

## **Polara Invest a.d. Banja Luka**

Društvo za upravljanje investicionim fondovima  
Petra Preradovića 21, 78000 Banja Luka  
tel: +387 51 226 770, fax: +387 51 226 774  
info@polara-bl.com  
[www.polara-bl.com](http://www.polara-bl.com)



## **MH ERS TREBINJE**

### **ZP "HIDROELEKTRANE NA TREBIŠNJICI" AD TREBINJE**

Obala Luke Vukalovića br. 2  
79300 Trebinje

#### **n/r predsjednika Skupštine akcionara**

Broj: 070-1/22

Datum: 11.03.2022. godine

**PREDMET: *Izvještaj o glasanju za VII (sedmu) vanrednu sjednicu Skupštine akcionara održanu dana 26.02.2022. godine***

Kako DUIF Polara Invest a.d.- OAIF Adriatic Balanced sa 3.057.836 akcija ili 0,7939% učešća u osnovnom kapitalu MH ERS ZP "Hidroelektrane na Trebišnjici" a.d. Trebinje, DUIF Polara Invest a.d. – OAIF "Jahorina Koin" sa 2.302.571 akcija ili 0,5978% učešća, te DUIF Polara Invest a.d.- OMIF "Privrednik Invest" sa 36.239 akcija ili 0,0094% učešća, odnosno nad svim akcijama sa pravom glasa sa stanjem na dan presjeka u skladu sa Zakonom, nisu u mogućnosti prisustvovati na sjednici Skupštine akcionara, to smo iskoristili zakonsku mogućnost (čl. 283. st. (1) Zakona o privrednim društvima (Službeni glasnik Republike Srpske, broj: 127/08, 58/09, 100/11 i 67/13) i glasali pisanim putem

Po predloženim tačkama dnevnog reda izjašnjavamo se kako slijedi:

1. Izvještaj Komisije za glasanje;

**Način glasanja: ZA**, ukoliko je izvještaj sačinjen u skladu sa relevantnim zakonskim propisima

2. Izbor predsjednika i radnih tijela Skupštine;

**Način glasanja: ZA**

3. Razmatranje i usvajanje Zapisnika sa VI (šeste) vanredne sjednice Skupštine akcionara Mješovitog Holdinga "ERS"-MP a.d. Trebinje ZP "Hidroelektrane na Trebišnjici" a.d. Trebinje;

**Način glasanja: UZDRŽAN**

**Obrazloženje:** Nismo neposredno bili prisutni na predmetnoj sjednici skupštine akcionara

4. Razmatranje i usvajanje Odluke o povećanju kapitala Društva;

**Način glasanja: PROTIV**

**Obrazloženje:**

## Polara Invest a.d. Banja Luka

Društvo za upravljanje investicionim fondovima  
Petra Preradovića 21, 78000 Banja Luka  
tel: +387 51 226 770, fax: +387 51 226 774  
info@polara-bl.com  
[www.polara-bl.com](http://www.polara-bl.com)



U obrazloženju ovako opredjeljenog našeg glasanja potrebno je, prije svega, dotaći se i okolnosti u vezi sa našim glasanjem na II vanrednoj skupštini akcionara održanoj dana 11.03.2019. godine na kojoj se, između ostalog, donosila i odluka o davanju saglasnosti na odluku Nadzornog odbora u vezi sa izmjenama Investicione odluke o izgradnji Hidroelektrane Dabar. Naime, predmetnom odlukom procjenjena vrijednost investicije povećana je sa početnih 352.000.000 KM na 661.000.000 KM. Dakle, početna vrijednost investicije je skoro udvostručena bez posebno navedenih razloga za uvećanje planiranih investicionih ulaganja, bez sačinjavanja inovirane studije ekonomske opravdanosti te u krajnjem i bez utvrđivanja konkretne odgovornosti za pogrešne procjene u vezi sa vrijednostima neophodnog investicionog ulaganja. Ovdje je potrebno istaći i činjenicu da su studije ekonomske opravdanosti izgradnje HE Dabar sačinjene upravo na bazi prvobitno utvrđene vrijednosti investicionog ulaganja od 352 mil. KM te da su u ovom trenutku a kako je došlo do povećanja ukupnih investicionih ulaganja u skoro dva puta većem iznosu potpuno bezvrijedne te kao takva ne pružaju jasnu i zdravu sliku ekonomske uspješnosti i opravdanosti jedne takve investicije.

Iz zahtjeva za obezbjeđenje preostalih sredstava neophodnih za realizaciju projekta “Finansiranje i izgradnja objekata HE Dabar” sačinjenog od strane “Hidroelektrane Dabar” doo Trebinje uočava se izvjesna neozbiljnost, “lutanje i tumananje”, prije svega u načinima finansiranja jedne ovako značajne investicije koja prevazilazi nivoe samog društva. Sva površnost u vezi sa načinom ulaska u takvu investiciju ogleda se najjasnije u samo jednoj prostoj činjenici da je projekat započet 2011. godine i da je trebao biti okončan do 2016. godine. Dakle, nakon punih deset godina, ne da projekat nije završen, već se došlo tek do faze ugovaranja izgradnje, nabavke opreme i načina finansiranja.

Sve ove okolnosti imaju izrazito negativan uticaj i na samu krajnju profitabilnost i ekonomsku opravdanost projekta jer je i studija ekonomske opravdanosti sačinjena pri okolnostima da će isti biti okončan u roku od pet godina i da će se nakon tog roka započeti sa proizvodnjom i “oplođavanjem” uloženog novca. Ovo naročito iz razloga već značajno uloženih sredstava od strane “HE na Trebišnjici” u proteklom periodu u ukupnom dosadašnjem iznosu ulaganja u visini od 137.408.430,78 KM. Sav taj uloženi novac od strane “HE na Trebišnjici” u proteklom periodu sve dok projekat ne zaživi odnosno dok “HE Dabar” ne počne sa proizvodnjom predstavlja “mrtvi kapital” koji je za to vrijeme mogao biti iskorišten u neke druge svrhe.

U vezi sa do sada uloženim sredstvima od strane “HE na Trebišnjici” u visini od 137.408.430 KM i informacija iznijetih u zahtjevu sačinjenom od strane “HE Dabar” doo Trebinje potpuno je nejasno i kolika je zaista krajnja planirana ukupna vrijednost investicionih ulaganja. Naime u “zahjevu za obezbjeđenje...” sačinjenom od strane HE Dabar doo Trebinje u tabeli koja se nalazi na poslednjoj strani tog zahtjeva prezentovana je ukupna vrijednost sredstava koje je potrebno, pored sredstava koje obezbjeđuje “Eksporno-Importna banka Kine”, da obezbjedi “HE Dabar” i u kojoj je navedena ukupna vrijednost tih ulaganja u visini od 107.791.355,00 EUR ( 210.821.565 KM). Nejasno je, i nigdje se ne navodi i posebno ne obrazlaže, da li u ova sredstva ulaze i do sada uložena sredstva od

## Polara Invest a.d. Banja Luka

Društvo za upravljanje investicionim fondovima  
Petra Preradovića 21, 78000 Banja Luka  
tel: +387 51 226 770, fax: +387 51 226 774  
info@polara-bl.com  
[www.polara-bl.com](http://www.polara-bl.com)



strane “HE na Trebišnjici” u visini od 137.408.430,78 KM. Nakon detaljnije analize jasno je da predmetna, do sada uložena sredstva od strane “HE na Trebišnjici” ne ulaze u ukupan iznos ovih sredstava tj. da se u cjelokupnom iznosu odnose na sredstava koja je neophodno dodatno uložiti. Na ovaj način dolazimo do sljedećih činjenica u pogledu ukupne investicione vrijednosti projekta i to:

137.408.430,78 KM – do sada uložena sredstava od strane “HE na Trebišnjici”

370.434.202,00 KM – sredstva koja putem kredita obezbjeđuje “Eksim bank of China”

210.821.565,00 KM – dodatna sredstva koja obezbjeđuje “HE Dabar” odnosno “HE na Trebišnjici”,

Takođe, u vezi sa uslovima kredita odnosno vremenskim periodom za vraćanje istog može se takođe reći nekoliko riječi. Naime, iz “zahtjeva za obezbjeđenje.....” sačinjenog od strane “HE Dabar” navodi se da će se otplata kredita vršiti nakon otpočinjanja djelatnosti iz sredstava “HE Dabar”. Moramo priznati da su veoma optimistični ovakvi scenariji, naročito ukoliko se uzme u obzir da vremenski rok za povrat kredita iznosi 11 godina nakon otpočinjanja vršenja djelatnosti odnosno nakon isteka vremenskog perioda od 4 godina koliko iznosi grejs period. Mišljenja smo da je bez inovirane studije ekonomske opravdanosti neozbiljno iznositi ovakve stavove o mogućnostima povrata kreditnih sredstava koji samo po osnovu glavnice kredita iznose cca 35 mil. KM, proporcionalno, na godišnjem nivou.

U odluci o povećanju osnovnog kapitala navodi se kupovna/ prodajna cijena akcije u visini od 0,46 KM po jednoj akciji a za akcionare koji imaju odnosno koji budu željeli da ostvare pravo preče kupovine po osnovu dotadašnjeg učešća u vlasništvu. U odluci se ni na jednom mjestu ne navodi na osnovu kojih kriterijuma se došlo do ovako utvrđene cijene. Naime, Zakon o privrednim društvima i relevantni podzakonski propisi omogućavaju, izuzetno, i emisiju hartija od vrijednosti po prodajnoj /kupovnoj cijeni koja je niža od nominalne vrijednosti akcije. Sa druge strane relevantni zakonski i podzakonski akti koji definišu predmetnu materiju a prije svega Pravilnik o emisiji hartija od vrijednosti definišu način utvrđivanja tržišne vrijednosti akcija, načine prodaje akcija posredstvom berze kao i mogućnosti i uslove prodaje akcija ispod tržišne vrijednosti a ukoliko se emisija vrši uz pravo preče kupovine. Tako predmetni Pravilnik propisuje mogućnosti prodaje akcija ispod tržišne vrijednosti a za izvršenje prava preče kupovine i tu vrijednost definiše na nivou ne nižem od 90% od tržišne vrijednosti. Međutim, ovdje je sporno to što nisu ispunjeni uslovi za određivanje tržišne cijene odnosno u vremenskom periodu od šest mjeseci prije dana donošenja odluke ne postoje uslovi tržišnosti koje je neophodno ispuniti da bi se uopšte odredila tržišna cijena pa time i cijena za izvršenje prava preče kupovine. Predmetni Pravilnik naročito ističe okolnosti u slučaju da je prodajna cijena niža od nominalne ili knjigovodstvene vrijednosti. U našem slučaju imamo činjenicu da su ove vrijednosti višestruko veće u odnosu na prodajnu cijenu navedenu u Odluci o povećanju osnovnog kapitala te je uzevši u obzir stanje na domaćem tržištu kapitala sve ovo neophodno uzeti u obzir da bi se došlo do realne prodajne vrijednosti akcija prilikom dokapitalizacije.

## **Polara Invest a.d. Banja Luka**

Društvo za upravljanje investicionim fondovima  
Petra Preradovića 21, 78000 Banja Luka  
tel: +387 51 226 770, fax: +387 51 226 774  
info@polara-bl.com  
[www.polara-bl.com](http://www.polara-bl.com)



Ništa od navedenog u prethodnom stavu nije navedeno u odluci u dokapitalizaciji te samim tim smatramo da se radi o jednom neozbiljnom i proizvoljnom pristupu, naročito ukoliko se uzme u obzir veličina same emisije i njen potencijalni uticaj na buduću strukturu vlasništva društva.

Sve ovo naročito je sporno iz razloga što je u odluci navedeno da se dokapitalizacija vrši kroz emisiju 435 mil. akcija koji broj akcija prevazilazi postojeći broj akcija društva za preko 10% tako da u slučaju eventualnog nekorišćenja prava preče kupovine od strane postojećih akcionara otvara se mogućnost trećim licima da kupovinom ponuđenih akcija ostvare većinsko učešće nad vlasništvom u osnovnom kapitalu društva, a po nerealno niskim vrijednostima.

Zakon o tržištu hartija od vrijednosti definiše da odluka o emisiji hartija od vrijednosti sadrži, između ostalog, prodajnu cijenu ili način njenog određivanja. Mišljenja smo da se u odluci o povećanju osnovnog kapitala, u svakom slučaju, trebalo opredijeliti za varijantu načina određivanja prodajne cijene u trenutku kada se objavi javna ponuda odnosno kada započne postupak upisa.

Nama kao malim akcionarima naročito je sporna predmetna dokapitalizacija u dijelu ciljeva investiranja i načina korišćenja sredstava prikupljenih putem dokapitalizacije. Naime, "HE Dabar" jeste u vlasništvu "HE na Trebišnjici" ali sa druge strane činjenica je i da "HE Dabar" predstavlja zasebno i samostalno pravno lice na čije poslovanje mi nemamo nikakvog uticaja odnosno na bilo koji način nismo zastupljeni u organima ovog društva te za nas opcija finansiranja ovog projekta na ovakav način, putem dokapitalizacije "HE na Trebišnjici" i po ovako definisanim uslovima, gdje prije svega mislimo na prodajnu cijenu, ugrožava naše manjinske interese. Naime, u slučaju da kao manjinski akcionari ne izvršimo upis akcija po osnovu prava preče kupovine doći će do smanjenja našeg procentualnog učešća u osnovnom kapitalu kod "HE na Trebišnjici" te posljedičnog smanjenja naših glasačkih prava, dok sa druge strane u slučaju upisa akcija po osnovu korištenja prava preče kupovine ulažemo novac u nešto što će naknadno biti uloženo u drugo pravno lice "HE Dabar" u kome nemamo direktnog učešća u vlasništvu niti bilo kakvu mogućnost donošenja ili uticaja na donošenje odluka u tom zasebnom pravnom licu.

**Polara Invest a.d. Banja Luka**

Društvo za upravljanje investicionim fondovima

Petra Preradovića 21, 78000 Banja Luka

tel: +387 51 226 770, fax: +387 51 226 774

info@polara-bl.com

[www.polara-bl.com](http://www.polara-bl.com)



5. Razmatranje i usvajanje Odluke o II (drugoj) emisiji redovnih (običnih) akcija Društva javnom ponudom;

**Način glasanja: PROTIV**

**Obrazloženje:** Kao pod tačkom r.br.4

Izvršni direktori Polara Invest a.d. Banja Luka

---

Pero Jandrić, Vladan Jović