Analizy OSW

OŚRODEK STUDIÓW WSCHODNICH 2.02.2017 www.osw.waw.pl

Chorwacja: przymiarki rządu do odkupienia udziałów MOL w spółce energetycznej INA

Andrzej Sadecki, Mateusz Seroka

W ostatnich tygodniach w Chorwacji rozwija się debata na temat planu wykupu przez państwo pakietu akcji chorwackiej spółki INA (Industrija nafte), znajdujących się w rękach węgierskiego koncernu MOL. 19 stycznia chorwacki rząd powołał specjalną radę odpowiedzialną za przygotowanie tej transakcji, na czele z premierem Andrejem Plenkoviciem. Obecnie MOL ma 49,08% udziałów i prawa menadżerskie, 44,84% akcji należy do chorwackiego państwa, a reszta jest w rękach inwestorów prywatnych i instytucjonalnych. Państwo jest zainteresowane przejęciem całości aktywów MOL w INA.

INA ma dominującą pozycję w chorwackim sektorze wydobycia i przetwórstwa ropy naftowej oraz wydobycia gazu ziemnego. Szacunkowa wielkość złóż (udokumentowanych i prawdopodobnych) należących do INA w 2015 roku wynosiła 92 milionów baryłek ropy i blisko 17 mld m3 gazu. Krajowe wydobycie gazu ziemnego (koncesję ma tylko INA) zaspokajało w 2014 roku 53% konsumpcji gazu w Chorwacji. Własnością INA są jedyne dwie chorwackie rafinerie (Sisak i Rijeka) oraz sieć ok. 440 stacji benzynowych w Chorwacji, Bośni i Hercegowinie, Czarnogórze, Serbii i Słowenii.

Rząd Chorwacji planuje pozyskać część środków na wykup udziałów MOL (ok. 2,1 mld euro) dzięki sprzedaży 25% akcji państwowego (100% akcji) koncernu energetycznego Hrvatska elektroprivreda (HEP). W jego skład wchodzą spółki zajmujące się produkcją, sprzedażą i dystrybucją energii elektrycznej i cieplnej, a także dystrybucją i sprzedażą gazu ziemnego. HEP posiada również 50% akcji spółki LNG Hrvatska, odpowiedzialnej za budowę terminalu LNG na wyspie Krk. Zapowiedź sprzedaży części akcji HEP celem wykupu akcji INA budzi zdecydowany sprzeciw lewicowej opozycji.

MOL, który jest obecny w akcjonariacie INA od 2003 roku, przejął kontrolę nad chorwacką spółką w 2009 roku w wyniku podpisania umowy z centroprawicowym rządem Ivo Sanadera. Przekazanie kontroli menadżerskiej w INA węgierskiemu koncernowi wywołało w Chorwacji ostre kontrowersje ze względu na podejrzenie korupcji. W 2012 roku Sanader został skazany na 10 lat więzienia m.in. za przyjęcie łapówki od szefa MOL Zsolta Hernádiego w zamian za przekazanie węgierskiej spółce praw menadżerskich w INA. Rok później chorwacki sąd wydał nakaz zatrzymania szefa MOL, na który węgierska prokuratura zareagowała odmową. W 2015 roku chorwacki Sąd Najwyższy unieważnił jednak wyrok ciążący na Sanaderze i nakazał powtórzenie procesu. Sporom prawnym towarzyszą wzajemne oskarżenia: Zagrzeb zarzuca MOL, że zaniedbuje zobowiązania inwestycyjne względem INA. Z kolei MOL argumentuje, że uchronił chorwacką spółkę od bankructwa w

okresie kryzysu i wytykał Chorwatom niewywiązywanie się z zobowiązań.

Obie strony konfliktu – rząd Chorwacji i władze MOL – zwróciły się o rozstrzygnięcie sporu do międzynarodowych trybunałów arbitrażowych. W grudniu 2016 roku Chorwacja przegrała sprawę przed Komisją NZ ds. Międzynarodowego Prawa Handlowego (UNCITRAL), która nie znalazła przesłanek do stwierdzenia niezgodności umów dających spółce MOL prawa menadżerskie w INA. W najbliższych miesiącach należy się spodziewać kolejnej decyzji arbitrażowej, tym razem w sprawie wytoczonej przez MOL przed Międzynarodowym Centrum Rozstrzygania Sporów Inwestycyjnych (ICSID).

Komentarz

- **Spór Chorwacji z władzami MOL w istotny sposób przekłada się na stan stosunków chorwacko-węgierskich.** Tradycyjnie dobrą współpracę dwustronną, której przejawem było m.in. węgierskie wsparcie dla Zagrzebia w negocjacjach akcesyjnych do UE, obciążył szereg napięć. Od 2012 roku nie doszło do bilateralnej wizyty na szczeblu szefów rządów. W 2015 roku między Budapesztem a Zagrzebiem wybuchł spór na tle kryzysu migracyjnego, po tym jak Węgry zamykając granicę jesienią 2015 roku spowodowały przekierowanie głównej fali migracyjnej na Chorwację. Przedmiotem sporu jest też uruchomienie rewersu na łączniku gazowym (obecnie przesyłanie gazu jest możliwe jedynie z Węgier do Chorwacji). Na rewersie zależy Budapesztowi, który jest zainteresowany dostawami gazu wydobywanego w Chorwacji. Przeciwne interesy ma Zagrzeb, który opóźnia inwestycje w infrastrukturę po swojej stronie. **Choć pewne ocieplenie w stosunkach dwustronnych nastąpiło po powrocie do władzy centroprawicy w Chorwacji w 2016 roku, bez rozwiązania sprawy MOL–INA nie należy się spodziewać zasadniczej poprawy stosunków węgiersko-chorwackich.**
- Rząd Węgier, który z pakietem 25% akcji jest największym udziałowcem w MOL, od kilku lat deklaruje, że nie widzi przeciwskazań dla sprzedaży przez MOL udziałów w chorwackiej spółce. W 2014 roku pojawiły się nawet spekulacje o rozmowach MOL z Gazpromem na temat zakupu udziałów w INA. **Niewykluczone, że w najbliższych miesiącach gotowość do transakcji ze strony rządu Węgier wzrośnie, biorąc pod uwagę, że wpływy ze sprzedaży chorwackiej spółki najprawdopodobniej oznaczałyby dodatkowe wpływy do budżetu państwa.** Zwiększałoby to pole manewru gabinetu Viktora Orbána w perspektywie wyborów parlamentarnych wiosną 2018 roku.
- **Strategia rozwoju MOL sugeruje, że wyjście z rynku chorwackiego jest brane pod uwagę przez władze spółki.** Koncern zamierza obecnie skoncentrować się przede wszystkim na rozwoju segmentu petrochemicznego na Węgrzech i Słowacji (inwestycje rzędu 1,9 mld USD w latach 2017–2021). Po deklaracji premiera Chorwacji w sprawie perspektyw wykupu akcji MOL przez rząd, akcje węgierskiego koncernu na budapeszteńskiej giełdzie zanotowały niemal 3-procentowy wzrost, co wskazuje, że inwestorzy uważają taki scenariusz za korzystny dla wyceny spółki.
- **Sprzedaż INA oznaczałaby istotne osłabienie potencjału Grupy MOL w segmencie wydobywczym, w nieco mniejszym stopniu w segmencie rafineryjnym i detalicznym.** Z chorwackich złóż w 2015 roku pochodziło 44% wydobycia gazu oraz 27% wydobycia ropy

naftowej koncernu MOL (aczkolwiek zaledwie 6% ropy przetwarzanej w rafineriach pochodzi z własnego wydobycia, a zdecydowana większość jest importowana, głównie z Rosji). W ostatnich latach MOL znacznie rozwinął jednak wydobycie ropy i gazu w innych obszarach (głównie na Morzu Północnym), w rezultacie znaczenie INA w portfolio węgierskiego koncernu w ostatnich latach sukcesywnie spada. Z koli planowana jako największa inwestycja zagraniczna w historii INA – wydobycie ze złóż w Syrii – została wstrzymana ze względu na wojnę domową w tym kraju.

- **INA jest też istotna dla MOL ze względu na segment detaliczny – blisko jedna czwarta z ok. 1900 stacji benzynowych Grupy MOL należy do INA.** Udział ten spadał jednak w ostatnich latach, w wyniku ekspansji węgierskiego koncernu na rynku czeskim, słowackim i rumuńskim. Atutem dla MOL jest także posiadanie przez chorwacką spółkę 12% udziałów w rurociągu JANAF, który stanowi dla MOL alternatywę dla dostaw rosyjskiej ropy do rafinerii na Węgrzech i Słowacji.
- Zapowiedź premiera Plenkovicia jest kolejną próbą odzyskania kontroli nad spółką, którą władze chorwackie postrzegają jako kluczową w kontekście bezpieczeństwa energetycznego i ze względu na wysoki, ale sukcesywnie redukowany, poziom zatrudnienia (11,2 tys. osób). **Odzyskanie pełnej kontroli nad INA, przynajmniej w krótkiej perspektywie, uchroniłby przed zamknięciem rafinerię w Sisaku (ok. 600 pracowników), do czego przymierza się MOL.** Węgierski koncern przekonuje, że zakłady te są nierentowne i wskazuje na konieczność skoncentrowania inwestycji w rafinerii w Rijece. W latach 2003–2012 inwestycje MOL w INA wynosiły rocznie średnio 365 mln euro – niemal trzy razy więcej niż w dekadzie poprzedzającej wejście MOL do chorwackiej spółki. Zakłady INA wciąż jednak wymagają znacznych nakładów na modernizację, dlatego też należy zakładać, że państwo będzie szukać nowego inwestora strategicznego w spółce.
- Duże wątpliwości budzą zdolności finansowe rządu do wykupienia akcji MOL, wycenianych na 2,1 mld euro. Chorwackie władze, bazując na wycenie przygotowanej przez bank J.P. Morgan w 2015 roku, szacują, że ze sprzedaży 25% udziałów w HEP uzyskają 1 mld euro. Mniej optymistyczna wycena przygotowana przez analityków Bloomberg zakłada jednak cenę 0,6 mld euro. Oznacza to, że **jeśli rząd zdecyduje się odkupić całość akcji MOL w INA, będzie musiał szukać dodatkowych środków poprzez prywatyzację kolejnych firm.** Zagrzeb może też poprzestać na odkupieniu od MOL jedynie części węgierskich aktywów w INA, tak aby państwowe udziały w chorwackim koncernie energetycznym przekroczyły 50%. Rządowe kalkulacje są dodatkowo utrudnione ze względu na roszczenia części środowisk kombatantów z czasów wojny z lat 1991–1995, które na mocy ustawowych regulacji domagają się, aby 7% wystawionych na sprzedaż akcji HEP zasiliło Fundusz Chorwackich Weteranów.
- Przedstawiony przez premiera Plenkovicia **plan odkupu akcji MOL w INA ma charakter wstępny, niemniej budzi już duże kontrowersje na chorwackiej scenie politycznej,** zarówno w centroprawicowej koalicji, jak i w lewicowej opozycji. O ile sam pomysł odkupienia od MOL udziałów w INA jest szeroko akceptowany, spory toczą się wokół tego, w jaki sposób sfinansować taką transakcję. Część działaczy współrządzącej HDZ (partii premiera Plenkovicia) proponuje, aby zamiast HEP sprywatyzować inne, mniejsze spółki i sprzedać nieużywane mienie państwowe (np. nieruchomości). Koalicjant HDZ –

partia Most – proponuje powołanie państwowej spółki specjalnego przeznaczenia, której państwo przekazałoby akcje INA oraz akcje innych spółek państwowych. Następnie podmiot ten miałby emitować dziesięcioletnie obligacje, które posłużyłyby zdobyciu środków na odkup pozostających w ręku MOL akcji INA. Opozycyjna socjaldemokracja, z zasady przeciwna prywatyzacji proponuje, aby 35% akcji INA nabyła spółka HEP, 10% kupiło państwo, a 4% fundusze emerytalne. Socjaldemokraci przekonują, że rząd Plenkovicia mówiąc o odzyskiwaniu kontroli nad INA, chce jedynie odwrócić uwagę od przegranego arbitrażu z MOL oraz tego, że państwo przymierza się do sprzedaży udziałów w nie mniej strategicznej spółce – HEP.