

**POROČILO O REVIZIJI VIŠINE DENARNE
ODPRAVNINE OB PRENOSU DELNIC NA
GLAVNEGA DELNIČARJA – Zavarovalnica Triglav,
d.d., Ljubljana**

v družbi Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana

**POROČILO O REVIZIJI DENARNE ODPRAVNINE OB PRENOSU DELNIC NA
GLAVNEGA DELNIČARJA – Zavarovalnica Triglav d.d., Ljubljana
v družbi Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana**

VSEBINA

	stran
Uvod	2
Predpostavke za prenos delnic	2
Primernost višine denarne odpravnine	3
Revizorjevo poročilo	6

UVOD

Na podlagi naročila o izvedbi revizije denarne odpravnine smo opravili pregled izračuna višine denarne odpravnine pri prenosu delnic na glavnega delničarja-Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana, v družbi Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana. V nadaljevanju podajamo mnenje o primernosti denarne odpravnine.

Poročilo o reviziji denarne odpravnine je pripravljeno na osnovi zahteve 386. in 583. člena Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), ki določa, da mora primernost višine denarne odpravnine pregledati eden ali več revizorjev in o reviziji pisno poročati.

Poročilo revizorja mora vsebovati utemeljitev predloga višine denarne odpravnine z naslednjimi navedbami:

- Po kakšnih metodah je bilo ugotovljena višina denarne odpravnine,
- Utemeljitev ustreznosti višine denarne odpravnine,
- Kakšna višina bi bila ugotovljena pri uporabi različnih metod.

Naročnik je revizorju predložil sledečo dokumentacijo:

- Poročilo o prenosu delnic na večinskega delničarja.
- Poročilo o oceni vrednosti družbe Pozavarovalnice Triglav RE, d.d. na dan 30.6.2011

PREDPOSTAVKE ZA PRENOS DELNIC

Zavarovalnica Triglav d.d., Ljubljana, matična številka 5063345, je imetnik 13.560 delnic družbe Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Miklošičeva 19, Ljubljana, matična številka 1362992, ki predstavljajo 91,00 % osnovnega kapitala družbe Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana.

V skladu s prvim odstavkom 384. člena ZGD-1 je glavni delničar, ki ima v lasti več kot 90 % vseh delnic oz. osnovnega kapitala družbe, upravičen predlagati skupščini družbe, da sprejme sklep o prenosu delnic preostalih (manjšinskih) delničarjev na glavnega delničarja za plačilo primerne odpravnine.

PRIMERNOST VIŠINE DENARNE ODPRAVNINE

1. Uporabljena metoda za določitev višine denarne odpravnine

Za določitev višine denarne odpravnine je bila uporabljena metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov, ki se uporablja pri oceni vrednosti finančnih institucij, pri tem pa so bile narejene vse potrebne prilagoditve klasičnega modela. Metode primerljivih podjetij in metode primerljivih transakcij so bile uporabljene zgolj kot kontrolne metode. Metoda sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov je teoretično najbolj pravilna, saj zaradi namena nakupa velja, da je vrednost podjetja enaka vsoti bodočih koristi, ki jih prinaša svojim lastnikom. Pri oceni poštene vrednosti lastniškega kapitala za namen izključitve manjšinskih delničarjev ni bil upoštevan diskont za manjšinskega lastnika in tržnost.

2. Utemeljitev ustreznosti višine denarne odpravnine

Glavni delničar bo manjšinskim delničarjem za delnice, ki bodo nanj prenesene na tej podlagi, ponudil in plačal denarno odpravnino v znesku 1.441,00 EUR za vsako delnico, kar ocenjuje kot primerno denarno odpravnino.

Ponujena denarna odpravnina po mnenju glavnega delničarja ustreza tržni vrednosti delnice in v smislu 5. in 6. stavka drugega odstavka 556. člena (ZGD-1) upošteva premoženjsko in profitno stanje družbe Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana, in je zato primerna.

Glavni delničar meni, da so izpolnjene formalne in vsebinske predpostavke za prenos delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja.

3. Možne različne metode za ugotovitev višine denarne odpravnine

Na splošno teoretični ravni je vrednost kapitala, vloženega v podjetje, definirana kot vsota pričakovanih prihodnjih koristi, ki pripadejo njegovemu lastniku, pri čemer je vrednost koristi diskontirana na sedanjo vrednost z ustrezno diskontno mero. Neposredna uporaba te definicije v praksi zahteva kvantificirane projekcije ustreznih koristi - donosov (ti so lahko bruto ali čisti dobiček, denarni tok, dividende ali kako drugače izraženi donosi) in določitev ustrezne diskontne mere, kar v pogojih negotovosti glede prihodnosti vedno ni mogoče. V praksi je zato nastala vrsta različnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij. Pri ocenjevanju vrednosti podjetij se običajno uporablja več različnih načinov ocenjevanja vrednosti, metod ocenjevanja vrednosti in postopkov ocenjevanja vrednosti, da bi na ta način čimbolj vsestransko podprli dokončen cenitveni sklep.

Za ugotovitev primerne višine denarne odpravnine ob prenosu delnic na večinskega delničarja sta bili kot najbolj primerni uporabljeni naslednji metodi:

- Metoda sedanje vrednosti prostih denarnih tokov,
- Metoda tržnih primerjav.

Metoda sedanje vrednosti prostih denarnih tokov

Uporabili smo metodo sedanje vrednosti prostih denarnih tokov. Pri tej metodi diskontiramo prihodnje donose, ki so na razpolago lastnikom v obliki denarja. Diskontiranje pravzaprav pomeni konverzijo vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov lastnikom v sedanjo vrednost - v vrednost lastniškega kapitala, ki te denarne tokove prinaša. Vrednost lastniškega kapitala je torej takšna, da lastnikom tega kapitala pri pričakovanih donosih prinaša zahtevano donosnost. Zahtevana donosnost je predvsem odvisna od tveganja naložbe v podjetje in netvegane donosnosti na trgu kapitala.

Oceno vrednosti lastniškega kapitala, ki jo dobimo z »metodo sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov«, smo povečali za vrednost presežnih finančnih naložb ter poslovno nepotrebni sredstev (pri čemer smo upoštevali zagotavljanje ustrezne ravni zahtevanega kapitala). Tako ocenjena vrednost velja za lastnike, ki lahko prodajo svoje premoženje brez posebnih stroškov in relativno hitro. Ker pogosto ne obstaja visoka tržnost, smo pri ocenitvi tržne vrednosti uporabili diskont za pomanjkanje tržnosti. Ker kontrola nad poslovanjem podjetja običajno omogoča večje koristi od lastniške naložbe v podjetje kot naložba v manjšinski delež lastniškega kapitala podjetja (brez kontrole), smo zaradi vrednotenja manjšinskega lastniškega deleža upoštevali tudi diskont za manjšinskega lastnika.

Metoda tržnih primerjav

V državah z razvitim trgom kapitala se za oceno vrednosti podjetij pogosto uporabljajo metode ocenjevanja vrednosti, ki temeljijo na tržnih primerjavah podobnih podjetij, katerih delnice se javno prodajajo na trgu vrednostnih papirjev (**metode primerljivih borznih podjetij**), ali pa podjetij, ki so bila (v čim bližji preteklosti) prodana ali združena z drugimi podjetji (**metode primerljivih transakcij**). Tržna vrednost lastniškega kapitala teh podjetij je tako namreč (bolj ali manj) znana.

Uporaba zgoraj opisane metode je v dejavnosti, ki jo opravlja Triglav Re zelo otežena zaradi naslednjih dejavnikov:

- Triglav Re deluje zgolj na pozavarovalniškem trgu premoženjskih zavarovanj (non-life), saj življenjska in zdravstvena zavarovanja predstavljajo manj kot 1% skupaj pobranih premij, medtem ko primerljive pozavarovalnice delujejo tudi v drugih segmentih. Tako dobičkonosnost in sestava sredstev nista čisto primerljivi;

- Poleg tega se Triglav Re ukvarja zgoj s storitvami pozavarovanj, veliko primerljivih pozavarovalnic, predvsem večjih, pa se ukvarja tudi s primernimi storitvami zavarovanj, tako premoženjskih kot življenjskih, kar prav gotovo pomembno vpliva na primerljivost kazalnikov;
- Triglav Re ima glede na specifiko poslovanja in kapitalsko strukturo veliko večji del kosmatih premij oddan v pozavarovanje kot primerljiva podjetja;
- Triglav Re večji del kosmatih premij sklene z družbami znotraj Skupine Triglav, pogoji poslovanja z družbami v Skupini Triglav pa so najverjetneje ugodnejši od tržnih, saj so kazalniki dobičkonosnosti pri poslih znotraj Skupine Triglav ugodnejši od kazalnikov poslov sklenjenih izven Skupine Triglav ter kazalnikov primerljivih podjetij.

Zaradi zgornjih omejitev smo metodo, ki temelji na tržnih primerjavah, uporabili zgoj kot kontrolno metodo. Ocenjena vrednost ene delnice je po tej metodi je nižja kot po uporabljeni metodi sedanje vrednosti prostih denarnih tokov.

REVIZORJEVO POROČILO,**namenjeno*****Glavnemu delničarju in manjšinskim delničarjem***

Skladno s 386. in 583. členom Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) smo opravili revizijo primernosti višine denarne odpravnine ob prenosu delnic na glavnega delničarja - Zavarovalnica Triglav d.d., Ljubljana pri družbi Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana. Uprava glavnega delničarja je odgovorna za pripravo poročila o prenosu delnic in predloga višine denarne odpravnine, odgovornost revizorja je, da izrazi mnenje o njem.

Revizijo smo opravili v skladu z mednarodnimi standardi revidiranja. Ti standardi zahtevajo od nas načrtovanje in izvedbo revidiranja tako, da pridobimo sprejemljivo zagotovilo, da poročilo o prenosu delnic na glavnega delničarja ne vsebuje pomembno napačne navedbe. Preiskava je omejena predvsem na poizvedovanja pri osebju družbe in na analitične postopke v zvezi z ustreznostjo uporabljenih metod za določitev primerne višine denarne odpravnine. Prepričani smo, da je opravljena revizija primerna podlaga za naše mnenje.

Po našem mnenju **je višina denarne odpravnine**, ki jo zagotavlja glavni delničar Zavarovalnica Triglav d.d., Ljubljana preostalim delničarjem **v znesku 1.441,00 EUR** za delnico družbe Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana, **primerna**.

Ljubljana, 15.2.2012

Ecum revizija d.o.o.

Marjan Čuk,
pooblaščen revizor

