

# Rizici primanja instrumenata osiguranja plaćanja na primjeru koncerna Agrokor

---

Galić, Marina

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:131340>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-13**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**MARINA GALIĆ**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD  
RIZICI PREUZIMANJA INSTRUMENTATA OSIGURANJA  
PLAĆANJA NA PRIMJERU KONCERNA AGROKOR**

**Zagreb, kolovoz 2017.**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ  
MENADŽMENT BANKARSTVA, OSIGURANJA I FINANCIJA**

**RIZICI PREUZIMANJA INSTRUMENATA OSIGURANJA  
PLAĆANJA NA PRIMJERU KONCERNA AGROKOR**

**RISKS OF TAKING OVER THE PAYMENT SECURITY  
INSTRUMENTS IN THE EXAMPLE OF AGROKOR  
CONCERN**

**KANDIDAT: Marina Galić, bacc. oec.**

**KOLEGIJ: Upravljanje poslovnim rizicima**

**MENTOR: dr. sc. Zvonko Merkaš**

**Zagreb, kolovoz 2017.**

## SAŽETAK

U ovome radu analiziraju se rizici preuzimanja instrumenata osiguranja plaćanja na aktualnom primjeru koncerna Agrokor. Rad je prvi cjeloviti prikaz tijeka krize u koncernu Agrokor u kontekstu preuzimanja instrumenata osiguranja plaćanja, mjenica i zadužnica. Upravo su postupci dobavljača i vjerovnika vezani uz ove instrumente, prvo aktivacija zadužnica, a onda pregovori o prisilnoj naplati mjenica najvećim dijelom pridonijeli najznačajnijim pomacima u rješavanju financijske krize u Agrokoru – Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku te Promemorije o mjenicama. U zaključku rada ističe se kako je implementacija naprednog sustava evidencije instrumenata osiguranja plaćanja, koji bi uključivao i sustav ranog upozorenja, i na strani koncerna Agrokor i na strani dobavljača mogla značajno smanjiti rizike poslovanja obje strane.

**Ključne riječi:** instrumenti osiguranja plaćanja, Agrokor, mjenice

## ABSTRACT

This thesis analyzes the risks of taking over payment security instruments in the current example of Agrokor. The paper presents the first full account of the crisis in the Agrokor Group, in the context of taking over payment security instruments, bills of exchange and debentures. It was precisely the steps taken by suppliers and creditors related to these instruments, first the activation of debentures and then the negotiations on forced bill collection, which mostly contributed to the most significant moves in addressing the financial crisis in Agrokor - the Law on Extraordinary Administration Procedure in Companies of Systematic Importance for the Republic of Croatia and the Promemory About bills of exchange. The thesis ends with the conclusion that the implementation of an advanced record system which includes the early warning system, on the side of Agrokor and on the suppliers' side, could have significantly reduced the business risks of both parties.

**Key words:** payment security instruments, Agrokor, promissory notes

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet i problem rada .....	1
1.2. Svrha, cilj rada i ciljevi istraživanja .....	2
1.3. Istraživačka pitanja .....	2
1.4. Metodologija istraživanja .....	3
1.5. Struktura rada .....	3
1.6. Stručni doprinos .....	4
2. POJAM RIZIKA I VRSTE POSLOVNIH RIZIKA .....	5
2.1. Pojam rizika .....	5
2.2. Vrste poslovnih rizika .....	7
2.3. Upravljanje poslovnim rizicima u poduzećima .....	11
3. PROBLEM NAPLATE POTRAŽIVANJA I INSTRUMENTI OSIGURANJA PLAĆANJA .....	16
3.1. Pojam i vrste potraživanja .....	16
3.2. Problem naplate potraživanja u poduzećima .....	17
3.3. Platni promet i instrumenti osiguranja plaćanja u Hrvatskoj .....	19
3.3.1. Platni promet u Republici Hrvatskoj .....	19
3.3.2. Instrumenti osiguranja plaćanja .....	20
3.3.2.1. Mjenica i zadužnica .....	20
3.3. Financijski pokazatelji rizika neplaćanja .....	23
4. ANALIZA SLUČAJA AGROKOR .....	30
4.1. Struktura koncerna Agrokor .....	31
4.2. Uzroci financijske krize u koncernu Agrokor .....	33
4.2.1. Smanjenje kreditnog rejtinga .....	34
4.2.2. Odustajanje od novoga sindiciranog kredita .....	35

4.2.3 Pad cijena obveznica i PIK zajma na tržištima.....	36
4.2.4 Aktivacija zadužnica.....	39
4.2.5 Izdana jamstva .....	41
4.3. Reakcija nositelja ekonomske politike – „lex Agrokor“ .....	42
4.4. Promemorija o mjenicama .....	45
4.5. Prijava tražbina – vjerovnici i imatelji mjenica .....	46
4.6. Novi kredit i dogovor s dobavljačima – stabilizacija situacije .....	46
4.7. Sažeta analiza zadnjega objavljenog financijskog izvješća Agrokor.....	48
5. SUSTAV EVIDENCIJE INSTRUMENTATA OSIGURANJA PLAĆANJA .....	50
5.1. Sustav evidencije instrumenata osiguranja plaćanja.....	50
5.2. Hrvatski registar zadužnica.....	54
6. ZAKLJUČAK .....	57
LITERATURA.....	59
POPIS SLIKA .....	62
POPIS TABLICA.....	63

## **1. UVOD**

Vrlo je mali broj poduzeća koja raspoložu sredstvima dovoljnima za poslovanje bez odgoda u plaćanju. Većina poduzeća mora se osloniti na odgodu plaćanja. Iako sustav odgođenog plaćanja poduzetnicima nudi niz pogodnosti, on uključuje i rizik.

Svaka prodaja uz odgodu plaćanja je kreditiranje kupaca, u pravilu kratkoročno, te povećava rizik naplate potraživanja, odnosno rizik likvidnosti poslovanja. Rizik naplate je tim veći što je rok plaćanja dulji, jer u duljem vremenskom razdoblju postoji veća vjerojatnost da se poslovnom partneru dogode okolnosti koje će utjecati na njegovu (ne)mogućnost podmirivanja svojih obveza. Stoga poduzeća trebaju kontinuirano procjenjivati rizik naplate potraživanja svojih postojećih i novih kupaca.

Odgode plaćanja češće su u gospodarstvima koja su obilježena razdobljima naglašene nelikvidnosti. Također, rizici naplate potraživanja i odgode plaćanja izraženiji su u zemljama čiji zakonodavni i institucionalni sustav nije dovoljno efikasan i razvijen. Obje ove karakteristike mogu se povezati s uvjetima poslovanja u Hrvatskoj čije je gospodarstvo prošlo kroz nekoliko ciklusa značajne nelikvidnosti, a zaštita vjerovnika i brzina rješenja postupaka naplate još su uvijek na vrlo niskim razinama. Upravo je iz ovih razloga zanimljivo analizirati rizike naplate potraživanja kroz prizmu hrvatskih poduzeća.

Iako je ova tema mogla biti usmjerena i na analizu drugih poduzeća iz svih kategorija prema veličini, malih, srednjih i velikih, u ovom se radu analiziraju rizici izdavanja instrumenata naplate na primjeru koncerna Agrokor, najvećega hrvatskog poduzeća, čija proizvodno-prodajna mreža uključuje vrlo velik broj poduzeća, banaka i različitih financijskih instrumenata.

### **1.1. Predmet i problem rada**

Predmet ovoga diplomskog rada je analiza rizika naplate potraživanja na primjeru koncerna Agrokor te donošenje zaključaka i preporuka koje bi trebale pridonijeti efikasnijem upravljanju poslovnim rizicima u dijelu osiguranja plaćanja. U radu će se prikazati na koji način se može kreirati i implementirati sustav evidencije izdanih i danih instrumenata plaćanja u poduzeće te vrste i prednosti takvog sustava.

Problem rada je analizirati stanje u poduzeću i njegovu okruženju te utvrditi na koji način implementirati sustav evidencije osiguranja plaćanja. Na temelju ovoga rada potrebno je utvrditi važnost uvođenja sustava kako bi se pravovremeno poduzele korektivne mjere i spriječile negativne posljedice.

## **1.2. Svrha, cilj rada i ciljevi istraživanja**

Svrha ovoga specijalističkog diplomskog rada je uputiti na važnost sustava menadžmenta kolaterala u poslovnim subjektima s ciljem kontroliranja i prevencija rizika s kojima se oni susreću u svakodnevnom poslovanju, na primjeru koncerna Agrokor.

Cilj rada je naglasiti važnost sustava evidencije osiguranja plaćanja kako bi se u današnjim promjenjivim uvjetima na tržištu pravovremeno reagiralo na rizike s ciljem osiguranja konkurentnosti i održivosti.

Ciljevi istraživanja ovoga rada su:

- analizirati karakteristike i značaj sustava evidencije sustava ranog upozoravanja
- analizirati okruženje koje utječe na samo poduzeće
- analizirati stanje u koncernu Agrokor
- ponuditi prijedlog implementacije sustava evidencije osiguranja plaćanja u poduzeće.

Kako bi se ovaj cilj postigao, u ovome radu postavljeno je nekoliko istraživačkih ciljeva:

1. definiranje teorijskog okvira
2. prikaz osnovnih definicija iz upravljanja poslovnim rizicima
3. prezentiranje sustava evidencije osiguranja plaćanja u poslovanju
4. analiza pokazatelja sustava
5. analiza poslovnih rizika s kojima se suočio koncern Agrokor.

## **1.3. Istraživačka pitanja**

IP 1. U kojoj mjeri sustav evidencije osiguranja plaćanja može umanjiti poslovne rizike i pridonijeti uspješnom upravljanju poslovnim rizicima?

IP 2. U kojoj mjeri je nedovoljna evidencija osiguranja plaćanja pridonijela krizi poslovanja u poslovnom sustavu Agrokor?



#### **1.4. Metodologija istraživanja**

Iz naslova ovoga specijalističkog diplomskog rada vidljivo je da će se metodologija istraživanja temeljiti na sekundarnom istraživanju. U skladu s tim navedeni ciljevi postići će se istraživanjem tzv. „desk metodom“ prikupljanja podataka i istraživanjem interneta, analizom znanstvenih radova iz područja upravljanja poslovnih rizicima, objava resornih ministarstava i institucija u Europskoj uniji. Prilikom istraživanja i odgovaranja na istraživačka pitanja primijenit će se sljedeće metode:

- metoda dokazivanja/opovrgavanja
- deduktivna metoda
- statistička metoda
- metode analize i sinteze
- deskriptivna metoda.

#### **1.5. Struktura rada**

Ovaj specijalistički diplomski rad strukturiran je unutar šest glavnih poglavlja. Osim kratkog predgovora i sažetka, kao uvoda u temu rada, unutar *prvog poglavlja* iznijet će se temelj ovoga specijalističkog rada. Tako će se u tom poglavlju definirati osnovni ciljevi rada, istraživačka pitanja i metode potrebne za njihove odgovore.

U *drugom poglavlju* kratko će se opisati teorija upravljanja poslovnim rizicima i to iznošenjem osnovnih definicija o rizicima, klasifikaciji rizika te načinima analize.

U *trećem poglavlju* definirat će se problem naplate potraživanja te prikazati dostupni instrumenti osiguranja. S obzirom na specifičnost teme, u ovom dijelu rada posebna pažnja posvetiti će se instrumentu mjenice.

U *četvrtom poglavlju* objasnit će se tijek krize u poduzeću Agrokor, s istaknutim okidačima krize te analizom reakcija zakonodavca, uprave i vjerovnika. Na temelju analize financijskih izvještaja definirat će se temeljni pokazatelji koji su mogli upozoriti na potencijalnu krizu.

*Peto poglavlje* posvećeno je sažetoj analizi sustava evidencije izdanih i primljenih instrumenata osiguranja, s osvrtom na zaključke iz prethodnog poglavlja vezanog uz slučaj Agrokor.

*Posljednje poglavlje donosi zaključak. U zaključku rada donose se zaključna razmatranja na temelju sustavnog pregleda i sažimanja glavne misli, ideja i poruka te će se odgovoriti na postavljena istraživačka pitanja.*

### **1.6. Stručni doprinos**

Upravljanje poslovnim rizicima aktivnost je koja iziskuje posjedovanje mnogih znanja. Osim poznavanja financija iziskuje i poznavanje grane, odnosno djelatnosti u kojoj se aktivno upravlja poslovnim rizicima. Osoba koja se bavi upravljanjem poslovnih rizika mora imati širok spektar znanja kako bi bila sposobna aktivno provoditi postavljene mjere u upravljanju rizicima.

S obzirom na to da je u fokusu ovoga rada upravo analiza rizika izdavanja vrijednosnica za osiguranje plaćanja, istraživanje postojećeg stanja i perspektiva razvoja ulaganja u budućnosti, značajan je stručni doprinos ovoga rada ekonomskoj struci i upravljanju poslovnim rizicima. Također, s obzirom na aktualnost teme, ovaj rad predstavlja prvu sustavnu analizu slučaja koncerna Agrokor kroz prizmu sustava upravljanja rizicima.

## 2. POJAM RIZIKA I VRSTE POSLOVNIH RIZIKA

U ovom poglavlju definirat će se pojam rizika koji je potrebno razlikovati od pojma neizvjesnosti, te će se definirati osnovne vrste poslovnih rizika s kojima se suočavaju poduzeća u svakodnevnom poslovanju.

### 2.1. Pojam rizika

Rizik je vjerojatnost nastanka nekoga nepovoljnog ili štetnog događaja koju je moguće odrediti i izmjeriti. Neizvjesnost je, s druge strane, okolnost u kojoj ne postoji dovoljno točna spoznaja o vjerojatnosti nastanka štetnog događaja, nego samo svijest o mogućnosti njegove realizacije.<sup>1</sup> Smatra se da je neizvjesnost situacija u kojoj potpuno ili djelomično nedostaje informacija o mogućim stanjima objekta i okruženja.

Općenito govoreći, za razliku od neizvjesnosti, rizik je stupanj uvjerenosti nekoga gospodarskog subjekta u sigurnost realizacije svojeg cilja. Rizik je vjerojatnost neželjene štete, gubitka ili odstupanja od cilja, povezana s konkretnim poslovnim pothvatom (odlukom).<sup>2</sup>

Prema Drljača i Bešker (2010),<sup>3</sup> rizik se najčešće definira u užem i širem smislu. U poslovnoj ekonomiji rizik u užem smislu, prema tradicionalnom shvaćanju, je opasnost gubitka ili štete. U širem smislu rizik opisuje mogućnost drukčijeg ishoda od onoga koji se očekivao, boljeg ili lošijeg.

Babić (2001) ističe kako je rizik neizvjesnost u ishod očekivanih događaja u budućnosti, to je situacija u kojoj nije sigurno što će se dogoditi, a odražava vjerojatnost mogućih ishoda oko neke očekivane vrijednosti.<sup>4</sup> Pri tome očekivana vrijednost predstavlja prosječni rezultat nepredvidivih situacija koje se konstantno ponavljaju.

Nešto konkretnija definicija, vrlo primjenjiva za analizu poslovnih rizika, je ona na kojoj se temelji upravljanje rizicima u okviru standarda ISO 31000,<sup>5</sup> gdje se rizik definira kao djelovanje nesigurnosti na ciljeve organizacije. Ta nesigurnost može imati za posljedicu odstupanje (pozitivno i/ili negativno) od očekivanih rezultata.

---

<sup>1</sup> Sabolić, D. (2013): Rizik i nesigurnost, Bilješke s predavanja, Fakultet elektronike i računarstva, str. 206

<sup>2</sup> Baletić, Z. (1995): Ekonomski leksikon, Leksikografski zavod Miroslav Krleža/Masmedia, Zagreb, str. 793

<sup>3</sup> Drljača, M., Bešker, M. (2010): Održivi uspjeh i upravljanje rizicima poslovanja, Kvalitet, Vol. 7-8, str. 2

<sup>4</sup> Babić, M. (2001): Makroekonomija, 12. izdanje, Mate, Zagreb, str. 289.

<sup>5</sup> Lark, J. (2015): ISO 31000 Risk Management: A Practical Guide for SMEs, ISO office, Geneva, Switzerland, str. 13

Ciljevi organizacije mogu biti različiti. To mogu biti financijski ciljevi, ciljevi zaštite zdravlja i sigurnosti i zaštite okoliša, a mogu se primijeniti na cijelu organizaciju, različita područja njezina djelovanja, na različitim razinama te na posebne funkcije, projekte i djelatnosti. Rizik se često opisuje odnosom mogućih događaja (pojava ili promjena posebnoga skupa okolnosti) i posljedica (rezultatima događaja koji utječu na ciljeve), ili njihovom kombinacijom. Rizik se često izražava kao kombinacija posljedica nekoga događaja (uključujući promjene u okolnostima) i pridružene vjerojatnosti njegove pojave.

Kereta (2004)<sup>6</sup> ističe da koncept rizika ima tri nužna elementa: percepciju da li se neki štetan događaj zaista mogao dogoditi, vjerojatnost da će se on zaista dogoditi i posljedice štetnog događaja koji bi se mogao dogoditi. Rizik je, dakle, rezultat sinergije interakcija ovih triju elementa.

U najširem smislu rizici se mogu podijeliti u dvije osnovne kategorije: špekulativne i hazardne (Drljača i Bešker, 2010).<sup>7</sup>

*Za špekulativne rizike* karakteristična je mogućnost da rezultat bude ostvaren u dva smjera: može se ostvariti dobit, a s druge strane, pretrpjeti šteta, odnosno ostvariti gubitak. Tipičan primjer za ovu vrstu rizika je kockanje, kartanje, igranje ruletom, klađenje i sl. U svim ovim slučajevima postoji određena vjerojatnost za ostvarivanje dobiti, odnosno gubitka.

*Hazardni rizik* ne sadrži vjerojatnost dobitka već isključivo nastanka štete, odnosno gubitka. Tipični primjeri su: otuđenje stvari, požar u stanu, elementarna nepogoda koja uništava npr. usjeve i sl.

U svim poslovnim procesima zbog nesigurnosti i nepredvidivosti budućih događaja u okruženju, ali i u okviru izrade određenog projekta, tj. organizacije nekog događaja, pojavljuju se razne opasnosti nastajanja neželjenih i nepredviđenih situacija, koji se nikad ne mogu apsolutno isključiti, a koji u manjoj ili većoj mjeri mogu ugroziti poslovanje tvrtke ili realizaciju nekog događaja (materijalna ili moralna šteta itd.). Za razumijevanje poslovnih rizika važno je shvatiti da su oni posljedica i špekulativnih i hazardnih rizika, što ih čini vrlo kompleksnim.

---

<sup>6</sup> Kereta, J. (2004): Upravljanje rizicima, Računovodstvo, revizija i financije, Broj 8, str. 48-53

<sup>7</sup> Drljača, M., Bešker, M., op. cit., str. 2

Nastanak rizika proizašlog iz promjena koje donose nesigurnost poslovanja prikazan je na Slici 1.

**Slika 1.** Proces nastanka i upravljanja rizikom



Izvor: izrada autorice

Cilj ove sheme je još jedanput naglasiti činjenicu da je, za razliku od neizvjesnosti, rizik mjerljiv, a upravo mogućnost mjerenja rizika je temelj za upravljanje rizicima, koje će se detaljno obraditi u nastavku ovoga poglavlja. U nastavku će se definirati vrste poslovnih rizika.

## 2.2. Vrste poslovnih rizika

U literaturi postoje različiti pristupi klasifikaciji i podjeli poslovnih rizika.

S obzirom na vezanost rizika u poslovanju, oni se mogu podijeliti na:<sup>8</sup>

- prenosive i neprenosive rizike
- poslovne i neposlovne rizike.

*Prenosivi rizici* su oni koji se mogu prenositi na profesionalne osiguravajuće tvrtke uz četiri uvjeta:

1. mogućnost identificiranja rizika
2. vjerojatnost ponavljanja događaja s istovjetnim štetnim posljedicama
3. postojanje brojnih subjekata izloženih istom riziku
4. vremenska i prostorna rasprostranjenost mogućih događaja i subjekata koje pogađaju.

Dakle, poslovni pripadaju skupini rizika za koje je moguće utvrditi vjerojatnost nastupa i visinu mogućih šteta.

---

<sup>8</sup> Udovičić, A., Kadlec, Ž. (2013): Analiza rizika upravljanja poduzećem, Praktični menadžment, Vol. 4, br. 1, str. 51

*Neprenosivi rizici* predstavljaju određene rizike koji se ne mogu prenijeti na osiguravajuće tvrtke, već ih svako poduzeće, organizacija ili neki drugi subjekt mora snositi sam. Samim time nije moguće odrediti vjerojatnost nastupa niti visinu moguće štete.

S druge strane rizici poslovanja, zapravo, ovise o tome iz kojega kuta djeluju na poduzeće. Pri tome se misli na to djeluju li oni iz unutrašnjosti poduzeća ili iz njegove okoline. Poslovni rizik (engl. *business risk*) je rizik ostvarivanja bruto financijskog rezultata poduzeća. Očituje se u opasnosti da se raznim poslovnim aktivnostima ne ostvari očekivano i željeno te da, stoga, nastupi nešto nepredviđeno što negativno utječe na poslovanje.

Poslovanje poduzeća pod snažnim je utjecajem unutarnje i vanjske okoline te se takvi rizici dijele na unutarnje i vanjske poslovne rizike. Prema Sadgrove (2015),<sup>9</sup> Drljača i Bešker (2010):<sup>10</sup>

- unutarnji poslovni rizici dijele se na: strategijske, rizike upravljanja, operativne i financijske
- vanjski rizici mogu se podijeliti na: tržišne, političke i društvene te rizike elementarnih nepogoda.

Vrste rizika poslovanja, prema ovoj klasifikaciji, prikazani su na Slici 2.

---

<sup>9</sup> Sadgrove, K. (2015): *A Complete Guide to Business Risk Management*, Routledge, New York, str. 35-40

<sup>10</sup> Drljača, M., Bešker, M., op. cit., str. 6

Slika 2. Vrste rizika poslovanja



Izvor: Drljača, M., Bešker, M. (2010)

Prema ovakvoj klasifikaciji, u fokusu ovoga rada su unutarnji rizici, pri čemu se, zbog kompleksnosti teme, isprepleću različiti tipovi unutarnjih rizika. Od stratejskih rizika treba istaknuti rizik upravljanja financijama i troškovima, među rizicima upravljanja treba istaknuti kontrolne sustave, a među financijskim rizicima investicije i financiranje. Dakako, potrebno je istaknuti i kako je na poslovanje koncerna Agrokor djelovalo i vanjsko okruženje, ponajprije dugogodišnja recesija.

Kako bi se jasnije specificirao tip rizika pogodan za analizu u ovome radu, primijenit će se alternativna klasifikacija rizika, prema Lacković (2002),<sup>11</sup> na poslovne rizike i financijske rizike.

*Poslovni rizik* koji se pojavljuje u okviru gotovinskog tijeka. Poslovni rizik ovisi je o čitavom nizu činitelja kao što su potražnja, konkurencija, proizvodi i poslovna poluga

*Financijski rizik* vezan je uz način financiranja poduzeća osobito zaduživanjem što može biti

<sup>11</sup> Lacković, Z. (2002): Malo poduzeće u uvjetima tranzicije, Grafika, Osijek, str. 67

uzrok nelikvidnosti pa i bankrota. Financijski rizik obuhvaća nesigurnost u stvaranje dostatnih sredstava za plaćanje preuzetih obveza. Financijski rizik ovisi isključivo o formiranju strukture kapitala – što se upošljava više dugova, rizik je veći.

Detaljnija klasifikacija poslovnih i financijskih rizika prikazana je na Slici 3.

**Slika 3.** Poslovni i financijski rizici



Izvor: izrada autorice prema Udovičić, A., Kadlec, Ž. (2013)

Prema ovoj klasifikaciji, fokus ovoga rada najviše će biti na financijskom riziku pa je potrebno istaknuti još nekoliko obilježja ove vrste rizika.

Financijski rizici definirani su kao rizici koji izloženost nepovoljnom ishodu imaju u negativnoj promjeni strukture kapitala poduzeća. Nefinancijski rizici su rizici koji nemaju ili imaju samo slučajne financijske posljedice. S obzirom na to da će uglavnom svi rizici, direktno ili indirektno, za posljedicu imati financijski gubitak, u poslovnoj praksi ne može se naći čisti nefinancijski rizik, već samo posredno financijski rizik (Osmanagić-Bedenik, 2004).

Financijski rizik je rizik kod fiksnih troškova financiranja, rizik da se ostvarenim financijskim rezultatom neće pokriti kamate na dugove poduzeća, i/ili rizik koji proizlazi iz stupnja zaduženosti poduzeća, rizik da poduzeće neće biti u mogućnosti vratiti dug. Stupanj rizika povećava se usporedo sa stupnjem zaduženosti poduzeća. Dakle, financijski rizik može se

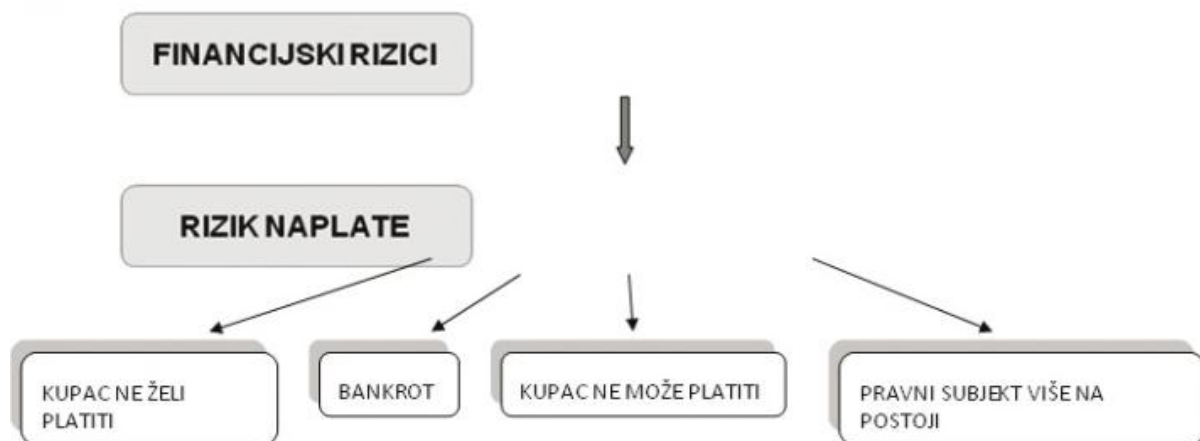


izraziti preko odnosa ukupnih obaveza i ukupne imovine, odnosno koeficijentom zaduženosti. Što je veći odnos duga i imovine, veći je financijski rizik, odnosno rizik da neće biti u mogućnosti vratiti dug, a što je odnos manji, financijski rizik je niži.

Upravo iz ove definicije vidljiva je jasna veza pojma i obilježja financijskih rizika i problema nastalih u koncernu Agrokor, gdje je prezaduženost dovela do nelikvidnosti te, posredno, otvorila problem rizika naplate potraživanja, od dobavljača.

Prema Šola (2011),<sup>12</sup> rizik naplate potraživanja također se može svrstati u financijske rizike, što je prikazano na Slici 4:

**Slika 4.** Rizik naplate kao vrsta financijskog rizika



Izvor: Šola, M. H. (2011)

### 2.3. Upravljanje poslovnim rizicima u poduzećima

Upravljanje rizicima znači unaprijed razmišljati o potencijalnim događajima koji mogu nastati, učincima i posljedicama s kojima se institucije mogu suočiti u budućnosti te pravovremeno poduzimati mjere kako bi se rizici minimalizirali, a time nepovoljni učinci izbjegli odnosno smanjili. Učinkovito upravljanje rizicima omogućuje donošenje kvalitetnijih odluka, bolje planiranje i optimiziranje raspoloživih sredstava, bavljenje prioritetima te izbjegavanje budućih problema koji se mogu pojaviti u poslovanju institucija javnog sektora. Pravovremeno uočiti ključne rizike i poduzeti odgovarajuće mjere znači izbjeći i sve one financijske učinke koji će se nužno javiti da bi sanirali probleme, odnosno posljedice

<sup>12</sup> Šola, M. H. (2011): Rizik naplate, Financije i porezi, Poslovni savjetnik, prosinac 2011., str. 78

aktiviranih rizika.

Upravljanje rizikom (engl. *risk management*) je proces mjerenja, procjene rizika i razvoja strategija za njegovu kontrolu. Razlikuju se tri oblika upravljanja rizicima:<sup>13</sup>

- Tradicionalni menadžment rizika usmjeren je na rizike koji potječu od prirodnih ili pravnih uzroka (npr. prirodnih katastrofa, požara, nezgoda, pravnih postupaka).
- Financijski menadžment rizika usmjeren je na rizike kojima se može upravljati korištenjem financijskih instrumenata koji su u prometu na tržištu.
- Menadžment rizika poduzeća (engl. *enterprise risk management*) odnosi se na događaje i okolnosti koji mogu negativno utjecati na poduzeće (utjecaj na opstanak poduzeća, ljudske i kapitalne resurse, proizvode i usluge, potrošače, kao i vanjske utjecaje na društvo, tržište i okoliš).

Opći ciljevi upravljanja rizicima mogu se sumirati na sljedeći način:

- poboljšati stanja okoline u kojima će se donositi odluke
- povećati svijest o mogućim rizicima
- upravljati rizicima korištenjem izabраниh strategija kako bi se spriječile velike štete i gubici
- osigurati spremnost na neočekivane nepovoljne okolnosti.

Sadržaj upravljanja rizicima može se promatrati u užem i širem smislu.<sup>14</sup>

Prema *užoj definiciji*, upravljanje rizicima podrazumijeva proces pripreme i donošenje odluka koje se tiču rizika u koji nisu uključeni postupci prepoznavanja rizika (identifikacije) i procjene rizika (tj. analiza rizika je isključena).

Prema *široj definiciji*, upravljanje rizicima obuhvaća cjelovit proces identifikacije, procjene i analize rizika.

Potrebno je istaknuti kako upravljanje rizicima nije strogo serijski proces u kojem jedna

---

<sup>13</sup> Karić, M. (2006): Analiza rizika, Ekonomski fakultet, Osijek, str. 56

<sup>14</sup> Ibid., str. 57-59

sastavnica utječe samo na sljedeću. Riječ je o višesmjernom ponavljajućem procesu u kojem gotovo svaka sastavnica može utjecati na druge.

Upravljanje rizicima u poduzeću prikazan je na Slici 5.

**Slika 5.** Proces upravljanja rizicima



Izvor: izrada autorica prema Karić, M. (2006)

Može se reći da se proces upravljanja rizikom sastoji od nekoliko faza:<sup>15</sup> utvrđivanje svih relevantnih izvora rizika, procjena učestalosti i težine mogućih gubitaka, razvoj i izbor metode kontrole rizika, primjena odabrane metode te nadgledanje djelotvornosti metode.

Ovi procesi mogu se odvijati na više razina, ovisno o specifičnostima i tipu rizika:

- strateškoj razini (ciljevi najviše razine usklađeni s misijom)
- operativnoj razini (djelotvorno i učinkovito korištenje resursa)
- razini izvještavanja
- razini udovoljavanja (poštivanje zakona i drugih propisa).

Upravljanje rizikom može se odvijati na nekoliko različitih načina, kao što su izbjegavanje, smanjivanje, preuzimanje, udruživanje i pomicanje rizika.

Iako svako poduzeće ima slobodu odabira modela i metoda upravljanja rizicima, u posljednjem desetljeću došlo je do rasta trenda standardizacije upravljanja rizicima.

Spomenuta ISO definicija rizika vezana uz činjenicu da je Međunarodna organizacija za

<sup>15</sup> Udovičić, A., Kadlec, Ž., op. cit., str. 56

standardizaciju (ISO) 2009. godine donijela pravilnik i priručnik za upravljanje rizicima te definirala načela i opće upute za upravljanje rizicima poduzeća (ISO 31000):<sup>16</sup>

- Upravljanje rizikom smatra se redovitom menadžerskom funkcijom
- Predlaže se tretiranje i procjena svih rizika odozgo prema dolje
- Definiira se općenita podloga različitih rizika unutar poduzeća (organizacije)
- Standard nije specifičan za bilo koju granu ili sektor.

ISO 31000 preporučuje cjeloviti sustav upravljanja rizicima koji se temelji na načelu četiri koraka (engl. *Plan Do Check Act*; PDCA), koja se temelji na tzv. Demingovom krugu:<sup>17</sup>

1. **Plan (*Plan*)** – u ovom koraku definiraju se ciljevi i procesi nužni za funkcioniranje cjelovitog sustava. Uključuje planiranje i uspostavljanje ciljeva i procesa potrebnih za ostvarivanje rezultata u skladu sa zahtjevima kupca i politikom organizacije.

2. **Izvršenje (*Do*)** – stavlja ciljeve i procese u praksu; obuhvaća prepoznavanje rizika, vrednovanje rizika i tretiranje rizika.

3. **Provjera (*Check*)** – odnosi se na istraživanje rezultata koji se potom uspoređuju s ciljevima i ustanovljuju odstupanja. Uključuje nadziranje i mjerenje procesa i proizvoda s obzirom na postavljenu politiku, ciljeve i zahtjeve.

4. **Djelovanje (*Act*)** – traži mogućnosti poboljšanja plana; težište je na poduzimanju mjera za uklanjanje značajnih razlika između stvarnih i planiranih rezultata.

Ova norma ne daje samo informacije o tome da poslovni procesi trebaju općenito biti prilagođeni upravljanju rizicima, već sadrži i preporuke kako ti poslovni procesi mogu biti implementirani kroz primjenu i implementaciju aspekta upravljanja rizicima. Kao okvir za integraciju upravljanja rizicima u organizaciji podrazumijeva ovlasti, resurse i sustav upravljanja koji omogućuje da učinkovito upravljanje rizicima zauzme svoje mjesto, poboljšava se i prilagođava zahtjevima vremena.

Shematski prikaz odnosa načela upravljanja rizicima, područja primjene i procesa u okviru

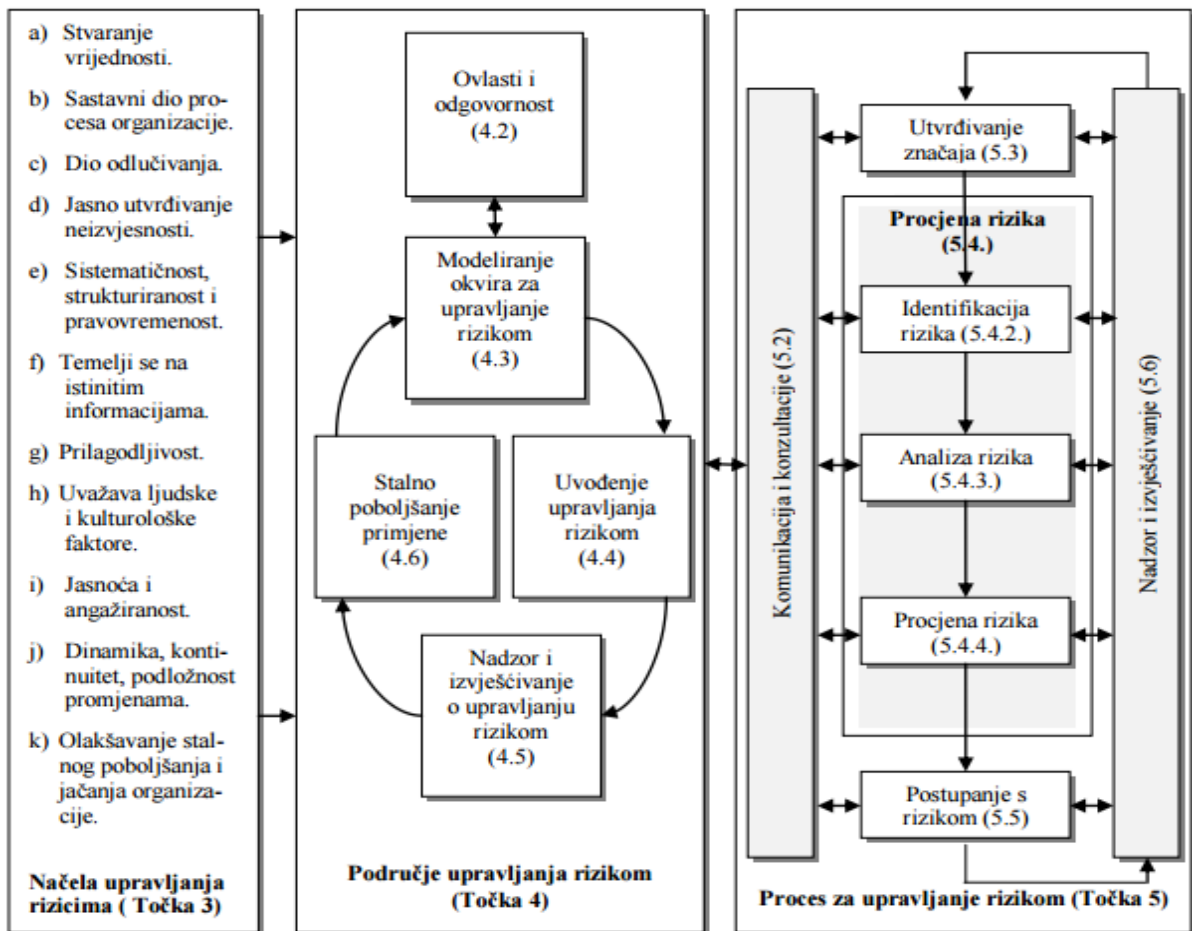
---

<sup>16</sup> ISO 31000: 2009 Risk management – Principles and guidelines

<sup>17</sup> Procesni pristup na kojem se temelje ISO norme temelji se na metodologiji neprekidnog poboljšavanja. Ovaj princip koji je utemeljio Walter Andrew Shewhart poznatijim je učinio William Edwards Deming pod nazivom Demingov krug (PDCA krug).

norme ISO 31000 prikazan je na Slici 6.

**Slika 6.** Upravljanje rizicima u okviru norme ISO 31000



Izvor: Drljača, M., Bešker, M. (2010)

Ova shema upućuje na kompleksnost sustava upravljanja rizicima u poduzećima generalno, a kada su u pitanju koncerni poput Agrokor a onda je izazov pred svim razinama menadžmenta još veći. Prije konkretnije analize slučaja Agrokor u sljedećem poglavlju potrebno je definirati osnovne pojmove i instrumente osiguranja vezane uz ranije definirani rizik neplaćanja.

### **3. PROBLEM NAPLATE POTRAŽIVANJA I INSTRUMENTI OSIGURANJA PLAĆANJA**

Kako je istaknuto u prethodnom poglavlju problem naplate potraživanja i rizik neplaćanja mogu se smatrati posebnom vrstom financijskog rizika. U ovom poglavlju definirat će se vrste potraživanja, detaljnije analizirati obilježja rizika naplate potraživanja, predstaviti će se temeljni instrumenti osiguranja te će se prikazati osnovni financijski pokazatelji koji mogu upozoriti na pojavu rizika neplaćanja u poduzećima od interesa.

#### **3.1. Pojam i vrste potraživanja**

Potraživanja su rezultat prodaje robe na kredit što je uobičajeno u suvremenim poslovnim odnosima. Duljina kreditnog razdoblja ovisi o praksi u pojedinim zemljama. Unutar pojedinih zemalja može se razlikovati po industrijama, a vezana je i za veličinu tvrtke.

Pojam potraživanja označava pravo da se od nekoga dobiju novci, stvari, prava ili usluge. Zakon o obveznim odnosima koji je temelj obveznog prava u svakoj državi regulira obvezne odnose između pravnih osoba u procesu razmjene roba i usluga ili iz područja prometa među pravnim osobama. Obvezni odnosi iz prometa roba i usluga reguliraju se ugovorom između sudionika u prometu odnosno ugovorom dužnika i vjerovnika. Dobro funkcioniranje obveznih odnosa ogleđa se u njihovu brzom stvaranju i brzom završavanju odnosno u brzom izvršavanju prava i obveza nastalih na temelju ugovora o obveznim odnosima

Prema računovodstvenoj terminologiji, potraživanje je pravo vjerovnika da se naplati od dužnika za izvršenu činidbu (za isporučenu robu ili pružene usluge).

Ovisno o vrsti potraživanja ili o prometu obveznih odnosa potraživanja mogu biti:<sup>18</sup>

- potraživanja iz djelatnosti
- ostala potraživanja.

S obzirom na to da se potraživanja iz djelatnosti najčešće odnose na kupce roba i usluga, nazivaju se i potraživanja od kupaca nastala na temelju prodaje.

Pod ostala potraživanja spadaju predmeti prometnih odnosa koja nisu roba ili usluge koje su

---

<sup>18</sup>Ljubić, D. (2013): Modeli upravljanja rizicima naplate potraživanja u uvjetima smanjene likvidnosti, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik, str. 25-27

osnovna djelatnost pravnih osoba.

Potraživanja isto tako dijelimo na:

- kratkoročna potraživanja
- dugoročna potraživanja.

Kratkoročna potraživanja su ona potraživanja koja imaju rok dospjeća do godine dana, dok su dugoročna potraživanja ona potraživanja kojima je rok dospjeća veći od godine dana i ta su potraživanja povezana s dugoročnom financijskom imovinom.

Potraživanja od kupaca rijetko su dugoročna, no mogućnost ugovaranja roka podmirenja obveza proisteklih prodajom roba i usluga na rok dulji od jedne godine, nije isključena

### **3.2. Problem naplate potraživanja u poduzećima**

Naplata potraživanja jedan je od bitnih sustava poslovanja svakoga poslovnog subjekta. Kada nije ostvarena očekivana (planirana) naplata, tada se dovode u pitanje i realizacija planiranih poslova, a time i efikasnost cjelokupnog poslovanja.

Naplata potraživanja možemo shvatiti kao proces upravljanja potraživanjima odnosno usmjeravanje visine potraživanja prema njihovoj optimalnoj razini donošenja i provođenja odluka vezano za kreditnu politiku odnosno politiku naplate te politiku cijena. Uspješnost poduzeća značajno ovisi o pravovremenoj naplati potraživanja.

U normalnim tržišnim uvjetima i stabilnim gospodarskim sustavima razumljivo je da se poduzeća ponašaju u skladu s postignutim dogovorom te da podmiruju međusobno dogovorene obveze. Konkretnije, razumljivo je da im se plati za isporučenu robu ili usluge i da ona plate svojim dobavljačima i vjerovnicima ono na što su se obvezali. Na taj se način mogu bez zastoja i poteškoća obnavljati proizvodni ciklusi i održati kontinuitet poslovanja.

U neizgrađenim tržišnim uvjetima i nestabilnim gospodarskim sustavima gotovo je uobičajena pojava nepoštivanja ugovorenih odredbi i neplaćanja u dogovorenim rokovima dospjeća. U takvim uvjetima poduzeća ne mogu naplatiti svoja potraživanja od onih kojima su isporučile svoje proizvode pa zbog nedostatka novca ne mogu platiti ni obveze prema dobavljačima i vjerovnicima što automatski stvara problem svim drugim sudionicima u

poslovnom procesu.

Prema Ljubić (2013),<sup>19</sup> takvi su sustavi karakteristični za sva tranzicijska gospodarstva pa tako i za Hrvatsku, u kojoj su došle do izražaja sve negativnosti karakteristične za tranzicijske zemlje. To se posebno odnosi na područje financiranja u kojem je gotovo postalo pravilo ne plaćati zakonske i ugovorne obveze.

Istraživanje *European Payment Practices*<sup>20</sup> za 2016. godinu pokazalo je da se Hrvatska uistinu uklapa u prosjek tranzicijskih zemalja s više od dvadeset posto neplaćenih računa u rokovima. U tom istraživanju su ispitanici kao glavne razloge zakašnjelih plaćanja naveli privremeni nedostatak likvidnosti i neispunjavanje obveza vlastitih kupaca, dok su privatni kupci isticali probleme nezaposlenosti, prezaduženosti i osobnim bankrotom.

To je istraživanje pokazalo i da se u Hrvatskoj prezaduženost i namjerno neplaćanje u privatnom sektoru češće navode kao loša navika plaćanja negoli u istočnoj Europi. Prema istraživanju, najčešći problemi uzrokovani kašnjenjem plaćanja su, kao i u istočnoeuropskim zemljama, izgubljena dobit, nedostatak likvidnosti te viši troškovi kamata.

Šola (2011)<sup>21</sup> generalizira uzroke neplaćanja te ističe kako se rizik naplate potraživanja može pojaviti (najčešće se pojavljuje) u četiri slučaja:

1. kada kupac ne želi platiti te samim time koristi dana sredstva kao izvor financiranja (slično kao da se podignuo beskamatni kredit u banci, s neutvrđenim rokom otplate i određenim vremenskim poćekom)
2. kada poduzeće doživi poslovni bankrot, gdje se tvrtka nalazi u blokadi
3. kada kupac ne može platiti zato što ima svoja dospjela, a nenaplaćena potraživanja te je i samo prezadužen
4. kada pravni subjekt više ne postoji (stečaj ili likvidacija poduzeća).

U aktualnom slučaju koncerna Agrokora problem naplate od dobavljača nastao je iz trećeg razloga, tj. u trenutku kada se koncern našao u vrlo izraženim problemima s prezaduženošću.

---

<sup>19</sup> Ljubić, D. (2013), op. cit., str. 3-6

<sup>20</sup> EOS (2016): European payment practices, EOS Survey

<sup>21</sup> Šola, M. H., op. cit., str. 78



### **3.3. Platni promet i instrumenti osiguranja plaćanja u Hrvatskoj**

Prije nego što se definiraju i objasne neki od temeljnih instrumenata osiguranja plaćanja radi boljeg razumijevanja teme potrebno je ukratko objasniti temeljne karakteristike platnog prometa u Republici Hrvatskoj.

#### **3.3.1. Platni promet u Republici Hrvatskoj**

Platni promet je neizostavan dio gospodarskog sustava svake zemlje i njegova je temeljna funkcija omogućavanje sigurne i učinkovite uporabe novca kao sredstva plaćanja kao i izvršavanje bezgotovinskih platnih transakcija odnosno prijenos sredstava od platitelja primatelju plaćanja.

Platni promet sastoji se od seta instrumenata, procedura, pravila i tehničke potpore za slanje informacija i namiru transakcija između sudionika. U užem smislu, platni promet obuhvaća formalne aranžmane temeljene na ugovorima i zakonodavstvu, sa standardiziranim pravilima i ugovornim odnosima za slanje, kliring i namiru obveza i instrumenata između sudionika.<sup>22</sup>

Platni promet obuhvaća sustav plaćanja između fizičkih i pravnih osoba, a dijeli se na domaći i inozemni platni promet. Domaći platni promet su sva plaćanja između fizičkih i pravnih osoba s istoga državnog područja, dok inozemni platni promet obuhvaća plaćanja između rezidenata različitih zemalja s različitim valutnim, carinskim i pravnim sustavima pri čemu se jedna valuta pretvara u drugu.<sup>23</sup>

U Republici Hrvatskoj je platni promet većinom uređen Zakonom o platnom prometu,<sup>24</sup> kojim su definirane platne usluge, pružatelji platnih usluga, obveze informiranja korisnika platnih usluga o uvjetima za pružanje platnih usluga te druga prava i obveze u vezi s pružanjem i korištenjem platnih usluga s ciljem zaštite i sigurnosti svih sudionika na financijskom tržištu. Zakon o platnom prometu također uređuje rad i nadzor nad institucijama za platni promet te osnivanje, rad i nadzor nad platnim sustavima.

Ovaj dio rada, posvećen platnom prometu, važan je kako bi se razumjelo kako je Zakonom o

---

<sup>22</sup> Hrvatska narodna banka <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/platni-promet/o-platnom-prometu> (pristupljeno 15. srpnja 2017.)

<sup>23</sup> Mijatović, E., Pokrivač, D. (2013): Aktivnosti financijskih institucija RH s ciljem usklađivanja s EU sustavom platnog prometa, Učenje za poduzetništvo, Vol. 3., No. 2, str. 119.

<sup>24</sup> Zakon o platnom prometu, NN 133/09, 136/12

platnom prometu jasno definirano da se izdavanje često korištenih instrumenata (osiguranja) plaćanja, poput zadužnice i mjenice, ne smatra aktivnostima platnih usluga. Ovi su instrumenti definirani zasebnim zakonima i regulativama.

### **3.3.2. Instrumenti osiguranja plaćanja**

Instrumenti osiguranja naplate potraživanja sastavni su dio svakodnevnoga poslovanja svih subjekata u gospodarstvu. Njihovom upotrebom gospodarstvenici štite svoje poslovanje i smanjuju neizvjesnost naplate potraživanja za isporučene robe i/ili usluge. S obzirom na gospodarska kretanja i nelikvidnost većine subjekata na tržištu, instrumenti osiguranja neizostavni su u ugovaranju poslova i poslovanju općenito, bez obzira na to o kojoj se djelatnosti radi.

Instrumenti osiguranja koji se često koriste u praksi su: mjenica, zadužnica, jamstvo, zalog na stvarima i pravima, bankarska garancija i carinska garancija. Od navedenih instrumenata najkvalitetniji instrument je bankarska garancija, dok su mjenica i zadužnica najčešće korišteni instrumenti u praksi, a u nastavku rada će biti detaljnije prikazani.

#### **3.3.2.1. Mjenica i zadužnica**

Mjenica i zadužnica dva su najrelevantnija instrumenta osiguranja koja su trenutačno u upotrebi u Republici Hrvatskoj. Riječ je o formalnim ispravama čiji je oblik i sadržaj definiran i reguliran zakonskim propisima. Mjenica je prema svim svojim karakteristikama vrijednosni papir po naredbi, dok je zadužnica pisana isprava, ali ispunjava sve bitne uvjete potrebne da bi se uvrstila u skupinu vrijednosnih papira.

U gospodarskoj praksi mjenica je i dalje zadržala svoju ulogu instrumenta osiguranja plaćanja. Naime, između dvojbe treba li za osiguranje plaćanja od kupca tražiti bjanko zadužnicu ili mjenicu, nemali broj poduzetnika odlučuje se upravo za bjanko mjenicu. Razlozi za to su različiti. Ponekad je to već i sama jednostavnost izdavanja mjenice, koja za razliku od bjanko zadužnice ne traži ovjeru potpisa potpisnika ni solemnizaciju kod javnog bilježnika. U suvremenom okruženju oskudice nije zanemariv ni trošak koji pri tome producira rukovanje zadužnicom.

Oba instrumenta posjeduju neka zajednička obilježja kao vrijednosni papiri, a informacije

predstavljene u Briški et al. (2011)<sup>25</sup> omogućuju detaljnu usporedbu ovih dvaju instrumenata koja je prikazana u Tablici 1.<sup>26</sup>

**Tablica 1.** Temeljna obilježja mjenice i zadužnice

	MJENICA	ZADUŽNICA
Svrha izdavanja	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plaćanje</li> <li>• Osiguranje plaćanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plaćanje</li> <li>• Osiguranje plaćanja</li> </ul>
Izdavatelj	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fizičke i pravne osobe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fizičke i pravne osobe</li> </ul>
Izdavanje	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Popunjavanjem mjeničnog blanketa, u nekim slučajevima uz mjenicu se izdaje i mjenično očitovanje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Popunjava se tiskani obrazac ili se izdaje računalno, mora se potvrditi (solemnizirati) kod javnog bilježnika</li> </ul>
Jamstvo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aval</li> <li>• Žiro jamstvo</li> <li>• Avalisti/žiranti solidarno odgovorni</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jamac u zadužnici (izjava jamca mora biti solemnizirana)</li> <li>• Jamci imaju položaj jamaca plataca</li> </ul>
Prenosivost	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prenosiva indosamentom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prijenos vjerovnikovom pisanom izjavom (s ovjerom potpisa kod javnog bilježnika)</li> </ul>
Isplata	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Po videnju prilikom podnošenja na naplatu</li> <li>• Mjenica s dospijećem na dan dospijeća ili nekoliko dana ranije</li> <li>• Podnošenje na naplatu banci domicilijatu - banka koja treba teretiti račun dužnika</li> <li>• Nenaplaćena mjenica ne zadržava se u banci u evidenciji redoslijeda plaćanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Podnosi se na naplatu FINA-i</li> <li>• Terete se svi računi dužnika ili jamaca</li> <li>• U slučaju nenaplate zadužnica se zadržava u redoslijedu plaćanja, istovremeno se može teretiti i jamce i zadržati u redoslijedu plaćanja na računima jamaca</li> </ul>
Ovrha	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nakon podizanja protesta kada je potrebno pokreće se ovrha</li> <li>• Dužnik može protiv rješenja o ovrsi na temelju vjerodostojne isprave (mjenice) izjaviti prigovor, ovršni postupak time postaje parnični postupak</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zaduznica ima svojstvo ovršne isprave</li> <li>• Ne postoji mogućnost prigovora već samo mogućnost žalbe</li> </ul>

Izvor: Briški, D. et al. (2011)

Mjenica i zadužnica izdaju se sa svrhom podmirenja obveza proizašlih iz pravnih ili češće trgovačkih poslova, a mogu ih izdavati i fizičke i pravne osobe. Pod podmirenjem obveza podrazumijeva se plaćanje tražbina koje vjerovnik potražuje od dužnika. Namirenje tražbina

<sup>25</sup> Briški, D. et al. (2011): Plaćanje i osiguranje plaćanja, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, str. 289.

<sup>26</sup> Jelenčić, M. (2015): Uloga zadužnice kao instrumenta osiguranja naplate potraživanja u platnom prometu Republike Hrvatske, Veleučilište u Karlovcu, Karlovac

realizira se podnošenjem na naplatu mjenice (bjanko ili potpune) ili zadužnice (bjanko ili obične). Ako se plaćanje ne vrši odmah po zaključenju posla već je odgođeno ili je dogovorena obročna otplata, tada se navedeni instrumenti koriste za osiguranje naplate. Kada je riječ o izdavanju instrumenta osiguranja, tada je mjenica u prednosti zbog jednostavnije, brže i jeftinije procedure izdavanja.

Važna karakteristika instrumenata osiguranja je mogućnost prenošenja na treće osobe. Kod mjenice prijenos tražbine vrši se indosamentom na treće osobe, a indosant potpisom indosamenta postaje mjenični obveznik i s drugim potpisnicima odgovara solidarno da će se tražbina koja proizlazi iz mjenice isplatiti. Zaduznica se također može prenositi na treće osobe i to pisanom ispravom koja može biti sačinjena na samoj zaduznici ili kao posebna isprava. Bilo da je izjava na zaduznici ili kao posebna isprava, prijenos mora biti ovjeren od javnog bilježnika i predan novom imatelju kako bi tražbina iz zaduznice bila prenesena. Razlog zbog kojeg se vrijednosni papiri najčešće prenose je podmirenje obveze ili eskont kako bi imatelj došao do novca prije dospijeca.

Kod oba instrumenta moguć je neograničen broj prijenosa, ali prijenos zaduznice zahtijeva ovjeru izjave kod javnog bilježnika koja sa sobom nosi dodatne troškove. Mjenica se podnosi na naplatu banci domicilijatu i naplativa je po viđenju ili se podnosi na naplatu na dan dospijeca, idealno nekoliko dana prije dospijeca. U slučaju da dužnik u trenutku podnošenja mjenice na naplatu nema dovoljno sredstava na računu, banka će na mjenicu staviti zabilješku i vratiti je imatelju bez zadržavanja mjenice u redoslijedu plaćanja. Prednost zaduznice nad mjenicom je mogućnost blokade dužnika. Kada dužnik nema dovoljno sredstava na računu da bi se zaduznica naplatila u cijelosti, FINA zadržava zaduznicu u redoslijedu naplate. Zaduznica se na naplatu podnosi FINA-i, a njezinim podnošenjem na naplatu plijene se svi računi dužnika, uključujući i oročena sredstva. Još jedna prednost zaduznice nad mjenicom je ta što zaduznica ima svojstvo pravomoćnog rješenja o ovrsi i to je čini efikasnijom u postupku naplate, tj. protiv nje nema pravnog lijeka.

Kada nije moguće naplatiti mjenicu ili zaduznicu, vjerovnik tada pokreće ovršni postupak kako bi sudskim putem naplatio svoje potraživanje. Mjenica koja nije naplaćena prije pokretanja ovrhe podnosi se javnom bilježniku na protest kada je to potrebno, a tek se onda pokreće ovrha na svim računima dužnika ili nad drugim predmetima ovrhe. Ako se na mjenici

nalazi potpis jednog ili više jamaca, tada će oni solidarno odgovarati za namirenje tražbine. Ovrha se može pokrenuti protiv jednog, više ili svih potpisnika mjenice. S obzirom na to da zadužnica ima svojstvo pravomoćnog rješenja o ovrsi, njezinim podnošenjem na naplatu plijene se svi računi dužnika kod svih poslovnih banaka. Ako na računima dužnika nema dovoljno sredstava, tada se vjerovnik može naplatiti pljenidbom nad drugim predmetima ovrhe. I dok protiv rješenja o ovrsi koje je doneseno na temelju ovršne isprave (zadužnice koja ima svojstvo pravomoćnog rješenja o ovrsi) nema pravnog lijeka, tj. moguća je žalba ali s određenim ograničenjima, kod rješenja o ovrsi na temelju vjerodostojne isprave (mjenice) dužnik može uložiti prigovor čime će ovršni postupak postati parnični postupak.

Radi boljeg razumijevanja slučaja Agrokor potrebno je definirati i regresno pravo vezano uz mjenice. Pojednostavljeno, u slučaju da glavni dužnik ne može podmiriti mjenični dug, vlasnik mjenice ima pravo tražiti povrat novca od svih prethodnih imatelja mjenice. Ili formalnije, mjenični regres predstavlja pravo zakonitog imatelja mjenice da od regresnih obveznika mjenice zahtijeva isplatu mjenične svote u slučaju ako trasat odbije akcept ili isplatu mjenice ili kada je zbog stečaja prestala sigurnost naplate te svote.<sup>27</sup>

### **3.3. Financijski pokazatelji rizika neplaćanja**

Kako je objašnjeno, upravljanje rizicima, u ovom slučaju upravljanje rizikom neplaćanja, obuhvaća istraživanje, analizu i izbjegavanje mogućih rizika u naplati potraživanja prije sklapanja kupoprodajnih ugovora.

Jedan od temeljnih pristupa u analizi rizika je analiza financijskih pokazatelja poduzeća-partnera koja može uputiti na veću ili manju vjerojatnost pojave rizika neplaćanja u poslovnom odnosu. Financijski pokazatelji mogu se podijeliti u pet skupina:

- pokazatelji likvidnosti
- pokazatelji zaduženosti
- pokazatelji aktivnosti
- pokazatelji ekonomičnosti
- pokazatelji profitabilnosti.

---

<sup>27</sup>Financijski leksikon, Poslovni dnevnik, dostupno na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/mjenicni-regres-818> (pristupljeno 21. srpnja 2017.)

Svaka skupina sadrži niz konkretnih pokazatelja, a kombinacijom različitih pokazatelja može se dobiti jasnija slika o zdravlju poduzeća s kojim se posluje te procijeniti potencijalni rizik neplaćanja.

Iako postoji ukupno tridesetak pokazatelja iz različitih skupina, za procjenu rizika neplaćanja primarno je pratiti njih desetak.<sup>28</sup>

#### *Pokazatelji likvidnosti*

$$\text{koeficijent ubrzane likvidnosti} = \frac{\begin{array}{c} (\text{kratkotrajna imovina} - \text{zalihe}) \\ \text{ili} \\ (\text{novac} + \text{potraživanja}) \end{array}}{\text{kratkoročne obveze}}$$

Pokazatelj manji od 1 upućuje na ovisnost o zalihama.

$$\text{koeficijent tekuće likvidnosti} = \frac{\text{kratkotrajna imovina}}{\text{kratkoročne obveze}}$$

Pokazatelj veći od 1 upućuje na mogućnost da poduzeće realizira svoju imovinu ispod knjigovodstvene vrijednosti i podmiri kratkoročne obveze.

Preporučene „univerzalne” vrijednosti za koeficijente likvidnosti prema europskim standardima:<sup>29</sup>

- Koeficijent ubrzane likvidnosti – donja granična vrijednost između 0,70 i 0,80 ovisno o djelatnostima.
- Koeficijent tekuće likvidnosti – donja granična vrijednost između 1,30 i 1,40 ovisno o djelatnostima.

#### *Pokazatelji zaduženosti*

$$\text{koeficijent zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna imovina}}$$

---

<sup>28</sup> Nikšić, N. (2014): Upravljanje potraživanjima od kupaca, njihova zaštita i naplata, Poslovni dnevnik

<sup>29</sup> Računovodstvo, revizija i financije 07/2011, „Analiza financijskih izvještaja”, dostupno na: [http://www.poslovni.hr/media/article\\_upload/files/55/556645c7f5a1e887d00bfa54a41fdef7.pdf](http://www.poslovni.hr/media/article_upload/files/55/556645c7f5a1e887d00bfa54a41fdef7.pdf), (pristupljeno 29. kolovoza 2017.)

Idealni omjer (zapadni standardi) je 0,5 odnosno da je ukupna imovina 2 puta veća od obveza.

$$\text{faktor zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{zadržana dobit} + \text{amortizacija}}$$

Indikator koji upućuje na to koliko godina je potrebno da se podmire ukupne obveze. Niža stopa upućuje na to da je zaduženost manja.

#### *Pokazatelji aktivnosti*

$$\text{koeficijent obrta ukupne imovine} = \frac{\text{ukupan prihod}}{\text{ukupna imovina}}$$

$$\text{koeficijent obrta potraživanja} = \frac{\text{prihod od prodaje}}{\text{potraživanja}}$$

Pokazatelji niži od prosjeka djelatnosti (ili skupine konkurenata) upućuje na nesposobnost poduzeća da iz imovine realizira dovoljno prihoda.

$$\text{trajanje naplate potraživanja u danima} = \frac{\text{broj dana u godini}}{\text{koeficijent obrta potraživanja}}$$

Usporedba s prosjekom djelatnosti ili konkurenata i vlastitim cjenovnim politikama upućuje na stupanj kontrole nad prodajom i naplatom.

#### *Pokazatelji ekonomičnosti*

$$\text{ekonomičnost ukupnog poslovanja} = \frac{\text{ukupni prihodi}}{\text{ukupni rashodi}}$$

$$\text{ekonomičnost temeljnog poslovanja} = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{rashodi prodaje}}$$

$$\text{ekonomičnost financiranja} = \frac{\text{financijski prihodi}}{\text{financijski rashodi}}$$

Pokazatelji koje je potrebno međusobno povezivati i uspoređivati s prosjekom djelatnosti i konkurentima. Bolje je da je koeficijent što veći broj.

Ljubić (2013)<sup>30</sup> nudi drukčiju klasifikaciju pokazatelja, koje koristi u razvoju modela za upravljanje rizicima naplate potraživanja.

#### *Pokazatelji likvidnosti*

$$\text{tekući odnos} = \frac{\text{tekuća aktiva}}{\text{tekuća pasiva}}$$

Poduzeća s tekućim odnosom manjim od 1 imaju negativan radno raspoloživ kapital pa ne mogu podmiriti sve prispjele obveze u poslovnoj godini iz sredstava tekuće aktive.

$$\text{odnos radnog kapitala} = \frac{\text{tekuća aktiva} - \text{tekuća pasiva}}{\text{ukupna aktiva}}$$

Ovaj odnos pokazuje koliko ima raspoloživog kapitala u usporedbi s ukupnom aktivnom, a granična mjera likvidnosti prema ovom pokazatelju iznosi 25 % radnog kapitala u odnosu prema aktivi, što znači da vrijednosti veće od toga iznosa pokazuju zadovoljavajuću likvidnost.

$$\text{koeficijent ubrzane likvidnosti} = \frac{\text{tekuća aktiva} - \text{zalihe}}{\text{tekuće obveze}}$$

Iako nema nekih idealnih odnosa, vjeruje se da je prihvatljiv odnos između 1 : 1 i 0,8 : 1 što znači da je granična vrijednost 0,8. Ako je koeficijent iznad 0,8, poduzeće ne bi trebalo imati problema s likvidnošću.

#### *Pokazatelji novčanog toka*

$$\text{odnos novčanog toka} = \frac{\text{operativni novčani tok}}{\text{tekuća pasiva}}$$

Pokazuje sposobnost tvrtke da svojim redovnim poslovanjem podmiri kratkoročne obveze, a granična mjera iznosi 0,4.

---

<sup>30</sup> Ljubić, D., op. cit., str. 205



$$\text{odnos pokrića ukupnih obveza I} = \frac{\text{operativni} + \text{investicijski novčani tok}}{\text{ukupne obveze}}$$

U ovom se pokazatelju novčanom toku od operativnih aktivnosti doda novčani tok od investicijskih aktivnosti, a zbog usporedivosti među poduzećima apsolutni iznos pokrića je potrebno relativizirati stavljanjem u odnos s ukupnim obvezama. U tom slučaju vrijedi da je poduzeće bolje što je vrijednost pokazatelja veća.

$$\text{odnos pokrića ukupnih obveza II} = \frac{\text{rezultat novčanog toka svih ativnosti}}{\text{ukupne obveze}}$$

U ovom pokazatelju analizira se novčani tok od svih aktivnosti, a zbog usporedivosti među poduzećima apsolutni iznos pokrića je potrebno relativizirati stavljanjem u odnos s ukupnim obvezama. I u ovom slučaju vrijedi da je poduzeće bolje što je vrijednost pokazatelja veća.

#### *Pokazatelji solventnosti*

$$\text{udjel tuđeg kapitala} = \frac{\text{dugoročne obveze}}{\text{dugoročne obveze} + \text{vlastiti kapital}}$$

Ovaj pokazatelj pokazuje koliko dugoročne obveze sudjeluju u ukupnom kapitalu. Solventnost je bolja što je udio manji, tj. što je bliži 0.

$$\text{stupanj zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna aktiva}}$$

Ako se ima u vidu slika o „idealnoj“ strukturi aktive i pasive poduzeća, dolazi se do zaključka da mu ukupne obveze ne bi smjele biti veće od 50 % ukupne imovine.

$$\text{odnos duga i glavnice} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{glavnica}}$$

Idealan odnos je 1 : 1, što znači da maksimalno zaduženje poduzeća može biti manje ili jednako 50 % pasive, tj. da ukupna zaduženja ne bi smjela biti veća od vlastite glavnice. Povoljnija situacija je ako su zaduženja manja, a financijska sposobnost se povećava kada dođe od odstupanja u odnosu između obaveza i vlastitog kapitala u korist vlastitog kapitala.

U analizi rizika naplate potraživanja Serdarušić (2007)<sup>31</sup> posebno ističe ulogu i važnost pokazatelja novčanog jaza.

Definicija novčanog jaza temelji se na broju dana potrebnih da novac prođe kroz poslovni ciklus u različitim pojavnim oblicima kako bi se ponovno vratio u početni oblik – novac. Izračunava se kao koncept broja dana u razlici između zbroja zaliha i potraživanja od kupaca te obveza prema dobavljačima. U poslovnom ciklusu potrebno je da se novac (imovina) pretvori u drugi oblik imovine – zalihe, pa potom prodajom pretvoren u potraživanja prema kupcima, a financiran iz obveza prema dobavljačima te konačno naplaćen vrati ponovno u svoj početni oblik – u novac.

Time bi se novčani jaz definirao kao:

$$\text{Novčani jaz} = \text{dani vezivanja zaliha} + \text{dani vezivanja kupaca} \\ - \text{dani vezivanja dobavljača}$$

Taj jaz ili razmak mora biti financiran. Što je jaz veći, poduzeće mora platiti više kamata. Čak da se novčani jaz financira iz vlastite likvidnosti, potrebno je kod donošenja odluka, ponajprije odluka o investiranju i financiranju, znati koliki je trošak financiranja novčanog jaza. Uprava bilo kojeg poduzeća, pa tako i turističkog, nastojat će skratiti broj dana novčanog jaza, jer veći novčani jaz traži više troškove. Potrebno je istaknuti da se novčani jaz razlikuje od industrije do industrije (od gospodarskog sektora do gospodarskog sektora), a dodatno se razlikuje po sezonama i zemljopisnim područjima.

U nekim analizama i razmatranjima koncept novčanog jaza uzima se dodatno i uvjetno na recipročnoj osnovi, tj. kao brojčane veličine stanja zaliha, potraživanja od kupaca i obveza prema dobavljačima, i to radi zahtjeva analize u smislu standardizacije mjera obilježja koja su promatrana.

Zato se novčani jaz može dodatno i uvjetno definirati kao:

$$\text{Novčani jaz} = \text{zalihe} + \text{potraživanja od kupaca} - \text{obveze prema dobavljačima}$$

Potrebni kredit za premošćivanje novčanog jaza procjenjuje se na temelju formule:

---

<sup>31</sup>Serdarušić, H. (2007): Utjecaj financijskog položaja aktivnosti na novčani jaz i profitabilnost hrvatskog turističkog sektora, magistarski rad, Ekonomski fakultet Zagreb, str. 2-4

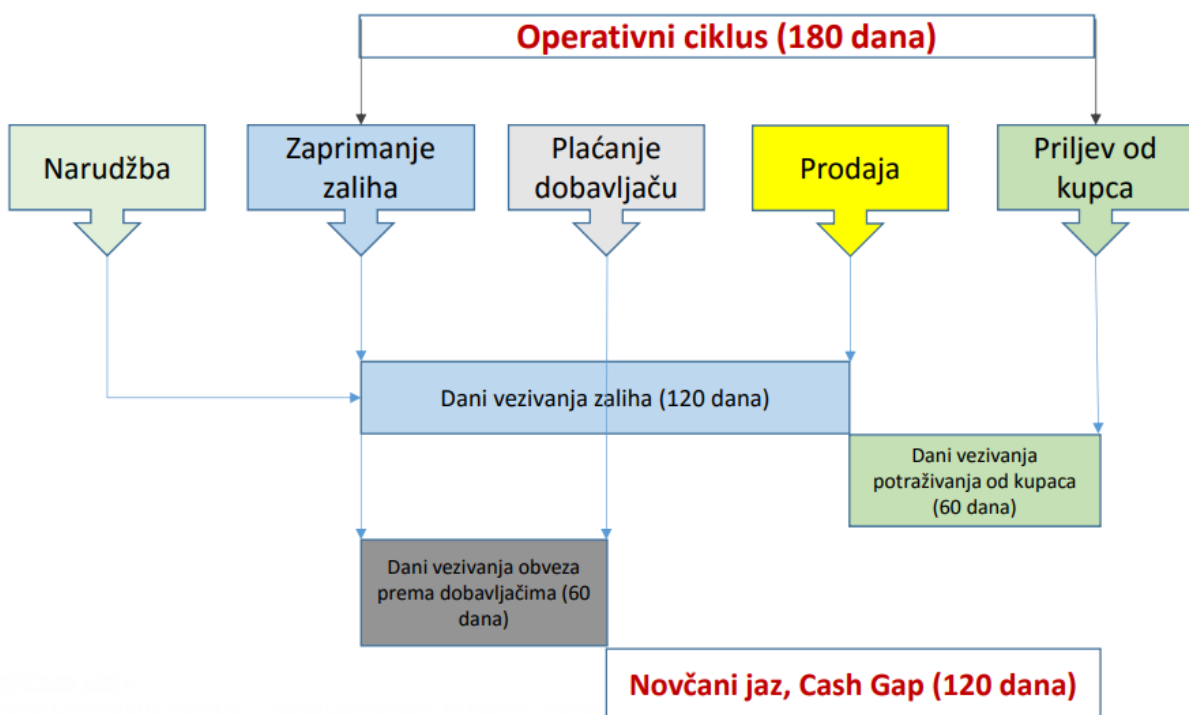
$$\text{potrebni kredit} = \left( \frac{\text{posovni rashodi}}{365} \right) \cdot \text{novčani jaz (u danima)}$$

A trošak financiranja novčanog jaza:

$$\text{trošak financiranja} = \text{potrebni kredit} \cdot \text{kamatna stopa kredita}$$

Zbog boljeg razumijevanja novčanog jaza na Slici 7. prikazan je njegov konceptualni okvir te su istaknuti temeljni poslovni procesi koji na njega utječu.

**Slika 7.** Novčani jaz



Izvor: Serdarušić, H. (2007)

#### 4. ANALIZA SLUČAJA AGROKOR

Iako se sva poduzeća susreću s rizikom naplate potraživanja, ono je posebno važno ako se s njime susreće poduzeće koje je od systemske važnosti za neko gospodarstvo. Systemski značaj očituje se u broju dobavljača i zaposlenika koji direktno i indirektno ovise o poslovanju pojedinog poduzeća.

U ovom je radu za analizu odabran koncern Agrokor jer zbog svoje veličine i uloge i proizvodno-prodajnom lancu predstavlja kompaniju od systemskog rizika za hrvatsko gospodarstvo. Ako se promatra ukupan ostvareni prihod u 2015. godini (za tu su godinu dostupna posljednja revidirana financijska izvješća), može se procijeniti kako Agrokor čini oko 15 % hrvatskog bruto domaćeg proizvoda te zapošljava oko 60 000 ljudi, od čega nešto više od 40 000 u Hrvatskoj.<sup>32</sup>

Međutim, prema Šonje (2017)<sup>33</sup>, puno preciznija mjera doprinosa Agrokora hrvatskom gospodarstvu je bruto dodana vrijednost koju stvara na domaćem tržištu, koja se može procijeniti na način da se zbroje ukupni troškovi zaposlenih, amortizacija, plaćeni financijski rashodi u zemlji, bruto dobit, a ako se želi dobiti bruto domaći proizvod Agrokora, ovome se dodaju i plaćeni porezi, što je prikazano u Tablici 2.

Prema ovom pokazatelju, Agrokor direktno pridonosi hrvatskom gospodarstvu s oko 12 milijardi kuna, što čini oko 4 % BDP-a. Iako je ova brojka manja od ranije spomenutih 15 %, radi se o kompaniji s vrlo značajnim utjecajem na hrvatsko gospodarstvo.

U tom je kontekstu važno napomenuti da je u Agrokorov proizvodno-prodajni lanac uključen niz poduzeća od kojih posebnu ulogu imaju mala poduzeća – obrti, mikropoduzeća i obiteljska poljoprivredna gospodarstva, koja su najranjivija i imaju najmanje mogućnosti zaštite od rizika neplaćanja. Prema podacima s internetskih stranice Agrokora,<sup>34</sup> takvih je poduzeća više od dvije tisuće. Upravo je zbog njihove ranjivosti i visoke izloženosti trenutačna izvanredna uprava donijela odluku da se stari dug prvo namiri ovoj skupni poduzeća.

---

<sup>32</sup>Godišnje izvješće – Agrokor (2015), dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/investitori/financijski-izvjestaji/godisnji-izvjestaji/> (pristupljeno 28. srpnja 2017.)

<sup>33</sup>Šonje, V. (2017): Agrokor prvi dio: veličina i ekonomski učinak; Ekonomski lab, dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/agrokor-prvi-dio-velicina-i-ekonomski-ucinak/> (pristupljeno 28. srpnja 2017.)

<sup>34</sup>Dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/krece-isplata-punog-iznosa-starog-duga-agrokorovih-kompanija-opg-ovima-obrtima-i-mikro-dobavljacima/> (pristupljeno 28. srpnja 2017.)

**Tablica 2.** Bruto dodana vrijednost i BDP Agrokor

<i>mln HRK</i>	<b>2015</b>	<b>2016*</b>
Troškovi plaća	4.705	4688
Troškovi ostalih materijalnih prava zaposlenih	309	309
Naknade članovima nadzornih odbora	10	10
Amortizacija	1.621	1621
Financijski rashodi - kamate i forwardi	2.361	2519
Premije osiguranja	115	115
Bruto dobit	1.296	347
<b>BDV UKUPNO Agrokor</b>	<b>10.417</b>	<b>9.609</b>
<i>BDV Hrvatska</i>	<i>280.366</i>	<i>286.807</i>
<b>BDV Agrokor u % BDV Hrvatska</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>
Procjena neto uplaćenog PDV-a	2.000	2000
Državne potpore	186	186
Indirektni porezi minus subvencije	1.814	1.814
<b>BDP UKUPNO Agrokor</b>	<b>12.231</b>	<b>11.423</b>
<i>BDP Hrvatska</i>	<i>333.495</i>	<i>343.195</i>
<b>BDP Agrokor u % BDP Hrvatska</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,3%</b>
Povećanje materijalne i nematerijalne imovine	1.491	1561
<b>Udjel u BDP-u s uključenim investicijama</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,8%</b>

Izvor: Šonje, V. (2017)

Cilj prethodnih odlomaka bio je uputiti na značaj Agrokor za hrvatsko gospodarstvo i važnu ulogu u odnosima s malim poduzećima. U nastavku poglavlja detaljnije će se prikazati kompleksna struktura poslovanja koncerna (s naglaskom na poslovanje na hrvatskom tržištu) te će se objasniti tijek „krize“ Agrokor s posebnim naglaskom na ulogu instrumenta (osiguranja) plaćanja – mjenicu.

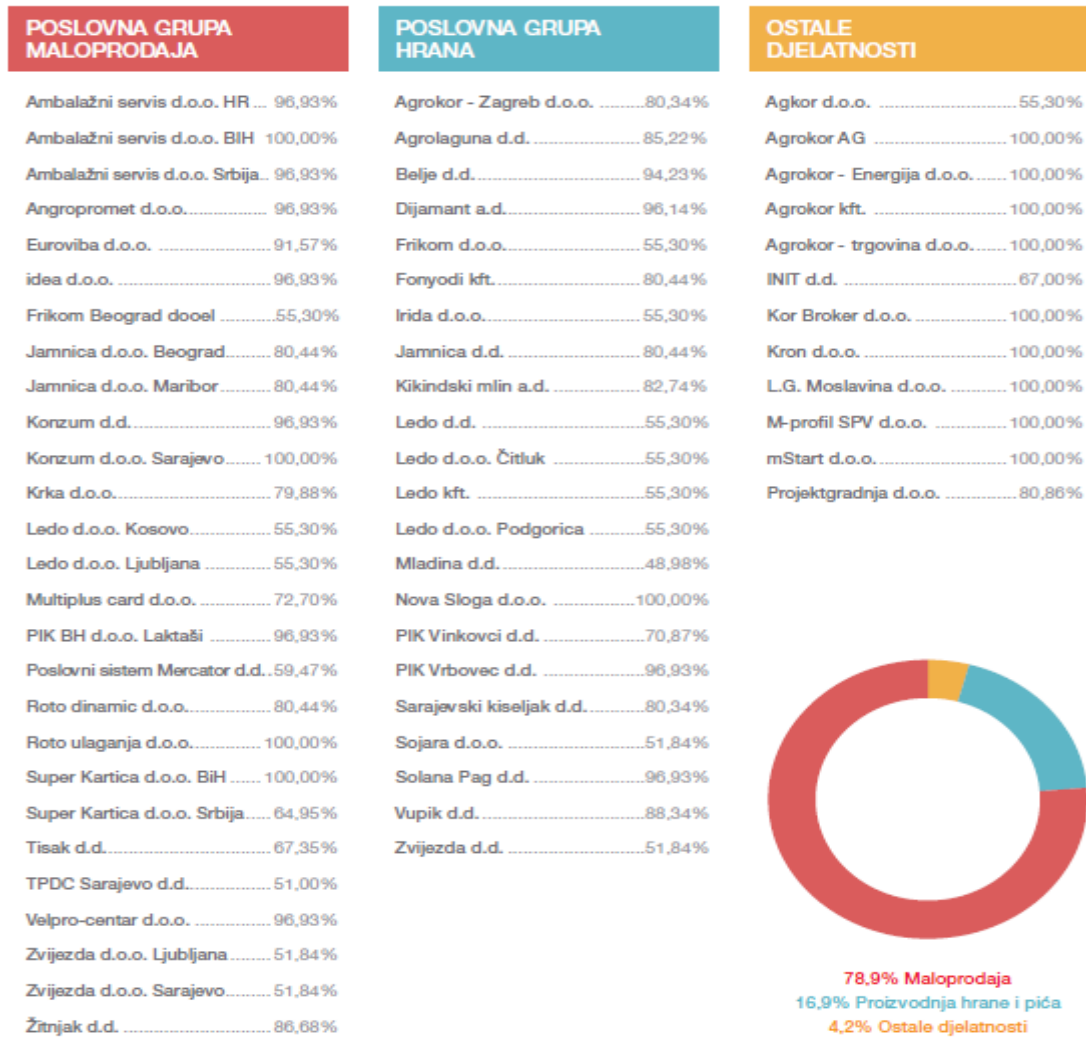
#### **4.1. Struktura koncerna Agrokor**

Poslovna struktura koncerna Agrokor vrlo je kompleksna jer se radi o grupaciji koja posluje na tržištima Hrvatske, Slovenije, Bosne i Hercegovine, Srbije i Crne Gore te uključuje više od šezdeset poduzeća.<sup>35</sup>

<sup>35</sup><https://www.tportal.hr/biznis/clanak/brojke-ne-lazu-pogledajte-kakva-je-agrokor-zapravo-kompanija-20170315> (pristupljeno 03. kolovoza 2017.)

Poslovanje koncerna podijeljeno je u tri poslovne skupine: maloprodaja, hrana i ostale djelatnosti. Poslovna skupina maloprodaja uključuje dvadeset i sedam poduzeća, što čini 78,9 % ukupnog poslovanja, hrana dvadeset i dva, što čini 16,9 % ukupnog poslovanja, a ostale djelatnosti još dvanaest poduzeća, s udjelom od 4,2 %. Poslovna struktura Agrokor prikazana je na Slici 8.

**Slika 8.** Poslovna struktura koncerna Agrokor

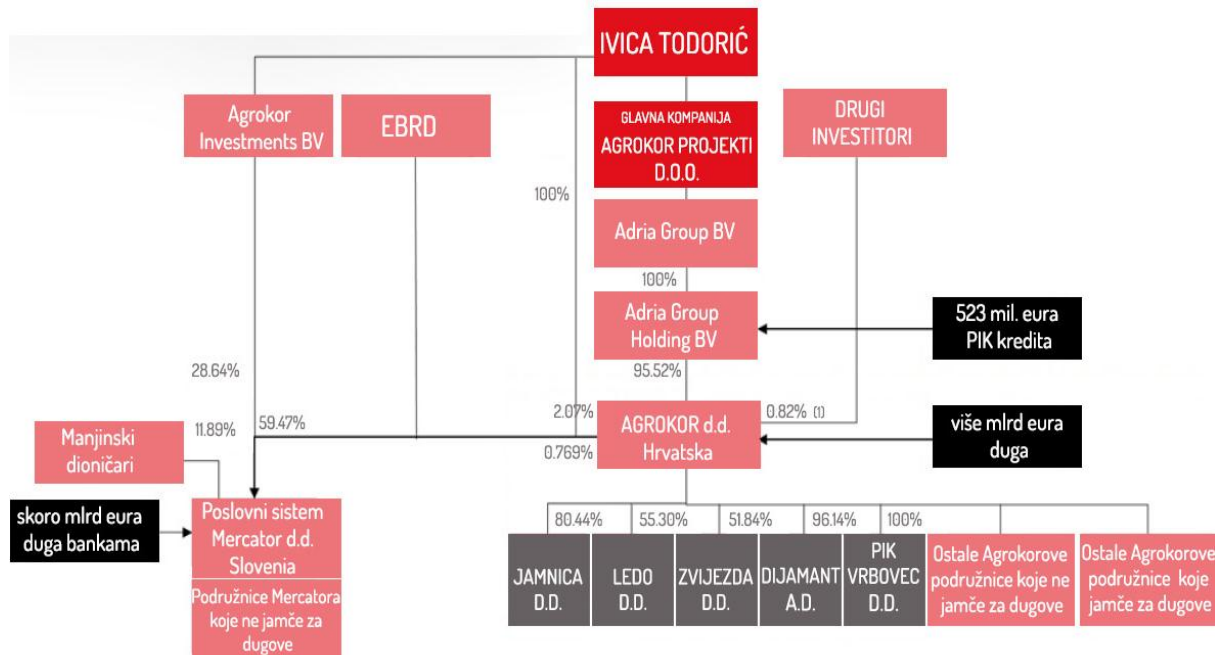


Izvor: Godišnje izvješće – Agrokor (2015)

Osim poslovne strukture vrlo je kompleksna i vlasnička struktura koncerna, koja uključuje nekoliko zasebnih trgovačkih društava za upravljanje registriranih u inozemstvu te vlasnički kapital Europske banke za obnovu i razvoj (EBRD). Vlasnička struktura koncerna, na čijem je

čelu bio Ivica Todorić, prikazana je na Slici 9.

**Slika 9.** Vlasnička struktura koncerna Agrokor



Izvor: portal Index, dostupno na: <http://www.index.hr/vijesti/clanak/slovenski-mediji-sberbank-poceo-plijeniti-mercatorove-dionice-koje-su-u-vlasnistvu-agrokora/977884.aspx>

S aspekta upravljanja obavezama i potraživanjima te evidencije instrumenata osiguranja plaćanja jasno je kako se radi o vrlo kompleksnoj strukturi za koju nije moguće uspostaviti jedinstveni sustav. Zato će se, u sljedećem poglavlju, više pozornosti posvetiti mogućnosti praćenja i implementacije sustava evidencije na razini pojedinih poduzeća.

#### 4.2. Uzroci financijske krize u koncernu Agrokor

Začeci krize u koncernu Agrokor mogu se objasniti s nekoliko ključnih događaja:

1. Smanjenje kreditnog rejtinga
2. Odustajanje od novog sindiciranog zajma
3. Pad cijene obveznica i PIK kredita
4. Aktiviranje prvih zadužnica
5. Izdana jamstva

#### 4.2.1. Smanjenje kreditnog rejtinga

Početkom siječnja 2017. godine kreditna agencija Moody's objavila je da je smanjila kreditni rejting Agrokora s već ne-investicijskog rejtinga B2 na B3, što je prema klasifikaciji ove rejting agencije jedan korak do C kategorije, odnosno kategorije vrlo visokog kreditnog rizika.<sup>36</sup> Istodobno je ista odluka donesena i za vrijednosne papire koje je, preko različitih kompanija izdao koncern, a koje dospijevaju 2019. i 2020. godine.

Prema izvješću dostupnom na internetskoj stranici agencije Moody's,<sup>37</sup> ovakve odluke su donesene jer je agencija procijenila kako Agrokora ne može ostvariti i povratiti potrebne kreditne omjere da bi zadržao prethodnu kategoriju rejtinga, posebno zbog slabijega operativnog rezultata ostvarenog u 2016. godini.

Moody's je također procijenio kako je omjer duga i dobiti prije oporezivanja, amortizacije i kamata (EBIDTA) za 2016. godinu visokih 6,8 puta, a prihvatljiv omjer za kategoriju b2 bi bio i dalje vrlo visokih 5,5 puta. Također, pokriće kamatnih troškova EBIDTA rezultatom je procijenjeno na vrlo niskih 2 puta s tendencijom smanjenja prema 1. Sljedeće, analitičari agencije su istaknuli zabrinutost za novčani tijek jer su procijenili kako je omjer slobodnoga novčanog tijeka (engl. *free cash flow*) i duga samo 2 %. Potkraj ožujka Moody's je dodatno snizio kreditni rejting Agrokora i njegovih vrijednosnih papira na Caa1, s negativnim izgledima. Prema izvješću iz ožujka,<sup>38</sup> ovakva je odluka ponajprije donesena jer je agencija procijenila kako Agrokora više neće moći nesmetano podmirivati obveze prema dobavljačima, koje su potkraj rujna 2016. godine iznosile visokih 16,2 milijarde kuna s prosječnim plaćanjem od 150 dana, što je bilo značajno iznad prosjeka usporedivih poduzeća iz segmenta maloprodaje gdje su se rokovi plaćanja kretali između 60 i 90 dana. Zbog toga je Moody's ocijenio likvidnosnu poziciju Agrokora vrlo slabom, a dodatni je problem što je pristup

---

<sup>36</sup>Moody's (2017): Rating Scale and Definitions, Moody's, dostupno na: [https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/AP075378\\_1\\_1408\\_KI.pdf](https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/AP075378_1_1408_KI.pdf) (pristupljeno 12. kolovoza 2017.)

<sup>37</sup>Moody's (2017): Rating Action: Moody's downgrades Agrokora to B3; outlook stable; dostupno na: [https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Agrokor-to-B3-outlook-stable--PR\\_360263](https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Agrokor-to-B3-outlook-stable--PR_360263) (pristupljeno 12. kolovoza 2017.)

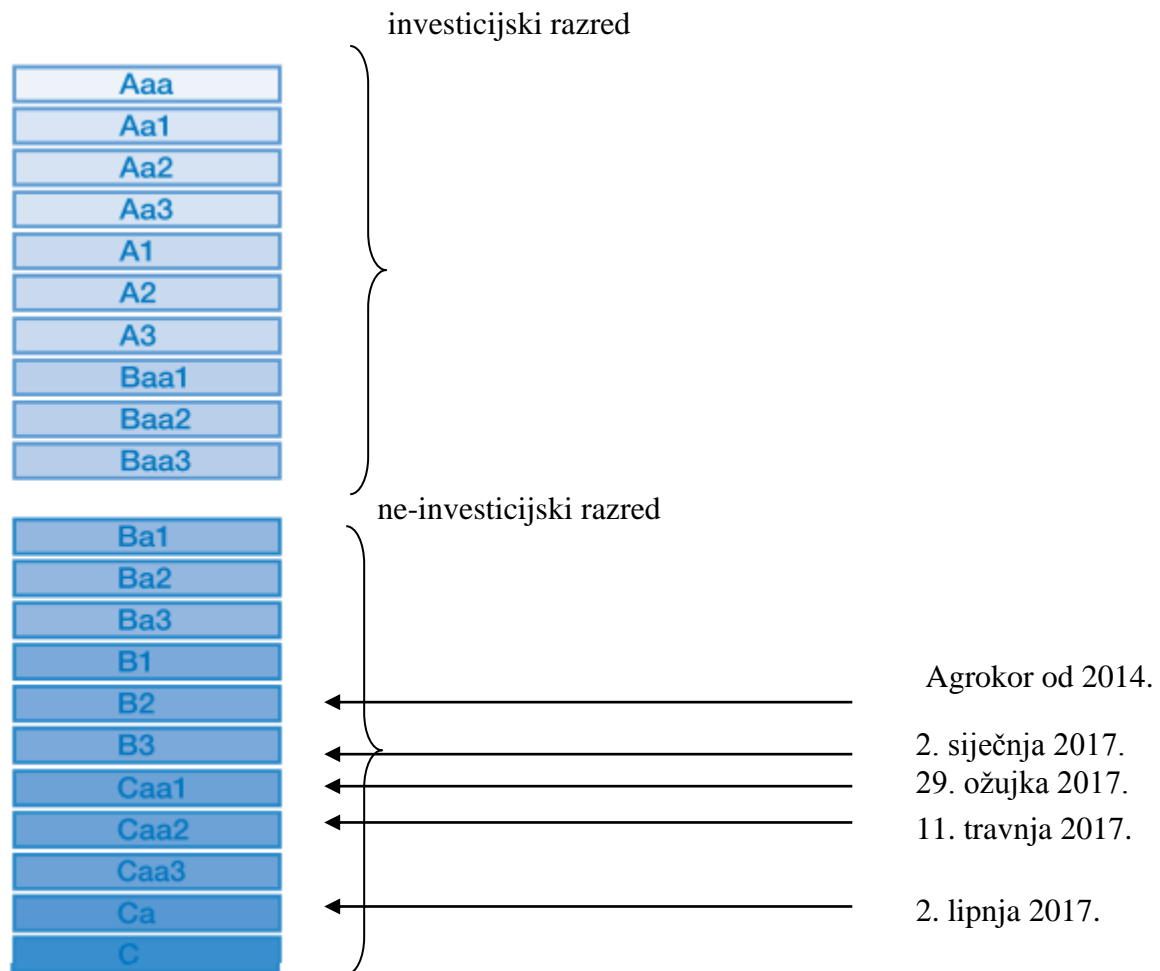
<sup>38</sup>Moody's (2017): Rating Action: Moody's downgrades Agrokora's rating to Caa2; negative outlook, dostupno na: [https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Agrokor-rating-to-Caa2-negative-outlook--PR\\_364764](https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Agrokor-rating-to-Caa2-negative-outlook--PR_364764) (pristupljeno 12. kolovoza 2017.)



dodatnom financiranju i refinanciranju dugova postao vrlo ograničen.

I ostale rejting agencije slijedile su odluku Moody'sa, a rejting je do kraja lipnja 2017. godine smanjen još dva puta, na razinu Ca, što je samo jednu razinu iznad kategorije „smeća“ u kojem se obveze kompanije smatraju gotovo u potpunosti nenaplativim. Kretanje Agrokorova rejtinga na skali Moodys'a prikazano je na Slici 10.

**Slika 10.** Rejting skala agencije Moody's



Izvor: obrada autorice prema Moody's (2017)

#### 4.2.2 Odustajanje od novoga sindiciranog kredita

Iako je Agrokor dulje vrijeme bio visoko zadužena kompanija, posebice nakon preuzimanja Mercatora 2014. godine, koncern je uvijek uspješno refinancirao dospjele obveze i pronalazio kreditore za nove financijske aranžmane.

Međutim, početkom 2017. godine dogodio se presedan nakon što je Agrokor odustao od trogodišnjeg sindiciranog zajma od 100 milijuna eura koji je dogovoren s bankama BNP Paribas, Credit Suisse AG, London Branch, Goldman Sachs International i J.P. Morgan Limited u rujnu 2016. godine.

Ova je odluka donesena 18. siječnja<sup>39</sup> 2017. godine, a uslijedila je nakon što je ranije spomenuta objava agencije Moody's vjerojatno značajno promijenila uvjete financiranja. Iako je službeno objavljeno kako se Agrokor povukao iz procesa sindiciranja, u financijskom svijetu i javnosti ovaj je događaj protumačen kao prvi slučaj nemogućnosti refinanciranja dugova od koncerna Agrokor, što je značajno utjecalo na percepciju rizika kompanije.

#### **4.2.3 Pad cijena obveznica i PIK zajma na tržištima**

Pad kreditnog rejtinga i odustajanje od sindiciranog zajma vrlo su brzo izazvali paniku među investitorima u vrijednosne papire Agrokora.

Vrijednosni papiri koji su činili dug samog Agrokora su, prema izvješću iz 2015. godine,<sup>40</sup> bile dvije senior obveznice.

Senior obveznice mogu se definirati u odnosu na podređene obveznice na sljedeći način. Podređene obveznice su obveznice koje prilikom stečaja izdavatelja imaju manji prioritet naplate iz njegove stečajne mase. U nastanku takvoga slučaja zakonom je propisan redoslijed isplate vjerovnika, a ako u redoslijedu naplate dođe red i na vlasnike obveznica, tada se prvo isplaćuju tzv. starije obveznice (engl. *Senior*), a poslije njih na red dolazi isplata podređenih obveznica.<sup>41</sup>

Senior obveznice u strukturi duga Agrokora su:

Senior obveznica dospijeca 2019. godine izdane su po paru u ukupnom iznosu 300 milijuna eura. Dospijevaju 1. svibnja 2019. uz godišnje kamatu od 9,875 %.

---

<sup>39</sup>Objava na web stranici Agrokora, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/en/news/syndication-update/> (pristupljeno 14. kolovoza 2017.)

<sup>40</sup>Godišnje izvješće (2015) – Agrokor, str. 53

<sup>41</sup>Agram brokeri; dostupno na: <http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=23839> (pristupljeno 14. kolovoza 2017.)

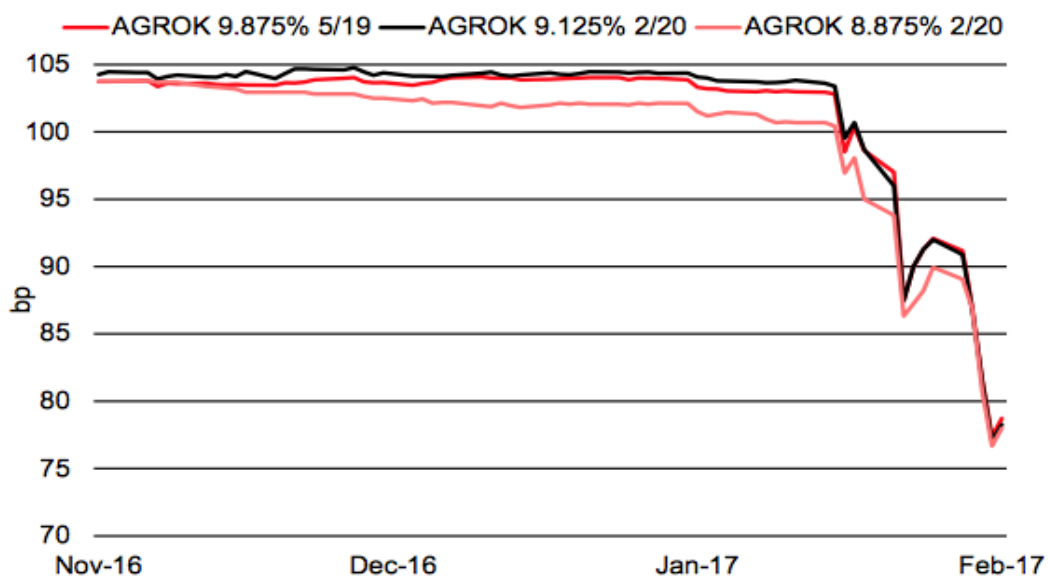
Euro denominirane obveznice dospjeća 2020. godine izdane su po paru u ukupnom iznosu od 325 milijuna eura. Dospjevaju 1. veljače 2020. uz godišnju kamatu od 9,125 %.

Dolarski denominirana obveznica dospjeća 2020. godine izdana je po paru u ukupnom iznosu od 300 milijuna USD. Dospjeva 1. veljače 2020. godine uz godišnju kamatu od 8,875 %.

Riječ je o obveznicama ukupne vrijednosti 900 milijuna eura koje dospjevaju u relativno kratkom periodu. Zbog trenutačnih financijskih problema koncerna ulagači u ove vrijednosne papire su procijenili kako je kreditni rizik vrlo visok, a to je posebno došlo do izražaja kada je donesena odluka da Agrokor u svibnju ne isplati kupon na obveznicu s dospjećem 1. svibnja 2019.

Rasprodaja ovih vrijednosnih papira na tržištu srušila je njihovu vrijednost na 15 % nominalne vrijednosti u lipnju 2017., ili jednostavnije na otprilike samo 15 centa za 1 uloženi euro. Drastičan pad cijene Agrokorovih obveznica prikazan je na Slici 11.

**Slika 11.** Kretanje cijena obveznica Agrokorora





Izvor: Berlinska burza; Seeking alpha

Osim navedenih obveznica koje je izdao sam Agrokor važnu ulogu u financijskoj krizi Agrokora ima obveznica koju je 2014. godine izdalo poduzeće-majka Adria Group Holding u vrijednosti od 475 milijuna eura.<sup>42</sup>

Osim relativno velikog iznosa ovaj je instrument specifičan s obzirom na to da se ne radi o klasičnoj obveznici nego hibridnom instrumentu, oblika *paymen-in-king* (PIK). PIK obveznica tip je dužničkog instrumenta koji ulagačima do dospijeca ne isplaćuje kamatu u novcu. Najčešće se glavnica uvećava za kamatu, ali vlasnik obveznice može dobiti i dionice kompanije. Budući da ulagači do dospijeca u pravilu ne mogu računati na novčani tijek, PIK obveznice smatraju se rizičnijim instrumentom koji nosi više prinose.<sup>43</sup> Za razliku od ostalih dugova za koje jamče tvrtke koncerna, taj je dug pokriven dionicama Agrokora te ako se ne uspije refinancirati, vlasnici obveznica bi mogli automatski preuzeti upravljanje nad kompanijom.

Također, dodatnim kreditnim aranžmanima i klauzulama inicijalnog ugovora, Agrokor se obvezao

<sup>42</sup>Objava na web stranici Agrokora, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/en/news/agrokor-launches-e475-million-pik-toggle-loan/> (pristupljeno 14. kolovoza 2017.)

<sup>43</sup>Poslovni dnevnik, <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/agrokor-izdaje-485-milijuna-eura-pik-obveznica-uvjet-izdanja-ipo-do-2016-272017> (pristupljeno 14. kolovoza 2017.)

isplatiti PIK obveznicu oko tri mjeseca prije inicijalno dogovorenog roka dospijeća, a te dodatne klauzule su stvorile i čvršću vezu između ranije navedenih obveznica i PIK obveznice.<sup>44</sup>

Zbog važnosti ovoga instrumenta, on je u ranije spomenutoj odluci Moody'sa već u siječnju 2017. bio uključen u dug Agrokora, što je dodatno pogoršalo pokazatelje zaduženosti kompanije. Istovremeno s padom cijene ranije navedenih obveznica pala je i cijena PIK obveznice, koja je također pala na oko 15 % nominalne vrijednosti.

#### **4.2.4 Aktivacija zadužnica**

Zbog dvostrukog smanjenja kreditnog rejtinga, pada vrijednosti obveznica na tržištima, sve značajnijih financijskih problema koncerna i rasta broja dana odgode plaćanja potkraj ožujka 2017. godine, pojedini dobavljači odlučili su pokrenuti postupak prisilne naplate i aktivirali svoje zadužnice.

Kako je objašnjeno u Poglavlju 3., zadužnica ima svojstvo pravomoćnog rješenja o ovrsi te se njezinim podnošenjem na naplatu plijene svi računi dužnika kod svih poslovnih banaka. Zato je 31. ožujka objavljeno kako su nakon aktivacije zadužnica blokirani računi Agrokora, Konzuma, Leda, Tiska i PIK Vrbovca, Jamnice, Zvijezde i Belja, što je ovim poduzećima onemogućilo normalno poslovanje.

Kompanije listane na Zagrebačkoj burzi morale su o ovome obavijestiti ulagače i javnost, a primjer takve objave u slučaju kompanije Ledo d.d. prikazan je na Slici 12.

Blokada računa ovih poduzeća pojačala je paniku na Zagrebačkoj burzi te je burzovni indeks Crobexa zabilježio značajan pad (Slika 13.), što također ide u prilog tezi da je Agrokor sistemski važna kompanija jer problemi u njezinim sastavnicama mogu utjecati na cijenu dionica svih poduzeća izlistanih na Zagrebačkoj burzi.

---

<sup>44</sup>Agrokora's debt structure in focus as PIK „time-bomb“ grows, Reuters, dostupno na: <http://uk.reuters.com/article/agrokora-debt-idUKL5N1FN4X1> (pristupljeno 18. kolovoza 2017)

## Slika 12. Obavijest o blokadi računa – Ledo

**ZAGREBAČKA BURZA**  
Zagreb Stock Exchange

Intranet za izdavatelje | Mapa web

Moja burza O Burzi Investitori Akademija Konferencije i događanja Kontakt Pretraživanje...

Naslovna → Ledo d.d. - Obavijest o blokadi poslovnih računa ispiši

### Ledo d.d. - Obavijest o blokadi poslovnih računa

31.03.2017 14:49:48

Obavijest o blokadi poslovnih računa

Vezani dokumenti:

**Ledo d.d. - Obavijest o blokadi poslovnih računa**

**NAPREDNO PRETRAŽIVANJE**

Traženi pojam:

Kategorija: Sve

Traži

PO PROMETU	▲ TOP 10	▼ TOP 10
HPB	710,70	545,00
HT	586,29	178,66
RIVP	291,46	44,70
ARNT	175,42	488,00
PODR	153,82	314,00
PLAG	143,02	6.800,00
KRAS	131,73	465,00
ATPL	120,75	436,00

Izvor: Zagrebačka burza

## Slika 13. Crobex i kriza Agrokora



Izvor: Zagrebačka burza

#### 4.2.5 Izdana jamstva

Financijsku poziciju koncerna Agrokor dodatno je zakomplicirala i učinila manje transparentnom činjenica da su iza velikih zaduženja, ranije navedenih obveznica u vrijednosti od oko 900 milijuna eura te najvećeg kredita Sberbank od 600 milijuna eura, stajala jamstva povezanih društava.

Radi boljeg razumijevanja razmjera ovoga problema može se uzeti primjer Leda koji je na dan 31. prosinca 2016. imao 18,9 milijardi kuna garancija u korist društva Agrokor d.d.<sup>45</sup>

Također, postojala su dvostruka jamstva, primjerice između poduzeća Ledo i PIK Vrbovec, koje se temeljilo na tzv. Jamstvenoj izjavi kojom se PIK Vrbovec obvezao preuzeti jamstva Leda izdanih u korist Agrokora.<sup>46</sup>

Do ovih informacija moglo se doći nakon što su manjinski dioničari članicama grupe Agrokor, koja su izlistana na Zagrebačkoj burzi uputila jedanaest identičnih pitanja. Od jedanaest pitanja na koja su morale odgovoriti uprave Agrokorovih tvrtki, najzanimljivija su ona o ukupnim obvezama društava na temelju jamstava Agrokoru d.d., o obvezama po sudužništvima s vladajućim društvom, kao i obvezama prema ostalim povezanim osobama.

Osim Leda na ova su pitanja odgovorili predstavnici Jamnice, Belja i PIK Vinkovci, a prema dostupnim podacima, ukupan zbroj svih jamstava iznosi više 90 milijardi kuna<sup>47</sup>.

Jamnica je ukupno po jamstvima i sudužništvima Agrokoru d.d. izložena 27,1 milijardi kuna, a prema drugim povezanim osobama koncerna istodobno imaju dodatne potencijalne obveze od još 4,1 milijarde kuna, tj. 31,2 milijarde kuna. Uprava PIK-a Vinkovci prijavila je 21 milijardu kuna potencijalnih obveza po jamstvima i sudužništvima za krovnu kompaniju, a Belje 19,7 milijardi kuna jamstava i sudužništava prema Agrokoru d.d. i još dodatnu 879 milijuna kuna obveza i sudužništava prema ostalim povezanim društvima. Ovakvi financijski odnosi su osim eksplicitnog duga u poduzećima stvorili značajnu razinu implicitnog duga,

---

<sup>45</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Leda, dostupno na:

[http://www.ledo.hr/datastore/filestore/51/Obavijest\\_o\\_odgovorima\\_na\\_postavljena\\_pitanja\\_tijekom\\_Glavne\\_Skupstine\\_15.pdf](http://www.ledo.hr/datastore/filestore/51/Obavijest_o_odgovorima_na_postavljena_pitanja_tijekom_Glavne_Skupstine_15.pdf) (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

<sup>46</sup>Dostupno na: [http://www.ledo.hr/datastore/filestore/51/Obavijest\\_-\\_Jamstvena\\_izjava\\_u\\_korist\\_Leda\\_d.pdf](http://www.ledo.hr/datastore/filestore/51/Obavijest_-_Jamstvena_izjava_u_korist_Leda_d.pdf) (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

<sup>47</sup><http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/todoricev-inzenjering-kako-je-na-cetiri-poznate-tvrtke-natovareno-90-milijardi-duga-otkriva-se-konstrukcija-na-kojoj-se-temeljilo-cijelo-carstvo/6246241/> (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

proizašlog iz potencijalne aktivacije jamstava.

Ovi financijski aranžmani otvorili su vrlo važno pitanje uloge regulatora. Postavlja se pitanje kako je moguće da regulator nije spriječio da poduzeća, koja su obavezna objavljivati sve relevantne informacije za ulagača, izdaju jamstva deseterostruko veća od vrijednosti vlastite imovine.

Drljača (2017)<sup>4849</sup> eksplicitno otvara pitanje uloge HANFA-e i ističe kako HANFA nije zaštitila manjinske dioničare, među kojima su i mirovinski fondovi koje također nadzire te da HANFA nije učinila dovoljno po pitanju zaustavljanja loše prakse mjeničnog poslovanja Agrokora niti rasta faktoringa nakon što je HNB zaštitio bankarski sustav limitiranjem izloženosti banaka Agrokoru. Također ističe da bi se HANFA trebala ugledati na američki *Securities and Exchange Commission* (SEC) koji ulogu zaštite shvaća puno šire od hrvatskog regulatora.

### **4.3. Reakcija nositelja ekonomske politike – „lex Agrokor“**

S obzirom na sve veću vjerojatnost da bi koncern Agrokor mogao završiti u stečaju, Vlada Republike Hrvatske je na 28. sjednici 31. ožujka 2017.<sup>50</sup> usvojila *Prijedlog zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku, s konačnim prijedlogom zakona*, koji je Sabor usvojio na sjednici 6. travnja 2017. pod nazivom *Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku*.<sup>51</sup>

Iako su problemi nalik na one u kojima se našao koncern Agrokor i njihova potencijalna rješenja definirani Stečajnim zakonom te Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, prilikom predlaganja Zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku Vlada je istaknula temeljne manjkavosti ovoga zakona i objasnila potrebu za novim zakonom.

---

<sup>48</sup>Drljača, G. (2017): Što će nam Hanfa kojoj je 'normalno' to što se Ledu dogodilo s jamstvima?; Jutarnji list, 1. 6. 2017.; dostupno na: <http://www.jutarnji.hr/komentari/sto-ce-nam-hanfa-kojoj-je-normalno-to-sto-se-ledu-dogodilo-s-jamstvima/6161536/> (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

<sup>49</sup>Drljača, G. (2017): Da Hanfa radi kao američki SEC, slučaj Agrokor nikad se ne bi dogodio; Jutarnji list, 8. 6. 2017.; dostupno na: <http://www.jutarnji.hr/komentari/da-hanfa-radi-kao-americki-sec-slucaj-agrokor-nikad-se-ne-bi-dogodio/6203486/> (pristupljeno 24. kolovoza 2017.)

<sup>50</sup>28. sjednica Vlade RH, dnevni red: <https://vlada.gov.hr/sjednice/28-sjednica-vlade-republike-hrvatske-20394/20394> (pristupljeno 24. kolovoza 2017.)

<sup>51</sup> NN 32/2017



Stečajnim zakonom uređuju se pretpostavke za otvaranje predstečajnoga postupka, predstečajni postupak, pravne posljedice njegova otvaranja i provedbe, pretpostavke za otvaranje stečajnoga postupka, stečajni postupak, pravne posljedice njegova otvaranja i provedbe, stečajni plan, osobna uprava dužnika nesposobnoga za plaćanje te pretpostavke i učinci oslobađanja dužnika od preostalih obveza.

Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi uređuju se financijsko poslovanje poduzetnika, rokovi ispunjenja novčanih obveza i pravne posljedice zakašnjenja s ispunjenjem novčanih obveza i financijski nadzor trgovačkih društava i pravnih osoba s javnim ovlastima te druga pitanja s tim u vezi.

Međutim, kako je istaknuto u obrazloženju Vlade, zakonska rješenja iz navedenih propisa pokazuju se nedovoljno učinkovitim za upravljanje rizicima koji po stabilnost hrvatskoga gospodarstva mogu nastati u slučaju dubokih financijskih poteškoća u trgovačkim društvima koja, uključujući povezana i ovisna društva, imaju sistemski značaj za Republiku Hrvatsku.

Temeljni cilj novoga zakona je zaštititi održivost poslovanja trgovačkih društava od sistemskog značaja za vrijeme dok se provodi poslovno, financijsko i vlasničko restrukturiranje, a sve s ciljem sprječavanja negativnih posljedica na ukupnu gospodarsku, socijalnu i financijsku stabilnost u koje bi mogle proizaći iz naglog diskontinuiteta u poslovanju ovakvih društava.

Konkretno, ovim zakonom su uređene pretpostavke za otvaranje postupka izvanredne uprave, postupak izvanredne uprave, nadležnost tijela, pravne posljedice njegova otvaranja i provedbe, postupak sklapanja nagodbe s vjerovnicima te druga pitanja s tim u vezi. Odnos između dužnika i vjerovnika na koje se odnosi zakon regulira se uvođenjem mjere izvanredne uprave uz istodobno razmjerno uvažavanje interesa drugih sudionika.

Iako je ranije pokazano zašto se Agrokor može smatrati sistemski važnim poduzećem, potrebno je definirati pojam sistemski važnog poduzeća na kojem se temelji novodoneseni zakon.

Dioničko društvo od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku je ono koje, samostalno ili zajedno sa svojim ovisnim ili povezanim društvima, kumulativno ispunjava sljedeće uvjete:

- da u kalendarskoj godini koja prethodi godini u kojoj je podnesen prijedlog za otvaranje postupka izvanredne uprave samostalno ili zajedno sa svojim ovisnim ili povezanim društvima zapošljava prosječno više od 5000 radnika
- da postojeće bilančne obveze samostalno ili zajedno sa svojim ovisnim ili povezanim društvima iznose više od 7.500.000.000,00 kuna, odnosno u slučaju bilančnih obveza koje su denominirane u drugoj valuti, ako iznose više od kunske protuvrijednosti 7.500.000.000,00 kuna računajući na dan podnošenja prijedloga za otvaranje postupka izvanredne uprave.

Mediji su ovaj zakon nazvali *Lex Agrokor*, ali opis sistemski važnog poduzeća prema uvjetima koji su navedeni u Zakonu zadovoljava desetak poduzeća.<sup>52</sup>

Dana 7. travnja 2017. Trgovački sud u Zagrebu obavijestio je Vladu i Ministarstvo gospodarstva, poduzetništva i obrta o zahtjevu Agrokor koncerna za pokretanje postupka izvanredne uprave nad navedenim dužnikom i nad svim njegovim ovisnim i povezanim društvima, a Vlada je za izvanrednog povjerenika predložila Antu Ramljaka.

Trgovački sud u Zagrebu 10. travnja 2017. imenovao je Antu Ramljaka izvanrednim povjerenikom Agrokor te zabranio pokretanje i vođenje parničnih, ovršnih, upravnih i postupaka osiguranja i dr. protiv Agrokor i njegovih dvadeset četiri povezana i ovisna društva u Hrvatskoj, čime je omogućena deblokada računa koncerna i njegovih tvrtki.<sup>53</sup>

Iako se očekivalo da će ova odluka Vlade smanjiti percepciju rizika među kreditorima i dobavljačima, agencija Moody's je tu odluku ocijenila negativnom jer se radi o presedanu s neizvjesnim posljedicama te je smanjila kreditni rejting na Caa2<sup>54</sup>, a na Slici 11. i 13. se vidi kako su obveznice i dionice nastavile gubiti vrijednost.

---

<sup>52</sup><http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/vlada-usvojila-lex-agrokor-novi-zakon-moze-se-primijeniti-na-deset-tvrtki-u-hrvatskoj-u-odnosu-na-prvi-nacrt-donesene-su-i-neke-znacajne-izmjene/5844487/> (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

<sup>53</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Agrokor: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/ante-ramljak-izvanredni-povjerenik-agrokora/> (pristupljeno 24. kolovoza 2017)

<sup>54</sup> Moody's (2017): Rating Action: Moody's downgrades Agrokor's rating to Caa2; negative outlook, dostupno na: [https://www.moody's.com/research/Moodys-downgrades-Agrokors-rating-to-Caa2-negative-outlook--PR\\_364764](https://www.moody's.com/research/Moodys-downgrades-Agrokors-rating-to-Caa2-negative-outlook--PR_364764) (pristupljeno 22. kolovoza 2017.)

#### 4.4. Promemorija o mjenicama

Poslovanje Agrokora i odnos s dobavljačima se godinama temeljio na izdavanju mjenica koje su dobavljači naknadno prodavali faktoring kućama. Iako je, kako je ranije objašnjeno, korištenje mjenica (i zadužnica) uobičajena poslovna praksa, u slučaju Agrokora se radilo o vrlo kompleksnim odnosima, koji su uključivali veliki broj poduzeća, finansijskih institucija, te se radilo o vrlo visokim iznosima. Također, važno je istaknuti da su u slučaju nemogućnosti naplate vjerovnici (faktoring kuće) mogle teretiti dobavljače koji su bili imatelji mjenice Agrokora.

Iz ovih je razloga 18. travnja 2017. potpisana tzv. Promemorija o mjenicama<sup>55</sup> čiji je cilj definiranje i uređivanje odnosa dobavljača i vjerovnika po pitanju mjenica, a poštujući načelo suradnje i raspodjele rizika i troška. Konkretnije, svrha Promemorije je definiranje uvjeta pod kojima će se vjerovnici suzdržavati od postupaka prisilne naplate potraživanja, kao i načela kojima će se vjerovnici i dobavljači voditi u nastojanjima mirnog rješenja međusobnih odnosa.

Kompleksnost ovih odnosa mogu se ilustrirati uvodnim tekstom Promemorije u kojem se, među ostalim, navode sljedeće činjenice:

- društva koncerna i njegova ovisna i povezana društva navedena u rješenju izdavali su dobavljačima mjenice radi podmirivanja svojih novčanih obveza
- da su vjerovnici vršili otkup mjenica izdanih u korist dobavljača od članica Grupe kao glavnih mjeničnih dužnika te da su dobavljači u postupku otkupa mjenica izdane mjenice prenosili (indosirali) u korist vjerovnika
- da su vjerovnici vršili otkup potraživanja dobavljača prema članicama Grupe temeljem isporučene robe i usluga („Regresni faktoring“)
- da su dobavljači, pored solidarne obveze za isplatu mjenica članica Grupe, ujedno i glavni mjenični dužnici po mjenicama i drugim instrumentima osiguranja danim kao sredstvo osiguranja za obvezu mjeničnog jamstva, a koje su korištene za (re)financiranje mjenica izdanih od članica Grupe
- da prema dobavljačima potencijalno mogu istovremeno biti postavljena dva zahtjeva

---

<sup>55</sup>Dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/povjerenik-potpisao-promemoriyu-o-mjenicama-agrokora/> (pristupljeno 14. kolovoza 2017.)

za isplatu tražbina: jedan s osnove regresne obveze po mjenicama izdanim od članica Grupe i drugi s osnove obveze glavnoga mjeničnog dužnika na temelju instrumenata osiguranja danih za refinanciranje od vjerovnika

- da su dobavljači potpisivanjem indosamenta postali mjenični dužnici koji solidarno odgovaraju za isplatu mjeničnog iznosa, odnosno sklapanjem ugovora jamčili za naplatu ustupljenih potraživanja
- da su članice Grupe prestale izdane mjenice plaćati odnosno, plaćati obveze po dospijeću.

Promemorija je vrlo važan dokument u procesu stabilizacije krize Agrokoru jer samim pristupanjem Promemoriji vjerovnici i dobavljači mogu osigurati da se uz određene uvjete nad dobavljačima ne provode prisilne naplate.

#### **4.5. Prijava tražbina – vjerovnici i imatelji mjenica**

Nakon što je potpisana Promemorija o mjenicama, koja je spriječila prisilnu naplatu nad dobavljačima, izvanredna uprava je otvorila poziv za prijavu tražbina i za vjerovnike i za dobavljače, na račun mjenica.<sup>56,57</sup>

Svi Agrokorovi vjerovnici bili su pozvani da prijave svoje tražbine izvanrednom povjereniku u roku od 60 dana od objave Rješenja, koji je počeo teći 10. travnja 2017. te je trajao do 9. lipnja 2017., čime je završen prvi dio procesa prijave tražbine. Drugi dio procesa prijave tražbina bio je vezan uz pristizanje prijava vjerovnika povezanih i ovisnih, a rok za ove prijave počeo je teći od 60 dana od objave dopuskog Rješenja te je istekao 20. lipnja 2017.

Prema izvješću od 27. lipnja, prijavljeno je oko 12 000 tražbina.<sup>58</sup>

#### **4.6. Novi kredit i dogovor s dobavljačima – stabilizacija situacije**

Osim navedenih postupaka izvanredna uprava Agrokoru je u cijelom razdoblju od imenovanja vodila aktivne pregovore s dobavljačima o redoslijedu i opsegu isplate potraživanja, što je bio jedan od temelja za suglasnost Privremenoga vjerovničkog vijeća, koji čine i predstavnici

---

<sup>56</sup>Priopćenje na internet stranici Agrokoru, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/ante-ramljak-izvanredni-povjerenik-agrokoru/> (pristupljeno 24. kolovoza 2017.)

<sup>57</sup>Priopćenje na internet stranici Agrokoru, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/prijava-trazbina-mjenice/> (pristupljeno 24. kolovoza 2017.)

<sup>58</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Agrokoru, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/završen-proces-prijave-trazbina-u-agrokoru/> (pristupljeno 24. kolovoza 2017.)

dobavljača i financijskih institucija, za novo zaduživanje Agrokoru.

Iz Slike 11. i Slike 13. može se vidjeti kako se situacija na tržištu, vezana uz Agrokor, počela smirivati u lipnju 2017. godine. Ovo smirivanje je posljedica dogovora između izvanredne uprave i Vjerovničkog vijeća koja je omogućila novo zaduženje Agrokoru.

Dana 8. lipnja 2017. privremeno Vjerovničko vijeće dalo je Agrokoru suglasnost za ugovaranje novog financiranja od 480 milijuna eura.<sup>59</sup>

U iznos od 480 milijuna eura uključeno je i 80 milijuna eura kredita koji je Agrokoru odobren od domaćih banaka u travnju. Povrh ovoga iznosa, za dobavljače je posebno predviđeno i dodatnih 50 milijuna eura potencijalnoga robnog kredita s refinanciranjem. Ukupni kreditni aranžman tako iznosi 1,060 milijuna eura, od čega je novo zaduženje ukupno do 530 milijuna eura, a ostatak iznosa je namijenjen refinanciranju starog duga.

Sveukupno financiranje u iznosu do 480 milijuna eura strukturirano je kao dugoročni zajam, a ključni uvjeti novoga financijskog aranžmana su 1 : 1 refinanciranje duga nastaloga prije pokretanja postupka izvanredne uprave na temelju iznosa iz novog zajma uz 4 % godišnje kamate koja se pripisuje glavnici ili 3,8 % u gotovini plativo jedanput godišnje. Kredit je odobren na rok do 15 mjeseci i ovo kreditiranje ima status najstarije tražbine prema odredbama Zakona o postupku izvanredne uprave.

Ukupno osiguran iznos početkom srpnja, koji uključuje i 1 : 1 refinanciranje starih dugovanja sudionika kredita, iznosio je 800 milijuna eura uz sudjelovanje više od dvadeset hrvatskih i internacionalnih banaka i fondova. Dodatnih 80 milijuna eura novog novca također je osigurano i dostupno je Agrokoru za povlačenje do 15. listopada 2017.

Potkraj srpnja je Privremeno vjerovničko vijeće odobrilo plaćanja u ukupnom iznosu do 132 milijuna kuna za više od 2100 dobavljača Agrokoru. Velik dobavljači i ostali vjerovnici bili su u ovoj odluci solidarni s najmanjim dobavljačima, kako bi samo ovoj kategoriji vjerovnika mogli biti isplaćeni puni iznosi duga. U ovu svrhu je u okviru ranije spomenutog financiranja izdvojen iznos od ukupno do 150 milijuna eura za isplatu dijela starog duga svim

---

<sup>59</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Agrokoru, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/privremeno-vjerovnicko-vijece-dalo-agrokoru-suglasnost-za-ugovaranje-novog-financiranja-od-480-milijuna-eura/> (pristupljeno 14. srpnja 2017.)

dobavljačima Agrokoru koji zadovoljavaju kriterije prezentirane Privremenom vjerovničkom vijeću, od kojeg je iznos do 30 milijuna eura namijenjen OPG-ovima, obrtnicima i mikro dobavljačima. Također, potkraj srpnja je objavljen poziv za dobavljače za sudjelovanje u financiranju uz isporuku robe do 50 milijuna eura.<sup>60</sup>

#### 4.7. Sažeta analiza zadnjega objavljenog financijskog izvješća Agrokoru

Početkom kolovoza izvanredna uprava je objavila vrlo važno financijsko izvješće u kojem se prikazuje poslovanje Agrokoru u prvoj polovici 2017. godine.<sup>61</sup>

**Tablica 3.** pokazuje rezultate poslovanja ključnih kompanija koncerna, segmentiranih u ranije objašnjene grupe.

**Tablica 3.** Rezultati poslovanja Agrokoru u razdoblju siječanj – lipanj 2017.

<i>(mil. HRK)</i>	Maloprodaja i veleprodaja <sup>1</sup>	Prehrana <sup>2</sup>	Poljoprivreda <sup>3</sup>
Prihod	7.294	3.982	1.353
Bruto marža	916	1.392	322
<i>Bruto marža %</i>	12,6%	34,9%	23,8%
EBITDA	-234	521	141
<i>EBITDA %</i>	-3,2%	13,1%	10,4%

Izvor: LiderMedia, dostupno na: <https://lider.media/wp-content/uploads/2017/08/Agrokor-mjese%C4%8Dno-izvje%C5%A1%C4%87e-srpanj-2017.pdf>

Kako se ističe u izvješću, rezultati poslovne grupe Maloprodaja su sezonskog karaktera te su kao takvi podložni nižoj profitabilnosti u prva dva kvartala godine. Hrvatske maloprodajne kompanije najbolje rezultate ostvaruju za vrijeme ljetne turističke sezone. U razdoblju prije pokretanja postupka izvanredne uprave poslovna grupa Maloprodaja i veleprodaja imala je značajnih problema s likvidnošću koji su se manifestirali kroz nemogućnost servisiranja

<sup>60</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Agrokoru, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/agrokor-poziva-dobavljače-na-davanje-izjave-o-namjeri-sudjelovanja-u-financiranju-uz-isporku-robe-odnosno-pruzanje-usluga-u-vrijednosti-do-najviše-50-000-000-00-eur/> (pristupljeno 26. kolovoza 2017.)

<sup>61</sup>Dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/izvanredna-uprava-objavila-mjesečno-izvješće-za-srpanj-2017/> (pristupljeno 26. kolovoza 2017.)

obveza i nabavke roba i usluga. Posljedica toga bile su suboptimalne razine zaliha, negativna percepcija na tržištu te značajan pad broja kupaca. S pokretanjem postupka izvanredne uprave i realizacijom novog financiranja situacija se počela stabilizirati. Broj kupaca i prosječna vrijednost košarice su se oporavili te se približavaju iznosima prošlih godina. Kontinuirano se radi na optimizaciji troškova i mjerama restrukturiranja kojima je cilj daljnje poboljšanje rezultata.

Poslovna grupa Hrana, koja je isto pretežno sezonskog karaktera, ostvarila je u promatranom razdoblju solidne rezultate. S pokretanjem postupka izvanredne uprave i osiguranom likvidnošću, prehrambene kompanije su normalizirale proizvodnju i poslovne procese koji su u prethodnom razdoblju bili narušeni. S povećanom proizvodnjom cilj je proteklih mjeseca bio povećati razinu zaliha, koja je bila značajno ispod prošlogodišnje, i pripremiti kompanije za uspješnu ljetnu sezonu.

Za poslovnu grupu Poljoprivreda prvi mjeseci 2017. godine bili su obilježeni slabom likvidnošću, pogoršanim uvjetima s dobavljačima i problemima s normalnim funkcioniranjem lanca opskrbe. Zahvaljujući novom financiranju značajno su poboljšane likvidnost i stabilnost kompanija, a dostatna likvidnost omogućit će nabavljanje sirovine po povoljnijim cijenama te će pozitivno utjecati na jačanje profitabilnosti. Tijekom lipnja 2017. godine definirana je strategija restrukturiranja koja obuhvaća zatvaranje neprofitabilnih segmenata poslovanja i druge aktivnosti kojima je cilj poboljšanje rezultata kroz smanjenje operativnih troškova.

Dakle, posljednje financijsko izvješće pokazuje da se situacija u Agrokoru stabilizirala te da ključne kompanije ostvaruju solidne operativne rezultate. Međutim, pred Agrokorom je dug i zahtjevan proces financijskog restrukturiranja, zatim operativnog, a u konačnici i vlasničkog pa su rizici i dalje značajni.

## 5. SUSTAV EVIDENCIJE INSTRUMENTATA OSIGURANJA PLAĆANJA

U prethodnom poglavlju pokazano je koliko je kompleksna struktura poslovanja koncerna Agrokor te odnos s dobavljačima, koji se najvećim dijelom temeljio na izdanim mjenicama (i u manjem dijelu zadužnicama). U ovom poglavlju istaknut će se važnost sustava evidencije instrumenata osiguranja plaćanja koji može značajno smanjiti rizik korištenja ovih instrumenata.

### 5.1. Sustav evidencije instrumenata osiguranja plaćanja

U Republici Hrvatskoj ne postoji propis koji bi odredio način vođenja instrumenata osiguranja plaćanja unutar poduzeća.

Jedino je s računovodstvenog aspekta jasno da se mjenica vodi bilančno, kao vrijednosni papir i sredstvo plaćanja, a zadužnica izvanbilančno jer predstavlja garanciju. Primjer evidencije navedenih instrumenata plaćanja prikazan je u Tablici 4.

#### Tablica 4. Primjer evidencije instrumenata osiguranja plaćanja

I. Evidencija vrijednosnih papira – MJENICA – bilančno:

- PRIMLJENA MJENICA 111 – partner XXX /120 – partner xxx
- ISTA NAPLAĆENA 100/111 –partner xxxx
- IZDANA MJENICA 220 – partner yyy/211 – partner yyy
- ISTA PLAĆENA 211 – partner /100

II. Evidencija osiguranja - ZADUŽNICA - vanbilančno:

Izdana zadužnica – 990 – partner-aaa/998-partner aaa  
Vraćena ili naplaćena zadužnica – 998-partner aaaa/ 990 – partner aaa

Primljena zadužnica – 991 – partner bbb/ 999 partner bbb  
Vraćena ili plaćena zadužnica – 999 partne bbbb / 991 partner bbbb

Izvor: izrada autorice na temelju intervjua s predstavnikom poduzeća MGK – pack d.d.

Konkretnije, instrumenti osiguranja plaćanja uglavnom se vode u pojedinim excel tablicama, koje mogu biti strukturirane kako je prikazano na Slici 14.



**Slika 14.** Excel tablica s instrumentima osiguranja

rbr	IZDANO U KORIST			IZNOS		vrsta (bjanko/obična)	svrha izdavanja	javni bilježnik	datum ovjere	broj ovjere	aktivna (da/ne)	napomena
	naziv/prezime i ime	adresa	OIB	iznos tražbine	max iznos							
1					50,000.00	bjanko	Ugovor o stručnom usavršavanju od 29.10.2012.		12.11.2013.		da	
2					50,000.00	bjanko	Ugovor o stručnom usavršavanju od 8.9.2014.		16.09.2014.		da	
3					50,000.00	bjanko	Ugovor o stručnom usavršavanju od 22.7.2014.		22.10.2014.		da	
4					50,000.00	bjanko	Ugovor o stručnom usavršavanju od 7.7.2016		25.7.2016.		da	
5					100,000.00	bjanko	za isporuku servera (plaćanje u ratama do 31.12.2017.)		11.04.2017.		da	
6												
7												
8												
9												
10												
11												
12												
13												
14												

Izvor: obrada autorice na temelju intervjua s predstavnikom poduzeća MGK – pack d.d.

Međutim, ovakav pristup je povoljan za manja poduzeća koja nemaju prevelik broj dobavljača i instrumenata osiguranja dok za velika poduzeća, poput onih koja čine koncern Agrokor, ovakav pristup ne može biti zadovoljavajući.

Veća poduzeća koriste gotova softverska rješenja za evidenciju instrumenata plaćanja, koja su financijski zahtjevnija, ali omogućuju automatsku evidenciju svih instrumenata i nude različite opcije upisa, poništavanja, praćenja, aktiviranja instrumenata i sl.

Prikaz jednoga softverskog rješenja na primjeru zadužnice dan je na Slici 15.

**Slika 15.** Unos primljene zadužnice u softveru

The screenshot displays a software interface for entering a received invoice. The window title is "Primljene zadužnice - 1958-53600012-10". The interface is divided into several sections:

- Document Details:** Broj dokumenta: 0V-1257-10; Tip dokumenta: PRIMLJENE ZADUŽNICE; Uručbeni broj: 1958-53600012-10; Broj: 12; Godina: 2010.
- Creditor (Vjerovnik):** Šifra: 90780; Naziv: TVRKA GD; OIB: 27905228158; Adresa: TRNSKO 1, ZAGREB.
- Debtor (Dužnik):** Šifra: 90784; Naziv: TERMO-EKSPRES D.O.O.; OIB: 43569579296; Adresa: UL. GAJ 4, ZAGREB.
- Payment (Plaćanje):** Propisani iznos: 10.000,00; Iskorišteni iznos: 9.000,00; Preostali iznos: 1.000,00; Naplaćeno: 9.000,00; Za naplatiti: 0,00.
- Account (Račun):** Račun vjerovnika: 2360000-11002255448; Banka vjerovnika: ZAGREBAČKA BANKA; Račun dužnika: 2494008-1104438354; Banka dužnika: RAIFFEISENBANK AUSTRIJA D.D.
- Issuance (Izdavanje):** Datum izdavanja: 01.09.2010; Datum primka: 04.11.2010; Mjesto izdavanja: ZAGREB.

Izvor: Microlab, dostupno na: <http://www.exitc.rs/diglasftp/Upute/UPUTE%20DIGLAS-FIN-Zadu%9Enica.pdf>

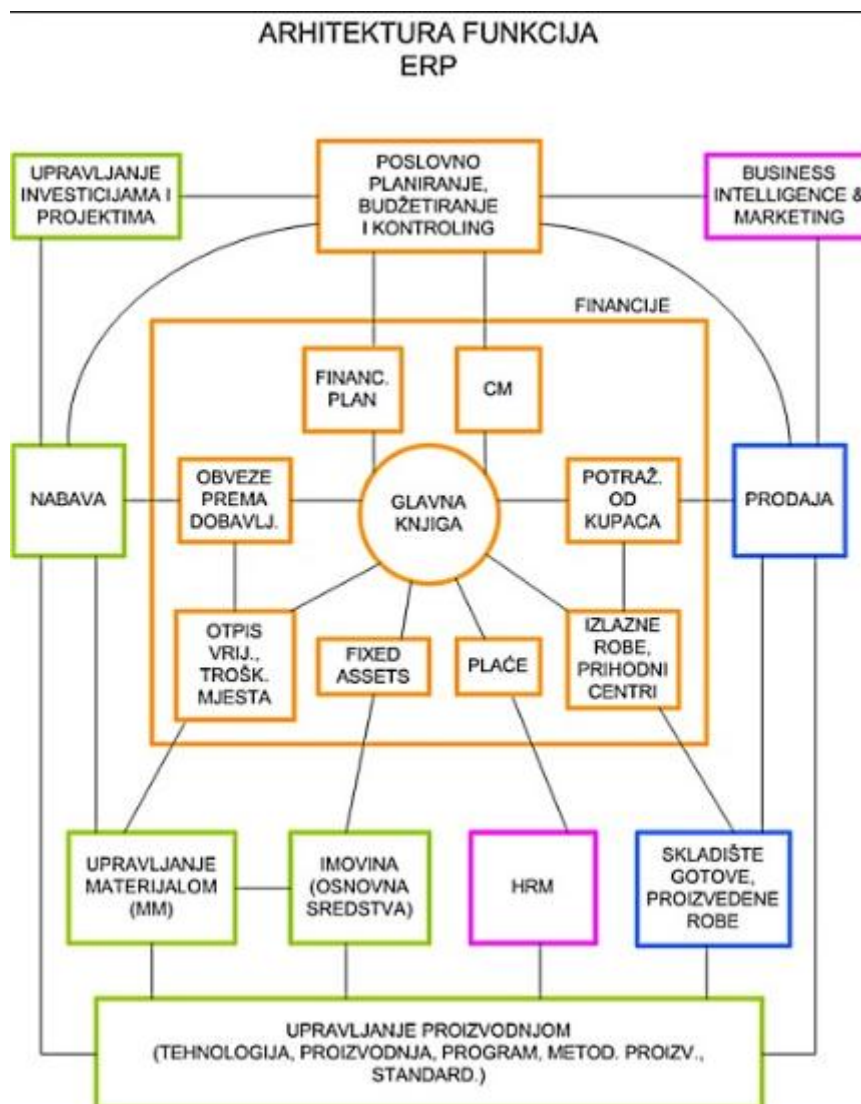
Iako nije moguće doći do informacija o sustavu evidencije instrumenata osiguranja, u koncernu Agrokor za velike sustave ova bi se evidencija trebala voditi u okviru integriranih informacijskih sustava tzv. *enterprise resource planning* (ERP), tj. sustava za upravljanje resursima poduzeća.

ERP je uobičajeni naziv za poslovni softver koji integrira aktivnosti različitih odjela kao što je nabava, upravljanje zalihama, distribucije proizvoda, praćenje narudžbi te proizvodnja. On može objediniti module za financije, računovodstvo i upravljanje ljudskim resursima.

Dakle, pojednostavljeno, ERP je poslovni program koji objedinjuje više procesa i odjela u tvrtki. Ovakav sustav omogućuje potpunu kontrolu nad poslovnim procesima u poduzeću te

automatizira različite procese, a često ima i integriran sustav ranog upozorenja.

**Slika 16.** ERP sustav – shematski prikaz



Izvor: Infodom; dostupno na: <http://www.infodom.hr/default.aspx?id=33>

U slučaju članica koncerna Agrokor najvažniji dio ERP sustava prikazan je strelicama od nabave, obaveza prema dobavljačima i glavne knjige.

Prema podacima dostupnim na internetskoj stranici Agrokora,<sup>62</sup> 2006. godine koncern je potpisao višegodišnji ugovor za implementaciju SAP ERP sustava 2006. godine. Implementacija je trebala krenuti u članici grupe Konzum, s procjenom da implementacija

<sup>62</sup>Priopćenje na internetskoj stranici Agrokora, dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/agrokor-koncern-odabrao-sap-poslovni-informacijski-sustav/> (pristupljeno 26. kolovoza 2017.)

SAP-a u Konzumu traje otprilike godinu dana te da će Konzum započeti s radom na SAP-u, na području financija i kontrolinga, početkom 2008. godine. U članici grupe Belje je ugovor o implementaciji SAP ERP sustava potpisan 2012. Godine,<sup>63</sup> dok za ostale članice nije poznato jesu li implementirale navedeni sustav.

## **5.2. Hrvatski registar zadužnica**

U kontekstu evidencije instrumenata osiguranja plaćanja u Hrvatskoj je veliki pozitivan korak napravljen uspostavom Hrvatskoga registra zadužnica.

Hrvatski registar zadužnica (HRZ) je online aplikacija koju vodi Hrvatska javno-bilježnička komora u skladu s Ovršnim zakonom (NN 112/12) i Pravilniku o Registru zadužnica i bjanko zadužnica (NN 115/12).

Svrha uvođenja Registra je sprječavanje zlouporaba zadužnica, krivotvorina i drugih manipulacija u svrhu nezakonitog pribavljanja imovinske koristi.

Vjerovnik zadužnicu odnosno bjanko zadužnicu i nadalje podnosi na naplatu u FINU. Međutim, sada je osnovni preduvjet da bi Fina mogla naplatiti zadužnicu da je ona upisana u Registar zadužnica i bjanko zadužnica, što se odnosi kako na novoizdane zadužnice tako i na one koje su izdane u razdoblju prije primjene novih propisa.

Kada Fina primi zadužnicu na naplatu, prvo provjerava je li upisana u Registar, a ako je, odgovaraju li podaci na primljenoj zadužnici onima iz Registra. Ako primljena zadužnica nije upisana u Registar ili je upisana s drukčijim podacima, Fina takvu zadužnicu neće naplatiti niti je uvesti u Očevidnik neizvršenih osnova za plaćanje.

---

<sup>63</sup><http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/u-belju-potpisan-ugovor-o-implementaciji-sap-sustava/> (pristupljeno 28. kolovoza 2017.)

Slika 17. Sučelje Hrvatskog registra zadužnica

Notaiportal - Upis u HRZ

**Bjanko zadužnica**

**Dužnik:**  
Tvrta ili skraćena tvrtka/naziv/ime i prezime: MATO MATIĆ  
Sjedište / mjesto i adresa: ZAGREB (10000), ILICA BB  
OIB: 36694389127

**Vjerovnik:**  
Tvrta ili skraćena tvrtka/naziv/ime i prezime:  
Sjedište / mjesto i adresa:  
OIB:

**Najviši iznos:** 50.000,00 kn

**Poslovni broj potvrde:** OV-48/2012

**Datum potvrde:** 25.10.2012.

**Napomena uz upis u HRZ:** Izvorik izdan stranci, preslika zadržana u arhivi javnog bilježnika.

**Jamci:** [Dodaj novog jamca](#)

**Jamac 1**  
Tvrta ili skraćena tvrtka/naziv/ime i prezime:  
Sjedište / mjesto i adresa:  
OIB:

Odustani    Upiši u HRZ

Izvor: Notaiportal; dostupno na: [http://www.notaiportal.eu/Portals/0/Dokumenti/HRZ-Upute\\_dio\\_2.pdf](http://www.notaiportal.eu/Portals/0/Dokumenti/HRZ-Upute_dio_2.pdf)

Hrvatska javnobilježnička komora odgovorna je za vođenje registra, a javni bilježnik koji potvrdi zadužnicu ili bjanko zadužnicu dužan je podatke propisane pravilnikom odmah elektroničkim putem priopćiti službi registra. Ti podaci su sljedeći: informacije o osobi koja je izdala zadužnicu ili bjanko zadužnicu, vrsti zadužnice, u čiju je korist izdana ako je riječ o zadužnici, je li preuzeto jamstvo za obvezu iz zadužnice ili bjanko zadužnice i tko ga je preuzeo, iznos tražbine za koju je izdana te podatke o javnom bilježniku koji je ispravu potvrdio, datumu i poslovnom broju potvrde. U skladu s odredbama pravilnika, podaci iz

registra su povjerljivi i njima se može koristiti FINA radi provjere.<sup>64</sup>

Međutim, kako bi se smanjio sistemski rizik poslovanja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu potrebno je uspostaviti sličan registar za ostale instrumente, ponajprije mjenice, te ga učiniti javno dostupnim kako bi poslovni partneri stekli bolji uvid u rizičnost prihvaćanja instrumenata plaćanja od pojedinih poduzeća s kojima posluju.

---

<sup>64</sup>Hrvatska javnobilježnička komora; dostupno na: <http://www.hjk.hr/O-Komori/Elektronski-upisnici> (pristupljeno 28. kolovoza 2017)

## 6. ZAKLJUČAK

Poduzeća se susreću s brojnim rizicima poslovanja, a u gospodarstvima s nedovoljno razvijenim institucionalnim okvirom i relativno niskim stupnjem pouzdatičke kulture, poput Hrvatske, poduzeća su u najvećoj mjeri izložena financijskom riziku.

Financijski rizik je vezan uz način financiranja poduzeća, osobito zaduživanjem, što može biti uzrok nelikvidnosti pa i bankrota. Financijski rizik obuhvaća nesigurnost u stvaranje dostatnih sredstava za plaćanje preuzetih obveza. Financijski rizik ovisi isključivo o formiranju strukture kapitala - što se upošljava više dugova rizik je veći.

U radu je pokazano da je upravo eskalacija financijskih rizika dovela do krize u koncernu Agrokor, koji se zbog svoje veličine i uloge u hrvatskom gospodarstvu smatra sistemski važnim poduzećem za hrvatsko gospodarstvo. Koncern Agrokor, na temelju bruto dodane vrijednosti, hrvatskom gospodarstvu direktno doprinosi s oko 12 milijardi kuna, odnosno 4% BDP-a, a istovremeno zapošljava oko 40 000 ljudi.

U radu je navedeno pet temeljnih činjenica koje su dovele do krize u Agrokoru.

Rejting agencija Moody's je već u siječnju 2017. godine snizila kreditni rejting Agrokoru zbog zabrinutosti oko stupnja zaduženosti (pri čemu je dugu Agrokoru bila pribrojana PIK obveznica).

Zbog pada rejtinga su uvjeti za novo zaduživanje Agrokoru postali nepovoljni pa je Agrokor odustao od sindiciranog kredita, što je izazvalo dodatnu zabrinutost budući da je to bio prvi put da Agrokor nije uspio refinancirati svoje obaveze.

Pad rejtinga i nemogućnost zaduživanja značajno su smanjile cijene Agrokorovih obveznica te cijene dionica Agrokorovih kompanija na Zagrebačkoj burzi.

Strah od stečaja potaknuo je pojedine dobavljače da aktiviraju zadužnice i pokušaju se prisilno naplatiti što je dovelo do blokade računa Agrokorovih kompanija. To je dovelo do daljnjeg pada cijena dionica i obustave trgovanja dionicama Agrokorovih kompanija na burzi.

Upiti manjinskih dioničara kompanija razotkrili su neočekivano visoke iznose jamstava koje su članice Agrokoru davale krovnom poduzeću za zaduživanje. Ako se zbroje jamstva Leda,

Jamnice, Belja i PIK Vinkovci dolazi se do brojke od preko 90 milijardi kuna.

Posebnu ulogu u slučaju Agrokor imaju instrumenti osiguranja plaćanja. Osim aktivacije zadužnica, koje su dovele do blokade računa Agrokorovih kompanija, veliku ulogu su imale i mjenice. Mjenice su bile u središtu pregovora između izvanredne uprave, dobavljača i vjerovnika. Budući da je Agrokor godinama poslovao gotovo isključivo na temelju izdanih mjenica (a rokovi plaćanja su prelazili 150 dana), mnogi dobavljači su mjenice prodavali faktoring kućama kako bi u kraćem roku došli do gotovine. Međutim, nemogućnošću plaćanja od strane Agrokor teret plaćanja je pao na same dobavljače pa je u središtu rasprave o daljnjim koracima u rješavanju krize u Agrokoru bila zaštita dobavljača, koja je rezultirala potpisom tzv. *Promemorije o mjenicama*.

Ovakva važnost instrumenata osiguranja plaćanja u slučaju Agrokor bila je temelj za istraživačka pitanja navedena u uvodnom dijelu rada:

**IP 1. U kojoj mjeri sustav evidencije osiguranja plaćanja može umanjiti poslovne rizike i pridonijeti uspješnom upravljanju poslovnim rizicima?**

U radu se pokazalo da instrumenti plaćanja mogu značajno utjecati na rizike poslovanja te da je njihova evidencija i praćenje te razvoj svojevrsnog sustava ranog upozorenja vrlo važan korak u zaštiti od neželjenih rizika. Iako mogu služiti kao instrument osiguranja plaćanja u hrvatskoj poslovnoj praksi je uobičajeno da se mjenice koriste kao instrumenti plaćanja i kao takve nose značajni rizik. Zato je od izrazite važnosti vršiti detaljnu i sustavnu evidenciju ovih instrumenata, posebice u manjim poduzećima koja nemaju financijsku sposobnost implementacije suvremenih ERP informacijskih sustava.

**IP 2. U kojoj mjeri je nedovoljna evidencija osiguranja plaćanja pridonijela krizi poslovanja u poslovnom sustavu Agrokor?**

Također, s obzirom na središnju ulogu u krizi Agrokor može se reći kako je bolja evidencija i transparentnost izdanih i primljenih mjenica na relaciji kompanija Agrokor-dobavljači mogla značajno smanjiti opseg nastale krize. Da je postojalo središnje mjesto na kojem se mogao pratiti količine i statuse izdanih instrumenata osiguranja plaćanja vjerojatno veliki broj dobavljača ne bi tako lako pristao prihvaćati mjenice od strane koncerna Agrokor, a i faktoring društva bi imala puno bolji uvid u rizike koje nosi otkup tih instrumenata.



## **LITERATURA**

### **Knjige:**

1. Andrijanić, I., Gregurek, M., Merkaš, Z.: Upravljanje poslovnim rizicima, materijal za interno izučavanje, VPŠ Libertas, Zagreb, 2013.
2. Babić, M. (2001) Makroekonomija, 12. izdanje. Zagreb, Mate
3. Baletić, Z. (1995): Ekonomski leksikon, Leksikografski zavod Miroslav Krleža/Masmedia, Zagreb
4. Karić, M. (2006): Analiza rizika, Ekonomski fakultet, Osijek
5. Lacković Z., (2002): Malo poduzeće u uvjetima tranzicije, Grafika Osijek
6. Ljubić, D. (2013): Modeli upravljanja rizicima naplate potraživanja u uvjetima smanjene likvidnosti, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik
7. Sadgrove, K. (2015): A Complete Guide to Business Risk Management, Routledge, New York

### **Članci objavljeni u časopisima i ostalim publikacijama:**

1. Briški D. et. al. (2011): Plaćanje i osiguranje plaćanja, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
2. Drljača, M.; Bešker, M. (2010): Održivi uspjeh i upravljanje rizicima poslovanja, Kvalitet, Vol. 7-8
3. Jelenčić, M. (2015) Uloga zadužnice kao instrumenta osiguranja naplate potraživanja u platnom prometu Republike Hrvatske, Veleučilište u Karlovcu
4. Kereta, J. (2004): Upravljanje rizicima, Računovodstvo, revizija i financije, Broj 8
5. Lark, J. (2015): ISO 31000 Risk Management: A Practical Guide for SMEs, ISO office, Geneva, Switzerland
6. Mijatović E., Pokrivač D.: Aktivnosti financijskih institucija RH s ciljem usklađivanja s EU sustavom platnog prometa, Učenje za poduzetništvo, Vol. 3., No. 2, 2013.
7. Šola, M. H. (2011): Rizik naplate, Financije i porezi, Poslovni savjetnik, prosinac 2011.

8. Udovičić, A.; Kadlec, Ž. (2013): Analiza rizika upravljanja poduzećem, Praktični menadžment, Vol. 4, br. 1

### **Elektroničke publikacije:**

1. Drljača, G. (2017): Da Hanfa radi kao američki SEC, slučaj Agrokor nikad se ne bi dogodio; *Jutarnji list*, 08.06.2017.; dostupno na: <http://www.jutarnji.hr/komentari/da-hanfa-radi-kao-americki-sec-slucaj-agrokor-nikad-se-ne-bi-dogodio/6203486/>, (pristupljeno 24. 08 2017.)

2. Drljača, G. (2017): Što će nam Hanfa kojoj je 'normalno' to što se Ledu dogodilo s jamstvima?; *Jutarnji list*, 01.06.2017.; dostupno na: <http://www.jutarnji.hr/komentari/sto-ce-nam-hanfa-kojoj-je-normalno-to-sto-se-ledu-dogodilo-s-jamstvima/6161536/>, (pristupljeno 22.08.2017.)

3. ISO 31000: 2009 Risk management - Principles and guidelines - priručnik, dostupno na: <https://www.iso.org/standard/43170.html>, (pristupljeno 26.08.2017.)

4. Nikšić, N (2014): Upravljanje potraživanjima od kupaca, njihova zaštita i naplata, *Poslovni dnevnik*, dostupno na: <http://www.poslovni.hr/tips-and-tricks/upravljanje-potrazivanjima-od-kupaca-njihova-zastita-i-naplata-279741>, (pristupljeno 24.08 2017.)

5. Sabolić, D. (2013): Rizik i nesigurnost, Fakultet elektronike i računarstva - bilješke s predavanja; dostupno na: [https://bib.irb.hr/datoteka/629658.Inzeko10a\\_Rizik\\_i\\_nesigurnost\\_I\\_130511.pdf](https://bib.irb.hr/datoteka/629658.Inzeko10a_Rizik_i_nesigurnost_I_130511.pdf), (pristupljeno 29. 08.2017.)

6. Serdarušić, H. (2007): Utjecaj financijskog položaja aktivnosti na novčani jaz i profitabilnost hrvatskog turističkog sektora, Ekonomski fakultet Zagreb, magistarski rad, dostupno na: <http://www.maturskiradovi.net/forum/attachment.php?aid=1247>, (pristupljeno 29.08.2017.)

7. Šola, M. H. (2011): Rizik naplate, Financije i porezi, *Poslovni savjetnik*, prosinac 2011., dostupno na: [https://heddamartinasola.com/wp-content/uploads/2016/01/PS\\_81-RIZIK-NAPLATE.pdf](https://heddamartinasola.com/wp-content/uploads/2016/01/PS_81-RIZIK-NAPLATE.pdf), (pristupljeno 26.08. 2017.)

8. Šonje, V. (2017): Agrokor prvi dio: veličina i ekonomski učinak; *Ekonomski lab*, dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/agrokor-prvi-dio-velicina-i-ekonomski-ucinak/>, (pristupljeno 28. 07.2017.)

## **Ostalo**

1. Materijali s predavanja – osobne bilješke i prezentacije s kolegija: Upravljanje poslovnim rizicima, predavač: dr.sc. Zvonko Merkaš

## **Internet izvori**

1. [www.agrokor.hr](http://www.agrokor.hr)

2. [www.ledo.hr](http://www.ledo.hr)

3. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

4. [www.hjk.hr](http://www.hjk.hr)

5., [www.moodys.com](http://www.moodys.com)

6. [www.reuters.com](http://www.reuters.com)

## POPIS SLIKA

Slika 1. Proces nastanka i upravljanja rizikom .....	7
Slika 2. Vrste rizika poslovanja.....	9
Slika 3. Poslovni i financijski rizici .....	10
Slika 4. Rizik naplate kao vrsta financijskog rizika .....	11
Slika 5. Proces upravljanja rizicima .....	13
Slika 6. Upravljanje rizicima u okviru norme ISO 31000.....	15
Slika 7. Novčani jaz .....	29
Slika 8. Poslovna struktura koncerna Agrokor.....	32
Slika 9. Vlasnička struktura koncerna Agrokor .....	33
Slika 10. Rejting skala agencije Moody's.....	35
Slika 11. Kretanje cijena obveznica Agorkora.....	37
Slika 12. Obavijest o blokadi računa – Ledo .....	40
Slika 13. Crobex i kriza Agorkora .....	40
Slika 14. Excel tablica s instrumentima osiguranja.....	51
Slika 15. Unos primljene zadužnice u softveru .....	52
Slika 16. ERP sustav – shematski prikaz .....	53

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1. Temeljna obilježja mjenice i zadužnice .....	21
Tablica 2. Bruto dodana vrijednost i BDP Agrokora .....	31
Tablica 3. Rezultati poslovanja Agrokora u razdoblju siječanj – lipanj 2017. ....	48
Tablica 4. Primjer evidencije instrumenata osiguranja plaćanja .....	50