

**IZVJEŠĆE O OBAVLJENOJ REVIZIJI
PRIMJERENOSTI NAKNADE I OTPREMINE
KOD PRIJENOSA DIONICA MANJINSKIH
DIONIČARA DRUŠTVA INKER d.d. ZAPREŠIĆ
PO ČLANKU 300. h ZAKONA O TRGOVAČKIM
DRUŠTVIMA**

Zagreb, svibanj 2010.

Sadržaj

I UVODNI DIO	3
1. Nalog i opseg posla.....	3
2. Korištena dokumentacija i sprovedeni postupci	6
3. Pregled metoda izračunavanja primjerenosti naknade	8
II PRIMJERENOST NAKNADE I OTPREMNINE U SLUČAJU INKER D.D.	10
1. Metoda procjene i iznos naknade i otpremnine u novcu manjinskim dioničarima određen od strane glavnog dioničara	10
2. Razlozi primjerenosti primjene primjenjenih metoda	10
2.1 Metoda diskoniranih novačnih tijekova.....	10
2.2 Otkupna cijena dionica 2006	10
3. Iznos primjerene naknade i otpremnine do koje bi se došlo primjenom pojedine metode, te značaj dan pojedinim metodama.....	11
3.1 Metoda diskoniranih novačnih tijekova.....	11
3.2 Otkupna cijena dionica 2006	11
3.3 Usporedba vrijednosti dionice po gornjim metodama sa otpremninom:	11
4. Teškoće koje su se javile pri procjeni vrijednosti društva.....	11
MIŠLJENJE.....	12

I UVODNI DIO

1. Nalog i opseg posla

Rješenjem Trgovačkog suda u Zagrebu broj 5 R1-177/10 od 17. svibnja 2010. godine, po sucu tog suda Željki Bregeš, u postupku predlagatelja Roca Sanitario S.A. Barcelona, Španjolska a u predmetu postupka ispitivanja primjerenosti otpremnine kod prijenosa dionica manjinskih dioničara društva Inker d.d. Zaprešić, sukladno članku 300. h., a u svezi s člankom 40. Zakona o trgovačkim društvima (ZTD), Antea revizija d.o.o. za reviziju, imenovana je vještakom sa zadatkom da utvrdi primjerenost otpremnine u novcu.

Opseg posla određen je Zakonom o trgovačkim društvima odnosno Rješenjem kako slijedi:

Rješenjem Trgovačkog suda u Zagrebu naloženo je vještaku da izradi pismeno izvješće o obavljenoj reviziji u kojem mora navesti

1. kojim su metodama određena primjerena naknada i otpremnina
2. iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena
3. ako je primijenjeno više metoda, do koje bi se primjerene naknade i otpremnine došlo primjenom pojedine metode, te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene primjerene naknade i otpremnine.
4. posebne teškoće koje su se javile pri procjeni

Zakonodavni okvir

Odredbe Zakona o trgovačkim društvima (ZTD)

Članak 300. f

- (1) Glavna skupština može na zahtjev dioničara koji ima dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala društva (glavnog dioničara) donijeti odluku na temelju koje mu se prenose dionice manjinskih dioničara uz plaćanje tim dioničarima **primjerene otpremnine u novcu.**
- (2) Za utvrđenje ima li glavni dioničar dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala društva primjenjuje se odredba članka 474 stavka 2. i 4. ovoga Zakona.

Članak 300. g

- (1) Glavni dioničar određuje iznos otpremnine u novcu koji treba isplatiti manjinskim dioničarima i pritom mora uzeti u obzir prilike društva u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine. Uprava odnosno izvršni direktor društva mu mora pritom dati na uvid svu potrebnu dokumentaciju i pružiti potrebna obavještenja.
- (2) Na iznos otpremnine obračunava se kamata u visini eskontne stope Hrvatske narodne banke uvećane za pet postotnih poena za vrijeme od upisa odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar pa do isplate manjinskim dioničarima. Time se ne isključuje odgovornost za eventualnu drugu štetu.
- (3) Prije nego što uprava društva sazove glavnu skupštinu glavni dioničar joj je dužan predati izjavu banke kojom ona solidarno jamči da će glavni dioničar manjinskim dioničarima isplatiti otpremninu uvećanu za pripadajuće kamate bez odgađanja po opisu odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar.

Članak 300. h

- (1) U objavi dnevnog reda glavne skupštine koja odlučuje o prijenosu dionica moraju se navesti
 1. tvrtka i sjedište glavnog dioničara a ako je to fizička osoba njeno ime prezime i prebivalište
 2. iznos otpremnine koju je odredio glavni dioničar
- (2) Glavni dioničar mora glavnoj skupštini podnijeti pisano izvješće i u njemu iznijeti pretpostavke za prijenos dionica te obrazložiti primjerenost otpremnine koju mora isplatiti u novcu. Primjerenost otpremnine moraju ispitati jedan ili više vještaka koje na zahtjev glavnog dioničara imenuje sud iz članka 40. ovoga Zakona. Ovdje se na odgovarajući način primjenjuju odredbe članka 481. a ovoga Zakona.

Članak 481.a

- (1) *.....mora pregledati jedan ili više revizora. Revizore imenuje uprava ovisnoga društva ili na njezin zahtjev sud u čiji je sudski registar ovisno društvo upisano.*
- (2) *Revizori moraju izraditi pisano izvješće o obavljenoj reviziji. Izvješće se mora zaključiti izjavom o tome jesu li primjerena naknada iz članka 491 ovoga Zakona odnosno otpremnina iz članka 492. ovoga Zakona primjereno odmjerene. Pri tome se treba navesti:*
 1. *kojim su metodama određene primjerena naknada i otpremnina*
 2. *iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena*
 3. *ako je primjenjeno više metoda, do koje bi se primjerene naknade i otpremnine došlo primjenom pojedine metode, te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene primjerene naknade i otpremnine,*
 4. *posebne teškoće koje su se javile pri procjeni vrijednosti društva*

Članak 492.

- (1) *Pored obveze da se plati naknada, ugovor o vođenju poslova društva i ugovor o prijenosu dobiti moraju sadržavati obvezu druge ugovorne strane da na zahtjev vanjskih dioničara preuzme njihove dionice, odnosno udjele u zamjenu za isplatu primjerene otpremnine koja je određena ugovorom.*
- (2) *Kao otpremnina u ugovoru se može predvidjeti davanje dionica druge ugovorne strane, ako je ona dioničko društvo, ili dionica društva koje je u odnosu na to društvo vladajuće društvo, ili isplatu u novcu.*
- (3) *Ako se kao otpremnina daju dionice drugog društva, otpremnina se smatra primjerenom ako se dionice daju u omjeru u kojemu bi se u slučaju spajanja društava na svaku dionicu jednoga društva, odnosno udio u tome društvu morale dati dionice drugoga društva, pri čemu se iznosi mogu podmiriti i doplatom u novcu. Za određivanje što se smatra primjerenim plaćanjem u novcu moraju se uzeti u obzir imovinsko stanje i kretanje dobiti u društvu u vrijeme kada glavna skupština donosi odluku o ugovoru.*
- (4) *Ako ugovor ne sadržava odredbe o otpremnini ili ako se ona po odredbama ovoga Zakona ne smatra primjerenom, svaki vanjski dioničar može u roku od tri mjeseca od*

objave upisa ugovora u sudski registar zahtijevati od suda da donese odluku o primjerenoj otpremnini. Više postupaka sud će spojiti

(5) Sud će odrediti da se otpremnina isplati u novcu, ako ugovor ne predviđa stjecanje dionica druge ugovorne strane kada je ona dioničko društvo, ili društva o kojemu je to društvo ovisno. Donese li sud odluku u korist dioničara, naložit će društvu da dioničarima koji su sudjelovali u postupku nadoknadi troškove potrebne za vođenje postupka. Sudska odluka odnosi se na sve vanjske dioničare. Uprava, odnosno izvršni direktori društva dužni su pravomoćnu sudsku odluku objaviti u glasilu društva

Članak 300. h nastavak

- (3) Od dana sazivanja glavne skupštine u poslovnim prostorijama u sjedištu društva moraju se radi slobodnog uvida dioničarima izložiti:
1. prijedlog odluke glavne skupštine o prijenosu dionica
 2. godišnja financijska izvješća za tri posljednje godine, a ako je društvo dužno izraditi izvješće o stanju društva, i ta izvješća za isto razdoblje
 3. izvješće glavnog dioničara iz stavka 2. ovoga članka
 4. izvješće vještaka iz stavka 2. ovoga članka
- (4) Svakome se dioničaru na njegov zahtjev mora besplatno i bez odgađanja dati preslike akata iz stavka 3. ovoga članka
- (5) Društvo nema obveze iz stavka 3. i 4. ovoga članka ako su isprave iz stavka 3. ovoga članka bile isto to vrijeme dostupne na internetskoj stranici društva

Članak 300. k

- (1) Odluka o prijenosu dionica ne može se pobijati tužbom zbog toga što iznos otpremnine koji je odredio glavni dioničar nije primjeren. Ako iznos otpremnine nije primjeren, odredit će ga na zahtjev manjinskog dioničara sud iz članka 40. ovoga Zakona. Isto vrijedi i ako glavni dioničar ne ponudi iznos otpremnine u novcu ili to ne učini onako kako bi to trebao učiniti, a tužba kojom se pobija donesena odluka nije podignuta ili se to ne učini u za to propisanom roku, ona bude povučena ili pravomoćno odbijena.
- (2) .
- (3) .
- (4) Odluka suda o visini otpremnine iz stavka 3. ovoga članka djeluje prema svim manjinskim dioničarima neovisno o tome jesu li sudjelovali u postupku u kojemu je određena

2. Korištena dokumentacija i sprovedeni postupci

Obavila sam ispitivanje primjerenosti otpremnine koju je odredio glavni dioničar društva Roca Sanitario S.A. Barcelona, Španjolska u visini 120,00 kn po dionici, kao otpremninu koju treba isplatiti manjinskim dioničarima društva Inker d.d. Zaprešić sukladno članku 300.g ZTD-a.

Ovo ispitivanje obavljeno je u razdoblju 17. – 28. svibnja 2010. godine

Predočena/korištena dokumentacija

1. Izvješće glavnog dioničara Roca od 31.5.2010. u kojemu su iznesene pretpostavke za prijenos dionica s obrazloženjem primjerenosti otpremnine koju mora isplatiti u novcu manjinskim dioničarima sukladno Članku 300. h ZTD-a.
2. Revidirani financijski izvještaji društva za 2007, 2008 i 2009 godinu
3. Procjena vrijednosti društva na dan 31.12.2009. godine od 15. ožujka 2010. godine
4. Plan poslovanja 2010 do 2012.
5. Ugovor o kupnji i prijenosu dionica između Central Maritime Holdings Limited i Roca Sanitario S.A. Barcelona, Spain
6. Ostala dokumentacija

Provedeni postupci odnose se na analizu revidiranih izvještaja, na pregled Izvješća glavnog dioničara, pregled Procjene vrijednosti društva od 15. ožujka 2010., na razgovor s managementom, te na ispitivanje odnosno provjeru adekvatnosti pretpostavki u procjeni društva, točnost kalkulacija i obračuna, kao i korektnost primjenjenih metoda, te izrada vlastitih simulacija.

Ograničenja

Financijske prognoze koje su bile podloga za ovo mišljenje odražavaju sadašnju situaciju na tržištu i to u pogledu uvjeta i mogućeg razvoja situacije. Obično je slučaj da se neki događaji i okolnosti ne dogode kao što se očekuje odnosno da se ne predvide. Stoga se stvarni rezultati tijekom planskog razdoblja razlikuju od planiranih, a razlike mogu biti značajne.

U davanju ovog mišljenja kao revizor/vještak nismo obavili nezavisnu verifikaciju financijskih i drugih predočenih informacija te stoga za iste ne preuzimam nikakvu odgovornost.

Pretpostavila sam da su sve financijske i druge informacije točne i potpune. Nadalje, oslonila sam se na izjave managementa kojom izjavljuju da im nisu poznate nikakve činjenice koje bi imale za posljedicu netočnost, nepotpunost ili neprimjerenost financijskih i drugih informacija. U odnosu na informacije koje se tiču prognoza, tendencija i financijskih prognoza koje je pripremila uprava, pretpostavila sam, za svrhu davanja ovog mišljenja, da su te informacije na kojima se temelje prognoze rezumne i da odražavaju najbolje dostupne procjene i prosudbe uprave u pogledu budućeg poslovanja. Nadalje, kao revizor/vještak pretpostavili smo da su sve obveze Društva (potencijalne i stvarne) uključene u financijska izvješća Društva.

Naš zadatak nije obuhvatio niti smo takav zadatak obavili, nezavisnu procjenu imovine ili obveza (potencijalnih ili stvarnih) Društva. Naše mišljenje temelji se na informacijama o tržišnom i financijskom položaju Društva na datum izvještaja.

Ovo mišljenje pripremljeno je u svrhu otkupa dionica od manjinskih dioničara, te ga nije dozvoljeno koristiti u druge svrhe bez prethodne pisane suglasnosti.

3. Pregled metoda izračunavanja primjerenosti naknade

Izračun primjerenosti naknade i otpremnine zasniva se na procijenjenoj vrijednosti društva te broju dionica (umanjenih za vlastite dionice). Postoji nekoliko metoda procjene vrijednosti društava a i njihova je podjela moguća na više načina. Osnovna i uobičajena podjela na našim prostorima je podjela na statičke i dinamičke metode kako slijedi:

Dinamičke metode baziraju se na projekcijama budućih novčanih priljeva diskontiranih na današnju vrijednost (Discounted Cash Flow method = metoda diskontiranih novčanih tijekova – DCF metoda). Suma diskontiranih novčanih tijekova poznata je kao neto sadašnja vrijednost projiciranih novčanih tijekova za vrijeme projiciranog razdoblja. Ovoj se vrijednosti pribraja i neto sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti. Pri projekciji potrebno je uzeti u obzir sve relevantne interne (unutar društva) i eksterne (tržišne) faktore.

Osnovna formula za izračun ukupne neto sadašnje vrijednosti je:

$$NSV = \frac{NT_1}{1+DF} + \frac{NT_2}{(1+DF)^2} + \dots + \frac{NT_n}{(1+DF)^n} + \frac{RV}{(1+DF)^n}$$

NSV = neto sadašnja vrijednost

NT1 do NTn = novčani tijekovi od godine 1. do n-te

DF = trošak kapitala ili diskontni factor

RV = rezidualna vrijednost

Dobivenu vrijednost potrebno je uvećati odnosno umanjiti za kamatonosnu aktivu i novac, odnosno kamatonosnu pasivu.

Problematika ove metode su realne projekcije budućih novčanih tijekova od strane uprava. S obzirom na dugo razdoblje koje se obuhvaća, realnost takvih projekcija može biti upitna i to tim više što projekcija zadire dalje u budućnost.

Određivanje diskontnog faktora rizičan je dio ove metode. Postoje precizne metode izračuna ovog faktora.

Određivanje rezidualne vrijednosti može također biti problem. Projekcija ove vrijednosti u dalekoj budućnosti neizvjesna je i zahtjeva posebnu procjenu.

Pod dinamičkim odnosno aktivnim metodama smatraju se i metode koje procjenu zasnivaju na:

- Usporedbi sa sličnim poduzećima unutar tržišta (ako postoje društva koja posluju u približno jednakim uvjetima te koja imaju slične strukturne elemente). Često je puta otežano pronalaženje usporedivih društava tako da se ova metoda rijetko primjenjuje i u pravilu samo kao kontrolna metoda.
- Usporedbi sa sličnim transakcijama unutar tržišta (ako postoje dovoljno reprezentativne odnosno usporedive transakcije unutar sličnih tržišta). Često je teško pronaći usporedive transakcije na sličnim tržištima, naročito na brzo rastućim tržištima Istočne Europe, te se ova metoda rijetko koristi a ako da, samo kao kontrolna metoda.

Postoje slijedeće statičke metode:

- Prema nominalnom iznosu dionica koje odgovaraju vrijednosti samo u trenutku osnivanja/emisije ili neposredno nakon toga, dok u nakandnom razdoblju dolazi do značajnih odstupanja
- Prema tržišnoj vrijednosti dionica (moguće samo za društva čije dionice kotiraju na tržištima kapitala a transakcije imaju reprezentativni volumen)

Na tržištu kapitala uobičajeno se cijena manjinskih dionica umanjuje za 15%-20% od cijene dionica koje se prodaju u kontrolnom paketu.

- Prema neto vrijednosti imovine (knjigovodstvenoj ili procjenjenoj / usklađenoj) - Metoda knjigovodstvene ili procjenjene knjigovodstvene vrijednosti društva u tržišnim razvijenim ekonomijama najčešće se primjenjuje za procjenu investicijskih skrbničkih fondova te za društva koja se bave nekretninama. Kod ove metode potrebno je profesionalno procijeniti pojedine dijelove imovine i obveza (da li su realno iskazani u financijskim izvještajima). Nedostatak ove metode je da pokazuje samo trenutno stanje društva a ne i buduće prinose koje dioničari mogu očekivati od poslovanja tog poslovnog subjekta.
- Prema likvidacijskoj vrijednosti imovine – Ova metoda primjenjuje se kada je u pitanju likvidacija ili prestanak poslovanja društva. Kod te metode procjenjuju se stavke imovine uz uvažavanje faktora utrživosti (likvidnosti) te uz procjenu troškova otpuštanja zaposlenih odnosno troškova zatvaranja društva (kazne za raskid ugovora, sudske sporove, zatvaranje pogona, pravne i računovodstvene usluge)

Izbor metode procjene ovisi o svrsi procjene. Uobičajeno se jedna metoda ne koristi izolirano, već se rezultati glavne uspoređuju tj. kontroliraju sa rezultatima drugih metoda. Izbor metoda ovisi i o razvijenosti neke tržišne ekonomije (da li društva kotiraju na burzi te da li je količina transakcija reprezentativna), o dostupnosti podataka, o mogućnosti procjene nekih političko-ekonomsko-socijalno-zakonodavnih pretpostavki i trendova. U pravilu se u razvijenim tržišnim ekonomijama prednost daje DCF metodi kao osnovnoj, u slučaju kada su dostupne dobro utemeljene financijske projekcije koje uzimaju u obzir sve relevantne interne i eksterne pretpostavke.

II PRIMJERENOST NAKNADE I OTPREMINE U SLUČAJU INKER D.D.

1. Metoda procjene i iznos naknade i otpremine u novcu manjinskim dioničarima određen od strane glavnog dioničara

Iznos otpremine po dionici određen je od strane glavnog dioničara kombinacijom metode diskontiranih novčanih tijekova prema planu poslovanja 2010-2012. godine i otkupne cijene dionica 2006 (transakcija između Roca Saitario, S.A. i Maritime Holdings Limited, odnosno obvezna ponuda za preuzimanje).

Većinski je dioničar odredio iznos otpremine malim dioničarima u visini 120,00 kn po dionici.

2. Razlozi primjerenosti primjene primjenjenih metoda

2.1 Metoda diskontiranih novačnih tijekova

Metoda diskontiranih novačnih tijekova u pravilu ima u tržišnim ekonomijama prednost pri procjeni poduzeća u slučaju industrijskih djelatnosti. S obzirom da je u slučaju Inker d.d. relevantne pretpostavke bilo moguće procijeniti odnosno utvrditi sa zadovoljavajućim stupnjem vjerojatnosti (novčani tijekovi u budućnosti, diskontna stopa, rezidualna vrijednost), prišlo se određivanju primjerenosti otpremine korištenjem metode diskontiranih novačnih tijekova. -

Pri testiranju primjerenosti otpremine mi kao revizori/vještaci, pošli smo od pretpostavke da su sve financijske i druge informacije točne i potpune. Prognoze, tendencije i financijske prognoze pripremila je Uprava i konzultant koji je radio procjenu društva, a revizor je prepostavio i provjerio da li se one temelje na razumnim informacijama i da li odražavaju najbolje dostupne procjene i prosudbe uprave u pogledu budućeg poslovanja.

Za svrhe testiranja i obračuna po metodi diskontiranih novčanih tijekova primijenjene su diskontne stope odnosno ponedirani trošak kapitala WACC u rasponu od 9% do 11% kao i različiti načini izračuna vječne rente.

2.2 Otkupna cijena dionica 2006

8. svibnja 2006. godine između Roca Saitario, S.A. i Maritime Holdings Limited sklopljen je ugovor o kupnji i prijenosu dionica te objavljena ponuda za preuzimanje. Određivanje iznosa otpremine temeljem vrijednosti dionice iz navedene transakcije prihvatljiva je metoda određivanja primjerene naknade i otpremine iako je vrijednost iz navedene transakcije značajno veća od vrijednosti dobivene metodom diskontiranih novčanih tijekova.

3. Iznos primjerene naknade i otpremine do koje bi se došlo primjenom pojedine metode, te značaj dan pojedinim metodama

3.1 Metoda diskontiranih novačnih tijekova

Metodom diskontiranih novačnih tijekova, a primjenjujući razne diskontne faktore (WACC) i to 9% - 11% kao i različite načine izračuna vječne rente, dobili smo raspon vrijednosti jedne dionice Inker d.d. 57,00 do 67,00 kuna

3.2 Otkupna cijena dionica 2006

Otkupna cijena dionica u transakciji između Roca Saitario, S.A. i Maritime Holdings Limited (ugovor o kupnji i prijenosu dionica sklopljen je 8. svibnja 2006. godine) za 1.409.277 dionica, iznosila je 103,76 kn po dionici. Temeljem ponude za preuzimanje od malih dioničara kupljene su dionice također po cijeni od 103,76 kuna.

3.3 Usporedba vrijednosti dionice po gornjim metodama sa otpremninom:

	Stavka	Iznos
1	Iznos otpremnine po dionici određen od strane glavnog dioničara	120,00
2	Vrijednost dionice metodom diskontiranih novčanih tijekova	57,00 - 67,00
3	Kupovna vrijednost dionice u transakciji između Roca Saitario, S.A. i Maritime Holdings Limited te po ponudi za preuzimanje 2006 godine.	103,76

Dominantna metoda određivanja naknade i otpremine je metoda diskontiranih novčanih tijekova u smislu potvrde relacija. Međutim, kako bi manjinski dioničari bili stavljeni u ravnopravan položaj s dioničarima koji su svoje pravo iskoristili ranijih godina, vrijednost naknade i otpremine određena je u relaciji s vrijednošću iz tih transakcija uvećano za 15%.

Od strane glavnog dioničara određena naknada/otpremina značajno je veća od vrijednosti dionice dobivene metodom diskontiranih novčanih tijekova, a također je veći od kupovne vrijednosti dionice iz transakcija kupnje i ponude za preuzimanje iz 2006. godine

4. Teškoće koje su se javile pri procjeni vrijednosti društva

S obzirom na to da je od strane glavnog dioničara određena naknada i otpremina znatno viša od vrijednosti dobivenih metodom diskontiranih novčanih tijekova, nije bilo teškoća pri procjeni društva jer bilo koja kombinacija parametara davala je znatno nižu vrijednost po dionici od one koju je odredio glavni dioničar.

MIŠLJENJE

Metoda koja je bila temelj za određivanje iznosa naknade i otpremnine u novcu koji se po dionici treba isplatiti manjinskim dioničarima društva Inker d.d. Zaprešić je metoda diskontiranih novčanih tijekova. Primjenom ove metode te usporedbom s postignutom prosječnom cijenom pri prodaji i prijenosu dionica 2006. godine, glavni dioničar odredio je primjereni iznos naknade i otpremnine od 120,00 HRK po dionici.

Prema našem mišljenju, uzimajući u obzir sve prethodno navedene činjenice, predloženi iznos otpremnine po dionici HRK 120,00 HRK koju će Glavni dioničar isplatiti manjinskim dioničarima je primjeren.

U Zagrebu, 31. svibnja 2010. godine

Antea revizija d.o.o.
Vlatka Sakar,
Ovlašteni revizor i direktor
Ovlašteni sudski vještak

Antea revizija d.o.o.



ANTEA REVIZIJA d.o.o.
za reviziju
ZAGREB