

Lendavska ulica 18, 9000 Murska Sobota
PE LJUBLJANA, Linhartova cesta 68, 1000 Ljubljana
PE KOPER, Vojkovo nabrežje 23, 6000 Koper

Tel.: 02/530 20 50, Fax: 02/530 20 65

Tel.: 02/530 20 50, Fax: 02/530 20 65

Tel.: 02/530 20 50, Fax: 02/530 20 65

REVIZORJEVO POROČILO

**o primernosti denarne odpravnine, ki jo SEI
HOLDING B.V., Amsterdam**

večinski delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.

**predlaga za poplačilo delnic manjšinskih
delničarjev**

Murska Sobota, 25.07.2011

1. UVOD

SEI HOLDING B.V., Amsterdam je večinski lastnik (delničar) družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d., Dunajska 156, Ljubljana (v nadaljevanju AKTIVA NALOŽBE, d.d.).

SEI HOLDING B.V., Amsterdam ima na dan 24.06.2011 v lasti 91% oziroma 16.646.004 delnic (skupaj vseh izdanih delnic 18.214.875) družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. Ostalih 9% oziroma 1.568.871 delnic je v razpršeni lasti več kot 10.000 delničarjev.

Zato se je uprava SEI HOLDING B.V., Amsterdam odločila, da bo kot glavni (večinski) delničar predlagala skupščini družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d., da odloči o prenosu delnic preostalih (manjšinskih) delničarjev nanjo, glavnega delničarja, proti plačilu primerne denarne odpravnine.

Na predlog SEI HOLDING B.V., Amsterdam je Okrožno sodišče v Ljubljani, dne 30.06.2011, imenovalo za revizorja, ki bo pregledal primernost višine denarne odpravnine, ki jo SEI HOLDING B.V., Amsterdam kot glavni delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. ponuja ostalim manjšinskim delničarjem v postopku izključitve manjšinskih delničarjev iz družbe, revizijsko družbo AUDIT & CO d.o.o., Lendavska ulica 18, 9000 Murska Sobota.

Po drugem odstavku 386. člena Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju: ZGD-1) mora namreč primernost višine denarne odpravnine, ki jo ponuja glavni delničar izključenim manjšinskim delničarjem, pregledati eden ali več revizorjev, ki jih na predlog glavnega delničarja imenuje sodišče.

Za revizijo o primernosti višine denarne odpravnine se smiselno uporabljajo določbe 583. člena ZGD-1, zlasti petega odstavka tega člena, v skladu s katerim mora revizor pri tem razložiti:

- Z uporabo katerih metod ocenjevanja podjetij je bila določena višina predlagane denarne odpravnine,
- Razloge, zaradi katerih je uporaba izbranih metod ocenjevanja v konkretnem primeru ustrezna za določitev primerne višine denarne odpravnine ter,
- Če je bilo za določitev višine denarne odpravnine uporabljenih več metod, kakšna velikost denarne odpravnine je bila pripisana posamezni od uporabljenih metod pri določitvi predlagane višine denarne odpravnine in opisati vse morebitne težave pri ocenjevanju vrednosti družbe.

Poročilo je izdelano na podlagi dokumentacije, ki jo je družba AUDIT & CO d.o.o. prejela od posloводства AKTIVA NALOŽBE, d.d. Za informacije iz te dokumentacije odgovarja posloводство AKTIVA NALOŽBE, d.d.

Revizorjevo poročilo o primernosti višine denarne odpravnine, ki jo SEI HOLDING B.V., Amsterdam, večinski lastnik družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d., predlaga za poplačilo delnic manjšinskih delničarjev

Poročilo je zaupne narave in se ga, delno ali v celoti, brez predhodnega pisnega soglasja družbe AUDIT & CO d.o.o., ne sme posredovati tretjim osebam, razen sodnemu/poslovnemu registru Slovenije ob vložitvi predloga za vpis sklepa o prenosu delnic preostalih delničarjev na glavnega delničarja, ki ga bo skupščina družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. prejela v predlagani obliki. Ne glede na določilo prejšnjega stavka lahko SEI HOLDING B.V., Amsterdam poročilo uporabi tudi za vse ostale postopke, ki so vezani na postopek izključitve manjšinskih delničarjev iz družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.

To poročilo je izdano v obliki končnega poročila.

2. PREDLAGANA VIŠINA DENARNE ODPRAVNINE

2.1. Pregledana dokumentacija

V postopku revizije primernosti višine denarne odpravnine so bile pregledane naslednje listine:

- Izpisek iPRS (poslovni register Slovenije) za družbo AKTIVA NALOŽBE, d.d.
- Predlog sklepa skupščine AKTIVA NALOŽBE, d.d. o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja, SEI HOLDING B.V., Amsterdam, za plačilo primerne denarne odpravnine
- Kopija pisnega poročila glavnega delničarja skupščini družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.,
- Potrjen oziroma overjen seznam dolgoročnih finančnih naložb s knjigovodskimi vrednostmi na dan 31.12.2010 družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.
- Kopija zbirnega izpisa stanja na računih vrednostnih papirjev v centralnem registru pri KDD na dan 31.12.2010 SEI HOLDING B.V., Amsterdam
- Kopija zbirnega izpisa stanja na računih vrednostnih papirjev v centralnem registru pri KDD na dan 31.05.2011 SEI HOLDING B.V., Amsterdam
- Kopija zbirnega izpisa stanja na računih za posamezen vrednostni papir v centralnem registru na dan 24.06.2011 za družbo SEI HOLDING B.V., Amsterdam
- Kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. na dan 31.12.2010 s prilogami:
 - 1/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe AR FINANCE, d.o.o. na dan 31.12.2010
 - 2/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe TU FIN, d.d. na dan 31.12.2010
 - 3/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe FACTOR BANKA d.d. na dan 31.12.2010 + Priloge k poročilu k oceni vrednosti lastniškega kapitala FACTOR BANKA, d.d. na dan 31.12.2010
 - 4/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe NOVA LJUBLJANSKA BANKA D.D., LJUBLJANA, na dan 31.12.2010 + Priloge k poročilu k oceni vrednosti lastniškega kapitala NOVA LJUBLJANSKA BANKA d.d., Ljubljana na dan 31.12.2010
 - 5/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti 8,6 % deleža PALOMA d.d. na dan 31.12.2010
 - 6/6 - kopija Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe S.C. ROMFELT S.A. na dan 31.12.2010

2.2. Predlagana višina denarne odpravnine

Glavni delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. SEI HOLDING B.V., Amsterdam ponuja ostalim delničarjem kot primerno nadomestilo za prevzem njihovih manj kot 10% lastninskih pravic (za izključitev iz družbe), denarno nadomestilo v višini 4,06 EUR na delnico.

Predlagani znesek nadomestila utemeljuje na:

- Izračunih in ocenah vrednosti lastniškega kapitala družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. na dan 31.12.2010, ki jih je zanjo opravila družba KF FINANCE, d.o.o. oziroma Bojan KUNOVAR, pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij z licenco slovenskega inštituta za revizijo, kot neodvisni ocenjevalec vrednosti (Izjava o neodvisnosti, 30.06.2011), in ki jih je zbral v Poročilu o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. na dan 31.12.2010

Neodvisni ocenjevalec vrednosti je glede na namen ocenjevanja ocenil pošteno vrednost 100% deleža lastniškega kapitala družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. na podlagi metode prilagojenih knjigovodskih vrednosti, ker:

- gre za oceno večinskega lastniškega deleža družbe, ki je po vsebini holding oz. opravlja funkcijo investicijskega sklada;
- ima družba vrednostno veliko materialno aktivo, saj finančne naložbe predstavljajo večji del premoženja družbe;
- družba z rednim poslovanjem ne ustvarja pozitivnih denarnih tokov, tako da uporaba preostalih dveh načinov (na donosu zasnovan način in način tržnih primerjav) ni smiselna oz. primerna.

Pri metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti se vsa sredstva (aktivne postavke bilance stanja) in obveznosti do tujih virov (pasivne postavke bilance stanja razen kapitala) ocenijo po njihovi tržni vrednosti na dan ocenjevanja. Na tržno se ocenijo tudi vrednosti morebitnih sredstev ali obveznosti, ki v bilanci stanja na dan ocenjevanja niso izkazane oziroma je njihova vrednost enaka nič. Vrednost lastniškega kapitala predstavlja razliko med tržno vrednostjo sredstev in tržno vrednostjo vseh obveznosti.

3. Ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.

3.1. Predstavitev družbe

Družba AKTIVA NALOŽBE, d.d. s sedežem v Ljubljani, Dunajska 156, je bila ustanovljena 07.06.2001. Delniška družba je nastala z razdružitvijo Atena 1 Sklad na dve družbi, in sicer Aktiva FIN, d.d. in Atena PID, d.d.. Preoblikovanje pooblaščenice investicijske družbe Atena PID, d.d. v redno delniško družbo AKTIVA NALOŽBE, d.d. je bilo obravnavano na seji skupščine, dne 01.12.2003, in vpisano v sodni register februarja 2004.

Družbi AKTIVA NALOŽBE, d.d. so se na osnovi Pogodbe o pripojitvi z dne 31.12.2006 pripojile družbe: IMP ČRPALKE d.d., IMP PROMONT d.d., INTERTRADE ITS d.d., KEF d.d., AKTIVA FINANCE d.d. in TIM FIN d.d. Dne 29.10.2008 je bila po Pogodbi o pripojitvi z dne 12.08.2008 vpisana pripojitev še naslednjih družb: GRADIS FINANCE d.d. KOTO REAL d.d. in PINUS FIN d.d..

Družba, z dejavnostjo holdingov, je v obdobju od 2005 do 2010 zaposlovala do 20 delavcev, trenutno število zaposlenih je 8. V preteklih letih je družba delovala z dobičkom, leto 2010 pa je zaključila z izgubo. Kapital na dan 31.12.2010 znaša 120.210.655 EUR.

Osnovni kapital družbe znaša 76.008.851,89 EUR in je razdeljen na 18.214.875 delnic navadnih prosto prenosljivih imenskih kosovnih delnic. Družba je v večinski lasti SEI HOLDING B.V., Amsterdam. Delnice družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, kjer se z njimi tudi trguje..

V strukturi sredstev na dan 31.12.2010 predstavljajo finančne naložbe (skupaj dolgoročne in kratkoročne) 98% vseh sredstev in znašajo 229,6 mio EUR.

V strukturi pasive na dan 31.12.2010 predstavlja lastniški kapital 51% vseh virov sredstev in znaša 120,2 mio EUR. Preostalo pasivo predstavljajo rezervacije ter dolgoročne in kratkoročne obveznosti.

Družba praktično ne ustvarja prihodkov.

Finančne prihodke družba ustvarja iz naslova prevrednotenja finančnih naložb, izplačila dividend, dobičkov pri prodaji naložb in obresti za dana posojila.

Finančni odhodki vključujejo prevrednotovalne finančne odhodke (oslabitve in odpisi finančnih naložb) ter obresti za najeta posojila.

3.2. Predstavitev načina in metod ocenjevanja podjetij

Poznamo tri načine (v okviru teh pa več metod) ocenjevanja vrednosti podjetij:

Na donosu zasnovan način zahteva identifikacijo donosov, ki jih kapitaliziramo ali diskontiramo na sedanjo vrednost. Gre za teoretično najbolj pravilni način ocenjevanja vrednosti, vendar nam omogoča, da upoštevamo specifične karakteristike vsakega posameznega podjetja, njegovega potenciala za doseganje donosov, rast in potrebe po investicijah, ob sočasnem upoštevanju tveganja, povezanega z njegovim prihodnjim poslovanjem. Metode v okviru tega načina so:

- metoda sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka;
- metoda kapitalizacije.

Način tržnih primerjav temelji na primerjavi izbranega finančnega parametra ocenjevanega podjetja s tržnim multiplikatorjem primerljivih podjetij. Pri tem lahko nabor primerljivih podjetij najdemo na javnih delniških trgih, ali pa na podlagi transakcij v panogi, kar vključuje tudi transakcije z nejavnimi podjetji. Način tržnih primerjav nam omogoča najbolj neposredno vključitev tržnih razmer v postopek vrednotenja, pri čemer pa veliko omejitev običajno predstavlja zmožnost oblikovanja nabora podjetij, ki bi bila čim bolj primerljiva z ocenjevanim. Metode v okviru tega načina so:

- metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi;
- metoda primerljivih transakcij.

Na sredstvih zasnovan način temelji na stroških zamenjave oz. nadomestitve obstoječih sredstev ob predpostavki, da racionalni investitorji za neko sredstvo ne bodo plačali več kot bi jih stal strošek nadomestitve tega sredstva z ekvivalentnim sredstvom. Pri ocenjevanju vrednosti podjetij pa uporaba tega načina pomeni ocenjevanje vrednosti vseh sredstev, zmanjšano za vrednost vseh obveznosti. Gre za statični pristop k ocenjevanju rednosti, ki je primeren le v nekaterih specifičnih primerih. Metode v okviru tega načina so:

- metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti;
- metoda presežnih donosov.

3.3. Izbira metode ocenjevanja vrednosti družbe

Glede na:

- navedbe v predhodnih dveh točkah tega poglavja,
- ugotovitve iz opravljenih finančnih analiz in,
- da se po mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti v primerih oziroma za namene izključitve manjšinskih delničarjev, šteje kot podlaga vrednosti poštena vrednost, ki je opredeljena kot cena, ki je poštena za specifični stranki, upoštevajoč vsakokratne prednosti in pomanjkljivosti, ki jih vsaka od njiju dobi v transakciji – kot

cena, ki zagotavlja, da se premoženjski položaj manjšinskih delničarjev zaradi odločitve obvladujočih delničarjev ne sme spremeniti oziroma poslabšati,

se je ocenjevalec vrednosti obravnavane družbe odločil, da bo izvedel oceno vrednosti lastniškega kapitala družbe le na enega od možnih načinov, in sicer na sredstvih zasnovan način z uporabo metode prilagojenih knjigovodskih vrednosti.

3.4. Ocena tržne vrednosti delnice družbe

Upošteva je predhodne navedbe je ocenjevalec ocenil vsa sredstva in obveznosti do tujih virov sredstev družbe po njihovi tržni vrednosti na dan ocenjevanja. Pri tem je ocenil tudi vrednosti morebitnih sredstev ali obveznosti, ki v bilanci sicer niso izkazane oziroma je njihova knjigovodska vrednost enaka nič.

Vrednost lastniškega kapitala je izračunal kot razliko med tržno vrednostjo sredstev in tržno vrednostjo vseh obveznosti do tujih virov sredstev. Izračunane razlike ni nadalje prilagajal z diskonti za manjšinskega lastnika ali za pomanjkanje tržljivosti, ker gre za pošteno vrednost za namen izključitve.

Pri oceni vrednosti je ocenjevalec izhajal iz revidirane bilance stanja na dan 31.12.2010. Ključno vrednostno postavko so predstavljale finančne naložbe. Za potrebe ocene vrednosti družbe je ocenil vrednost posamezne od njih.

Knjigovodska vrednost sredstev družbe je na dan 31.12.2010 znašala 233.859.161 EUR, obveznosti do tujih virov sredstev 113.648.506 EUR (brez kapitala) in lastniškega kapitala 120.210.655 EUR. Ocenjena tržna vrednost sredstev družbe je na dan 31.12.2010 znašala 201.583.196 EUR, obveznosti do tujih virov sredstev (brez kapitala) 127.720.465 EUR in lastniškega kapitala 73.862.731 EUR .

Vsa razlika v vrednosti lastniškega kapitala izhaja iz prilagoditve knjigovodskih vrednosti sredstev na njihove tržne vrednosti, predvsem knjigovodskih vrednosti naložb.

Knjigovodska vrednost finančnih naložb v skupni višini 229.611.082 EUR je bila ocenjena na tržno vrednost v skupni višini 198.468.334 EUR.

Knjigovodska vrednost navadne prosto prenosljive imenske kosovne delnice na dan 31.12.2010 znaša 6,59 EUR (zaokroženo na dve decimalni vejici), poštena vrednost, izračunana na sredstvih zasnovan način z uporabo metode prilagojenih knjigovodskih vrednosti, pa 4,06 EUR (zaokroženo na dve decimalni vejici).

3.5. Ocene tržnih vrednosti posameznih naložb

Ocene tržnih vrednosti posameznih naložb iz portfelja družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. je izdelalo isto podjetje KF Finance, d.o.o. in podpisal isti ocenjevalec vrednosti podjetij Bojan KUNOVAR.

Vse ocene so bile izvedene na isti datum ocenjevanja kot sama družba, to je na dan 31.12.2010.

4. Revizorjevo poročilo

Elizabeta ILIČ, pooblaščen revizor, je v skladu z drugim odstavkom 386. člena in ob smiselni uporabi petega odstavka 583. člena Zakona o gospodarskih družbah opravila revizijo primernosti višine denarne odpravnine, ki jo SEI HOLDING B.V., Amsterdam, glavni delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d., ponuja kot nadomestilo manjšinskim delničarjem v postopku njihove izključitve iz družbe.

Revizijo smo opravili v skladu z Mednarodnim standardom revidiranja (MSR) 4400-Revizorjevo poročilo o poslih opravljanja dogovorjenih postopkov. Ti standardi zahtevajo od revizorja načrtovanje in izvedbo revizije za pridobitev primerne zagotovila, da je gospodarska družba SEI HOLDING B.V., Amsterdam kot glavni delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d. pri določanju denarne odpravnine izključenim manjšinskim delničarjem, upoštevala ustrezne določbe Zakona o gospodarskih družbah.

Revizijsko poročilo vključuje preizkuševalno preverjanje dokazov o:

- uporabljenih metodah ocenjevanja vrednosti podjetij s katerimi je bila določena višina predlagane denarne odpravnine
- razlogih, zaradi katerih je uporaba izbranih metod ocenjevanja v konkretnem primeru ustrezna za določitev primerne odpravnine ter
- o tem, kakšna velikost denarne odpravnine je bila ugotovljena pri uporabi posamezne od uporabljenih metod pri ugotavljanju primerne zneska odpravnine, kakšna relativna pomembnost je bila pripisana posamezni od uporabljenih metod pri določitvi predlagane višine denarne odpravnine in o morebitnih posebnih težavah pri ocenjevanju vrednosti družbe.

Pregledali smo tudi predlog skupščinskega sklepa glavnega delničarja o izključitvi manjšinskih delničarjev.

Menimo, da je opravljena revizija primerna podlaga za naše mnenje.

Ocenjujemo, da je višina odpravnine 4,06 EUR na delnico, kot jo predlaga SEI HOLDING B.V., Amsterdam kot glavni delničar družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d., primerna odškodnina za njihovo izključitev iz družbe AKTIVA NALOŽBE, d.d.

Za opredelitev višine denarne odpravnine je bila uporabljena metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti.

Murska Sobota, 25.07.2011

direktorica družbe in vodja revizije:

Elizabeta ILIČ

pooblaščen revizor


audit&co, DRUŽBA ZA
REVIZIJO
IN SVETOVANJE d.o.o.
Londarska 18 9000 Murska Sobota