosu na 2017. Za 2018. ostvareni su ukupni prihodi u iznosu od 45.870.496,00 kn te ukupni rashodi u iznosu od 31.094.771,00 kn. Dobit prije oporezivanja iznosila je 14.775.725,00 kn, a nakon oporezivanja iznosila je 10.253.803,00 kn.

Predmet revizije bila je prodaja dionica društava iz portfelja Kapitalnog fonda kojim upravlja Društvo.

Ciljevi revizije bili su provjeriti:

- jesu li prodajom dionica ostvareni ciljevi u skladu sa strateškim i regulatornim zahtjevima
- je li prodaja dionica društava planirana u skladu s propisima
- je li obavljena u skladu s propisima i
- je li ostvarena svrha prodaje.

II. METODE I POSTUPCI REVIZIJE

U fazi planiranja revizije ovlaštene državni revizori pribavili su informacije o načinu prodaje dionica. Postavljanjem upita i pregledom dokumentacije ovlaštene državni revizori provjerili su kako je uređeno upravljanje i raspolaganje dionicama. Razmotrili su i procijenili rizik različitih vrsta nedostataka, odstupanja i netočnosti koje se mogu javiti u vezi s predmetom revizije. Ocijenili su unutarnje kontrole uspostavljene kao odgovor rukovodstva na te rizike.

U fazi planiranja utvrdili su i procijenili rizike prijevare mjerodavne za ciljeve revizije. Istražili su moguće sumnje na neprimjerenu provedbu ili neusklađenost sa Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima. Provjerili su jesu li utvrđeni ciljevi i načini prodaje dionica te jesu li u skladu s regulatornim zahtjevima, jesu li doneseni planovi prodaje dionica, tko je obavio procjenu vrijednosti društva, kako je utvrđena početna cijena, je li omogućeno podnošenje ponuda svim zainteresiranim osobama te jesu li prodajom ostvareni utvrđeni ciljevi.

Ovlaštene državni revizori izabrali su najprikladniji način pribavljanja revizijskog dokaza (intervju, upitnik, uvid u dokumentaciju, korištenje statističkih podataka, baza podataka, usporedba, analiza i sl.) vodeći računa o njihovoj dostatnosti i primjerenosti. Odredili su veličinu uzorka i izvore revizijskih dokaza.

Revizijom je obuhvaćena prodaja dionica 24 društva iz portfelja Kapitalnog fonda. Obuhvaćene su dionice 21 društva prodane od 2016. do 2018. za 313.383.696,00 kn. Osim navedenih dionica, revizijom je obuhvaćena i prodaja 3 899 297 dionica tri društva nominalne vrijednosti od 11.160.050,00 kn. Spomenuta društva obuhvaćena su revizijom, jer su u stečajnom postupku, a tržišna vrijednost dionica spomenutih društava u portfelju Kapitalnog fonda od 2016. do 2018. iskazana je u iznosu od 0,00 kn. Od spomenuta tri društva, prodaja dionica dva društva obavljena je od 2016. do 2018., a dionice jednog društva prodane su u 2019.

Pri oblikovanju revizijskih zaključaka ovlaštene državni revizori primjenjivali su stručnu prosudbu, uzimajući u obzir utvrđene činjenice, značajnost i vrstu propusta otkrivenih tijekom obavljanja revizije.

Postupci revizije obavljani su prema:

- INTOSAI Smjernica za reviziju učinkovitosti (engl. *GUID 3920 The Performance Auditing Process*)
- INTOSAI Smjernica za upravljanje javnom imovinom (engl. *GUID 5260 Governance of Public Assets*)
- INTOSAI Smjernica za reviziju sprječavanja korupcije (engl. *GUID 5270 Guideline for the Audit of Corruption Prevention*).

III. KRITERIJI ZA OCJENU UČINKOVITOSTI

Kao kriteriji za ocjenu učinkovitosti prodaje dionica razmotreni su zahtjevi sadržani u sljedećim dokumentima:

- *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima*
- *Strategija suzbijanja korupcije za razdoblje od 2015. do 2020. (Narodne novine 26/15).*

Okosnicu revizije činilo je glavno pitanje:

- Jesu li prodajom ostvareni ciljevi u skladu sa strateškim i regulatornim zahtjevima?

Ovo pitanje je razrađeno u tri osnovna potpitanja, a svako od njih dalje u niz detaljnijih potpitanja. Osnovna potpitanja bila su:

- Je li prodaja dionica društava planirana u skladu s propisima?
- Je li obavljena u skladu s propisima?
- Je li ostvarena svrha prodaje?

U nastavku se daje detaljna razrada kriterija za ocjenu učinkovitosti prodaje dionica.

Kriteriji za ocjenu učinkovitosti prodaje dionica društava iz portfelja Kapitalnog fonda

Područja revizije	Kriteriji
Planiranje prodaje dionica društava	<ul style="list-style-type: none"> • općim aktima je uređeno upravljanje i raspolaganje dionicama • Društvo je donijelo strategiju upravljanja dionicama • Društvo je donijelo planove prodaje dionica • Društvo je utvrdilo popis društava čije dionice planira prodavati na uređenom tržištu kapitala • načini prodaje dionica utvrđeni su na temelju prijedloga Direkcije trgovanja i analize vrijednosnih papira • ciljevi prodaje dionica utvrđeni su aktima Društva i fondova • ciljevi prodaje dionica u skladu su sa Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima • ciljevi prodaje u skladu su s Planom upravljanja imovinom Kapitalnog fonda
Usklađenost prodaje dionica s propisima	<ul style="list-style-type: none"> • prije raspolaganja dionicama obavljena je procjena vrijednosti društava čije se dionice prodaju • procjenu vrijednosti društava obavljale su osobe koje imaju odobrenje za obavljanje poslova investicijskog savjetnika i ispunjavaju propisane uvjete • pri utvrđivanju vrijednosti društava čije se dionice prodaju analiziran je njihov financijski, pravni i organizacijski položaj • odluke o prodaji dionica sadrže sve potrebne informacije, odnosno podatke o početnoj cijeni, uvjetima i načinu prodaje • prodaja dionica obavljena je u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima • ostvareni su planovi upravljanja imovinom • Društvo je vodilo brigu o sprječavanju sukoba interesa i drugih oblika neetičnog postupanja
Ostvarivanje svrhe prodaje dionica	<ul style="list-style-type: none"> • prodajom dionica društava ostvarene su više ili jednake cijene u odnosu na početnu • sredstva ostvarena prodajom dionica namjenski su utrošena

Ocjena učinkovitosti prodaje dionica izražava se na sljedeći način:

Društvo je **prodavalo dionice svrhovito i ekonomično** ako je prodaja dionica planirana i obavljena u skladu s propisima te ako je ostvarena svrha prodaje. Ovu ocjenu Društvo može dobiti ako su utvrđene određene slabosti i propusti koji ne utječu značajno na svrhovitost i ekonomičnost prodaje dionica.

Društvo je **prodavalo dionice svrhovito i ekonomično, pri čemu su potrebna određena poboljšanja**, ako su utvrđene određene slabosti i propusti, pri čemu se nekoliko danih preporuka može odnositi na područja visokog rizika. Područja visokog rizika su područja za koja je ocijenjeno da se radi o značajnim slabostima za koje je potrebna pravodobna reakcija Uprave (menadžmenta).

Društvo **nije prodavalo dionice svrhovito i ekonomično, te su potrebna značajna poboljšanja** ako su utvrđene značajne slabosti i propusti, pri čemu se nekoliko danih preporuka može odnositi na područja visokog i vrlo visokog rizika. Područja vrlo visokog rizika su područja kod kojih je ocijenjeno da je potrebna žurna reakcija Uprave (menadžmenta), jer se radi o ozbiljnim slabostima unutarnjih kontrola ili pitanjima upravljanja rizicima.

Društvo **nije prodavalo dionice svrhovito i ekonomično, jer ciljevi prodaje nisu postignuti** ako su utvrđene značajne slabosti i propusti, pri čemu se više od tri dane preporuke mogu odnositi na područja vrlo visokog rizika te grubo nepoštovanje propisa i općih akata kojima je uređena prodaja.

IV. PRODAJA DIONICA DRUŠTAVA

Svrha revizije učinkovitosti prodaje dionica je ispitati razloge prodaje dionica, fokusirajući se na rizike i uspostavljene unutarnje kontrole te poštovanje načela upravljanja javnom imovinom. Provedbom revizije planirano je dati preporuke i prijedloge za poboljšanje efikasnosti i učinkovitosti prodaje dionica. Očekuje se da će učinci biti ostvareni primjenom postupaka kojima bi se postigla najveća moguća učinkovitost pri prodaji dionica te na najmanju mjeru svela mogućnost korupcije.

Planiranje prodaje dionica društava

Portfelj Kapitalnog fonda pri osnivanju (na dan 24. ožujka 1999.) činilo je 3 845 201 dionica 18 društava nominalne vrijednosti od 384.520.140,00 kn.

Prema analitičkim evidencijama, koncem 2016. portfelj Kapitalnog fonda sastojao se od financijskih instrumenata (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice) 42 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.355.226.443,00 kn, koncem 2017. portfelj Kapitalnog fonda činili su financijski instrumenti (dionice, ulaganja u novčane fondove i obveznice) 38 društava ukupne tržišne vrijednosti od 1.421.562.088,00 kn, a koncem 2018. portfelj Kapitalnog fonda činili su financijski instrumenti (dionice, ulaganja u novčane fondove i obveznice) 31 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.177.371.075,00 kn. Ovisno o tržišnim uvjetima, Društvo u skladu sa strateškom i taktičkom alokacijom imovine donosi investicijske odluke o kupnji ili prodaji.

Nominalna vrijednost dionice je nazivna vrijednost, odnosno vrijednost dionice koja je naznačena na samoj dionici. Tržišna vrijednost dionice je vrijednost dionice ostvarena kupoprodajom na tržištu vrijednosnih papira, odnosno vrijednost po kojoj se dionica može kupiti ili prodati na tržištu. Knjigovodstvena vrijednost se izračunava na način da se podijeli vlasnička glavnica brojem emitiranih dionica.

Revizijom je obuhvaćena prodaja dionica 24 društva iz portfelja Kapitalnog fonda. Obuhvaćene su dionice 21 društva prodane od 2016. do 2018. za 313.383.696,00 kn. Osim navedenih dionica, revizijom je obuhvaćena i prodaja 3 899 297 dionica tri društva nominalne vrijednosti od 11.160.050,00 kn. Spomenuta društva obuhvaćena su revizijom, jer su u stečajnom postupku, a tržišna vrijednost dionica spomenutih društava u portfelju Kapitalnog fonda od 2016. do 2018. iskazana je u iznosu od 0,00 kn. Od spomenuta tri društva, prodaja dionica dva društva obavljena je od 2016. do 2018., a dionice jednog društva prodane su u 2019.

Prodaja dionica društava planirana je u skladu s propisima. Društvo ne donosi godišnji plan prodaje s obzirom na promjenjivost uvjeta na tržištu kapitala, nego se prodaja obavlja prema preporukama stručnih službi Društva donesenim na temelju kvartalnih dokumenta *Strategija i taktička alokacija imovine Kapitalnog fonda*.

Općim aktima Društva i fondova uređeno je upravljanje i raspolaganje dionicama. Društvo je donijelo unutarnji akt naziva *Procesi i procedure Društva i fondova* kojim su detaljno uređeni poslovni procesi. Tako su određeni i opisani poslovi i odgovornosti organizacijskih jedinica unutar Društva, utvrđeni su operativni poslovni procesi i procedure po organizacijskim jedinicama te su utvrđeni načini izdavanja i otkupa udjela u otvorenom alternativnom investicijskom fondu.

Statutom Kapitalnog fonda propisano je da se sve značajnije promjene strukture Kapitalnog fonda i sve značajnije kupnje i prodaje imovine Kapitalnog fonda smiju provesti jedino uz prethodnu suglasnost Nadzornog odbora Kapitalnog fonda. Značajnijom kupnjom i prodajom smatra se svaka pojedinačna transakcija vlasničkim vrijednosnim papirima (dionicama) iznad 2,0 % ukupne vrijednosti imovine Kapitalnog fonda, obračunatom na dan koji prethodi danu planirane kupnje ili prodaje.

U skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima donesena su *Pravila Kapitalnog fonda* kojima je uređen odnos između Društva i dioničara Kapitalnog fonda. Također, *Pravilima Kapitalnog fonda* utvrđeni su osnovni podaci o Kapitalnom fondu, investicijski ciljevi i strategija, profil rizičnosti te vrste rizika, obveze i odgovornost Društva kod upravljanja Kapitalnim fondom, prava i obveze depozitara, revizora, delegiranih poslova, vrednovanje Kapitalnog fonda i njegove imovine, postojanje sukoba interesa, politika izvršavanja naloga i drugo. Unutarnjim aktom *Procesi i procedure Društva i fondova* utvrđen je investicijski proces. Investicijski proces započinje donošenjem Strateške i taktičke alokacije imovine te poslovnog modela kojim je određen način upravljanja imovinom. Strategiju ulaganja i taktičku alokaciju donosi Uprava Društva. U skladu s tržišnim uvjetima i taktičkom alokacijom te uzimajući u obzir raspoložive tržišne informacije, zaposlenici Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata razmatraju moguće kupnje, odnosno prodaje vrijednosnih papira unutar tržišta za koje su zaduženi. Uprava Društva donosi investicijsku odluku.

Strategija Društva je profesionalno, učinkovito i kvalitetno ulaganje imovine alternativnih investicijskih fondova koje ima pod upravljanjem kako bi se zadovoljile potrebe ulagatelja utvrđene investicijskim ciljevima fondova.

Uprava Društva donosi strategije i taktičke alokacije imovine za fondove čiji je osnivač te kojima upravlja Društvo. Strategije i taktičke alokacije donose se kvartalno.

Strategijama i taktičkim alokacijama imovine Kapitalnog fonda kao investicijska strategija utvrđena je aktivna strategija, što znači strukturiranje portfelja u skladu s očekivanjima za nadolazeća razdoblja u svrhu ostvarivanja što boljeg prinosa, vodeći računa o ukupnom riziku.

Pravilima Kapitalnog fonda te Strategijama i taktičkim alokacijama imovine Kapitalnog fonda utvrđena je vrsta imovine u koju je Kapitalnom fondu dopušteno ulaganje, kao i ograničenja ulaganja. Tako Kapitalni fond može ulagati u vlasničke vrijednosne papire (dionice), dužničke vrijednosne papire (obveznice), instrumente tržišta novca (trezorske i komercijalne zapise), udjele u investicijskim fondovima, depozite kod kreditnih institucija sa sjedištem u Europskoj uniji te novac na računu. Dopušteno je ulaganje isključivo u uvrštene vrijednosne papire i nedavno izdane vrijednosne papire (sudjelovanja u inicijalnim i sekundarnim javnim ponudama) uz uvjet njihova uvrštenja na uređeno tržište u roku od jedne godine od dana izdanja. Također, propisano je da Kapitalni fond ulaže najmanje 70,0 % netovrijednosti imovine Kapitalnog fonda u vlasničke vrijednosne papire (dionice). Kapitalni fond može ulagati u dužničke vrijednosne papire (obveznice), instrumente tržišta novca, depozite i udjele u investicijskim fondovima najviše do 30,0 % netovrijednosti imovine Kapitalnog fonda.

Strategijom i taktičkom alokacijom imovine Kapitalnog fonda utvrđena je strateška i taktička alokacija. Strateška alokacija imovine Kapitalnog fonda predstavlja prvu i najvažniju razinu alokacije. To je dugoročni ciljani omjer ulaganja između različitih oblika imovine u skladu sa smjernicama ulaganja. Utvrđena je strateška alokacija prema vrsti imovine te prema regijama. Taktička alokacija imovine je druga razina alokacije imovine koja podrazumijeva kratkoročna podešavanja i promjene udjela po vrstama imovine i po izloženosti regijama (zemljama). Također, sastavljena je taktička alokacija imovine po djelatnostima te utvrđen raspon alokacija imovine.

Način prodaje dionica utvrđen je unutarnjim aktom *Procesi i procedure Društva i fondova*. Strateškom alokacijom imovine Kapitalnog fonda utvrđen je poslovni model, koji predviđa da se odluke o kupnji i prodaji dionica donose na temelju procjene njihove fer vrijednosti, a rizike ulaganja nastoji se smanjiti diverzifikacijom i konzervativnijim pristupom ulaganja koji se zasniva na pristupu „kupi-drži“ (investicijska strategija koja se primjenjuje kupnjom vrijednosnih papira i zadržavanja u dužem razdoblju, jer dugoročni prinosi mogu biti opravdani bez obzira na promjenjivost cijena). Glavni rizik kojem je izložena imovina Kapitalnog fonda je tržišni rizik koji se redovito prati i po potrebi provode se podešavanja i promjene, odnosno likvidacija pojedinih ulaganja za koje se procjenjuje da očekivani prinos nije u skladu s preuzetim rizikom i ne odgovara strategiji Kapitalnog fonda. Prodaja dionica provodi se na temelju investicijske odluke Uprave, nakon koje Direkcija trgovanja i analize financijskih instrumenata odabire investicijsko društvo (brokera) ili banku (za obveznice) preko kojih će obaviti transakciju u skladu s *Politikama postizanja najboljeg ishoda prigodom zadavanja naloga iz ožujka 2017*. Nakon toga broker ili banka dostavljaju potvrdu o obavljenoj transakciji (Obračun). Kupnja i prodaja dionica iz portfelja fondova obavlja se putem investicijskih društava na uređenom tržištu, na temelju ugovora o brokerskim uslugama. Od 2016. do 2018. Društvo je zaključilo ugovore o brokerskim uslugama s devet investicijskih društava.

Pravilima Kapitalnog fonda te strategijama i taktičkim alokacijama imovine kao investicijski cilj propisano je povećanje vrijednosti imovine na dulji rok. Investicijski cilj ostvaruje se ulaganjem imovine pretežito u dionice prilagođavajući pritom strukturu ulaganja tržišnim uvjetima. Pravilima Kapitalnog fonda uređeno je da Društvo ne jamči za ostvarenje investicijskog cilja.

Strategijom i taktičkom alokacijom imovine utvrđene su osnovne smjernice plana upravljanja imovinom Kapitalnog fonda. Utvrđen je ciljani raspon broja dionica u portfelju Kapitalnog fonda koji je između 30 i 40. Od 2016. do 2018. poštovan je utvrđeni raspon dionica.

Kao osnovni kriteriji za daljnju prodaju i smanjenje dionica u portfelju Kapitalnog fonda utvrđene su neperspektivne dionice po pitanju omjera rizika i potencijalnog prinosa, nelikvidne dionice, niska tržišna kapitalizacija, značajan pad vrijednosti bez razumne mogućnosti oporavka cijene, iznimno niska razina korporativnog upravljanja u kompaniji, mali udio u ukupnoj vrijednosti imovine Kapitalnog fonda te koncentracija ulaganja prema sektorima, zemljama i valuti. Prodaju se dionice koje zadovoljavaju neki od kriterija ili više njih, uzimajući u obzir i njihov utjecaj na portfelj Kapitalnog fonda. Ostvarenje tog cilja ovisi o makroekonomskim kretanjima (makroekonomski rizici pojedine zemlje), kao i kretanjima na tržištu kapitala, ali i mogućnostima prodaje određenih dionica zbog njihovih specifičnosti.

Usklađenost prodaje dionica s propisima

Prije prodaje dionica obavljena je procjena vrijednosti dionica društava. *Metodologijom procjene vrijednosti i sadržaja prijedloga ulaganja u financijske instrumente iz ožujka 2017. i listopada 2018.* utvrđene su metode koje se primjenjuju kod procjene vrijednosti imovine u koju je dopušteno ulaganje. Za procjenu vrijednosti dionica primijenjene su metode relativnih vrijednosti, diskontiranja novčanih tokova (DCF metoda), izračunavanja likvidacijske vrijednosti društva, odnosno metoda izračunavanja knjigovodstvene vrijednosti društva te procjena vrijednosti društva temeljena na pokazateljima specifičnim za industriju u kojoj društvo djeluje. S obzirom na raspoloživost i kvalitetu podataka, preporučena je primjena metode diskontiranih novčanih tokova u svim analizama gdje je to moguće. Metoda procjene izračunom likvidacijske (ili knjigovodstvene) vrijednosti preporučena je kada druge metode nisu primjenjive zbog nedostupnosti podataka, nepostojanja jednake (peer) grupe, značajnih poteškoća u poslovanju i drugo. Također, uzimajući u obzir raspoloživost podataka, dopuštena je primjena samo jedne od metoda u postupku procjene vrijednosti. Ako se u procjeni vrijednosti primjenjuje više metoda, dopušteno je korištenje pondera kako bi se dobila konačna vrijednost. Nakon provedene analize (primjenom bilo koje od navedenih metoda), moguće je procijenjenu vrijednost društva umanjiti korištenjem odgovarajućih diskonta ili umanjenja. Navedeni diskonti primjenjuju se u slučaju nelikvidnosti dionica, niske razine korporativnog upravljanja, netransparentnosti društva te drugih nesigurnosti koje mogu utjecati na poslovanje društva. *Procesima i procedurama Društva i fondova* utvrđeno je da se procjena vrijednosti financijske imovine provodi kod pripreme prijedloga za kupnju i prodaju, tromjesečno nakon objavljivanja financijskih izvještaja društva (za ona društva koja ih objavljuju), za potrebe procjene neaktivnih pozicija, kod umanjenja vrijednosti sukladno računovodstvenim politikama, te nakon objavljivanja drugih informacija koje mogu značajno utjecati na cijenu financijske imovine (predstečajna nagodba, stečaj, dokapitalizacija i drugo, te po potrebi kod proboja limita). Temelj za procjenu su sve javno dostupne informacije koje mogu utjecati na vrijednost i cijenu financijske imovine (kao što su informacije o poslovanju društva, makroekonomska i tržišna kretanja i drugo).

Procjenu provodi zaposlenik Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata zadužen za poziciju koja se procjenjuje, a kontrolira je direktor Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata. Procjena vrijednosti dionica uključuje dugoročne prognoze budućih rezultata društva, a time i budućih prinosa. Unutarnji limiti služe kao alat praćenja kretanja tržišne cijene dionice i pozicijskih rizika.

Procjenu vrijednosti imovine i obveza Društvo je obavljalo samostalno, uz primjenu postupaka određenih *Metodologijom procjene vrijednosti i sadržaja prijedloga ulaganja u financijske instrumente*. Deset zaposlenika Društva ima položen ispit za investicijskog savjetnika.

Procjenu vrijednosti imovine i obveza jednog društva obavilo je savjetodavno društvo koje je dostavilo dokaze o svojoj sposobnosti. Prema pisanom obrazloženju odgovorne osobe, procjena vanjskog procjenitelja zatražena je zbog specifičnosti situacije u kojoj se spomenuto društvo nalazilo i visine udjela koje je Kapitalni fond imao u spomenutom društvu. Obrazloženo je da se društvo nalazilo u postupku predstečajne nagodbe zbog duga prema Republici Hrvatskoj (vjerojatnost stečaja). S obzirom na to da se imovina odnosila najvećim dijelom na nekretnine specifične u smislu namjene, lokacije i pravnog statusa, s čime zaposlenici Društva nisu imali iskustava, angažiran je vanjski procjenitelj.

Pri utvrđivanju vrijednosti imovine i obveza društava čije se dionice prodaju, analiziran je njihov financijski, pravni i organizacijski položaj. *Metodologijom procjene vrijednosti i sadržaja prijedloga ulaganja u financijske instrumente* uz metode procjene vrijednosti dionica, kao i pretpostavke za primjenu određenih metoda, utvrđen je i sadržaj prijedloga za kupoprodaju dionica. Prijedlog za kupnju ili prodaju dionica fonda sadrži podatke o društvu (kratak opis djelatnosti, najvažniji izvori prihoda i zarade, vlasnička struktura), informacije o poslovanju društva (rezultati poslovanja prema posljednjem dostupnom izvještaju, očekivani rezultati u budućem razdoblju, strategija), financijske pokazatelje poslovanja društva (stope rasta, marže profitabilnosti, zaduženost, aktivnost, dividenda), pokazatelje o trgovanju dionicama (kretanje cijene u razdoblju od pet godina ili nekom drugom vremenskom intervalu), procijenjenu vrijednost dionice (naziv metode procjene, obrazloženje razloga primjene određene metode, osnovne ulazne podatke, procijenjene vrijednosti te tablice s izračunom vrijednosti), kao i preporuku kupoprodajne cijene.

Uprava Društva donosi odluke o kupnji ili prodaji dionica iz portfelja Kapitalnog fonda. Odluke sadrže podatke o kupnji ili prodaji određenog broja dionica, kao i o najmanjoj i najvećoj kupoprodajnoj cijeni. Odluke o kupnji ili prodaji dionica sadrže podatke o materijalnoj značajnosti transakcije u odnosu na ukupnu imovinu Kapitalnog fonda, izloženosti dionici, riziku koncentracije ulaganja, izloženosti zemlji i sektoru, a u skladu sa strateškom i taktičkom alokacijom. Uprava Društva donosi odluku na temelju prijedloga Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata za kupnju ili prodaju dionica. Uz prijedloge su priložena izvješća Direkcije upravljanja rizicima o ocjeni rizika određenog društva (utjecaj na portfelj, rizik dionice, financijski rizik društva te drugi rizici) te izvješća Direkcije praćenja usklađenosti s mjerodavnim propisima o analizi rizika od sukoba interesa.

Prodaja dionica obavljena je u skladu s odredbama važećih propisa. Društvo upravlja s dva alternativna investicijska fonda. U skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, donesena su *Pravila Kapitalnog fonda* čime je određen investicijski cilj kao povećanje vrijednosti imovine na dulji rok, a ostvaruje se ulaganjem imovine pretežito u uvrštene vlasničke vrijednosne papire (dionice) prilagođavajući pritom strukturu ulaganja tržišnim uvjetima.

Procesima i procedurama Društva i fondova utvrđen je investicijski proces kojim je detaljno razrađena kupnja i prodaja vrijednosnih papira.

Portfeljem Kapitalnog fonda Društvo upravlja u skladu s investicijskim ciljem i strategijom određenim *Pravilima Kapitalnog fonda te Strategijom i taktičkom alokacijom imovine*. Pri prodaji vrijednosnih papira poštovana je strateška i taktička alokacija.

Društvo je vodilo brigu o sprječavanju sukoba interesa i drugih oblika neetičnog postupanja. Direkcija praćenja usklađenosti s mjerodavnim propisima provodi provjeru sukoba interesa na način da provjerava jesu li i koje osobe Društva u posjedu dionica koje su predmet investicijske odluke.

Društvo je donijelo *Etički kodeks* u lipnju 2014., *Pravilnik kojim se uređuje sukob interesa u ožujku 2017.* i *Politiku zaštite osobnih podataka u svibnju 2018.* Prema pisanom obrazloženju odgovorne osobe Društva, mjere za upravljanje rizicima donose se različito za svaki potencijalni slučaj sukoba interesa, a najčešći sukob interesa je posjedovanje onih dionica u osobnom portfelju mjerodavnih osoba koje se nalaze i u portfeljima fondova kojima Društvo upravlja. Mjere koje su u dosadašnjim slučajevima izricane su: zabrana osobnog trgovanja dionicama kojima se trguje za Društvo ili fondove, obaveza donošenja potvrde o stanju dionica u osobnom portfelju 30 dana nakon provođenja transakcije za fondove, isključivanje iz investicijskog procesa i drugo.

Ostvarivanje svrhe prodaje dionica

Strategijom i taktičkom alokacijom imovine Kapitalnog fonda je kao investicijski cilj utvrđeno povećanje vrijednosti imovine na dulji rok, a ostvaruje se ulaganjem imovine pretežito u dionice, prilagođavajući pritom strukturu ulaganja tržišnim uvjetima. Od ukupno pregledane prodaje dionica 24 društva, prodajom dionica 18 društava ostvareni su investicijski ciljevi, a prodajom dionica i obveznica pet društava investicijski ciljevi nisu ostvareni. Prodajom dionica jednog društva investicijski ciljevi djelomično su ostvareni.

Cijene dionica iz portfelja Kapitalnog fonda ostvarene prodajom u skladu su s predloženim cijenama Uprave navedenima u odlukama o prodaji. Postignute su cijene više od najmanjih prodajnih cijena utvrđenih u prijedlozima za prodaju.

Primici od prodaje dionica iz portfelja Kapitalnog fonda utrošeni su namjenski za podmirivanje izdataka od kupnje dionica, za podmirivanje naknada za upravljanje Društvu i depozitaru (kreditnoj instituciji ili podružnici kreditne institucije kojoj su povjereni poslovi u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima), kao i za podmirivanje drugih izdataka iz poslovnih aktivnosti.

V. NALAZ

Revizijom su obuhvaćena sljedeća područja: planiranje prodaje dionica, usklađenost prodaje dionica s propisima te ostvarivanje svrhe prodaje dionica.

Obavljenom revizijom su utvrđene slabosti i propusti koji se odnose na ostvarivanje svrhe prodaje dionica.

1.1. Ostvarivanje svrhe prodaje dionica

Društvo je obveznik primjene Zakona o alternativnim investicijskim fondovima. Društvo je osnivač i upravlja s dva alternativna investicijska fonda koja u svom portfelju drže financijske instrumente (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice).

Za 2016. Kapitalni fond je ostvario ukupne prihode u iznosu od 70.258.353,00 kn, ukupne rashode u iznosu od 32.863.253,00 kn te dobit u iznosu od 37.395.100,00 kn. Vrijednost netoimovine (vrijednost ukupne imovine umanjena za vrijednost ukupnih obveza) Kapitalnog fonda koncem 2016. je iznosila 1.228.293.491,00 kn i veća je za 96.996.777,00 kn u odnosu na 2015., kada je iznosila 1.131.296.714,00 kn. Ostvaren je prinos od 8,6 %. Prinos predstavlja rast vrijednosti udjela odnosno mjeru uspješnosti investicijskog fonda. Izračunava se kao zbroj promjene u neto imovinskoj vrijednosti po dionici u tijeku obračunskog razdoblja i vrijednosti ponovno uložених novčanih raspodjela po dionici akumuliranih do konca obračunskog razdoblja, podijeljen s neto imovinskom vrijednosti po dionici na početku obračunskog razdoblja. Za 2017. Kapitalni fond je ostvario ukupne prihode u iznosu od 85.304.223,00 kn, ukupne rashode u iznosu od 57.300.557,00 kn te dobit u iznosu od 28.003.666,00 kn. Vrijednost netoimovine Kapitalnog fonda koncem 2017. je iznosila 1.293.708.014,00 kn i veća je za 65.414.523,00 kn u odnosu na 2016. Ostvaren je prinos od 5,3 %. Za 2018. Kapitalni fond je ostvario ukupne prihode u iznosu od 45.870.496,00 kn, ukupne rashode u iznosu od 31.094.771,00 kn te dobit u iznosu od 14.775.725,00 kn. Vrijednost netoimovine Kapitalnog fonda koncem 2018. je iznosila 1.197.742.247,00 kn i manja je za 95.965.767,00 kn ili 7,4 % u odnosu na 2017., kada je iznosila 1.293.708.014,00 kn.

Portfelj Kapitalnog fonda pri osnivanju (ožujak 1999.) činilo je 3 845 201 dionica 18 društava nominalne vrijednosti od 384.520.140,00 kn. Prema analitičkim evidencijama, koncem 2016. portfelj Kapitalnog fonda sastojao se od financijskih instrumenata (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice) 42 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.355.226.443,00 kn, koncem 2017. portfelj su činili financijski instrumenti (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice) 38 društava ukupne tržišne vrijednosti od 1.421.562.088,00 kn. Koncem 2018. portfelj Kapitalnog fonda činili su financijski instrumenti (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice) 31 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.177.371.075,00 kn.

Revizijom je obuhvaćena prodaja dionica 24 društva iz portfelja Kapitalnog fonda. Obuhvaćene su dionice 21 društva prodane od 2016. do 2018. za 313.383.696,00 kn. Osim navedenih dionica, revizijom je obuhvaćena i prodaja 3 899 297 dionica tri društva nominalne vrijednosti od 11.160.050,00 kn.

Spomenuta društva obuhvaćena su revizijom jer su u stečajnom postupku, a tržišna vrijednost dionica spomenutih društava u portfelju Kapitalnog fonda od 2016. do 2018. iskazana je u iznosu od 0,00 kn. Od spomenuta tri društva, prodaja dionica dva društva obavljena je od 2016. do 2018., a dionice jednog društva prodane su u 2019.

Pravilima Kapitalnog Fonda te Strategijom i taktičkom alokacijom imovine Kapitalnog fonda je kao investicijski cilj utvrđeno povećanje vrijednosti imovine na dulji rok, koje se ostvaruje ulaganjem imovine pretežito u dionice, prilagođavajući pritom strukturu ulaganja tržišnim uvjetima.

Od ukupno revizijom obuhvaćene prodaje dionica 24 društva, pri stjecanju i prodaji dionica 16 društava investicijski ciljevi su ostvareni, jer je ostvarena zarada od držanja spomenutih dionica u portfelju Kapitalnog fonda (primljena dividenda, rast tržišne cijene dionica) u iznosu od 163.002.616,00 kn. Pri prodaji dionica sedam društava investicijski ciljevi nisu ostvareni jer su postupcima stjecanja i prodaje spomenutih dionica ostvareni ukupni gubici u iznosu od 78.468.630,00 kn, a pri prodaji dionica jednog društva za koje je ostvarena zarada na prodaji dionica u iznosu od 39.086.248,00 kn investicijski ciljevi su djelomično ostvareni. Ukupna zarada od prodaje dionica društava obuhvaćenih revizijom iz portfelja Kapitalnog fonda iznosi 123.620.234,00 kn. Utvrđene slabosti za osam društava opisane su u nastavku Izvješća.

– Prodaja dionica društva Uljanik d.d., Pula

U 2012. Kapitalni fond je u procesu dokapitalizacije, na temelju javne ponude društva Uljanik d.d., Pula, stekao 222 222 dionice po cijeni od 90,00 kn, odnosno za ukupno 19.999.980,00 kn. Uprava Društva donijela je u studenome 2012., na temelju Prijedloga za kupovinu dionica, odluku kojom se odobrava podnošenje ponude za sudjelovanje u javnoj ponudi novih dionica društva Uljanik d.d., Pula. U Prijedlogu o kupovini dionica iz studenoga 2012. je navedeno da su dionice društva Uljanik d.d., Pula bile uvrštene na redovito tržište Zagrebačke burze te su bile izrazito nelikvidne. Također, navedeno je kako su u srpnju 2012., prema odluci Vlade Republike Hrvatske, dionice u vlasništvu Republike Hrvatske (Agencija za upravljanje državnom imovinom i Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka) prodane radnicima i bivšim radnicima društva po cijeni od 51,00 kn, čime stječu 58,1 % udjela u temeljnom kapitalu društva. Ulaganje u spomenute dionice ocijenjeno je kao visokorizično, a kao najznačajniji rizik Društva navedena je visoka zaduženost za koju je ocijenjeno da će se povećati zbog prestanka dobivanja državnih poticaja ulaskom u Europsku uniju, moguća izloženost restrukturiranju Brodogradilišta 3. Maj d.d. te poslovni rizici vezani uz brodogradnju koja je ocijenjena kao visokorizična djelatnost. Navedeno je kako je ulaganje promatrano samo za sebe visokorizično, ali s oporavkom globalnog gospodarstva i pokretanjem novog investicijskog ciklusa u brodogradnji mogu se ostvariti i dobri rezultati poslovanja, a time i rast cijene dionice. Navedeno je da se visoka rizičnost investicije djelomično ublažava stavljanjem u kontekst portfelja Kapitalnog fonda kroz povećanu sektorsku diverzifikaciju i umjereni rizik koncentracije dionice i sektora brodogradnje u portfelju Kapitalnog fonda koji će biti manji od 2,0 %. Nadalje, navedeno je da će povećanje temeljnog kapitala pozitivno djelovati na daljnju konsolidaciju društva i smanjenje kreditnog rizika te je predložen upis novih dionica društva Uljanik d.d., Pula. U ožujku 2019. Uprava Društva donijela je odluku o prodaji 222 222 dionice društva Uljanik d.d., Pula po cijeni ne manjoj od 0,10 kn za dionicu.

Odluka je donesena na temelju Prijedloga za prodaju dionica društva Uljanik d.d., Pula iz ožujka 2019. U Prijedlogu je navedeno kako je društvo Uljanik d.d., Pula krenulo u postupak sanacije i restrukturiranja kroz traženje strateškog partnera s obzirom na probleme s likvidnošću, visoku zaduženost te gubitke u poslovanju. U veljači 2019. izabran je novi strateški partner. U ožujku 2019. na mrežnim stranicama Ministarstva pravosuđa objavljen je Prijedlog za otvaranje stečajnog postupka za društvo Uljanik d.d., Pula. Koncem ožujka 2019. Društvo je prodalo 222 222 dionice iz portfelja Kapitalnog fonda po cijeni od 0,43 kn za dionicu. Za stjecanje dionica plaćeno je 19.999.980,00 kn, a prodane su za 96.212,00 kn, čime je ostvaren gubitak u iznosu od 19.903.768,00 kn.

– Prodaja dionica društva Petrokemija d.d., Kutina

Od 2004. do 2013. Kapitalni fond je stekao 148 775 dionica društva Petrokemija d.d., Kutina za 16.684.889,00 kn. U 2004. kupnjom na burzi stečeno je 90 643 dionice za 4.133.249,00 kn, u 2009. zamjenom s prijašnjim Hrvatskim fondom za privatizaciju stečeno je 26 692 dionice nominalne vrijednosti od 7.206.840,00 kn, a u 2013. sudjelovanjem u dokapitalizaciji navedenog društva kupljena je 31 440 dionica za 5.344.800,00 kn. Tijekom rujna i listopada 2004. na burzi je kupljeno 90 643 dionice društva za 4.133.249,00 kn po prosječnoj cijeni od 45,60 kn za dionicu. Na burzi su u 2005. prodane 22 062 dionice za 1.691.278,00 kn, odnosno po prosječnoj cijeni od 76,66 kn za dionicu. U listopadu 2013. Kapitalni fond je za dokapitalizaciju društva Petrokemija d.d., Kutina uplatio 5.344.800,00 kn za 31 440 novih dionica, što iznosi 170,00 kn za dionicu. Direkcija trgovanja i analize te Direkcija kontrole poslovanja i upravljanja rizicima u Prijedlogu za kupnju dionica ulaganja u dionice ocijenila su visokorizičnima. Bez obzira na utvrđene rizike predložena je kupnja spomenutih dionica. U listopadu 2017. godine Skupština društva Petrokemija d.d., Kutina donijela je odluku o spajanju dionica u omjeru 3 : 1 te je Kapitalni fond umjesto dotadašnjih 126 713 dionica imao 42 237 dionica, pri čemu je provedeno i dodatno usklađivanje vrijednosti za dvije dionice ukupne vrijednosti od 30,42 kn, što je evidentirano kao smanjenje broja dionica (prodaja). Također, u srpnju 2018. godine Skupština društva Petrokemija d.d., Kutina donijela je odluku o smanjenju temeljnog kapitala i spajanju redovnih dionica (u omjeru 4,914932950 : 1), nakon čega je Kapitalni fond posjedovao 8 593 dionice. U studenome 2018. Direkcija trgovanja i analize financijskih instrumenata predložila je prodaju 8 593 dionica Petrokemija d.d., Kutina po cijeni ne manjoj od 6,72 kn. Navedena procijenjena vrijednost izračunana je primjenom metode diskontiranih novčanih tokova, uzimajući podatke iz financijskih izvještaja za 2017. i prijašnjih godina te prvog polugodišta 2018., uz pretpostavku rasta prihoda po godišnjoj stopi od 1,0 % u sljedećih deset godina. U odluci Uprave iz studenoga 2018., kojom je odobrena prodaja dionica društva Petrokemija d.d., navedeno je da se cijena dionice u protekloj godini kretala u rasponu od 6,00 do 64,00 kn, a trenutna tržišna cijena iznosila je približno 45,00 kn, uz nizak volumen trgovanja. Prema navedenoj odluci je u studenome i prosincu 2018. prodano 8 593 dionice za 334.592,00 kn, u rasponu od 25,08 kn do 79,84 kn za dionicu, odnosno po prosječnoj cijeni od 38,94 kn za dionicu. Prema podacima Zagrebačke burze, najviša cijena dionice tijekom 2013., prije dokapitalizacije navedenog društva, iznosila je 269,99 kn. Prema obrazloženju Društva, dionice nisu prodane u prijašnjem razdoblju zbog očekivane privatizacije društva Petrokemija d.d., Kutina te očekivanog povećanja vrijednosti dionica.

Za stjecanje 148 775 dionica plaćeno je 16.684.889,00 kn, a 30 657 dionica (22 062 dionice prodane su 2005., dvije dionice su u 2017. uključene u prodajnu vrijednost dionica zbog usklađivanja vrijednosti uslijed spajanja dionica, a 8 593 dionice su prodane 2018.) prodano je za 2.025.900,00 kn, čime je ostvaren gubitak u iznosu od 14.658.989,00 kn.

– Prodaja dionica društva Dalekovod d.d., Zagreb

Društvo je od rujna 2004. do rujna 2014. kupilo 396 952 dionice društva Dalekovod d.d., Zagreb po prosječnoj cijeni od 46,00 kn po dionici, odnosno za 18.127.298,00 kn. Na temelju Odluke o prodaji dionica društva Dalekovod d.d., Zagreb od 1. veljače 2017. te procjene vrijednosti društva Dalekovod d.d., Zagreb kojom je vrijednost društva procijenjena u vrijednosti 16,00 kn po dionici, od 3. do 17. veljače 2017., Društvo je prodalo 177 109 dionica za 3.022.062,00 kn. Nadalje, na temelju Odluke o prodaji kojom je utvrđena najniža prodajna cijena dionice u iznosu od 3,68 kn iz studenoga 2018., od 23. studenoga do 24. prosinca 2018. prodano je 219 843 dionice za 1.626.986,00 kn.

Prema obrazloženju odgovorne osobe Društva, prodaja dionica društva nije obavljena u svibnju 2018. kada je sastavljena procjena dionica društva Dalekovod d.d., Zagreb u vrijednosti od 13,09 kn po dionici, zbog ograničene likvidnosti dionica. Također se navodi kako se putem brokera nastojalo ispitati ima li interesa za prodaju cijelog paketa ili nekoliko većih paketa dionica.

S obzirom na to da su 396 952 dionice društva Dalekovod d.d., Zagreb kupljene po prosječnoj cijeni od 46,00 kn po dionici, odnosno za 18.127.298,00 kn, a prodane za 4.649.048,00 kn (u 2017. prodano je 177 109 dionica društva po prosječnoj cijeni od 17,06 kn, a u 2018. prodane su 219 843 dionice društva po prosječnoj cijeni od 7,40 kn), Društvo je ostvarilo gubitak u iznosu od 13.478.250,00 kn. U razdoblju držanja (2004. - 2018.) dionica društva Dalekovod d.d., Zagreb u portfelju Kapitalnog fonda primljena je dividenda u ukupnom iznosu od 1.916.273,00 kn. Kada se uzmu u obzir primljene dividende, gubitak ostvaren ulaganjem u dionice društva Dalekovod d.d., Zagreb iznosio je 11.561.977,00 kn.

– Prodaja dionica društva Jadran tvornica čarapa d.d., Zagreb

Za stjecanje 14 086 dionica društva Jadran tvornica čarapa d.d., Zagreb Kapitalni fond je tijekom 2007. uplatio 6.997.302,00 kn, a prosječna cijena kupnje za dionicu iznosila je 496,76 kn. Prema odluci Uprave od 11. srpnja 2014., odobrena je prodaja svih 14 086 dionica po cijeni ne nižoj od 10,00 kn za dionicu. Navedeno je da se dionice navedenog društva smatraju dionicama povećanog rizika zbog akumuliranja gubitaka i nelikvidnosti na burzi. Prema navedenoj odluci je od srpnja 2014. do studenoga 2017. prodano 7 896 dionica za 329.442,00 kn, odnosno prosječno 41,72 kn za dionicu. Za stjecanje 7 896 dionica Kapitalni fond uplatio je 3.922.383,00 kn, a prodao za 329.442,00 kn, čime je ostvaren gubitak u iznosu od 3.592.941,00 kn. Odlukom Uprave iz siječnja 2018. poništena je prethodna odluka iz srpnja 2014. te je odobrena prodaja dionica po cijeni ne nižoj od 3,79 kn za dionicu.

Prema obrazloženju Društva, odluka o prodaji iz 2014. je poništena zbog usklađivanja najniže cijene po kojoj se dionica može prodavati s procijenjenom cijenom.

Nova procijenjena vrijednost od 3,79 kn izračunana je na temelju metode rezidualnog dohotka uzimajući u obzir knjigovodstvene vrijednosti iz posljednjeg nerevidiranog izvještaja za 2017. i posljednjeg tromjesečja za 2016. objavljenog na stranicama Zagrebačke burze, a podaci za 2018. – 2022. izračunani su prema procjenama analitičara. Tako dobivena vrijednost metodom rezidualnog dohotka (procjena vrijednosti kojom se rezidualni dohodak određuje kao netodobit umanjena za trošak kapitala) umanjena je za 50,0 % vrijednosti zbog nelikvidnosti. Prema navedenoj odluci, prodano je 6 190 dionica od prosinca 2018. do prosinca 2019. za 74.820,00 kn, odnosno po prosječnoj cijeni od 12,08 kn za dionicu. Od navedenog broja prodanih dionica, u prosincu 2018. prodano je 220 dionica za 3.952,00 kn, a tijekom 2019. prodano je 5 970 dionica za 70.868,00 kn. Za stjecanje 6 190 dionica Kapitalni fond uplatio je 3.074.918,00 kn, a prodao za 74.820,00 kn, čime je ostvaren gubitak u iznosu od 3.000.098,00 kn. Najviša cijena dionice u siječnju 2008. iznosila je 500,00 kn. Početkom 2012. cijena dionice iznosila je 60,00 kn, nakon čega je nastavljen pad cijene dionice. Prema obrazloženju Društva, dionice nisu prodane u prijašnjem razdoblju jer razvoj društva Jadran tvornica čarapa d.d. nije tekao u očekivanom smjeru, kao i zbog niske likvidnosti i slabog interesa na tržištu te usklađivanja najniže prodajne cijene s procijenjenom cijenom. Za stjecanje 14 086 dionica plaćeno je 6.997.301,00 kn, a prodane su za 404.262,00 kn, čime je ostvaren gubitak u iznosu od 6.593.039,00 kn.

– Prodaja dionica društva Ledo d.d., Zagreb

U prosincu 2012. sudjelovanjem u dokapitalizaciji stečeno je 2 500 dionica društva Ledo d.d. Zagreb po cijeni od 8.000,00 kn za dionicu, odnosno za ukupno 20.000.000,00 kn. U prvom tromjesečju 2017., prema povijesnim podacima Zagrebačke burze, vidljiv je pad cijena dionice. U siječnju 2017. cijena dionica se kretala od 10.112,00 kn do 11.005,00 kn za dionicu, a u veljači 2017. od 9.000,00 kn do 10.100,00 kn za dionicu. Početkom ožujka 2017. cijena je bila 9.490,00 kn za dionicu, a koncem ožujka 2017. je iznosila 5.600,00 kn za dionicu. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga je 15. svibnja 2017. donijela rješenje kojim se obustavilo trgovanje dionicama društva Ledo d.d., Zagreb jer izdavatelj nije objavio revidirane godišnje financijske izvještaje za 2016. te tromjesečni izvještaj za prvo tromjesečje 2017. Zaključna cijena dionice društva Ledo d.d., Zagreb na dan obustave iznosila je 3.450,00 kn. Uprava Društva je u svibnju 2017. donijela Procjenu za neaktivno tržište, prema kojoj je procijenjena vrijednost dionice društva Ledo d.d., Zagreb iznosila 707,32 kn po dionici. Trgovanje dionicama bilo je obustavljeno do 3. studenoga 2017., kada je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga ponovno odobrila trgovanje. Društvo je procijenilo vrijednost dionica društva Ledo d.d., Zagreb u iznosu od 355,60 kn po dionici. Na temelju procjene donesena je odluka o prodaji 2. studenoga 2017. Nakon što je Zagrebačka burza dopustila trgovanje, Društvo je prodalo dionice u dva trgovinska dana (3. i 6. studenoga 2017.). Prvog trgovinskog dana prodano je 2 005 dionica po cijeni od 648,80 kn za dionicu, a drugog trgovinskog dana prodano je 495 dionica po cijeni od 652,07 kn za dionicu. Prema obrazloženju odgovorne osobe Društva, okolnosti vezane uz Ledo d.d. i Agrokor d.d. početkom 2017. godine nisu bile u potpunosti razjašnjene te je postojala mogućnost pronalaska rješenja krize. Društvo Agrokor d.d. je poduzimalo aktivnosti za refinanciranje svojih financijskih obveza, najavljujući, uz ostalo, i inicijalnu javnu ponudu prehrambenog dijela koncerna.

Jamstva izdana početkom 2017. bila su uobičajena za društvo te su i prije postojala jamstva društava iz koncerna za obveze društva Agrokor d.d., što je iskazano i u prospektu izdanja dionica društva Ledo d.d., Zagreb iz ožujka 2013. godine. Popis svih jamstava koje je izdavalo društvo Ledo d.d. objavljivan je na stranicama Zagrebačke burze. Kreditni rejting društva Agrokor d.d., kao jedan od pokazatelja rizika investiranja, bio je stabilan prema procjenama agencija za ocjenu investicijskog rejtinga. Jedna od agencija je početkom 2017. blago smanjila rejting društva Agrokor uz stabilnu prognozu te je navela kako društvo Agrokor ne bi trebalo imati problema sa servisiranjem svojih obveza za 2017. Agencije su snizile kreditni rejting društva Agrokor d.d. u visoko špekulativni koncem ožujka i početkom travnja 2017.

Odredbama članka 53. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 16/13 i 143/14) koji je bio na snazi do ožujka 2018. i odredbama članka 58. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine 21/18 i 126/19) koji je stupio na snagu u ožujku 2018., propisano je kako je društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima dužno u okviru sustava upravljanja rizicima, a u skladu s vrstom, opsegom i složenosti svoga poslovanja, uspostaviti sveobuhvatan i učinkovit proces procjene kreditne sposobnosti izdavatelja u koje namjerava ulagati ili ulaže svoju imovinu i imovinu alternativnih investicijskih fondova. Za procjenu kreditne sposobnosti imovine alternativnog investicijskog fonda i društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima, društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima se ne smije automatski ili isključivo oslanjati na kreditne rejtinge koje su dodijelile agencije za kreditni rejting kako je propisano u članku 3. stavku 1. točki (b) Uredbe (EZ) br. 1060/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o agencijama za kreditni rejting.

Državni ured za reviziju je mišljenja da je bilo potrebno više pozornosti posvetiti ocjeni rizika držanja dionica navedenog društva te samostalno provoditi analize tržišnih utjecaja na cijenu dionica.

Neprevodobnom prodajom dionica društva Ledo d.d., Zagreb Društvo je ostvarilo gubitak u iznosu od 18.379.629,00 kn. U razdoblju držanja (2012. – 2017.) dionica društva Ledo d.d. u portfelju Kapitalnog fonda primljena je dividenda u ukupnom iznosu od 2.637.450,00 kn. Kada se uzmu u obzir primljene dividende, gubitak ostvaren ulaganjem u dionice društva Ledo d.d. iznosio je 15.742.178,86 kn.

– Prodaja dionica društva Plantaže akcionarsko društvo, Podgorica

Društvo je od travnja do svibnja 2006. kupilo 1 779 648 dionica društva (Plantaže akcionarsko društvo Podgorica) za 9.878.978,00 kn. Od 2006. do 2013. Društvo je na ime dividende steklo 493 305 dionica za 1.843.397,00 kn, a u 2006. i dividendu u iznosu od 58.540,00 kn.

Koncem 2016. u portfelju Kapitalnog fonda nalazilo se 2 272 953 dionice koje su u ožujku 2017. prodane za 2.300.708,00 kn. S obzirom na to da su kupljene dionice društva u vrijednosti od 9.878.978,00 kn, a prodane u vrijednosti od 2.300.708,00 kn, ukupno je ostvaren gubitak u iznosu od 7.578.270,00 kn. Kada se uzmu u obzir stečene dionice na ime dividende i primljena dividenda, gubitak ostvaren ulaganjem u dionice društva Plantaže akcionarsko društvo Podgorica iznosio je 5.676.333,00 kn.

Prema pisanom obrazloženju odgovorne osobe, dionice nisu prodane kada je cijena bila viša u odnosu na postignutu cijenu u trenutku prodaje jer je zbog velike financijske krize došlo do velikog i brzog pada cijena dionica, pri čemu su dionice na tržištima u nastajanju pretrpjele još i veće gubitke. Nadalje, likvidnost dionica na tržištu se značajno smanjila te nije bilo moguće prodati veću količinu dionica. Također, nakon pada cijene dionice ocijenjeno je da su postojale okolnosti koje su mogle dovesti do ponovnog rasta cijena dionica, kao što su potencijalna privatizacija i prodaja strateškom partneru, koji bi povećali transparentnost poslovanja i operativne rezultate društva.

– Prodaja dionica društva Tankerkomerc d.d., Zadar

Pri osnivanju Kapitalnog fonda stečeno je 3 067 dionica Tankerkomerca d.d., Zadar za 2.361.590,00 kn prijenosom od Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje. Od listopada 2003. do travnja 2005. kupljeno je 690 dionica za 496.167,00 kn. U rujnu 2005. prodano je 40 dionica za 63.919,00 kn (1.598,00 kn po dionici). Na dan 31. prosinca 2016. u portfelju Kapitalnog fonda bilo je 3 717 dionica društva Tankerkomerc d.d., Zadar. Od 1. siječnja 2010. do 1. veljače 2017. na Zagrebačkoj burzi nije bilo transakcija navedenom dionicom. U studenome 2017. Uprava Društva donijela je Odluku o prodaji svih 3 717 dionica Tankerkomerca d.d., Zadar po cijeni većoj od 0,00 kn po dionici, s obzirom na to da je, prema prijedlogu za prodaju dionica iz studenoga 2017., vrijednost društva zbog dugotrajnih poslovnih teškoća te lošeg financijskog položaja procijenjena na 0,00 kn po dionici. Svih 3 717 dionica prodano je 19. siječnja 2018. po cijeni od 130,00 kn po dionici, odnosno za 483.210,00 kn, što umanjeno za brokersku proviziju iznosi 482.243,00 kn. U ožujku 2018. objavljena je javna ponuda za preuzimanje dionica Tankerkomerca d.d., Zadar po cijeni od 130,00 kn po dionici te nakon toga više nije bilo trgovanja. Uprava Zagrebačke burze d.d. je 22. ožujka 2019. donijela odluku o prestanku uvrštenja dionica društva Tankerkomerc d.d., Zadar na Zagrebačkoj burzi te su dionice povučene s burze.

S obzirom na to da su stečene dionice društva za 2.857.757,00 kn, a prodane za 546.162,00 kn, ukupno je ostvaren gubitak u iznosu od 2.311.595,00 kn.

– Prodaja dionica društva Kraš d.d., Zagreb

Od 2000. do 2005. Kapitalni fond je stekao 93 772 dionice društva Kraš d.d., Zagreb za 23.967.863,00 kn. U lipnju 2000. zamjenom dionica s Hrvatskim zavodom za mirovinsko osiguranje stečeno je 10 217 dionica nominalne vrijednosti od 2.012.442,00 kn, od 2001. do 2003. stečeno je 71 486 dionica za 19.255.465,00 kn po cijenama od 155,38 kn do 320,22 kn, a 12 069 dionica nominalne vrijednosti od 2.699.956,00 kn stečeno je u travnju 2005. zamjenom dionica s Hrvatskim fondom za privatizaciju. Nadzorni odbor Kapitalnog fonda je u prosincu 2014. dao suglasnost za prodaju svih 93 772 dionice društva Kraš d.d. po tržišnoj cijeni, uz suglasnost da se prodaja obavi u vrijeme i na način koji Uprava ocijeni kao najpovoljniji za Kapitalni fond. Pri davanju suglasnosti, navedeno je da je Uprava dužna redovito izvještavati Nadzorni odbor o tijeku provođenja postupka.

Društvo je sastavljalo tromjesečne procjene vrijednosti dionica društva Kraš d.d. i održavalo sastanke s predstavnicima društva Kraš d.d. kao zainteresiranim kupcem. O tijeku provođenja postupka prodaje nije izvještavan Nadzorni odbor Kapitalnog fonda, s obrazloženjem da nije bilo značajnijih poslovnih događaja vezanih uz postupke prodaje dionica te da članovi Nadzornog odbora nisu tražili dodatne informacije. Društvo navodi da su održavani sastanci s predstavnicima društva Kraš d.d., na kojima se raspravljalo o prodaji svih dionica iz portfelja Kapitalnog fonda izvan uređenog tržišta na temelju ugovora. Društvo nije sastavljalo zapisnike sa sastanaka sa zainteresiranim potencijalnim kupcima dionica. Prema dokumentaciji Društva, vođeni su i razgovori s predstavnicima potencijalno zainteresiranog drugog društva, za koje se navodi da nije iskazalo interes za kupnju cjelokupne količine dionica. Društvo nema dokaza da drugo društvo nije bilo zainteresirano za kupnju dionica te da su mu dionice ponuđene na prodaju. U vrijeme davanja suglasnosti Nadzornog odbora za prodaju dionica, u prosincu 2014., bilo je poznato da bi drugo društvo, zbog značajnog preuzimanja, moglo postati najveći dioničar društva Kraš d.d., zbog čega su dionice ocijenjene likvidnima, što je navedeno i u zapisniku sa sjednice Nadzornog odbora na kojoj je dana suglasnost za prodaju dionica. Direkcija trgovanja i analize financijskih instrumenata je u veljači 2016. sastavila Prijedlog za prodaju dionica prema kojem je preporučena prodaja dionica po cijeni ne nižoj od 460,00 kn za dionicu. Za procjenu vrijednosti dionice primijenjena je metoda diskontiranih novčanih tokova te su korišteni podaci iz revidiranih konsolidiranih izvještaja do 2014., dok su podaci od 2015. do 2020. izračunani prema procjenama analitičara. U Prijedlogu je također navedeno da spomenute dionice u posljednje tri godine značajno kupuje i jedno društvo, koje je od veljače 2014. do vremena odluke o kupnji kupilo 95 844 dionica, što čini 67,8 % ukupnog broja dionica kojima se trgovalo (njih 141 411). Prema odluci Uprave od 12. veljače 2016., odobrena je prodaja svih 93 772 dionice za cijenu ne nižu od 460,00 kn za dionicu. Navedenom odlukom utvrđena je prodaja dionica društvu Kraš d.d. izvan uređenog tržišta kapitala na temelju ugovora, uz prijavu transakcije Zagrebačkoj burzi. Kapitalni fond je u veljači 2016. s društvom Kraš d.d. zaključio ugovor o prodaji 93 772 dionice za 46.971.333,00 kn po prosječnoj cijeni od 500,91 kn. Ugovorenu cijenu društvo Kraš d.d. uplatilo je na račun Kapitalnog fonda u skladu s ugovorom. Prodajom je ostvarena dobit u iznosu od 23.003.469,00 kn.

Prema pisanom obrazloženju Društva, ugovor o prodaji dionica zaključen je izravno s društvom Kraš d.d. jer je time omogućena prodaja svih dionica po tržišnoj cijeni bez troškova brokera koji su procijenjeni na približno 90.000,00 kn, a trebalo bi dvije godine da se sve dionice prodaju na burzi. Također, navodi se da je društvo Kraš d.d. prestalo isplaćivati dividendu.

Prihodi od dividende dionica Kraš d.d. od 2001. do 2015. (osim za 2013. i 2014.) ostvareni su u iznosu od 16.082.779,00 kn. Društvo Kraš d.d. nastavilo je isplaćivati dividende ulagačima nakon 2017. Kada se uzmu u obzir primljene dividende, dobit ostvarena ulaganjem u dionice društva Kraš d.d. iznosila je 39.086.248,00 kn.

Prema podacima Zagrebačke burze, najviša prosječna cijena dionice društva Kraš d.d. od početka 2014. do konca veljače 2016. iznosila je 517,52 kn, odnosno najviša cijena je u navedenom razdoblju iznosila 530,00 kn. U rujnu 2019. najviša cijena dionice iznosila je 1.090,00 kn, dok je prosječna cijena iznosila 1.060,00 kn. Prodajom dionica društva Kraš d.d. nije u potpunosti ostvaren investicijski cilj (povećanje vrijednosti imovine na dulji rok), odnosno postizanje najveće moguće dobiti jer prodaja nije bila prilagođena tržišnim uvjetima koji su bili poznati pri pokretanju postupka prodaje.

Državni ured za reviziju preporučuje više pozornosti posvetiti praćenju situacije na tržištu, procjeni makroekonomskog okruženja društava, tržišnog rizika te utvrđivanju povoljnog vremena prodaje, kako bi se ostvarila najveća moguća dobit, gubici u prodaji dionica sveli na najnižu moguću razinu te očekivani prinos bio u skladu s preuzetim rizikom, investicijskim ciljem i strategijom.

- 1.2. Društvo prihvaća preporuku te navodi da će u sljedećem razdoblju još više pozornosti posvetiti praćenju stanja na tržištu, procjeni makroekonomskog okruženja društava, procjeni tržišnog rizika te utvrđivanju povoljnog vremena prodaje, kako bi se ostvarila najveća moguća dobit, a gubici u prodaji dionica sveli na najnižu moguću razinu te očekivani prinos bio u skladu s preuzetim rizikom, investicijskim ciljem i strategijom. Također, navodi da će u tom smislu pojačati aktivnosti vezane uz cjeloživotno obrazovanje djelatnika (posebice iz Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata i Direkcije upravljanja rizicima) za stjecanjem globalno priznatih certifikata iz područja poslovanja upravljanja investicijskim fondovima. Društvo je mišljenja da će se na navedeni način kvaliteta prijedloga za kupoprodaju financijskih instrumenata i ocjena pripadajućih rizika podići na još višu razinu te unaprijediti razina investicijskog procesa, a Uprava Društva dobiti kvalitetniju i sveobuhvatniju podlogu za donošenje investicijskih odluka.

VI. OCJENA UČINKOVITOSTI PRODAJE DIONICA DRUŠTAVA

Društvo je odgovorno za učinkovito upravljanje portfeljem Kapitalnog fonda u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima.

Prodaja dionica društava planirana je u skladu s propisima. Općim aktima Društva uređeno je upravljanje i raspolaganje dionicama. Društvo je donijelo unutarnji akt naziva *Procesi i procedure Društva i fondova* kojim su detaljno uređeni poslovni procesi. Društvo je donijelo strategije i taktičke alokacije imovine. Strategija Društva je profesionalno, učinkovito i kvalitetno ulaganje imovine alternativnih investicijskih fondova koje ima pod upravljanjem kako bi se zadovoljile potrebe ulagatelja utvrđene investicijskim ciljevima fondova i sklonošću prema riziku. Društvo je donijelo godišnje planove poslovanja. *Strategijom i taktičkom alokacijom imovine* utvrđene su osnovne smjernice plana upravljanja imovinom Kapitalnog fonda. Utvrđen je ciljani raspon broja dionica u portfelju Kapitalnog fonda koji je između 30 i 40 te osnovni kriteriji za daljnju prodaju ili smanjenje broja dionica.

Prema analitičkim evidencijama, koncem 2016. portfelj Kapitalnog fonda sastojao se od financijskih instrumenata (dionice, ulaganja u investicijske fondove i obveznice) 42 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.355.226.443,00 kn, koncem 2017. portfelj su činili financijski instrumenti (dionice, ulaganja u novčane fondove i obveznice) 38 društava ukupne tržišne vrijednosti od 1.421.562.088,00 kn, a koncem 2018. portfelj Kapitalnog fonda činili su financijski instrumenti (dionice, ulaganja u novčane fondove i obveznice) 31 društva ukupne tržišne vrijednosti od 1.177.371.075,00 kn. Ovisno o tržišnim uvjetima Društvo u skladu sa strateškom i taktičkom alokacijom imovine donosi investicijske odluke o kupnji ili prodaji. Način prodaje dionica utvrđen je unutarnjim aktom *Procesi i procedure Društva i fondova*.

Pravilima Kapitalnog fonda te strategijama i taktičkim alokacijama imovine kao investicijski cilj određeno je povećanje vrijednosti imovine na dulji rok. Društvo upravlja alternativnim investicijskim fondovima te je obvezno poslovati u skladu sa Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima. Ciljevi prodaje, odnosno investicijski cilj utvrđen je *Pravilima Kapitalnog fonda* koja su donesena u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima te ih je odobrila Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Prije raspolaganja dionicama obavljena je procjena vrijednosti društava čije se dionice stječu ili prodaju. Procjenu provode zaposlenici Direkcije trgovanja zaduženi za poziciju koja se procjenjuje, koji imaju položen ispit za investicijskog savjetnika. Pri utvrđivanju vrijednosti društava čije se dionice prodaju, analiziran je njihov financijski, pravni i organizacijski položaj. Na temelju prijedloga Direkcije trgovanja i analize financijskih instrumenata, ocjene rizika Direkcije upravljanja rizicima i ocjene rizika od sukoba interesa Direkcije praćenja usklađenosti s relevantnim propisima, Uprava Društva donosi odluke o kupnji ili prodaji dionica iz portfelja fondova. Odluke sadrže podatke o kupnji i prodaji određenog broja dionica, kao i o najmanjoj i najvećoj kupoprodajnoj cijeni. Pri kupnji i prodaji dionica Društvo je postupalo u skladu s odredbama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, poštujući *Pravila Kapitalnog fonda* i donesene *Procese i procedure Društva i fondova*. Ovisno o cijeni kretanja dionica i drugim makroekonomskim pokazateljima Društvo je donosilo investicijske odluke o kupnji ili prodaji dionica. Portfeljem Kapitalnog fonda upravljalo je u skladu s investicijskim ciljem i strategijom određenim *Pravilima Kapitalnog fonda i Strategijom i taktičkom alokacijom imovine*. Pri kupnji i prodaji vrijednosnih papira poštovana je strateška i taktička alokacija. Društvo je vodilo brigu o sprječavanju sukoba interesa i drugih oblika neetičnog postupanja.

Od ukupno revizijom obuhvaćene prodaje dionica 24 društva, pri stjecanju i prodaji dionica 16 društava investicijski ciljevi su ostvareni, jer je ostvarena zarada od držanja spomenutih dionica u portfelju Kapitalnog fonda (primljena dividenda, rast tržišne cijene dionica) u iznosu od 163.002.616,00 kn. Pri prodaji dionica sedam društava investicijski ciljevi nisu ostvareni jer su postupcima stjecanja i prodaje spomenutih dionica ostvareni ukupni gubici u iznosu od 78.468.630,00 kn, a pri prodaji dionica jednog društva za koje je ostvarena zarada na prodaji dionica u iznosu od 39.086.248,00 kn investicijski ciljevi su djelomično ostvareni. Ukupna zarada od prodaje dionica društava obuhvaćenih revizijom iz portfelja Kapitalnog fonda iznosi 123.620.234,00 kn.

Cijene dionica iz portfelja Kapitalnog fonda ostvarene prodajom u skladu su s predloženim cijenama Uprave navedenim u odlukama o prodaji. Postignute su cijene veće od najmanjih prodajnih cijena, koje je u prijedlozima za prodaju utvrđivala Direkcija trgovanja i analize financijskih instrumenata. Primici od prodaje dionica iz portfelja Kapitalnog fonda utrošeni su namjenski za podmirivanje izdataka od kupnje dionica, podmirivanje naknada za upravljanje Društvu i depozitaru, kao i za podmirivanje drugih izdataka iz poslovnih aktivnosti.

Državni ured za reviziju ocjenjuje da je Društvo prodavalo dionice iz portfelja Kapitalnog fonda svrhovito i ekonomično, pri čemu su potrebna određena poboljšanja. Državni ured za reviziju daje sljedeće preporuke:

- više pozornosti posvetiti praćenju stanja na tržištu, procjeni makroekonomskog okruženja društava, procjeni tržišnog rizika te utvrđivanju povoljnog vremena prodaje, kako bi se ostvarila najveća moguća dobit, gubici u prodaji dionica sveli na najnižu moguću razinu te očekivani prinos bio u skladu s preuzetim rizikom, investicijskim ciljem i strategijom.

Državni ured za reviziju ocjenjuje da bi se provedbom navedenih preporuka povećalo ostvarenje investicijskih ciljeva u procesu stjecanja i prodaje dionica te postigla veća učinkovitost pri prodaji dionica.