

Vec: **Analýza podnetu ministra vnútra na určenie neplatnosti prevodu majetku pri „privatizácii“ PPC; ekonomické hľadisko procesu prevodu Majetkovej účasti FNM v PPC**

Dňa 5.3.2012 minister vnútra Daniel Lipšic podal podnet, ktorým navrhol, aby štát podal návrh na začatie konania pred súdom, ktorým by sa v súlade s ustanovením § 47f Zákona o veľkej privatizácii¹ domáhal určenia neplatnosti prevodu majetku pri predaji majetkovej účasti Fondu národného majetku v spoločnosti Paroplynový cyklus, a.s. Bratislava (súčasný obchodný meno: PPC Energy Group a.s.) (ďalej len „**PPC**“) (ďalej len „**Podnet**“).

Nižšie je poskytnutá analýza vyššie uvedených skutočností (ďalej len „**Analýza**“), ktorej cieľom je vyjadriť sa k nasledovným okruhom skúmaných tém:

1. K otázke procesu predaja a povinnosti FNM s ohľadom na uznesenia Vlády SR
2. K ekonomickému hľadisku procesu predaja Majetkovej účasti FNM v PPC [vrátane analýzy (i) informačných zdrojov Podnetu; (ii) genézy projektu PPC vrátane financovania PPC a postupných predajov PPC; (iii) ponúk EoN a PPC Holding vo Výberovom konaní; (iv) záväzkov PPC Holding prevzatých v Zmluve o kúpe akcií a (v) hodnoty projektu PPC].

A. ZÁVER

Na základe nižšie poskytnutej podrobnej analýzy uvádzame náš záver k jednotlivým okruhom riešených problémov:

1. **FNM sa už v roku 2003 pokúsil odkúpiť Majetkovú účasť SE v PPC. Predstavenstvo SE však túto ponuku odmietlo. Rovnako FNM vyvíjal snahu o spoluprácu s MH SR pri súčasnom predaji Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti SE v PPC, avšak, ako je tvrdené v Analýze FNM, z viny MH SR neúspešne.**
2. **Predaj akcií PPC nebol privatizáciou. FNM predával svoj vlastný majetok (nešlo o Privatizovaný majetok), a teda išlo o súkromnoprávnu, nie privatizačnú transakciu. FNM nebol povinný získať súhlas od Vlády SR na predaj tohto svojho vlastného majetku. Tvrdenia ohľadom nutnosti súhlasu Vlády SR s predajom Majetkovej účasti FNM v PPC, uvedené v Podnete, sú preto nepravdivé a zavádzajúce.**
3. **Podnet používa pri hodnotení ekonomickej stránky prípadu jediný zdroj – Analýzu – a to aj napriek existencii viacerých zdrojov, pričom jej výpovedná hodnota je sporná.**
4. **Analýza bola vypracovaná pre potreby MH SR (nie pre potreby FNM!) za účelom určenia najmä ďalšieho postupu MH SR pri naložení s Majetkovou účasťou SE v PPC a výlučne cez prizmu „nevýhodnosti“ Dlhodobej zmluvy so SE neobjektívne „určuje trhovú hodnotu“ PPC, čo preberá aj Podnet. Z hľadiska nielen ekonomického, je takýto postup nelogický, zavádzajúci a právne pochybný.**

¹⁾ Zákon č. 92/1991 Zb. o podmienkach prevodu majetku štátu na iné osoby v znení neskorších predpisov (ďalej len „**Zákon o veľkej privatizácii**“).

5. Podnet navodzuje pocit nekalého a protiprávneho konania FNM, nekriticky bez poukázania na podrobnú analýzu jednotlivých častí Výberového konania uvedených v Analýze FNM a bez zohľadnenia kontextu celého radu ďalších vzťahov, ktorých integrálnou súčasťou „nevýhodná“ Dlhodobá zmluva so SE bola.
6. Reálna trhová hodnota akejkoľvek spoločnosti sa dá vždy overiť len predajom a nemôže byť určená len „cenou“ určitého kontraktu predstavujúceho časť príjmov predmetnej spoločnosti. Takáto trhová hodnota PPC bola preukázaná v predmetnom čase cenovými ponukami uchádzačov Výberového konania. Podnet sa uchýľuje k určovaniu trhovej ceny PPC na základe určovania nevýhodnosti Dlhodobej zmluvy so SE, aj napriek existencii iných rizikových faktorov ovplyvňujúcich hodnotu PPC popísaných v Informačnom memorande.
7. V čase konania Výberového konania bolo PPC financované Úverom EIB zabezpečeným Štátnou zárukou, pričom SR mala jednoznačný záujem ju nahradiť inou alternatívou. Štátna záruka bola spojená s rizikom vzniku povinnosti PPC vrátiť celú alebo časť štátnej pomoci štátu.
8. V zmysle Úverovej zmluvy EIB, v prípade, ak by došlo k ukončeniu Dlhodobých zmlúv, došlo by aj k predčasnej splatnosti Úveru EIB, pričom v prípade nemožnosti jeho splatenia by SR bola povinná splatiť sumu celého nesplateného Úveru EIB na základe existencie Štátnej záruky.
9. Porovnanie ponúk EoN a PPC Holding vo Výberovom konaní je porovnaním právne nezáväznej ponuky EoN s nesplniteľnými podmienkami (v skutočnosti vo výške nanajvyšš cca 1,6 mld. Sk) a právne záväznej ponuky PPC Holding s ponúknutou cenou prevyšujúcou 2 mld. Sk.
10. V roku 2006 PPC na základe svojich záväzkov renegociovalo Dlhodobú zmluvu so SE. Urobilo viacero významných ústupkov, ktoré v celkovom súčte predstavujú za obdobie rokov 2007 - 2013 v nominálnej hodnote predpokladanú sumu 4,8 – 5,1 mld. Sk. Ide o ústupky z Dlhodobej zmluvy so SE v neprospech PPC a v prospech SE. Ak by SE mali názor, že zmluva je jednostranne nevýhodná, mohli ju napadnúť na súde, čo nikdy neurobili.
11. PPC v roku 2007 predčasne splatilo celý zvyšok Úveru EIB a nahradilo ho novým úverom bez štátnej záruky. Zvýšené náklady, s tým súvisiace, predstavovali cca 2,5 mil. EUR. Predčasným splatením Úveru EIB zanikla aj Štátna záruka.
12. Celková doterajšia investícia Penty do PPC, vrátane kúpnej ceny predstavuje 150 mil. EUR.
13. Celkový výnos projektu prevádzky energetického zdroja, pozostávajúceho z vyplatených dividend dosiahnutých na základe dlhodobých zmluvných vzťahov do roku 2013 a predpokladanej zostatkovej hodnoty PPC, dosiahne sumu 263 mil. EUR, čo predstavuje nominálny zisk vo výške 113 mil. EUR. Penta zhodnotí svoju investíciu do spoločnosti PPC vo výške 17,5% p. a.

B. PODROBNÁ ANALÝZA

1. K otázke procesu predaja a povinnostiam FNM s ohľadom na uznesenia Vlády SR

V Podnete sa poukazuje na skutočnosť, že „Vláda SR uznesením č. 67 zo dňa 21.1.2004 uložila podpredsedovi vlády a ministromi hospodárstva SR zabezpečiť, v spolupráci s prezidentom prezídia FNM SR, súčasný predaj 90 % majetkovej účasti FNM SR a 10 % majetkovej účasti SE, a.s. na podnikaní spoločnosti PPC, a.s., v termíne do 31.3.2004.... Predaj akcií spoločnosti PPC, a. s. sa však nerealizoval v súlade s uznesením Vlády SR č. 67 zo dňa 21.1.2004, pretože FNM SR so spoločnosťou PPC Holding, a.s. podpísal už dňa 5.3.2004 zmluvu o predaji 90 % akcií spoločnosti PPC, a.s., s dohodnutou kúpnu cenou 2.011 mld. Sk.“

Spomínané uznesenia č. 67 zo dňa 21.1.2004 (ďalej len „**Uznesenie č. 67**“)² na rokovanie Vlády SR³ predložil vtedajší prezident prezídia FNM⁴ Jozef Kojda. Schválením Uznesenia č. 67 Vláda SR uložila podpredsedovi vlády a ministromi hospodárstva zabezpečiť v spolupráci s prezidentom prezídia FNM súčasný predaj Majetkovej účasti FNM v PPC⁵ a Majetkovej účasti SE v PPC⁶ a zároveň **odporučila** prezidentovi prezídia FNM spolupracovať s podpredsedom vlády a ministrom hospodárstva na zabezpečovaní súčasného predaja Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti SE v PPC.

Ohľadne zabezpečovania súčasného predaja akcií PPC treba poukázať aj na skutočnosť, že FNM sa pred prijatím Uznesenia č. 67 pokúšal od SE⁷ odkúpiť Majetkovú účasť SE v PPC za účelom predaja PPC ako celku. Prezident prezídia FNM predložil Vláde SR návrh uznesenia na odkúpenie Majetkovej účasti SE v PPC od SE. Toto uznesenie bolo Vládou SR prijaté ako uznesenie č. 113 z 13. februára 2003⁸ (ďalej len „**Uznesenie č. 113**“) a Vláda SR uložila podpredsedovi vlády a ministromi hospodárstva a pre správu a privatizáciu národného majetku zabezpečiť súčinnosť SE pri realizácii predaja Majetkovej účasti SE v PPC. Toto uznesenie však bolo v tom istom roku aj zrušené (uznesením Vlády SR č. 1183 z 10. decembra 2003⁹). Podľa dôvodovej správy k návrhu zmieneného zrušovacieho uznesenia predstavenstvo SE prerokovalo navrhovaný predaj Majetkovej účasti SE v PPC v prospech FNM a vyjadrilo nesúhlasné stanovisko k navrhovanému predaju. Túto skutočnosť oznámilo ministerstvo hospodárstva SR (ďalej len „**MH SR**“) listom zo dňa 27.6.2003 FNM. Naplnenie Uznesenia č. 113 sa teda aj z dôvodu nesúčinnosti MH SR nepodarilo dosiahnuť.

Po neúspešnej snahe FNM o odkúpenie Majetkovej účasti SE v PPC vyhlásil FNM dňa 24.11.2004 Výberové konanie¹⁰. FNM mal však stále snahu o súčasný predaj Majetkovej účasti FNM v PPC spolu s Majetkovou účasťou SE v PPC, čo sa pokúšal zabezpečiť povinnosťou uchádzačov Výberového konania zaviazat' sa nadobudnúť spolu s Majetkovou účasťou FNM v PPC aj Majetkovú účasť SE v PPC a za týmto účelom ich oboznámil s možnosťou podať ponuku aj na kúpu Majetkovej účasti SE v PPC t.j. na kúpu 100 % akcií PPC. Zároveň FNM požiadal MH SR, aby rozhodnutím jediného akcionára SE uložilo predstavenstvu SE predať FNM Majetkovú účasť SE v PPC¹¹. MH SR však opäť neposkytlo FNM súčinnosť a nepredložilo žiadny návrh spoločného postupu pri predaji a ani sa nevyjadrilo k predloženým ponukám, ktoré malo k dispozícii.

²) Uznesenie Vlády č. 67 zo dňa 21.1.2004 (http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-5445?listName=Uznesenie&prefixFile=u_).

³) Vláda Slovenskej republiky (ďalej len „**Vláda SR**“).

⁴) Fond národného majetku (ďalej len „**FNM**“).

⁵) T.j. predaj 90% akcií PPC držaných FNM (ďalej len „**Majetková účasť FNM v PPC**“).

⁶) T.j. predaj 10% akcií PPC držaných SE (ďalej len „**Majetková účasť SE v PPC**“).

⁷) Slovenské elektrárne, a.s. (ďalej len „**SE**“).

⁸) Uznesenie Vlády č. 113 zo dňa 13.2.2003 (http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-7300?listName=Uznesenia&prefixFile=m_).

⁹) http://www.rokovanie.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-4108?listName=Uznesenia&prefixFile=m_

¹⁰) Výberové konanie na predaj 90% akcií spoločnosti Paroplynový cyklus, a.s. Bratislava (ďalej len „**Výberové konanie**“).

¹¹) Materiál č. UV-9250/2004 predložený prezidentom prezídia FNM, obsahujúci návrh uznesenia, predkladáciu správu a uznesenie DR FNM č. 8/04/2004 zo 14.4.2004: Informácia o postupe FNM SR pri predaji 90 % akcií majetkovej účasti FNM SR na podnikaní spoločnosti Paroplynový cyklus, a.s. Bratislava (ďalej len „**Analýza FNM**“).

Z vyššie uvedených skutočností je jednoznačne zjavná snaha FNM postupovať pri predaji Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti SE v PPC v spolupráci s Vládou SR a MH SR, čo však vzhľadom na skutočnosť, že v prípade predaja Majetkovej účasti FNM v PPC nešlo o majetok štátu, ale o majetok FNM,¹² nebolo povinnosťou FNM. Majetok FNM tvoria, okrem iných, v zmysle¹³ Zákona o veľkej privatizácii:

- a) privatizovaný majetok, ktorý prešiel na FNM podľa ustanovenia § 11 Zákona o privatizácii (ďalej len „**Privatizovaný majetok**“) aj
- b) akcie alebo majetkové podiely, ktoré neboli predmetom rozhodnutia o privatizácii a ktoré FNM nadobudol ako akcionár alebo spoločník (ďalej len „**Ďalší majetok**“).

Pojem majetok FNM je teda pojmom širším ako Privatizovaný majetok a zahŕňa, okrem iných, aj akcie, ktoré FNM nadobudol mimo rozhodnutia o privatizácii, t.j. Ďalší majetok. Na to, aby majetok FNM bolo možné považovať za Privatizovaný majetok, musia byť splnené procesnoprávne požiadavky uvedené v Zákone o veľkej privatizácii.

Prvou procesnoprávnou požiadavkou je v zmysle uvedeného zákona zaradenie tohto majetku (akcií) do zoznamu majetkových účastí štátu na podnikaní, ktoré budú zahrnuté do privatizácie. Na túto požiadavku nadväzujú ďalšie procesnoprávne požiadavky – vypracovanie privatizačného projektu majetkovej účasti štátu na podnikaní a vydanie rozhodnutia o privatizácii majetkovej účasti. Po vydaní tohto rozhodnutia príslušný orgán štátnej správy prevedie majetkové účasti na FNM, a to ku dňu určenému FNM.

Až po splnení týchto procesnoprávných požiadaviek sa z tohto majetku stáva tzv. Privatizovaný majetok, s ktorým musí FNM nakladať v súlade s ustanoveniami tretej časti Zákona o veľkej privatizácii upravujúcimi prechod privatizovaného majetku na FNM a jeho použitie. Táto časť presne determinuje práva a povinnosti FNM v jednotlivých štádiách realizácie rozhodnutia o privatizácii (napr. povinnosť FNM uzavrieť zmluvu s nadobúdateľom a jej obsahové náležitosti, povinnosť odstúpiť od zmluvy v určitých prípadoch a podobne). Zdôrazňujeme však, že tento *modus operandi* sa vzťahuje výlučne na situáciu, keď FNM nakladá s Privatizovaným majetkom, t.j. nie s akýmkoľvek svojim majetkom.

FNM však akcie PPC nezískal v zmysle Zákona o veľkej privatizácii¹⁴, podľa ktorého v súlade s rozhodnutím o privatizácii majetkovej účasti prevedie orgán štátnej správy ku dňu určenému fondom tieto majetkové účasti na FNM, ale na základe súkromnoprávnej transakcie – kúpou akcií.

Zdôrazňujeme, že predaj akcií PPC nebol privatizáciou. Preto v prípade PPC ani nemohlo byť vydané rozhodnutie o privatizácii, a dokonca ani vypracovaný privatizačný projekt majetkovej účasti štátu na podnikaní. Za vypracovanie uvedeného privatizačného projektu v zmysle Zákona o veľkej privatizácii¹⁵ totižto zodpovedá orgán štátnej správy, ktorý vykonáva práva štátu týkajúce sa majetkovej účasti štátu na podnikaní právnických osôb (napr. v privatizácii Letiska M. R. Štefánika - Airport Bratislava, a.s. bolo takýmto orgánom MH SR). Ako je však zrejmé, akcionárom PPC nebol štát zastúpený orgánom štátnej správy, ale samostatné subjekty obchodnoprávnej úpravy – akciové spoločnosti (SE, SPP a ZEZ), a teda akcionárske práva s ohľadom na akcie PPC nevykonával žiaden orgán štátnej správy. A rovnako ani nebolo právne možné vydať rozhodnutie o privatizácii, keďže v zmysle Zákona o veľkej privatizácii¹⁶ sa prevod majetku podľa tohto zákona vykoná na základe rozhodnutia o privatizácii majetkovej účasti štátu na podnikaní inej právnickej osoby vydaného na základe privatizačného projektu.

Z vyššie uvedeného je teda jednoznačne potvrdené, že FNM nemohol postupovať podľa ustanovení Zákona o veľkej privatizácii týkajúcich sa Privatizovaného majetku, keďže sa nejednalo o Privatizovaný

¹²⁾ Ustanovenie § 12 Zákona o veľkej privatizácii.

¹³⁾ Ustanovenie § 28 ods. 1 Zákona o veľkej privatizácii.

¹⁴⁾ Ustanovenie § 11 ods. 7 Zákona o veľkej privatizácii.

¹⁵⁾ Ustanovenie § 9 ods. 1 Zákona o veľkej privatizácii.

¹⁶⁾ Ustanovenie § 5 Zákona o veľkej privatizácii.

majetok, ale o Ďalší majetok, s čím Zákon o veľkej privatizácii výslovne počíta. Naviac, aj v zmysle rozhodnutia Najvyššieho súdu SR¹⁷: „Z tohto ustanovenia (t.j. ustanovenie § 1 Zákona o veľkej privatizácii) *ratio legis* a tiež zo systematiky celého zákona plynie, že ho možno použiť len na tzv. veľkú privatizáciu vo forme prevodu majetku štátu na iné osoby na základe privatizačných projektov, schválených či určených príslušnými orgánmi, cez Fond národného majetku, ktorý je právnickou osobou zapísanou v obchodnom registri (§ 27 ods. 1 cit. zákona), a teda v tomto prípade subjektom verejného práva (§ 18 ods. 2 písm. d) Občianskeho zákonníka). Len v týchto prípadoch je fond vo výkone svojho vlastníckeho práva (porov. § 11) limitovaný zákonom č. 92/1991 Zb., najmä čo sa týka nakladania s predmetom vlastníctva (porov. § 28 ods. 3 cit. zákona); jeho dispozičné akty sú aktmi v procese privatizácie, teda verejnými a nie právnymi úkonmi súkromného práva, a v takomto prípade by nebola daná ani právomoc súdov na ich preskúmanie v zmysle ustanovenia § 7 O.s.p.“ Ďalej sa v rozhodnutí uvádza: „V danom prípade však navrhovateľ vo vzťahu k odporcovi a obaja navonok nevstupovali ako účastníci tzv. veľkej privatizácie, ale ako účastníci kúpnej zmluvy podľa § 588 a nasl. Občianskeho zákonníka, teda subjekty súkromného práva, takže na právny vzťah dopadali typické princípy súkromného práva, ako sú rovnosť účastníkov, zmluvná či autonómna voľnosť, dispozičnosť a pod., a to aj pri výkone vlastníckeho práva k predmetnému bytu, ako ich garantuje čl. 20 Ústavy Slovenskej republiky. Navrhovateľ, ako právnická osoba *sui generis*, mal pri dispoziícii s majetkom mimo privatizáciu rovnakú voľnosť, ako ktorýkoľvek iný subjekt súkromného práva, lebo neexistuje právny predpis, ktorý by mu ju obmedzoval, či už vo vzťahu k odporcovi, či inej osobe.“ Ako to potvrdzuje aj tento judikát dovolacieho súdu, predaj Majetkovej účasti FNM v PPC bol súkromnoprávnou transakciou, na ktorú dopadajú práva a povinnosti ustanovené predpismi súkromného práva, takže žiadny nesúlad s ustanoveniami Zákona o veľkej privatizácii týkajúcimi sa privatizácie nenastal a ani nastať nemohol, keďže sa akcie PPC považovali za Ďalší majetok FNM.

Vzhľadom na vyššie uvedené skutočnosti teda **FNM nepotreboval žiadne súhlasy Vlády SR k predaju Majetkovej účasti FNM v PPC, nakoľko v prípade tohto predaja FNM nakladal so svojim vlastným majetkom, a teda sa nejednalo o privatizáciu.** Uznesenie č. 564 z 16. júna 2004¹⁸, na ktoré sa Podnet taktiež odvoláva a ktoré zrušilo Uznesenie č. 67, bolo teda len logickým vyústením vzniknutej situácie, v prípade ktorej sa FNM snažil spolupracovať so štátnymi orgánmi, avšak nie jeho vinou neúspešne.

Vyplyvajúc z uvedených záverov možno teda tvrdenie uvedené v Podnete a znejúce: „*povinnosť uložená uznesením vlády SR č. 67 z 21.1.2004 (zabezpečiť súčasný predaj 90 % majetkovej účasti FNM a 10 % majetkovej účasti SE, a. s. v termíne do 31.3.2004) nebola splnená, čím došlo k porušeniu vyššie citovaných všeobecne záväzných právnych predpisov pri prevode majetku štátu a majetku z vlastníctva fondu*“¹⁹, **označiť za nepravdivé a zavádzajúce.**

Čiastkový záver:

1. FNM sa už v roku 2003 pokúsil odkúpiť Majetkovú účasť SE v PPC. Predstavenstvo SE však túto ponuku odmietlo. Rovnako FNM vyvíjal snahu o spoluprácu s MH SR pri súčasnom predaji Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti SE v PPC, avšak, ako je tvrdené aj v Analýze FNM, z viny MH SR neúspešne.
2. Predaj akcií PPC nebol privatizáciou. FNM predával svoj vlastný majetok (pričom nešlo o Privatizovaný majetok) a išlo o súkromnoprávnou, nie privatizačnú transakciu, FNM nebol povinný získať súhlas od Vlády SR na predaj tohto svojho vlastného majetku (Vláda SR takúto kompetenciu v zmysle Zákona o privatizácii v spojení s ust. čl. 2 ods. 2 Ústavy SR jednoducho nemala), postup FNM pri predaji, v tomto prípade, nebol privatizačným procesom, preto sa uplatnili iné (štandardné) metódy a postupy predaja, takže

¹⁷⁾ Rozhodnutie Najvyššieho súdu SR (spis. značka: 3 Cdo 80/02) zo dňa 25.9.2003.

¹⁸⁾ <http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-5353?listName=Uznesenie&prefixFile=u>

¹⁹⁾ Strana 3 Podnetu.

argumentácia ohľadom nutnosti súhlasu Vlády SR s predajom Majetkovej účasti FNM v PPC uvedená v Podnete nevychádza z platnej právnej úpravy (v rozhodnom čase, ani v súčasnosti).

2. Ekonomické hľadisko procesu predaja PPC

Podnet sa z hľadiska ekonomických skutočností zameriava najmä na „nevýhodnosť“ predaja Majetkovej účasti FNM v PPC.

2.1 Jediný zdroj Podnetu - Analýza

Predmetná časť Podnetu sa pritom odvoláva na materiál predložený na rokovanie vlády SR dňa 15.4.2004 podpredsedom vlády a ministrom hospodárstva SR Pavlom Ruskom pod názvom „*Analýza postupu privatizácie Paroplynového cyklu, a.s. Bratislava*“ (ďalej len „**Analýza**“), ktorý bol predložený spoločne s návrhom na zrušenie úlohy B.1. z uznesenia vlády SR č. 67 zo dňa 21.1.2004. Je pravdou, že Analýza bola predložená na rokovanie Vlády SR a následne bol predmetný bod z programu rokovania Vlády SR vypustený.

Je nevyhnutné poznamenať, že v tom čase (v apríli 2004) bola rovnako pripravená aj správa spracovaná vtedajším prezidentom prezídia FNM, Ing. Jozefom Kojdom, a to **Analýza FNM**, ktorej predmetom je vyhodnotenie priebehu Výberového konania a vyplýva z nej, že Výberové konanie prebehlo riadne, pričom jeho výsledkom bol výber záujemcu, ktorý vyhovel podmienkam výberového konania a ponúkol najlepšie podmienky (vrátane ceny). Na tomto mieste treba zdôrazniť skutočnosť, že už len samotné uskutočnenie Výberového konania výrazne spochybňuje argument Podnetu o postupe FNM *v rozpore s verejným záujmom*.

Porovnaním obsahu a účelu Analýzy a Analýzy FNM dospejeme k nasledovným záverom:

- Analýza pozostávala: (i) z popisu priebehu Výberového konania predaja Majetkovej účasti FNM v PPC a (ii) z druhej, obsahovo rozsiahlejšej časti, a to z popisu skutočností dôležitých „*pre posúdenie privatizácie Majetkovej účasti FNM, ako aj ďalšieho postupu naloženia s Majetkovou účasťou SE*“. Druhá časť Analýzy sa teda venovala Majetkovej účasti FNM v SE, preto druhá časť hodnotila a analyzovala prevažne Dlhodobú zmluvu so SE. V podstate bolo takéto rozdelenie logické a sledovalo účel Analýzy, ktorou bolo preukázanie znemožnenia realizácie uznesenia Vlády SR č. 67 zo dňa 21.1.2004, ktorým bola podpredsedovi vlády a ministrom hospodárstva uložená úloha zabezpečiť v spolupráci s prezidentom prezídia FNM súčasný predaj Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti FNM v SE. Čo však bolo nelogické a z ekonomickej stránky nesprávne, je použitie predmetnej časti Analýzy týkajúcej sa „nevýhodnosti“ len jedinej z Dlhodobých zmlúv na určenie „trhovej hodnoty“ celého podniku t.j. PPC, a tým na určenie nevýhodnosti predaja Majetkovej účasti FNM v PPC;
- Analýza FNM na druhej strane pozostávala z popisu priebehu Výberového konania a najmä z porovnávanie ponúk predložených záujemcami s najvyšším počtom bodov;
- Analýza nekriticky obsahuje prehlásenia, ktorých účelom je určiť nevýhodnosť Dlhodobej zmluvy so SE a použitím jej nevýhodnosti pre SE určiť trhovú hodnotu PPC²⁰;
- Analýza rovnako poukazuje na postup FNM počas Výberového konania, pričom navodzuje zdanie nekalého a protiprávneho konania. Analýza však neprihliada na väčšiu prepracovanosť postupu a porovnávanie ponúk najlepších uchádzačov Výberového konania, ako je preukázané v Analýze FNM, ba priam sa v niektorých častiach vyhýba porovnaniu a hlbšej prepracovanosti postupu Výberového konania²¹.

²⁰⁾ Preukazuje to posledná veta bodu 1. pod názvom „*Stručná charakteristika zmluvy o dodávke a odbere elektrickej energie*“ ktorá presne znie: „*Zmluva minimálne tým, že zaručuje pre PPC v každom prípade úhradu fixných nákladov (do roku 2013 to predstavuje 7,7 mld. Sk) určuje tržnú hodnotu PPC.*“.

²¹⁾ Exaktne tomu tak je pri porovnávaní ponúk PPC Holding a EoN, kde Analýza venuje neprijateľnosti ponuky EoN pre FNM dva

Nakoniec je však nevyhnutné poukázať na Informačné memorandum²², ktoré autorovi a podávateľovi Podnetu muselo byť pri skúmaní a prešetrovaní Výberového konania a pri koncipovaní Podnetu nevyhnutne známe. Jeho bod 1.6 pod názvom „*Rizikové faktory súvisiace so Spoločnosťou*“ podrobne popisuje rizikové faktory PPC, pričom za ne považuje faktory v nasledovných oblastiach:

- a) závislosť PPC od úzkeho okruhu dodávateľov a odberateľov;
- b) životné prostredie;
- c) menové riziká; a
- d) štátna záruka.

Napriek vyššie uvedeným dokumentom – Analýze FNM, ako aj Informačnému memorandu, jediným zdrojom Podnetu je Analýza, čo je nekritické, zavádzajúce, klamlivé a úplne netransparentné.

Čiastkový záver:

1. Podnet používa pri hodnotení ekonomickej stránky prípadu jediný zdroj – Analýzu – a to aj napriek existencii viacerých zdrojov, pričom jej výpovedná hodnota je sporná.
2. Analýza bola vypracovaná pre potreby MH SR (nie pre potreby FNM!) za účelom určenia najmä ďalšieho postupu MH SR pri naložení s Majetkovou účasťou SE v PPC a výlučne cez prizmu „nevýhodnosti“ Dlhodobej zmluvy so SE neobjektívne „určuje trhovú hodnotu“ PPC, čo preberá aj Podnet. Z hľadiska nielen ekonomického je takýto postup nelogický, zavádzajúci a právne pochybný.
3. Podnet navodzuje pocit nekalého a protiprávneho konania FNM nekriticky, bez poukázania na podrobnú analýzu jednotlivých častí Výberového konania uvedených v Analýze FNM a bez zohľadnenia kontextu celého radu ďalších vzťahov, ktorých integrálnou súčasťou „nevýhodná“ Dlhodobá zmluva so SE bola.
4. Reálna trhovú hodnotu akejkoľvek spoločnosti sa dá vždy overiť len predajom v reálnych trhových podmienkach (čo Výberové konanie zabezpečilo) a nemôže byť určená len „cenou“ určitého kontraktu predstavujúceho časť príjmov predmetnej spoločnosti, bez zohľadnenia ďalších súvislostí, ktorých súčasťou takýto kontrakt je. Podnet sa uchýľuje k „určovaniu trhovej ceny“ PPC na základe analyzovania „nevýhodnosti“ Dlhodobej zmluvy so SE aj napriek existencii iných rizikových faktorov ovplyvňujúcich hodnotu PPC, popísaných v Informačnom memorande. K podrobnostiam pozri časť 2.2.6 nižšie.

Na posúdenie ekonomického hľadiska procesu predaja Majetkovej účasti FNM v PPC je však nevyhnutné poukázať na historický vývoj jednotlivých finančných a dodávateľsko-odberateľských vzťahov vznikajúcich v rokoch 1997 až 1999.

2.2 Genéza projektu PPC

Projekt PPC má korene v rokoch 1994 - 1996, kedy MH SR v súlade s platnou energetickou koncepciou Vlády SR rozhodlo o potrebe vybudovania nového energetického diela. Došlo k založeniu akciovej

odseky, bez bližšieho poukázania právnych požiadaviek EoN nevyhovujúcich podmienkam Výberového konania, pričom Analýza FNM exaktne poukazuje a analyzuje nevýhodnosť a neprijateľnosť takýchto podmienok cca na dve strany materiálu.

²²⁾ PAROPLYNOVÝ CYKLUS, a.s. BRATISLAVA Dôverné Informačné memorandum, október 2003 – dokument získaný PPC Holding, a.s. ako uchádzačom vo Výberovom konaní od FNM.

spoločnosti (s vtedajším obchodným menom: PAROPLYNOVÝ CYKLUS BRATISLAVA a.s.), ktorej akcionármi sa stali ZEZ (BAT) (66%), SPP (24%) a SE (10%), t.j. všetko podniky vlastnené štátom.

2.2.1 Financovanie PPC prostredníctvom EIB

Základným zdrojom financovania projektu bol najskôr dvojročný preklenovací úver vo výške 170.000.000 DEM, poskytnutý syndikátom zahraničných bánk, ktorý bol následne refinancovaný dlhodobým 15 ročným úverom, získaným od Európskej investičnej banky (ďalej len „**EIB**“) vo výške 50.950.000 EUR s dvojročnou dobou odkladu splácania istiny, celkovo splatný do roku 2013 (ďalej len „**Úver EIB**“).

Nevyhnutnou (a pre IPP projekty obvyklou) podmienkou pre získanie oboch uvedených úverových línií bolo vytvorenie rámca dlhodobých zmluvných vzťahov, garantujúcich schopnosť projektu splácať poskytnutý úver. Tento rámec bol vytvorený dlhodobými zmluvami, ktoré zaviazali investorov – vtedajších akcionárov - a súčasne aj hlavných komerčných partnerov PPC, že budú dodávať a odoberať potrebné množstvá produktov na zabezpečenie financovania splátok úveru. V máji 1997 boli uzatvorené tri zmluvy o budúcich rámcových zmluvách. V roku 1999 boli potom na ich základe uzatvorené tri rámcové zmluvy: a to medzi PPC a SPP, PPC a SE (ďalej len „**Dlhodobá zmluva so SE**“) a PPC a ZEZ (BAT) (ďalej len „**Dlhodobé zmluvy**“). Garanciou vytvoreného zmluvného rámca bola štátna záruka voči EIB.

Úver EIB bol poskytnutý PPC na základe úverovej zmluvy (v originálnom názve „*Finance Contract*“) uzatvorenej medzi EIB a PPC 24.9.1998 (ďalej len „**Úverová zmluva EIB**“). Úverová zmluva EIB obsahovala záväzky dlžníka, vrátane ustanovení o finančných ukazovateľoch. Tu je nevyhnutné zdôrazniť, že EIB prostredníctvom Úverovej zmluvy EIB fakticky kontrolovalo PPC prostredníctvom:

- a) povinnosť dodržiavať finančné ukazovatele, ako napr. ukazovateľ aktuálneho majetku voči aktuálnym pohľadávkam, ukazovateľ dlhovej služby (DSCR) a ďalšie;
- b) povinnosť nevyplatiť žiadne dividendy počas sledovaného obdobia;
- c) povinnosť nenakladať so svojim majetkom t.j. neprevádzkať ho, nezaťažovať ho, ak by to mohlo spôsobiť prípad podstatnej nepriaznivej zmeny;
- d) povinnosť neprebrať finančné zadĺženie počas sledovaného obdobia, ak by to spôsobilo pokles ukazovateľa dlhu voči equity; a ostatné finančné povinnosti PPC.

Rovnako Úverová zmluva EIB obsahovala tiež ustanovenia, podľa ktorých mohla EIB žiadať predčasné splatenie Úveru EIB v prípade ukončenia zmluvy o dodávke plynu, elektrickej energie alebo tepla (t.j. Dlhodobých zmlúv) alebo v prípade, že dôjde k zmene v akcionárskej štruktúre PPC, pokiaľ by takáto zmena mala alebo mohla mať, podľa názoru EIB podstatný nepriaznivý účinok na splácanie úveru.

Je potrebné podotknúť, že Úver EIB predstavoval 85% zdrojov financovania PPC.

Tu je nevyhnutné zdôrazniť, že existencia Dlhodobých zmlúv bola podmienkou čerpania Úveru EIB a je odôvodnené uzavrieť, že EIB ich zánik spájalo s predčasnou splatnosťou Úveru EIB.

Vyššie uvedené povinnosti zakotvené v Úverovej zmluve EIB prakticky spôsobili závislosť PPC od EIB, a tým stav faktického ovládania PPC zo strany EIB, a to až do splatenia Úveru EIB.

Podmienkou účinnosti Úverovej zmluvy EIB bolo poskytnutie štátnej záruky za Úver EIB (ďalej len „**Štátna záruka**“), ktorá bola SR poskytnutá na základe zmluvy o záruke (v originálnom názve „*Guarantee Agreement*“) uzatvorenej medzi EIB a SR v roku 1999. Štátna záruka zabezpečovala akékoľvek pohľadávky EIB - t.j. splátky istiny Úveru EIB, ale nad tento rámec aj splátky úrokov a prípadne iné poplatky splatné v prospech EIB na základe úverovej zmluvy. Výška Úveru EIB bola na začiatku 50.950.000 EUR, t.j. ekvivalent 2.097.150.000 Sk, predpokladané bežné úroky na celé obdobie boli ďalších 566.060.000 Sk. Zostatok (istiny) Úveru EIB bol ku dňu 31.12.2003 vo výške 1.667.730.000 Sk. Štátna záruka sa považovala v zmysle Informačného memoranda za „*rizikový faktor súvisiaci*“ s PPC a Informačné memorandum naň upozorňovalo uchádzača Výberového konania nasledovne:

„Predstavenstvo spoločnosti považuje za dôležité upozorniť na skutočnosť, že poskytnutá štátna záruka ... zatiaľ nebola zaradená na zoznam poskytnutej štátnej pomoci, ktorý je súčasťou Prílohy IV Zmluvy o

pristúpení medzi Slovensku republikou, ostatnými pristupujúcimi krajinami a členskými štátmi Európskej únie. K zaradeniu do tohto zoznamu je potrebný súhlas Európskej komisie. Ak štátna záruka nie je zahrnutá na „zoznam existujúcej pomoci“, po pristúpení Slovenskej republiky do Európskej únie, môže Komisia preskúmať poskytnutie takejto pomoci a ak bude takáto pomoc považovaná za „novú pomoc“ poskytnutú v rozpore s pravidlami poskytovania štátnej pomoci, PPC môže vzniknúť povinnosť vrátiť celú alebo časť štátnej pomoci, vrátane nazhromaždeného úroku, slovenskej vláde.“.

V čase čerpania Úveru EIB, EIB, PPC aj SR potvrdili svoj zámer čo najskôr nahradiť Štátnu záruku komerčne primeranou alternatívou. EIB prisľúbila podporiť takúto transakciu a naznačila (s tým, že konečné riešenie podlieha jej súhlasu), že medzi rozumné alternatívy patrí záručný nástroj syndikátu nadnárodných bánk, záruka od prijateľného strategického investora alebo nejaká kombinácia týchto alternatív.

Čiastkový záver:

- 1. V čase konania Výberového konania bolo PPC financované Úverom EIB zabezpečeným Štátnou zárukou, pričom SR mala jednoznačný záujem ju nahradiť inou alternatívou.**
- 2. Štátna záruka bola spojená s rizikom vzniku povinnosti PPC vrátiť celú alebo časť štátnej pomoci štátu.**
- 3. V zmysle Úverovej zmluvy EIB, v prípade, ak by došlo k ukončeniu Dlhodobých zmlúv, došlo by aj k predčasnej splatnosti Úveru EIB, pričom v prípade nemožnosti jeho splatenia by SR bola povinná splatiť sumu celého nesplateného Úveru EIB na základe existencie Štátnej záruky.**

2.2.2 Prvý predaj PPC v roku 1999

PPC bolo predávané štátom už dvakrát. Prvý predaj (vstup strategického investora) začal v roku 1999 a bol neúspešne ukončený v apríli 2002. Jednalo sa o medzinárodný tender, koordinovaný MH SR, ktorého sa zúčastnili renomovaní záujemcovia pôsobiaci v energetike, ako AES, NRG + EBRD, EdF, EPON, MVM, SITHE Europe, EL PASO, EIF Group a ostatní. Do prvého kola postúpilo osem uchádzačov, do druhého kola dvaja finalisti - EL PASO a AES. Obaja finalisti ponúkli za 50% balík akcií PPC v podstate rovnakú cenu vo výške cca 40.000.000 EUR, avšak obaja za podmienok, ktoré boli neprijateľné nielen pre vtedajších akcionárov PPC (požadovali negatívne úpravy Dlhodobých zmlúv), ale aj pre štát (požadovali garancie štátu vo veci prípadného regulačného rizika).

Zároveň tak, ako aj pri predaji Majetkovej účasti FNM v PPC v roku 2004, boli všetci uchádzači tohto prvého tendra oboznámení s Dlhodobými zmluvami. Preto akékoľvek tvrdenie, že o Dlhodobých zmluvách (konkrétne o Dlhodobej zmluve s SE) mala informácie len PPC Holding čiže Penta, je absurdné. Už v roku 1999 mal prakticky celý energetický trh (ktorého hlavní účastníci sa zúčastnili prvého tendra) Dlhodobé zmluvy k dispozícii v rámci informačného memoranda poskytnutého v tomto tendry.

2.2.3 Výberové konanie v rokoch 2003 – 2004

FNM vyhlásil dňa 24.11.2003 Výberové konanie na základe uznesenia prezídia FNM č. 5/CIX/03 z 9.10.2003 a uznesenia výkonného výboru FNM č. 1/65/03 z 6.11. 2003. Výberové konanie nebolo verejnou obchodnou súťažou v zmysle Obchodného zákonníka, a ani verejnou súťažou v zmysle Občianskeho zákonníka. Výberové konanie sa spravovalo výlučne podmienkami obsiahnutými v Informačnom memorande, ktoré však neobsahovalo podmienky odpredaja Majetkovej účasti SE v PPC.

Výberové konanie bolo uverejnené v denníku Hospodárske noviny, denníku SME a britskom periodiku Financial Times²³.

Uznesením Vlády SR zo dňa 21.1.2004²⁴ (vydanom po vyhlásení Výberového konania), Vláda SR odporučila FNM spolupracovať s vtedajším podpredsedom vlády a ministrom hospodárstva na zabezpečovaní súčasného predaja Majetkovej účasti FNM v PPC a Majetkovej účasti SE v PPC. Pred podaním ponúk na odkúpenie majetkovej účasti FNM bola záujemcom oznámená skutočnosť, na základe ktorej v zmysle (vyššie) uvedeného uznesenia Vlády SR a rozhodnutia FNM boli záujemcovia po podaní ponuky na odkúpenie Majetkovej účasti FNM v PPC vyzvaní aj na podanie ponuky na odkúpenie Majetkovej účasti SE v PPC (k podrobnostiam viď bod 1 vyššie).

Do výberového konania sa prihlásilo 11 záujemcov, z ktorých, ako sa uvádza v Analýze a rovnako aj v Analýze FNM, základné podmienky splnilo 9 záujemcov. Ponuky však podalo len 7 záujemcov, medzi ktorými boli spoločnosti ako E. ON Energie, AG (ďalej len „**EoN**“), J&T, 1. garantovaná, česká finančná skupina PPF, finančná skupina PENTA (prostredníctvom PPC Holding) a ďalší. Záujemcovia po predložení ponúk na odkúpenie Majetkovej účasti FNM v PPC predložili aj ponuky na odkúpenie Majetkovej účasti SE.

Podľa informácií obsiahnutých v Analýze, záujemcovia ponúkli za odkúpenie Majetkovej účasti FNM nasledovné ceny:

PPC Holding	kúpna cena 2.011.003.200,-Sk
KABELCORP	kúpna cena 1.506.600.000,-Sk
ŽP- ENERGO	kúpna cena 817.003.800,-Sk
EoN	
alternatíva A	kúpna cena 2.203.200.000,-Sk
alternatíva B	kúpna cena 2.386.800.000,-Sk
1.garantovaná	kúpna cena 1.700.000.000,-Sk
Dalkia, a.s	kúpna cena 1.153.000.000,-Sk.

Ako sa uvádza v Analýze, alternatívny návrh A predložený EoN obsahoval alternáciu ceny ponúkanej za odkúpenie Majetkovej účasti FNM v PPC aj Majetkovej účasti SE v PPC, ako aj odlišné ustanovenia Zmluvy o kúpe akcií, najmä ustanovenia o spôsobe riešenia „obchodných zmlúv“ uzavretých s tretími osobami.

Komisia určená výkonným výborom FNM z piatich zástupcov FNM a jedného zástupcu MH SR (ďalej len „**Komisia**“), ktorá vyhodnocovala ponuky predložené jednotlivými záujemcami, konštatovala, že alternatíva A ponuky EoN je v súlade so súčasnými právnymi vzťahmi PPC, aj keď niektoré ustanovenia sa javia ako neprijateľné resp. problematické.

Alternatívou B ponuky EoN žiadal EoN zmenu Dlhodobej zmluvy s SE tak, že do tejto zmluvy malo byť zapracované ustanovenie pojednávajúce o možnosti jednostranného odstúpenia od tejto zmluvy, a to ku dňu 1.10.2008. V tomto prípade Komisia konštatovala, že sa alternatívou B ponuky EoN nebude zaoberať. Bližšie k ponuke EoN pozri bod 2.2.4.1 nižšie.

Podľa informácií uvedených v Analýze, ako aj Analýze FNM, vyhodnocovanie doručených ponúk prebiehalo v Komisii, pričom jej rozhodnutie malo odporúčací charakter. Členovia Komisie vyplnili tabuľky „**Kritériá na vyhodnocovanie ponúk – výberové konanie na predaj Majetkovej účasti FNM**“, ktoré boli vyhodnocované podľa nasledovných kritérií:

²³⁾ <http://banky.sk/8966-sk/fnm-odstartoval-tender-na-predaj-90--akcii-paroplynového-cyklu.php>

²⁴⁾ Uznesenie Vlády č. 67 zo dňa 21.1.2004 (http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-5445?listName=Uznesenie&prefixFile=u_).

a)	výška kúpnej ceny - zaplatenie jednorazovou platbou	65%
b)	podnikateľský zámer	10%
c)	bezpodmienečnosť, konzistentnosť, jasnosť a výhodnosť ponuky	25%

Podľa údajov uvedených v tabuľkách na vyhodnocovanie ponúk získal:

a)	PPC Holding	502 bodov;
b)	KABELCORP, a.s.	371 bodov;
c)	ŽP- ENERGO, s.r.o.	246 bodov;
d)	EoN	464 bodov.

Na základe výsledkov hlasovania sa Komisia (v počte členov 4 za a 2 proti, nikto sa nezdržal) rozhodla, že ako nadobúdateľa Majetkovej účasti FNM v PPC odporučia PPC Holding, aj keď vyššiu finančnú ponuku (v absolútnych číslach) prezentoval EoN. Jeho ponuka však obsahovala viaceré podmienky, ktoré Komisia vyhodnotila ako neprijateľné (bližšie pozri bod 2.2.4.1 nižšie). Oproti tomu PPC Holding ponúkol FNM obojstranne výhodnú zmluvu, v ktorej sa okrem iného PPC Holding zaviazal zbaviť SR aj záväzku vyplývajúceho zo Štátnej záruky a taktiež upraviť Dlhodobé zmluvy ktoré boli považované za jednostranne výhodné pre PPC (bližšie pozri bod 2.2.5 nižšie).

Následne, z časového hľadiska boli vykonané nasledujúce úkony vo Výberovom konaní:

- dňa 13.2.2004 zasadala Komisia, ktorá vyhodnotila podané ponuky uchádzačov vo Výberovom konaní a odporučila vylúčiť dvoch uchádzačov a rovnako odporučila nadobúdateľa Majetkovej účasti FNM v PPC;
- výkonný výbor FNM dňa 20.2.2004 vylúčil dvoch zmienených uchádzačov z Výberového konania a odporučil prezídiu FNM schváliť predaj Majetkovej účasti FNM v PPC;
- dňa 24.2.2004 PPC udelilo súhlas s prevodom akcií na spoločnosť vybranú FNM;
- dňa 26.2.2004 prijalo prezídium FNM rozhodnutie o víťaznej ponuke;
- dňa 1.3.2004 FNM oboznámil s výsledkami Výberového konania všetkých účastníkov Výberového konania;
- dňa 4.3.2004 bola uzatvorená zmluva o kúpe akcií medzi stranami – FNM a PPC Holding, na základe ktorej bola dňa 5.3.2004 zaplatená kúpna cena za prevádzané akcie predstavujúce Majetkovú účasť FNM v PPC a v rovnaký deň prevedené predmetné akcie.

2.2.4 Porovnanie ponúk PPC Holding a EoN vo Výberovom konaní

Analýza FNM okrem stručného zhrnutia histórie predaja Majetkovej účasti FNM v PPC, dôvodov, prečo k nemu došlo, jeho priebehu a výsledkov ponúka aj nasledovné poznatky o porovnaní obsahu dvoch najlepších ponúk vo Výberovom konaní t.j. ponuky EoN a PPC Holding:

2.2.4.1 Ponuka EoN

- a) nebola ponúknutá konečná kúpna cena. Ponuka EoN bola v rozpore s podmienkami Výberového konania predložená v dvoch alternatívach, bez určenia ktorá z alternatív je záväznou ponukou. EoN predpokladal ďalšie rokovania o cene (ktoré mali viesť k jej zníženiu), napriek požiadavke Výberového konania predložiť záväzný návrh kúpnej ceny;
- b) ponuka EoN obsahovala mechanizmus zníženia ponúkanej kúpnej ceny súvisiaci s odkladacími podmienkami a odškodneniami v rozpore s podmienkami Výberového konania a vzorom, ktorý bol určený pre účastníkov Výberového konania;
- c) ponuka EoN síce bola vo výške 2.203.200.000.- Sk, avšak po zapracovaní navrhovaného mechanizmu jej zníženia, ktorý by zohľadnil odkladacie podmienky a odškodnenia požadované EoN ponúknutá kúpna cena klesla rádoovo minimálne o cca 600.000.000.- Sk;

- d) EoN podmienil uzavretie príslušnej kúpnej zmluvy ako aj jej ďalšie trvanie platnosťou troch Dlhodobých zmlúv s tým, že Dlhodobé zmluvy by naďalej museli existovať v nezmenenej podobe;
- e) EoN si vyhradil právo zmluvnej pokuty vo výške 100 % kúpnej ceny ponúkanej za Majetkovú časť SE v PPC pre prípad, že tieto akcie SE nepredajú;
- f) EoN si vymienil právo odškodnenia za rôzne prehlásenia, ktoré boli pre FNM neakceptovateľné ako napr.:
 - a. požiadavka na prijatie nových stanov PPC bez špecifikácie očakávaných zmien;
 - b. požiadavka na dva súhlasy Dozornej rady EoN, a to jeden pred uzavretím zmluvy a druhý následne po prevode akcií, pričom táto podmienka výlučne závisela od rozhodnutia EoN;
 - c. požiadavka na FNM ručiť napr. za ekologický dlh (predmetom ktorého by bolo ručenie, že pracovné priestory a nehnuteľnosti PPC, či už vo vlastníctve PPC alebo také, ktoré sa používajú na základe zmluvných dohovorov, a to predovšetkým pôda, nie sú kontaminované, ani nie sú zaťažené bremenom predchádzajúceho znečistenia);
 - d. požiadavka na FNM na dobu neurčitú ručiť za to, že PPC budú podľa platných predpisov EÚ a SR priznané tie isté práva ako iným elektrárňam, ktoré v SR produkujú CO₂. PPC musia byť po celú dobu jej podnikania poskytované predovšetkým dostatočné práva v oblasti emisie CO₂, aby mohla tým istým spôsobom a v takom rozsahu ako v deň podpísania zmluvy ďalej vykonávať tú istú činnosť;
 - e. požiadavka na právo odškodnenia EoN v súvislosti s nesprávnymi vyhláseniami alebo poskytnutými zárukami v zmysle čl. VI, teda zárukami, ktoré EoN nad rámec zmluvnej voľnosti podľa podmienok Výberového konania do čl. VI. sám uviedol;
 - f. požiadavka na právo prevádzať akcie PPC na tzv. pridružené osoby (s ktorými je určitým spôsobom EoN majetkovo prepojený) bez súhlasu FNM, pričom návrh FNM umožňoval prevody v lehote jedného roka len na základe jeho súhlasu;
 - g. povinnosť pre FNM zabezpečiť, aby SE na požiadanie v lehote do 30 dní predali Majetkovú účasť SE v PPC EoN-u; v opačnom prípade zaplatí FNM EoN-u zmluvnú pokutu vo výške 100% kúpnej ceny za Majetkovú účasť SE v PPC;
 - h. požiadavka zabezpečiť zahrnutie Štátnej záruky a protizáruky, ktorú poskytol Minister financií SR, a ktorú dňa 7.4.1999 akceptovala EIB, do zoznamu existujúcej štátnej pomoci, ktorý predstavuje súčasť dodatku IV. Zmluvy o pristúpení medzi SR a ostatnými prístupujúcimi krajinami a členskými štátmi, pričom FNM nemá na tento proces žiadny vplyv;
 - i. požiadavka na platnosť a účinnosť štátnej protizáruky, ktorú poskytol Minister financií SR a ktorú dňa 7.4.1999 akceptovala EIB bezo zmeny. FNM na tento proces žiadny vplyv;
 - j. požiadavka na garantovanie platnosti Dlhodobých zmlúv, ktoré boli všetky zahrnuté do Informačného memoranda, v nezmenenej podobe a za tých istých podmienok, pokiaľ PPC nedá svoj súhlas na akúkoľvek zmenu vrátane súhlasu s predčasným ukončením každej jednotlivéj zmluvy, pričom do rozhodnutia súdu FNM nemôže ručiť za platnosť alebo neplatnosť zmlúv.

2.2.4.2 Ponuka PPC Holding

- a) PPC Holding predložil jeden dokument návrhu kúpnej ceny v súlade s podmienkami Výberového konania a so vzorom, ktorý bol pre záujemcov Výberového konania stanovený ako záväzný;
- b) kúpna cena ponúknutá PPC Holding nebola ničím podmienená a korešpondovala s návrhom kúpnej ceny 2.011.003.200.- Sk uvedenej v návrhu zmluvy o kúpe akcií;
- c) ponuka PPC Holding neobsahovala ani jeden záväzok, ktorý by bol nad rámec aký požadoval FNM alebo ktorý by zaťažoval FNM v akomkoľvek smere.

Z porovnania ponúk PPC Holding a EoN sumárne jednoznačne vyplýva nasledovné:

PPC Holding

- a) ponúkol **záväznú, ničím nepodmienenú** kúpnu cenu, pričom ponuka **neobsahovala žiaden záväzok zaťažujúci FNM**;

naproti tomu:

EoN

- a) **neponúkol konečnú** kúpnu cenu a v rozpore s podmienkami výberového konania bola ponuka predložená **v dvoch alternatívach, bez určenia, ktorá z alternatív je záväznou ponukou** a navyše ponuka **obsahovala mechanizmus zníženia ponúkanej kúpnej ceny**;
- b) ponúkol len zdanlivo cenu vo výške 2.203.200.000.- Sk, keďže po zapracovaní mechanizmu zníženia by **ponúknutá kúpna cena klesla rádovo minimálne o cca 600.000.000.- Sk**;
- c) **podmienil** uzavretie, ako aj ďalšie trvanie **zmluvy o prevode akcií** platnosťou Dlhodobých zmlúv s tým, že tieto zmluvy musia naďalej existovať v nezmenenej podobe;
- d) uplatnil **právo zmluvnej pokuty vo výške 100 % kúpnej ceny** za balík akcií SE, a.s. pre prípad, že tieto akcie SE, a.s. nepredajú;
- e) **určil podmienky** výlučne závisiace od rozhodnutia samotného EoN;
- f) **požadoval** od FNM **ručiť** za ekologický dlh;
- g) **požadoval garanciu** emisných kvót *pro futuro* bez obmedzenia, čo **bolo v rozpore** so slovenskými a aj úniijnými predpismi;
- h) **požadoval zabezpečiť** zahnutie Štátnej protizáruky, ktorú poskytol Minister financií a ktorú akceptovala EIB do zoznamu existujúcej štátnej pomoci, ktorý predstavuje súčasť dodatku IV Zmluvy o pristúpení medzi SR a ostatnými pristupujúcimi krajinami a členskými štátmi, pričom FNM nemohol mať žiaden vplyv na proces uzatvárania medzinárodnej zmluvy;
- i) požadoval zabezpečiť platnosť a účinnosť vyššie uvedenej Štátnej protizáruky, pričom FNM opätovne nemohol mať žiaden vplyv na tento proces.

Čiastkový záver:

- 1. Porovnanie ponúk EoN a PPC Holding vo Výberovom konaní je porovnaním právne nezáväznej ponuky EoN s nespĺniteľnými podmienkami a v skutočnosti (po finančnom ohodnotení podmienok, obmedzení a odškodnení) vo výške nanajvyš cca 1,6 mld. Sk a právne záväznej ponuky PPC Holding s ponúknutou cenou prevyšujúcou 2 mld. Sk.**

Výhodnosť ponuky PPC Holding vo Výberovom konaní je navyše potvrdená aj prevzatím záväzkov zo strany PPC Holding ako najúspešnejšieho uchádzača vo Výberovom konaní s ohľadom na Dlhodobé zmluvy a Štátnu záruku. Tieto záväzky boli prevzaté PPC Holding zmluvou o prevode akcií, pričom znamenali pre PPC Holding ako nadobúdateľa Majetkovej účasti FNM v PPC významnú negatívnu finančnú hodnotu. Podrobnosti ohľadom týchto záväzkov sú uvedené v bode 2.2.5 nižšie.

2.2.5 Záväzky prevzaté PPC Holding v zmluve o kúpe akcií s ohľadom na Dlhodobé zmluvy a Štátnu záruku

2.2.5.1 Rizikové faktory PPC v rámci Výberového konania

Ako už bolo spomenuté v bode 2.1 vyššie časť Informačného memoranda podrobne popisuje rizikové faktory PPC, pričom za ne považuje faktory v nasledovných oblastiach:

- a) závislosť PPC od úzkeho okruhu dodávateľov a odberateľov;
- b) životné prostredie;
- c) menové riziká; a

d) Štátna záruka.

2.2.5.2 Dlhodobé zmluvy

Pod rizikový faktor uvedený v písm. a) vyššie je nevyhnutné podradiť aj existenciu Dlhodobých zmlúv, ktoré boli nevyhnutnou podmienkou pre získanie financovania vo forme Úveru EIB (ako aj predchádzajúceho dvojročného prekleňovacieho syndikovaného úveru). Dlhodobé zmluvy zaviazali investorov – akcionárov (t.j. SPP, SE a ZEZ (BAT) - ktorí boli súčasne aj hlavnými komerčnými partnermi PPC dodávať a odoberať potrebné množstvá produktov na zabezpečenie financovania splátok jednak predchádzajúceho financovania, ako aj financovania Úveru EIB.

Je nevyhnutné zdôrazniť, že výhodnosť či nevýhodnosť Dlhodobej zmluvy s SE sa od začiatku odvíjala hlavne od vývoja cien zemného plynu a elektrickej energie na svetových, resp. európskom trhu, a nemožno ju vnímať absolútne. **Na základe dohody troch investorov - troch akcionárov - teda aj troch zmluvných partnerov sa z vyššie popísaného zmluvného rámca vygeneroval len v rokoch 1999 – 2002 čistý benefit v prospech SE, a.s. vo výške viac ako 1,5 mld. Sk. V danom období SE, a.s. nenapádali „nevýhodnosť“ Dlhodobej zmluvy s SE.** Aj z uvedeného vyplýva, že jej výhodnosť/nevýhodnosť bola závislá od svetového vývoja cien energetických komodít, t.j. nebola vopred daná a predvídateľná. Počnúc rokom 2002 dochádzalo na svetových trhoch k nárastom cien energetických komodít, čo sa pochopiteľne premietlo nielen do zmluvných vzťahov PPC, ale aj do ekonomiky všetkých hráčov energosektoru. Takýto vývoj nebol pri uzatváraní zmlúv roku 1997 a 1999 predvídaný.

Naviac je nevyhnutné zdôrazniť, že existencia Dlhodobých zmlúv bola podmienkou čerpania Úveru EIB a EIB ich zánik spájalo s predčasnou splatnosťou Úveru EIB.

2.2.5.3 Štátna záruka

Ako je podrobnejšie analyzované v bode 2.2.1 vyššie, podmienkou účinnosti Úverovej zmluvy EIB bolo poskytnutie Štátnej záruky, ktorá sa v zmysle vyššie uvedeného písm. d) rovnako považovala za rizikový faktor súvisiaci s PPC, pričom táto bola spojená s rizikom vzniku povinnosti PPC vrátiť celú alebo časť štátnej pomoci štátu. Naviac, v čase čerpania Úveru EIB, EIB, PPC aj SR potvrdili svoj zámer čo najskôr nahradiť Štátnu záruku komerčne primeranou alternatívou. EIB prisľúbila podporiť takúto transakciu a naznačila (s tým, že konečné riešenie podlieha jej súhlasu) že medzi rozumné alternatívy patrí záručný nástroj syndikátu nadnárodných bánk, záruka od prijateľného strategického investora alebo nejaká kombinácia týchto alternatív.

2.2.5.4 Závazky prevzaté PPC Holding v zmluve o kúpe akcií

Aj z dôvodu existencie vyššie uvedených rizikových faktorov a za účelom dosiahnutia cieľa vyriešenia vzťahov PPC vyplývajúcich z Dlhodobých zmlúv a cieľu nahradiť Štátnu záruku inou komerčnou formou zabezpečenia boli tieto body predmetom a podmienkou Výberového konania. Úspešný uchádzač Výberového konania – PPC Holding – navrhovanou úpravou Zmluvy o kúpe akcií prijal záväzok vyvinúť všetko potrebné, rozumne možné a právne dovolené úsilie na (i) zabezpečenie vstupu PPC do rokovania s EIB, SR a komerčnými bankami o nahradení Štátnej záruky inou, komerčnou formou zabezpečenia, (ii) a v prípade dosiahnutia zhody zainteresovaných strán, aby PPC toto nahradenie realizovala.

Obdobný záväzok prijal PPC Holding aj s ohľadom na existenciu Dlhodobých zmlúv. PPC Holding po nadobudnutí PPC vykonával jemu dostupné kroky za účelom naplnenia týchto svojich záväzkov.

Zbavenie Slovenskej republiky záväzkov vyplývajúcich zo Štátnej záruky za Úver EIB bolo exaktne zapracované do znenia čl. VI bod 2 Zmluvy o kúpe akcií nasledovne:

„Kupujúci sa zaväzuje bez zbytočného odkladu po nadobudnutí akcií vyvinúť všetko potrebné, rozumne možné a právne dovolené úsilie na zabezpečenie vstupu spoločnosti do rokovania s Európskou investičnou bankou, Slovenskou republikou a komerčnými bankami o nahradení štátnej záruky za úver čerpaný spoločnosťou od Európskej investičnej banky inou, komerčnou formou zabezpečenia, a aby spoločnosť v prípade dosiahnutia zhody zainteresovaných strán na podmienkach tohto nahradenia vykonala potrebné kroky na jeho realizáciu.“

Riešenie vzťahov PPC s jej hlavnými obchodnými partnermi vyplývajúcich z Dlhodobých zmlúv bolo presne zakotvené v čl. VI bod 3 Zmluvy o kúpe akcií:

„3.1 Kupujúci sa zaväzuje do jedného mesiaca po nadobudnutí akcií vyvinúť všetko potrebné, rozumne možné a právne dovolené úsilie na zabezpečenie vstupu spoločnosti do rokovania s podnikateľmi SE, a.s., Bratislavská teplárenská, a.s. a Slovenský plynárenský priemysel, a.s. ktorí sú hlavnými obchodnými partnermi spoločnosti na základe troch tzv. rámcových zmlúv o dodávke a odbere (plynu, elektriny a tepla) [ďalej len „obchodní partneri“]; konkrétne označenie spomenutých zmlúv je nasledovné:

- *Zmluva o dodávke a odbere elektrickej energie zo dňa 22.11.1999 medzi spoločnosťou, Slovenskými elektrárňami, a.s. a Západoslovenskými energetickými závodmi, štátny podnik;*
- *Zmluva o dodávke a odbere tepla zo dňa 10.11.1999 medzi spoločnosťou a Západoslovenskými energetickými závodmi, štátny podnik;*
- *Rámcová Zmluva o dodávke a odbere zemného plynu zo dňa 17.11.1999 medzi spoločnosťou a Slovenským plynárenským priemyslom, štátny podnik;*

(ďalej len „rámcové zmluvy“).

3.2 Predmetom rokovania podľa ods. 3.1 tohto článku bude ekonomické posúdenie vzťahov spoločnosti a obchodných partnerov vyplývajúcich z rámcových zmlúv a ich prípadná úprava, konkrétne najmä:

- a) dohoda medzi príslušným obchodným partnerom a spoločnosťou o vymenovaní nezávislého odborníka, ktorého úlohou bude ekonomické posúdenie vzťahov založených príslušnou rámcovou zmluvou z hľadiska ich súladu s trhovými podmienkami v danom odvetví;*
- b) prípadná úprava tých z vyššie popísaných vzťahov medzi spoločnosťou a príslušným obchodným partnerom (v prípade potreby viacerými obchodnými partnermi), ktoré sa na základe posúdenia podľa písm. a) ukážu ako netrhovo zvýhodňujúce spoločnosť na úkor niektorého obchodného partnera.*

3.3 Kupujúci sa zaväzuje bezodkladne vyvinúť všetko potrebné, rozumne možné a právne dovolené úsilie na zabezpečenie úpravy vzťahov medzi spoločnosťou a obchodnými partnermi tak, aby boli odstránené netrhové zvýhodnenia spoločnosti na úkor obchodných partnerov, ak z výsledkov posúdenia podľa ods. 3.2 tohto článku vyplynie konkrétna potreba úpravy týchto vzťahov.“

PPC Holding vyššie uvedený záväzok nahradiť Štátnu záruku splnil v roku 2007, kedy PPC formou syndikovaného bankového úveru, ktorému predchádzal prekleňovací úver od UniCredit, v roku 2007 predčasne splatilo celú nesplatenú časť Úveru EIB a nahradilo ho novým úverom nezabezpečeným akoukoľvek štátnou zárukou. PPC mal s týmto refinancovaním zvyšnej časti úveru EIB zvýšené náklady o cca 2,5 mil. EUR. Navyše, na zabezpečenie nového financovania bolo zriadené záložné právo (i) k akciám PPC, (ii) k všetkým existujúcim a budúcim pohľadávkam PPC voči SE (z Dlhodobej zmluvy s SE), (iii) k všetkým existujúcim a budúcim pohľadávkam z poistných zmlúv uzatvorených s poisťovňou Allianz a (iv) tiež vystavená korporátna záruka Penty. Predčasným splatením úveru EIB zanikla aj Štátna záruka a PPC Holding splnil svoje záväzky s ohľadom na Štátnu záruku vyplývajúce mu zo Zmluvy o kúpe akcií.

Dlhodobá zmluva s SE a ZZE resp. BAT boli nahradené novými rámcovými zmluvami a obchodný vzťah s SPP bol každoročne dojednávaný ročnými zmluvami.

Keďže Podnet poukazuje vo svojej časti na strane 3. najmä na tvrdenú nevýhodnosť Dlhodobej zmluvy s SE, nižšie poukazujeme na novú zmluvu, ktorá Dlhodobú zmluvu s SE nahradila. Vzhľadom na

existenciu záväzku PPC Holding zo Zmluvy o kúpe akcií smerujúceho k nahradeniu Dlhodobej zmluvy s SE novou úpravou a tiež s ohľadom na množiacu sa výhrady SE k podmienkam tejto zmluvy, už krátko po ukončení Výberového konania (v apríli 2004) pristúpili PPC a SE k priebežným rokovaniam ohľadom novej zmluvnej úpravy, ktoré prebiehali vo viacerých kolách. Ukončené boli v novembri 2006 uzavretím novej zmluvy na dodávku a odber elektriny. Ide o komplexnú zmluvu, ktorá rieši vzájomné vzťahy v potrebných podrobnostiach. Podstatné zmeny v zmluvnej úprave (s prihliadnutím na obchodné výhody pre SE) sú nasledovné:

- a) SE získali právo využívať kapacitu PPC aj na podporné služby (predmetom Dlhodobej zmluvy s SE bola len dodávka elektrickej energie vo výške 1,193 TWh);
- b) trvanie zmluvy bolo skrátené len do konca roku 2013 (Dlhodobá zmluva s SE bola uzavretá na dobu 25 rokov do roku 2023);
- c) zaviedol sa nový zmluvný inštitút okamžitého zníženia predajnej ceny elektriny v nadväznosti na reálny pokles ceny zemného plynu (Dlhodobá zmluva s SE predpokladala len nárast ceny elektriny pri náraste ceny zemného plynu);
- d) zakotvil sa mechanizmus (limit na variabilnú zložku ceny), ktorý chránil SE pred nepredvídateľným rastom ceny elektriny v dôsledku rastu ceny zemného plynu (Dlhodobá zmluva s SE takúto ochranu nemala a cena elektriny mohla rásť neobmedzene).
- e) pre SE sa vytvoril priestor na to, aby za cenu pokrytia zvýšených nákladov na strane BAT znižovali odber elektriny aj pod úroveň potrebnú na zásobovanie BAT teplom z PPC – BAT si teplo chýbajúce z PPC vyrobí na svojich zdrojoch (podľa Dlhodobej zmluvy s SE museli SE odoberať vždy toľko elektriny, aby boli umožnené dodávky tepla pre BAT v plnom rozsahu).
- f) v závislosti od splnenia dohodnutých podmienok sa pre SE prehľubuje flexibilita pri riadení zdroja PPC v čase.

Po renegociácii Dlhodobej zmluvy s SE teda SE získali nielen právo predaja zmluvného disponibilného výkonu prostredníctvom podporných služieb, ale aj možnosť optimalizácie nasadzovania svojej zdrojovej základne s aplikovaním systému minimalizácie odchýlky. Významnými ústupkami bolo tiež umožnenie znížiť celkový odber elektrickej energie z pôvodnej hodnoty 1,193 TWh na minimum akceptovateľné aj pre odberateľa tepla (BAT), čiastočná úprava cenového mechanizmu v prospech SE a definitívne zmluvné vyriešenie možnosti pre SE poskytovať podporné služby pre SEPS na zdroji vo vlastníctve PPC.

Sumarizujúc vyššie uvedené, výsledná hodnota ústupkov PPC vyplývajúcich z renegociovanej zmluvy s SE, a.s. je nasledovná:

PPC počas rokovaní o úprave Dlhodobej zmluvy s SE v roku 2006 s SE urobilo viacero významných ústupkov (viď vyššie), ktoré v celkovom súčte predstavujú za obdobie 2007 - 2013 v nominálnej hodnote predpokladanú sumu 4,8 – 5,1 mld. Sk. Ide o ústupy z Dlhodobej zmluvy s SE v neprospech PPC a v prospech SE. Treba rovnako vziať do úvahy, že ak by SE mali názor, že Dlhodobá zmluva s SE je jednostranne nevýhodná, mohli ju napadnúť na súde, čo však SE nikdy neurobili.

Záverom je potrebné prihliadnuť aj na fakt, že okrem vyššie uvedených ústupkov voči SE mali na hodnotu PPC negatívny vplyv aj zmeny v regulácii ceny tepla, ktoré sa uskutočnili až po nadobudnutí Majetkovej účasti FNM v PPC. Celkový dopad regulácie cien tepla na PPC za roky 2007-2013 predstavuje v nominálnej hodnote predpokladanú stratu 2,5 - 2,8 mld. Sk. Negatívny dopad vyplýva zo skutočnosti, že cena tepla je v SR regulovaná nezávislým štátnym orgánom cenovej regulácie v tepelnej energetike, ktorým je Úrad pre reguláciu sieťových odvetví, ktorý reguluje oprávnené náklady ako aj primeraný zisk. Z uzatvorenej zmluvy na odber tepla s BAT tak nevyplýva pre PPC žiadna cenová výhoda.

Čiastkový záver:

- 1. V roku 2006 PPC na základe svojich záväzkov renegocioval Dlhodobú zmluvu s SE. Urobil viacero významných ústupkov, ktoré v celkovom súčte predstavujú za obdobie rokov 2007**

- 2013 v nominálnej hodnote predpokladanú sumu 4,8 – 5,1 mld. Sk. Ide o ústupky z Dlhodobej zmluvy s SE v neprospech PPC a v prospech SE. Ak by SE mali názor, že zmluva je jednostranne nevýhodná, mohli ju napadnúť na súde, čo nikdy neurobili.

2. PPC v roku 2007 predčasne splatil celý zvyšok Úveru EIB a nahradil ho novým úverom bez štátnej záruky. Zvýšené náklady s tým súvisiace predstavovali cca 2,5 mil. EUR. Predčasným splatením Úveru EIB zanikla aj Štátna záruka.

2.2.6 Hodnota projektu PPC

Ako je uvedené v bode 1 vyššie, Podnet sa z hľadiska ekonomických skutočností zameriava najmä na „nevýhodnosť“ predaja Majetkovej účasti FNM v PPC, pričom poukazuje najmä na dopady Dlhodobej zmluvy s SE a uvádza „niekoľko pohľadov, ktoré mali byť určujúce pre ocenenie PPC, a.s. pre účely privatizácie jeho majetkovej účasti“²⁵. Podnet pritom kopíruje jednotlivé časti Analýzy, ktoré nekriticky (a zároveň nelogicky i nesprávne) považuje za svoj jediný zdroj pri hodnotení „nevýhodnosť“ predaja Majetkovej účasti FNM v PPC.

Je pritom nevyhnutné poznamenať, že reálna hodnota akejkoľvek spoločnosti sa dá vždy overiť len predajom, t.j. záujmom skutočných kupujúcich, ktorí navrhujú cenu. V prípade PPC tak tomu bolo predložením ponúk uchádzačov vo Výberovom konaní. Rovnako, takáto reálna hodnota spoločnosti nemôže byť určená len „cenou“ určitého kontraktu predstavujúceho časť príjmov predmetnej spoločnosti. Dochádzalo by tak k vytrhnutiu jednej partikularity z celej množiny ukazovateľov, ktorých ohodnotenie poskytuje konečnú výslednicu hodnoty spoločnosti. Ako je uvedené v bode 2.2.6.2 nižšie, samotná hodnota PPC v prípade jej určovania Pentou bola stanovená pomocou metódy stanovenia súčasnej hodnoty očakávaných budúcich peňažných tokov so zohľadnením úverového zaťaženia spoločnosti a takisto aj pomocou metódy trhových cenových multiplikátorov (EV/EBITDA) pre energetické spoločnosti platných v danom čase.

Z tohto pohľadu je potrebné poukázať na jednotlivé analýzy hodnoty PPC vykonané v rokoch 1999 – 2002 a analýzu záujemcu Výberového konania patriaceho do skupiny Penta z roku 2004.

2.2.6.1 Analýzy hodnoty PPC v rokoch 1999 – 2002

Dve renomované poradenské spoločnosti vypracovali vo vyššie uvedenom období analýzu hodnoty PPC, pričom dospeli k záveru, že hodnota 100% podielu v PPC sa pohybuje od 1 mld. Sk až do max. 3,3 mld. Sk. Išlo o analýzy Bank of America (v danom tendri pôsobila ako poradca MH SR) a o analýzu audítorskej spoločnosti PricewaterhouseCoopers (PWC), ktorá bola vypracovaná pre interné potreby akcionárov PPC v roku 2002. V analýze PWC boli navrhnuté dva scenáre. Prvý, ktorý reflektoval očakávania manažmentu, že budú v plnej výške realizované dodávky tepla a elektrickej energie podľa Dlhodobých zmlúv do roku 2025 s tým, že do roku 2013 nedôjde k zmenám mechanizmu tvorby cien. Druhý, ktorý predpokladá do roku 2013 opäť plnú výšku dodávok a zmluvný mechanizmus cien a od roku 2014 pokles dodávok na úroveň 4/5 pôvodne kontrahovaných objemov a trhové ceny elektrickej energie. Bližšie podrobnosti z týchto analýz nie je možné zverejniť v dôsledku záväzkov na ochranu dôvernosti týchto zdrojov.

2.2.6.2 Analýzy hodnoty PPC Pentou v roku 2004

Pôvodné interné ohodnotenie 100% podielu v PPC bolo založené na informáciách obsiahnutých v Informačnom memorande získanom v rámci Výberového konania od FNM, v ktorom boli poskytnuté

²⁵⁾ Exaktne, Podnet s ohľadom na citované „pohľady“ presne uvádza nasledovné varianty:

- a) variant uskutočnených dodávok od PPC pre SE, a.s.
- b) variant neuskutočnených dodávok od PPC pre SE, a.s.; a
- c) variant náhrady elektriny vykúpenej od PPC výrobou v jadrovej elektrárni.

hospodárske výsledky PPC do roku 2002, ako aj na internej analýze (Penty) predpokladaného vývoja energetického trhu na Slovensku a v Európe.

Samotná hodnota PPC bola stanovená pomocou metódy stanovenia súčasnej hodnoty očakávaných budúcich peňažných tokov so zohľadnením úverového zaťaženia spoločnosti a takisto aj pomocou metódy trhových cenových multiplikátorov (EV/EBITDA) pre energetické spoločnosti platných v danom čase.

Vo Výberovom konaní išlo o predaj Majetkovej účasti FNM v PPC, ktorému zodpovedala Pentou odhadovaná hodnota vo výške 2,294 miliardy Sk. Výsledkom tak bola hodnota, ktorá zodpovedala súčasnej hodnote pre 100% akcionára požadujúceho výnosnosť 13 -14%, čo zahŕňa aj rizikovú prirážku 2 - 3% vzhľadom na potenciálne riziká budúceho vývoja spoločnosti a zmien v legislatíve a regulácie v energetike. Je potrebné poukázať na to, že začiatkom roku 2004 nebolo dobre možné predvídať budúcu podobu legislatívneho prostredia. V SR mal vstúpiť do platnosti nový zákon o energetike²⁶, ktorý predstavoval transpozíciu platných európskych predpisov v oblasti energetiky, no tento v čase vypracovania ohodnotenia spoločnosti nebol ešte schválený. Touto transpozíciou sa mali stanoviť základné rámce pre podnikanie v sektore energetiky. Zároveň v čase spracovania ponúk do Výberového konania nebola schválená ani legislatíva týkajúca sa obchodovania s podpornými službami a rovnako nebol ešte zriadený operátor trhu na obchodovanie s odchýlkami.

Naviac, v samom Informačnom memorande – navyše v časti popisu rizikových faktorov súvisiacich s PPC - bolo uvedené, že „*jediným odberateľom tepla je po pôvodných ZSE následnícka spoločnosť BAT. BAT nedodržiava svoje zmluvné záväzky a neodoberá množstvo tepla stanovené v dlhodobej zmluve a doposiaľ ani neplatí fakturované úhrady vychádzajúce zo zmluvného princípu „odober alebo plat“ (komerčný spor je riešený súdnou cestou).*““. V Informačnom memorande bolo rovnako uvedené, že „*jediným odberateľom elektriny bol a aj je SE*“, ktoré považuje „*v súčasnosti cenu elektriny dodávanú z PPC za vysokú a navrhujú renegociováť podmienky dlhodobej zmluvy*“, čo ešte viac prispelo k neistote „*platnosti*“ resp. udržateľnosti zmluvných vzťahov t.j. najmä Dlhodobých zmlúv.

Vyššie stanovená hodnota zároveň predpokladala, že investície počnúc rokom 2004 budú vo výške cca 20.000.000 Sk s každoročným nárastom o cca 1 mil. Sk. Okrem investícií do bežných opráv a automatizačných systémov ovládania energetického zariadenia boli plánované aj ďalšie investície na nevyhnutné revízne kontroly a generálne opravy každých 5 rokov, napríklad v roku 2007 vo výške cca 350 mil. Sk alebo v roku 2012 450 mil. Sk.

Reálne od nadobudnutia Majetkovej účasti FNM v PPC PPC Holding-om bolo až doposiaľ do PPC preinvestovaných celkovo viac ako 50 miliónov EUR, čo je viac ako sa pôvodne predpokladalo. Týmto krokom skupina Penta potvrdila svoj pôvodný zámer dlhodobého strategického pôsobenia v sektore elektroenergetiky.

Pri uvažovaní o správnom ohodnotení predávanej investície skupina Penta pochopiteľne brala do úvahy aj v európskom energosektore uplatňované štandardné prístupy. Spoločnosti, ktoré v čase privatizácie boli brané do úvahy pri výpočte trhového multiplikátora EV/EBITDA ako aj jeho vývoj do roku 2010 sú uvedené v nižšie poskytnutých tabuľkách. Z nich je zjavné, že po roku 2003 až do roku 2010 došlo k nárastu tohto multiplikátora ako aj k výraznému zvýšeniu ziskovosti porovnávajúcich energetických spoločností. Očividné to je hlavne v porovnaní so spoločnosťou ČEZ, kde vtedajší multiplikátor 3,8 narástol až na 11,3.

Trhové multiplikátory	EV/EBITDA								Krajina
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
CEZ AS	3,8	5,6	8,9	9,4	11,3	6,7	6,4	6,1	CR
IRKUTSKENERGO	8,7	6,1	11,4	14,3	32,5	5,5	7,9	7,9	RUSKO
VERBUND AG	12,7	14,8	16,8	14,9	16,1	10,0	11,0	13,8	RAKUSKO

²⁶⁾ Ktorý bol nakoniec prijatý 26.10.2004 ako zákon č. 656/2004 Z. z. o energetike a o zmene niektorých zákonov, s účinnosťou od 1.1.2005

MVV ENERGIE AG	8,3	9,3	8,1	7,7	10,1	7,0	19,2	6,7	NEMECKO
KOGENERACJA	3,9	9,5	6,2	6,4	7,8	6,0	4,9	6,9	POLSKO
Priemer	7,5	9,1	10,3	10,5	15,6	7,0	9,9	8,2	

Trhové multiplikátory	EV/EBITDA								Krajina
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Spoločnosť	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Krajina
CEZ AS	3,8	5,6	8,9	9,4	11,3	6,7	6,4	6,1	CR
IRKUTSKENERGO	8,7	6,1	11,4	14,3	32,5	5,5	7,9	7,9	RUSKO
VERBUND AG	12,7	14,8	16,8	14,9	16,1	10,0	11,0	13,8	RAKUSKO
MVV ENERGIE AG	8,3	9,3	8,1	7,7	10,1	7,0	19,2	6,7	NEMECKO
KOGENERACJA	3,9	9,5	6,2	6,4	7,8	6,0	4,9	6,9	POLSKO
Priemer	7,5	9,1	10,3	10,5	15,6	7,0	9,9	8,2	

Z vyššie uvedených tabuliek rovnako vyplýva, že v čase predaja Majetkovej účasti FNM v PPC nebola energetika až takým ziskovým odvetvím. Ak si zoberieme porovnanie so spoločnosťou ČEZ, táto od roku 2002 dokázala svoju ziskovosť zvýšiť takmer štvornásobne, čo sa výrazne prejavilo aj na jej hodnote. V rokoch 2002-2003 však málokto očakával takýto rast hodnoty energetických aktív.

K následnému nárastu hodnoty PPC došlo najmä v dôsledku priaznivého vývoja na trhu energetických komodít, kde trh zaznamenal nárast ceny ropy o 52% (z pôvodných 46 USD/barel v roku 2004 na 70 USD/barel v roku 2007) a ceny elektrickej energie o 126% (z pôvodných 26,19 EUR/MWh na 59,08 EUR/MWh²⁷).

Pre názornosť je potrebné poukázať aj na hodnoty týkajúce sa SE, ktoré nie sú síce verejne obchodovateľné (takže nemohli byť použité pre výpočet trhových multiplikátorov), avšak z vývoja od roku 2003 vyplýva, že došlo k výraznému rastu ich ziskovosti, čo bolo spôsobené najmä zmenou trhových podmienok, regulácie a vnútornej reštrukturalizácie:

SE (tis. EUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	1 584 401	1 581 636	1 495 220	1 760 771	1 543 916	1 960 765	2 045 478	2 145 933
EBITDA	349 203	387 077	115 216	600 246	659 729	662 185	827 619	706 264
Čistý zisk	43 488	54 828	-359 490	48 496	108 212	169 455	280 242	367 582
Dlh	1 527 463	1 070 839	1 293 036	949 280	633 108	286 530	306 890	327 589
Finančný majetok	140 358	99 501	11 153	9 659	52 679	65 160	113 093	55 501

Zdroj: SE

2.2.6.3 Celková ziskovosť PPC pre Pentu

Celková doterajšia investícia Penty do PPC, pozostávajúca z pôvodnej kúpnej ceny za Majetkový podiel FNM v PPC, kúpnej ceny za 10% - ný podiel SE v PPC a investícií z vlastného majetku Penty je vo výške 150 mil. EUR.

Celkový výnos projektu pre Pentu za 10 rokov prevádzky energetického zdroja pozostávajúceho z vyplatených dividend dosiahnutých na základe dlhodobých zmluvných vzťahov do roku 2013 a predpokladanej zostatkovej hodnoty PPC dosiahne sumu 263 mil. EUR, čo predstavuje nominálny zisk vo výške 113 mil. EUR.

To znamená, že Penta zhodnotí svoju investíciu do PPC vo výške 17,5% p.a.

²⁷⁾ Údaje spracované z dát agentúry Reuters.

Čiastkový záver:

- 1. Celková doterajšia investícia Penty do PPC, vrátane kúpnej ceny predstavuje 150 mil. EUR.**
- 2. Celkový výnos projektu prevádzky energetického zdroja pozostávajúceho z vyplatených dividend dosiahnutých na základe dlhodobých zmluvných vzťahov do roku 2013 a predpokladanej zostatkovej hodnoty PPC dosiahne sumu 263 mil. EUR, čo predstavuje nominálny zisk vo výške 113 mil. EUR.**
- 3. Penta zhodnotí svoju investíciu do spoločnosti PPC vo výške 17,5% p.a.**