

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

TOMAŽ ROZMAN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

DIVIDENDNA POLITIKA ZAVAROVALNIC

Ljubljana, julij 2013

TOMAŽ ROZMAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Tomaž Rozman, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Dividendna politika zavarovalnic, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem Aljoša Valentinčič.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 08.07.2013

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORIJE DIVIDENDNE POLITIKE	2
1.1 Teorija pozitivnega vpliva – vrabca v roki	4
1.2 Teorija nevtralnosti politike dividend.....	5
1.3 Teorija negativnega vpliva – davčna teorija.....	6
1.4 Preostale teorije dividendne politike	6
1.4.1 Teorija signalov	6
1.4.2 Agencijska teorija.....	8
1.4.3 Teorija ustrežljivosti lastnikom oziroma učinek klientov	9
1.4.4 Teorija življenjskega cikla.....	11
1.5 Preostali faktorji, ki vplivajo na dividendno politiko vseh podjetij	12
1.5.1 Dividendna politika tekmecev	17
1.5.2 Panoge	17
1.5.3 Geografski faktor.....	17
1.5.4 Transparentnost, kvaliteta in standardi poročanja.....	18
1.5.5 Lastništvo delnic s strani agentov oziroma managerjev.....	19
1.5.6 Vrsta investitorjev	20
1.5.7 Pravna zaščita in pravice upnikov	20
1.5.8 Kvaliteta upravljanja podjetja	21
1.5.9 Samostojnost podjetja ali povezanost podjetij v skupino.....	21
1.5.10 Negotovost denarnih tokov	21
1.5.11 Struktura kapitala	22
1.5.12 Davki	23
1.6 Programi odkupa lastnih delnic kot del dividendne politike	26
1.7 Faktorji dividendne politike, specifični za zavarovalnice, in vpliv krize na dividendne politike evropskih zavarovalnic.....	29
2 ANALIZA DIVIDENDNE POLITIKE NAJVEČJIH IN PRIMERJALNIH ZAVAROVALNIC	32
2.1 Swiss Re	33
2.2 München Re	38
2.3 Allianz	45
2.4 AXA.....	49
2.5 Generali	53
2.6 Aviva	55

2.7	Prudential.....	57
2.8	MetLife	59
2.9	AIG	61
2.10	Zurich Financial Services Group	64
2.11	Mapfre.....	67
2.12	PZU	68
2.13	Uniqa.....	70
2.14	Vienna Insurance Group	71
2.15	Talanx	72
2.16	Krajši povzetek in pregled dividendnih politik vseh analiziranih zavarovalnic	73
3	ZAVAROVALNICA TRIGLAV	75
3.1	Kapitalske zahteve in omejitve pri izplačevanju dobička	79
3.2	Dividendna politika preostalih podjetij v Sloveniji.....	83
3.3	Davki Republike Slovenije.....	84
3.4	Predlagane dividendne politike zavarovalnice Triglav	86
3.4.1	Dividendna politika 1: zadržanje celotnega dobička.....	87
3.4.2	Dividendna politika 2: konstantna dividenda.....	91
3.4.3	Dividendna politika 3: delno izplačilo dobička.....	92
	SKLEP.....	95
	LITERATURA IN VIRI	97
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Faktorji dividendne politike in primerjava dividend z odkupi lastnih delnic, po mnenju finančnih direktorjev.....</i>	14
<i>Tabela 2: Pregled ključnih kazalcev poslovanja Swiss Re od leta 2000 do leta 2012*</i>	34
<i>Tabela 3: Prikaz izplačevanja in virov dividend za pozavarovalnico Swiss Re (v mio EUR) .</i>	37
<i>Tabela 4: Izračun donosov delnice Swiss Re (v CHF).....</i>	37
<i>Tabela 5: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine München Re od leta 2000 do leta 2012 (v EUR).....</i>	40
<i>Tabela 6: Prikaz izplačevanja in virov dividend za pozavarovalnico München Re (v mrd EUR)</i>	44
<i>Tabela 7: Izračun donosov delnic München Re.....</i>	44
<i>Tabela 8: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Allianz od leta 2000 do leta 2012 (v EUR).....</i>	47
<i>Tabela 9: Prikaz izplačevanja in virov dividend za skupino Allianz (v EUR)</i>	49
<i>Tabela 10: Izračun donosov delnic Allianz.....</i>	49
<i>Tabela 11: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Axa od leta 2000 do leta 2012 (v EUR).....</i>	52

<i>Tabela 12: Izračun donosov delnic skupine Axa</i>	53
<i>Tabela 13: Ključni kazalniki poslovanja skupine Generali (v milijardah EUR)</i>	54
<i>Tabela 14: Izračun donosov delnic Generali</i>	54
<i>Tabela 15: Ključni kazalniki poslovanja Avive (v funtih)</i>	55
<i>Tabela 16: Izračun donosov delnic Avive</i>	56
<i>Tabela 17: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Prudential (v milijardah funtov)</i> ..	57
<i>Tabela 18: Izračun donosov delnic Prudential</i>	58
<i>Tabela 19: Ključni kazalniki poslovanja Metlife (v milijardah USD)</i>	59
<i>Tabela 20: Izračun donosov za delnice MetLife (USD)</i>	60
<i>Tabela 21: Pregled ključnih kazalcev poslovanja AIG (v milijardah USD)</i>	62
<i>Tabela 22: Krajši pregled zgodovine dividend AIG (v USD)</i>	63
<i>Tabela 23: Izračun donosov za delnice AIG (v USD)</i>	63
<i>Tabela 24: Ključni kazalci poslovanja Zurich insurance group (v milijardah USD)</i>	65
<i>Tabela 25: Krajši pregled dividend skupine Zurich Insurance Group (v CHF)</i>	65
<i>Tabela 26: Izračun donosov delnic Zürich Insurance Group (v CHF)</i>	66
<i>Tabela 27: Ključni kazalci poslovanja skupine Mapfre (v EUR)</i>	67
<i>Tabela 28: Ključni kazalniki poslovanja PZU (v milijardah PLN)</i>	69
<i>Tabela 29: Krajši pregled zgodovine dividend PZU</i>	69
<i>Tabela 30: Ključni kazalniki poslovanja skupine Uniqa (v milijardah EUR)</i>	71
<i>Tabela 31: Ključni kazalci poslovanja Vienna Insurance Group (v milijardah EUR)</i>	72
<i>Tabela 32: Ključni kazalniki poslovanja skupine Talanx (v milijardah EUR)</i>	72
<i>Tabela 33: Dividendna politika raziskanih zavarovalnic</i>	74
<i>Tabela 34: Gibanje donosov na delnice Zavarovalnice Triglav, d.d.</i>	76
<i>Tabela 35: Pregled ključnih kazalnikov poslovanja Skupine Triglav (v milijonih EUR), 1.1.2007 prehod na MSRP</i>	78
<i>Tabela 36: Oblikovanje rezerv iz dobička, ki jih Skupina Triglav ne sme porabiti za izplačevanje dividend (v EUR)</i>	82
<i>Tabela 37: Napoved premije in dobička Zavarovalnice Triglav do leta 2005 (v milijonih EUR)</i>	88

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Proces večanja vrednosti podjetja</i>	3
<i>Slika 2: Razmerja med deležem deljenja dobička in vrednostjo podjetja ter stroški lastniškega kapitala po različnih teorijah dividendne politike</i>	4
<i>Slika 3: Vpliv pravne ureditve in investicijskih priložnosti na delež izplačanega dobička.....</i>	8
<i>Slika 4: Dividende Avive in doseganje cilja njihove dividendne politike.....</i>	56
<i>Slika 5: Indeks pokritosti zahtevanega kapitala z minimalnim kapitalom zavarovalnice Triglav.</i>	80
<i>Slika 6: Stopnje obdavčitve dividend in kapitalskih dobičkov v Sloveniji.....</i>	84
<i>Slika 7: Prikaz vpliva prvega predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev (v milijonih EUR).....</i>	89
<i>Slika 8: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela po prvem predlogu dividendne politike (v 1000 EUR).....</i>	90
<i>Slika 9: Prikaz vpliva drugega predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev</i>	91
<i>Slika 10: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela po drugem predlogu dividendne politike (v 1000 EUR).....</i>	92
<i>Slika 11: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 20% dobička</i>	93
<i>Slika 12: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 30% dobička</i>	93
<i>Slika 13: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 40% dobička</i>	93
<i>Slika 14: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 20% dobička (v 1000 EUR)</i>	94
<i>Slika 15: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 30% dobička (v 1000 EUR)</i>	94
<i>Slika 16: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 40% dobička (v 1000 EUR)</i>	94

UVOD

Eden izmed glavnih ciljev podjetja je zagotovo ustvarjati dobiček in nato ustvarjeno vrednost vrniti delničarjem oziroma lastnikom. Skozi čas se je izoblikovalo več mnenj, in temu temeljnemu cilju se je dodalo še več ciljev, sploh v zadnjih dveh desetletjih. Čeprav je bilo na tem področju razvitih mnogo teorij in narejenih raziskav, lahko sami ta prepričanja potrdimo, če zgolj pogledamo vizije, poslanstva, letna poročila, spletne strani podjetij. Čedalje več pozornosti podjetja posvečajo vsem deležnikom poslovanja (dobavitelji, zaposleni, kupci, lokalne skupnosti in okoljevarstvo, itd.) in ne zgolj samo lastnikom. Z mojo magistrsko nalogo se bom osredotočil bolj na ustvarjanje vrednosti za delničarje in ne za ostale deležnike v poslovanju podjetja.

Finančne inštitucije morajo po ustvarjenem dobičku oziroma že med samim poslovanjem redno preverjati, ali izpolnjujejo kapitalske zahteve, ki jih določa regulator. V primeru, da podjetje ne izpolnjuje vseh zahtev, mora le-to storiti vse za rešitev situacije. V nasprotnem primeru je poslovanje podjetja namreč ogroženo. V kolikor so kapitalske zahteve izpolnjene, se mora vodstvo podjetja odločiti, kako bo lastnikom razdelila ustvarjeno vrednost. V ta namen podjetja ustvarijo dividendno politiko, v njej pa se opredeli strategija oziroma načini, kako bo podjetje ravnalo z ustvarjenimi in zadržanimi dobički. Podjetje z dividendno politiko opredeli, koliko dobička bo zadržalo, koliko ga bo izplačalo lastnikom v sedanosti in prihodnosti, ter v kakšni obliki bo podjetje izplačalo te dobičke.

Mnogi se sprašujejo, ali lahko podjetje poveča svojo vrednost skozi izbiro distribucije vrednosti lastnikom oziroma izbiro obsega distribucije, izbiro oblike distribucije in s stabilnostjo distribucije. Ravno to nameravam z magistrsko nalogo raziskati. Raziskal bom proces upravljanja kapitala in samo dividendno politiko, natančneje, ali je mogoče z dividendno politiko povečati premoženje delničarjev. Še posebno pozornost bom namenil zavarovalnicam, saj bom delal na primeru Zavarovalnice Triglav, d.d. oziroma bom predlagal dividendno politiko za njo (Brigham & Ehrhardt, 2005).

Začel bom s pregledom teorij in empiričnih raziskav, saj bom tako spoznal in tudi predstavil temelje teorij, ki so se razvile skozi čas. Pri tem bom iskal najbolj pomembne faktorje dividendnih politik, ki so jih z raziskavami našli avtorji. Preveril bom tudi morebitne razlike med dividendno politiko podjetij finančnega sektorja in dividendno politiko podjetij v preostalih sektorjih gospodarstva. Nadaljeval bom s pregledom dividendnih politik primerjalnih zavarovalnic in poskušal najti nek skupen vzorec, ki bi ga mogoče lahko uporabil tudi v predlogu dividendne politike za zavarovalnico Triglav. Pri vsem tem bom moral seveda tudi podrobneje spoznati samo delovanje zavarovalnice, zavarovalniški sektor, njihove dividendne politike, delničarje in njihove želje, pričakovanja, obnašanja.

Predmet obravnave magistrske naloge je torej upravljanje kapitala zavarovalnice in znotraj tega dividendna politika. Obravnaval bom vprašanje, ali lahko dividendna politika vpliva na delničarje in na poslovanje zavarovalnice. Pri tem bom moral raziskati in prikazati vse morebitne faktorje povezane z delničarji, dividendno politiko in poslovanjem zavarovalnice.

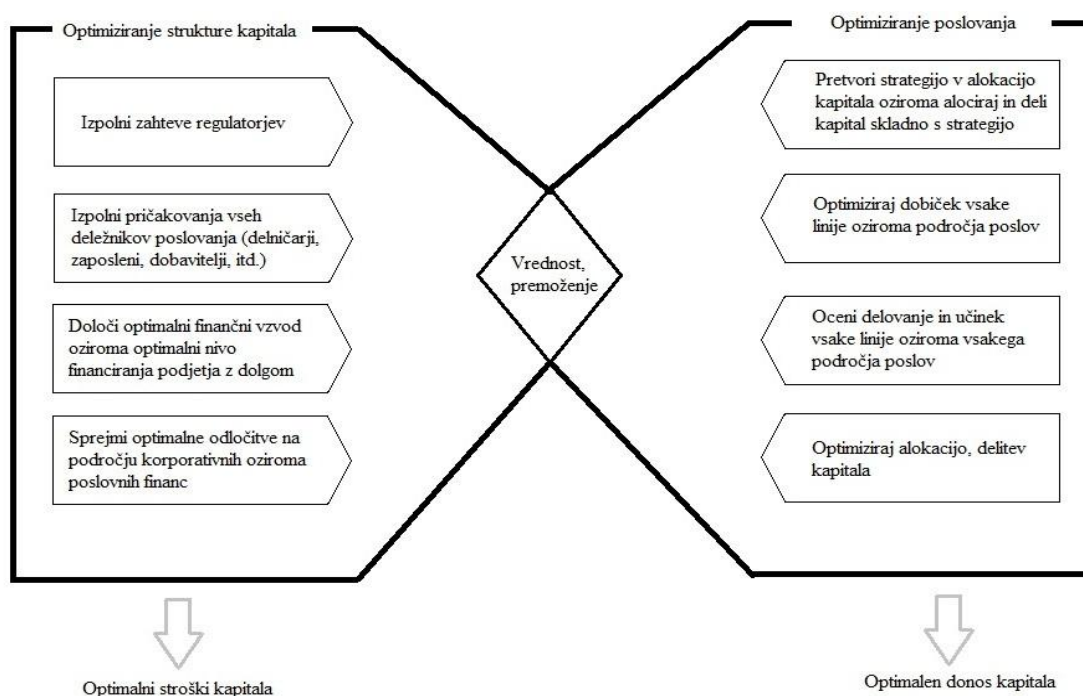
Namen magistrske naloge je raziskati področje dividendne politike in poslovanje zavarovalnic, nato pa doseči **cilj magistrske naloge**, ki je predlagati optimalno dividendno politiko za Zavarovalnico Triglav, d.d., na podlagi pregleda empiričnih raziskav in pregleda dividendnih politik primerjalnih zavarovalnic.

Raziskovalni pristop v magistrski nalogi bo zajemal raziskavo teorij in empiričnih raziskav povezanih z upravljanjem kapitala ter dividendno politiko. Pri tem bom prikazal vse morebitne in tudi ključne faktorje, ki vplivajo na dividendno politiko vseh podjetij in nato še samih zavarovalnic. Za tem bo sledila analiza svetovno največjih zavarovalnic in pozavarovalnic, s katero bom prikazal trenutne trende in primere najboljše prakse v zavarovalniški industriji. V analizo bom vključil tudi po velikosti in poslovnem modelu primerjalne zavarovalnice za Zavarovalnico Triglav, d.d., da bi s tem ugotovil, če se faktorji dividendne politike le-teh razlikujejo od politik svetovno največjih zavarovalnic. Nato bom analiziral samo Zavarovalnico Triglav, d.d. in pri tem raziskal morebitne omejitve pri oblikovanju končnega predloga dividendne politike. Na koncu bom predlagal še tri oblike dividendne politike, ki bi po mojem mnenju bile primerne za Zavarovalnico Triglav, d.d. Prikazal bom tudi vpliv mojih predlogov dividendne politike na vrednost premoženja delničarjev zavarovalnice in vpliv na kapitalsko ustreznost zavarovalnice.

1 TEORIJE DIVIDENDNE POLITIKE

Dividendna politika je zgolj del procesa upravljanja s kapitalom podjetja. S pravilnim upravljanjem se lahko poveča vrednost premoženja delničarjev oziroma podjetja. Za to pa je potrebno razumeti povezave med distribucijo dobička, stroški kapitala, vrednostjo podjetja oziroma celoten proces upravljanja kapitala. Ta je prikazan na Sliki 1 na naslednji strani.

Slika 1: Proces večanja vrednosti podjetja

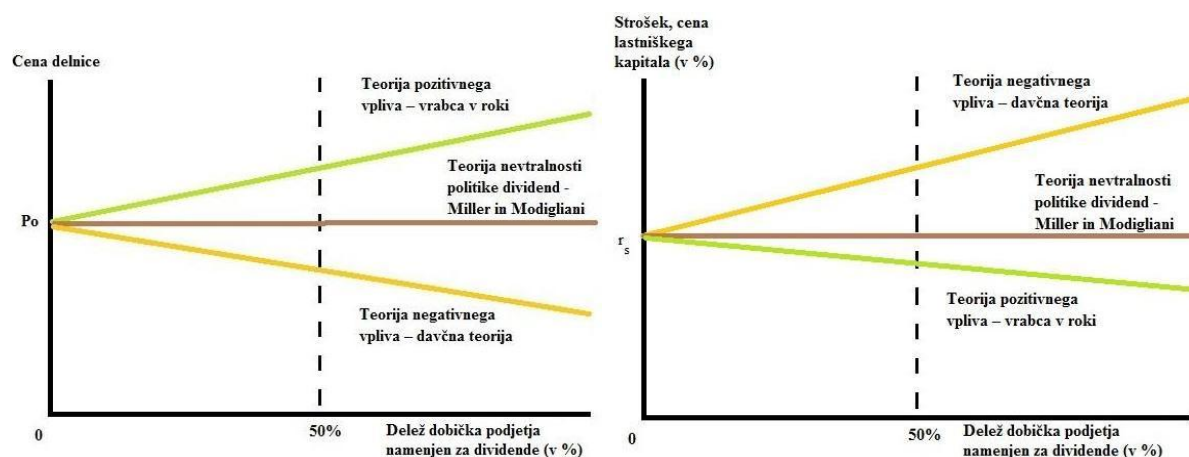


Vir: F. de Weert, *Bank and insurance capital management*, 2011, str. 3.

Proces upravljanja kapitala ima dve glavni komponenti: optimiziranje strukture kapitala in optimiziranje poslovanja. Na levi strani slike imamo aktivnosti povezane z optimizacijo strukture kapitala, ki vodijo v optimalne stroške kapitala. Na desni strani slike imamo aktivnosti povezane z optimizacijo poslovanja, ki vodijo v optimalen donos kapitala. Obe kategoriji (optimiziranje strukture kapitala in optimiziranje poslovanja) morata biti pravilno opravljene, da je vrednost podjetja in premoženje delničarjev maksimirano. Iz slike torej lahko razberemo, da je dividendna politika res eden izmed mnogih delov procesa upravljanja kapitala in lahko vodi v povečanje vrednosti premoženja delničarjev.

Skozi čas se je razvilo več oblik teorij dividendnih politik, vendar je vsem skupno, da poskušajo najti način, kako z dividendno politiko maksimirati premoženje podjetja. Temeljne teorije na področju dividende politike so: teorija pozitivnega vpliva, teorija nevtralnosti politike dividend in teorija negativnega vpliva. V primeru pozitivnega vpliva se z večanjem deleža dobička podjetja, izplačanega za dividende, večja tudi cena delnice, stroški lastniškega kapitala pa se nižajo. V primeru nevtralnosti politike dividend se cena delnice in stroški lastniškega kapitala ne spreminjajo z večanjem izplačila dobička. V primeru negativnega vpliva se z večanjem izplačila dobička cena delnice zmanjšuje, stroški lastniškega kapitala pa naraščajo. Razmerja med teorijami so prikazana na sliki na naslednji strani.

Slika 2: Razmerja med deležem deljenja dobička in vrednostjo podjetja ter stroški lastniškega kapitala po različnih teorijah dividendne politike



Vir: E. Brigham & M. Ehrhardt, *Financial management : theory and practice*, 2005, str. 617.

Po teoriji pozitivnega vpliva se cena (zahtevani donos) lastniškega kapitala zmanjšuje z višanjem izplačil dividend, ker se tudi zaupanje investorjev zvišuje, za nameček pa ti bolj cenijo dividende danes kot kapitalske dobičke v prihodnosti. To se pokaže tudi v ceni delnice, ki narašča skupaj z višjimi dividendami zaradi višjega povpraševanja po delnicah in tudi samega vrednotenja delnic s strani investorjev. Po teoriji negativnega učinka se z višanjem dividend cena delnice zmanjšuje, ker davki na dividende manjšajo realne donose delničarjem. Delničarji torej ne želijo dividend. Če podjetje zadrži dobičke zase in želi delničarjem povečati premoženje na dolgi rok s kapitalskimi dobički, se zahtevani donos s strani delničarjev zviša. Tem sicer na dolgi rok ne bo potrebno plačati davkov na kapitalske dobičke in bodo imeli višje realne donose. V nadaljevanju podrobneje predstavljam te ključne teorije.

1.1 Teorija pozitivnega vpliva – vrabca v roki

Teorija pravi, da imajo investitorji raje dividende v sedanjosti kot pa kapitalske dobičke v prihodnosti. Miller in Modigliani sta prišla do zaključka, da dividendna politika ne vpliva na zahtevani donos lastniškega kapitala s strani investorjev. Drugi avtorji pa argumentirajo, da se z zvišanjem dividend zahtevani donos na lastniški kapital zmanjša, ker so investitorji lahko bolj gotovi glede donosov na dividende kot glede donosov kapitalskih dobičkov, ki naj bi bili posledica zadržanih dobičkov. Investitorji torej bolj cenijo evro pričakovanih dividend kot pa evro pričakovanih kapitalskih dobičkov, saj so dividendni donosi manj tvegani kot pa kapitalski dobički. Tukaj lahko kot argument dodamo še princip časovne vrednosti denarja, kjer investitorji bolj cenijo evro danes kot pa evro v prihodnosti (Brigham & Ehrhardt, 2005; Gordon, 1963; Lintner, 1962).

Z anketiranjem managerjev podjetij v Veliki Britaniji je bila teorija pozitivnega vpliva ovržena. Ugotovljeno je bilo tudi, da podjetja z velikim deležem lastništva s strani institucionalnih investorjev namenjajo manj pozornosti stabilnim dividendam in tudi predlogom te teorije, posvečajo pa zato največ pozornosti davkom (Dhanani, 2005).

1.2 Teorija nevtralnosti politike dividend

Za začetnika teorij na tem področju veljata Miller in Modigliani, ki sta predlagala, da dividendna politika nima nobenega vpliva na vrednost podjetja in na odločitve investitorjev. Temeljne predpostavke, ki sta jih ob tem postavila, so: popolni trg kapitala, racionalno obnašanje investitorjev in popolna gotovost (glede prihodnjih investicijskih programov in s tem tudi dobičkov podjetja). V svetu popolnega trga kapitala naj ne bi, ob nespremenjeni investicijski politiki, dividendna politika imela nikakršnega vpliva na premoženje delničarjev. Avtorja to dodatno utemeljita s tem, da naj bi višja izplačila dividend vodila do nižjih zadržanih dobičkov (angl. *retained earnings*) in kapitalskih dobičkov oziroma rasti cen delnic. Tako naj bi se učinek teh dveh dogodkov izničil, posledica pa je nespremenjeno premoženje delničarjev. Avtorja sta oblikovala model (v nadaljevanju model MM), ki temelji na mnogih predpostavkah in ravno zato je model deležen številnih kritik (Miller & Modigliani, 1961).

Med kritiki modela MM sta DeAngelo in DeAngelo, ki argumentirata, da predpostavke modela močno omejijo raziskave in se s tem oddaljijo od situacije v realnosti. Model MM s predpostavkami ne dovoli, da bi podjetje zadržalo kaj izmed prostih denarnih tokov (angl. *free cash flow*) in ravno zato je dividendna politika tudi optimalna, saj podjetje izplača celoten dobiček. Tako naj bi bila kapitalna struktura podjetja oziroma finančni vzvod in dividendna politika popolnoma nepomembni pri povečevanju vrednosti podjetja v modelu MM. Pomanjkljivost modela je tudi, da zanemarja programe odkupa lastnih delnic in dovoli zgolj izplačilo dividend. V primeru možnosti zadržanja prostih denarnih tokov ne pride do izplačila celotne sedanje vrednosti prostih denarnih tokov oziroma ne pride do tega avtomatično kot v modelu MM. Tako je potrebno storiti dva koraka za maksimiranje premoženja delničarjev: vodstvo mora izbirati projekte z najvišjo možno neto sedanjo vrednostjo in šele potem distribuirati celotno sedanjo vrednost trenutnim lastnikom oziroma delničarjem (DeAngelo & DeAngelo, 2006; Miller & Modigliani, 1958; Miller & Modigliani, 1961).

Bile so opravljene tudi raziskave, ki primerjajo zaključke DeAngela in DeAngela ter model MM. V primeru, če se osredotočimo na dividende in da programe odkupa lastnih delnic obravnavamo kot negativno izdajo delnic, lahko model MM uporabimo za dokazovanje nepomembnosti dividendne politike v okoliščinah popolnega trga kapitala. Pomembnost dividendne politike v okoliščinah popolnega trga kapitala pa še ne pomeni, da je pristop modela MM napačen, saj se ti dve raziskavi razlikujeta v predpostavkah o agencijskih stroških (Handley, 2007).

Omejitve modela MM kritizira Fischer, ki je primarno iskal razloge, zakaj podjetja sploh izplačujejo dividende in kaj sploh dividende pomenijo investitorjem. V raziskavi ni prišel do odgovorov na vprašanja. Je pa dodal komentar na model MM, da bo podjetje ob uvedbi davka na izplačila dobičkov storilo najbolje, če izplača zelo malo oziroma sploh nič. Ob majhnih izplačilih se zaradi davkov donosi še zmanjšajo, če ne skoraj izničijo (Fischer Black, 1976).

1.3 Teorija negativnega vpliva – davčna teorija

Ta teorija povezuje izplačila dividend z negativnim vplivom na ceno delnice, velik vpliv v tej teoriji pa igrajo tudi davki. Obstajata dva razloga, zakaj je rast cene delnice skozi čas bolj ugodno obdavčena kot pa dividende. Najprej; zaradi časovne vrednosti denarja ima evro plačanega davka manjše efektivne stroške kot pa evro plačan danes. Drugi razlog je povezan z davčno zakonodajo določenih držav, kjer dediči ne plačajo davkov na kapitalske dobičke v primeru, da so podedovali delnice po investitorjevi smrti. Če gledamo zgolj z vidika davčne zakonodaje v Sloveniji vidimo, da bi investitorji na dolgi rok raje imeli kapitalske dobičke, saj so ti obdavčeni po nižji stopnji kot dividende (več o tem bom pisal v nadaljevanju v predelu o davkih na strani 77). Zaradi davkov imajo torej določeni investitorji raje podjetja z nižjimi dividendami in so pripravljene plačati več za tovrstna podjetja. Drugi investitorji pa imajo raje podjetja z višjimi dividendami in so zato pripravljene plačati več za delnice tovrstnih podjetij (Brigham & Ehrhardt, 2005).

1.4 Preostale teorije dividendne politike

Do sedaj opisane teorije veljajo za prve, temeljne teorije, ki so nudile podlago za nadaljnje raziskave. Skozi čas so se iz njih razvile tudi druge, ki jih predstavljam v nadaljevanju. Po vsebini so zelo podobne temeljnim teorijam, ali pa jih celo dopolnjujejo.

1.4.1 Teorija signalov

Teorija signalov pravi, da ko je raven asimetrije informacij visoka, podjetja povečajo dividende zaradi signaliziranja kvalitete in transparentnosti ter zmanjšanja informacijskih težav. Teorija torej poudarja pomen dividend za sporočanje internih informacij investitorjem o prihodnjih obetih poslovanja podjetja (Manos, Murinde & Green, 2011).

Signalna hipoteza teorije signalov dividendne politike pravi, da managerji podjetja lahko uporabijo spremembe dividend za premostitev informacijskih asimetrij na trgu kapitala. Da investitorji ne bi napačno razumeli dejanja managerjev, imajo le-ti velik odpor nižanju dividend. Ta vidik ima veliko posledic za proces signaliziranja z dividendami; tukaj pa pridemo tudi do hipoteze glajenja. Nižanje dividend vodi v nižje cene delnic, višanje dividend pa pride v poštev le takrat, ko vodstvo podjetja verjame in zaupa, da bodo prihodnji denarni tokovi dovolj močni za vzdrževanje novega nivoja dividend. Vidimo, da obe hipotezi povežeta dividende z dobički podjetja, razlika je le v tem, kako povežeta ta dva faktorja. Hipoteza signaliziranja predpostavlja, da dividende vodijo dobičke, hipoteza glajenja pa predpostavlja, da dobički vodijo dividende (Reddemn, Basse & von der Schulenburg, 2010).

Mnogi akademiki gledajo na dividende kot signalni mehanizem, s katerim podjetja upravljajo informacijsko asimetrijo med managerji in delničarji. Dividende naj bi predstavljale verodostojen in drag strošek, s katerim lahko uspešna podjetja sporočajo trgu informacije, ter se tako diferencirajo od ostalih manj uspešnih podjetij. Dividende odražajo uspeh podjetja, saj nakazujejo sposobnost, da bo opravljalo ta plačila tudi v prihodnosti, brez zatekanja k

zbiranjem zunanjih sredstev. Istočasno dividende tudi predstavljajo strošek, saj naj bi njihov pozitiven signal zagotovil zaupanje investorjev. Pomembno je tudi, da manjša podjetja zaradi informacijskih asimetrij vidijo dividende kot pomemben signal oziroma ta podjetja bolj priznavajo teorijo signalov (Dhanani, 2005).

Nekateri menijo, da je višanje dividend lahko signal, ki nakazuje fazo življenjskega cikla podjetja oziroma zrelost podjetja, in ne signal, ki nakazuje prihodnjo dobičkonosnost podjetja (Grullon, Michaely & Swaminathan, 2002).

Izvedena je bila anketa in tudi posamični intervjuji z managerji. Rezultati so pokazali prepričanje managerjev, da investorji dividende in programe odkupa lastnih delnic vidijo kot signal. Managerji so zavrnil trditev, da plačujejo dividende kot drag signal za sporočanje prave vrednosti podjetja in da bi s tem se ločevali oziroma razlikovali od konkurentov. Tako je bilo v raziskavi najdeno malo podpore, na podlagi katere bi lahko potrdili to teorijo. Izvedena je bila tudi anketa z managerji norveških podjetij, kjer pa managerji podpirajo signalno implikacijo dividend oziroma teorijo signalov. Naredili so tudi primerjavo z managerji podjetij iz ZDA in ugotovili, da oboji dajejo enako pomembnost dobičku. Norveški managerji, v primerjavi s managerji iz ZDA, vidijo pravna pravila in omejitve kot bolj pomembna, managerji iz ZDA pa dajejo večji pomen preteklim dividendam kot pa managerji norveških podjetij (Baker, Mukherjee & Paskelian, 2006; Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005).

Raziskava Dhananija potrdi teorijo signalov in zvišanje dividende kot signal, ki nakazuje na izboljšanje poslovanje podjetja, zavrne pa trditev, da bi višanje dividende bil signal za pomanjkanje investicijskih priložnosti za podjetje. V raziskavi ugotovi tudi, da je signal dividend bolj pomemben velikim podjetjem kot pa malim, pomembnejši je tudi finančnim in javnostoritvenim (angl. *utility*) podjetjem kot pa industrijskim in storitvenim podjetjem. Ravno tako je za podjetja, ki imajo potenciale za visoko rast, signal s strani dividend manj pomemben, še več, ta podjetja ne verjamejo, da investorji uporabljajo dividende kot ključno orodje za ocenjevanje poslovanja podjetja in nižanja dividend ne vidijo kot signal za slabše poslovanje v prihodnosti (Dhanani, 2005).

Določene raziskave najdejo zgolj nekaj podpore tej teoriji. Raziskave dividendne politike podjetij iz ZDA, Kanade, Velike Britanije, Nemčije, Francije in Japonske pa ne najdejo dokazov, ki bi potrdili to teorijo. Ena izmed raziskav, ki tudi ne potrdi te teorije, doda, da signaliziranje ne razloži dejstva, zakaj delnice, ki izplačujejo dividende, nudijo boljše donose kot delnice, ki ne izplačujejo dividend. Ravno tako signaliziranje ne odgovori na vprašanje, zakaj se delnice z dividendami odrežejo bolje od delnic brez dividend, še posebej bolje v padajočih trgih kot pa naraščajočih (Denis & Osobov, 2008; Fuller & Goldstein, 2011; Manos, et al. 2011).

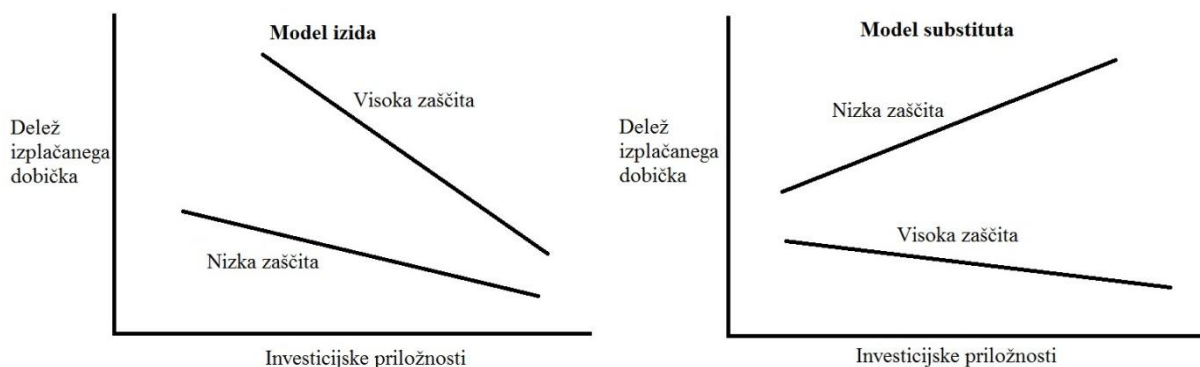
1.4.2 Agencijska teorija

Nekateri vidijo dividende kot orodje za odpravljanje agencijskih težav. Z dividendami naj bi lastniki omejili agentom možnosti, da dobičke uporabijo za zasledovanje svojih ciljev (večje pisarne, službeni avtomobili, potovanja, itd.). Z vračanjem dobička oziroma kapitala lastniki omejijo možnosti agentom, da bi ti sprejemali neoptimalne investicijske odločitve. Izplačila dividend prisilijo podjetja, da le-ta sredstva za nove investicije občasno zbirajo zunaj (na trgih kapitala), kar pa poveča zunanji nadzor nad poslovanjem podjetja (Dhanani, 2005).

Drugače povedano, agencijska teorija pravi, da dividende politike naslavljajo kot probleme med agenti in lastniki. V primeru neizplačila dobičkov vodstvo oziroma managerji uporabijo ta sredstva za osebne namene. Posledično imajo delničarji raje dividende kot pa zadržane dobičke, saj se slednji v prihodnosti mogoče ne bodo materializirali kot dividende (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishney, 1999).

Opravljen je bila raziskava, v kateri so iskali ključne elemente agencijske teorije in v raziskavo zajeli več kot 4.000 podjetij iz triintridesetih držav. Pri tem so argumentirali, da je obsežnost in globina teh problemov oziroma teorije najbolj odvisna od pravne ureditve države in zaščite manjšinskih delničarjev. Pravne učinke oziroma posledice so prikazali v dveh modelih: model izida (angl. *outcome model*) in model substituta (angl. *substitute model*). Modela sta predstavljena tudi na spodnji Sliki 3. V prvem modelu so dividende izid učinkovitega pritiska manjšinskih delničarjev na vodstvo, da izplača denar. V drugem modelu vodstvo izplača dividende v zameno za ugled, saj vedo, da bodo morali v prihodnosti iskati dodaten kapital na kapitalnih trgih z dodatnimi izdajami delnic in bodo tako lahko brez problemov ugodno dobili svež kapital. Razlika med modeloma je, da v prvem večje pravice manjšinskih delničarjev vodijo do višjih dividend, v drugem modelu pa ravno obratno (La Porta, et al., 1999).

Slika 3: Vpliv pravne ureditve in investicijskih priložnosti na delež izplačanega dobička



Vir: R. La Porta, et al., *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, 1999, str. 7-8.

V modelu izida vidimo, da imajo v okolju z dobro zaščito delničarjev visoko rastoča podjetja nižje izplačilo dividend kot pa podjetja z majhno rastjo. Nasprotno, če okolje nudi šibko zaščito delničarjev, ne moremo pričakovati takega odnosa med izplačilom dividend in rastjo podjetij, saj delničarji poskušajo dobiti čim več že v sedanosti oziroma čim prej. Model

substituta se močno zanaša na potrebo podjetja po iskanju zunanjega kapitala na trgu kapitala. Da podjetje pridobi nov kapital pod ugodnimi pogoji, mora doseči sloves dobrega odnosa do delničarjev. Sloves dobrega ravnanja z delničarji je še posebno pomemben v državah z nizko pravno zaščito manjšinskih delničarjev, saj nimajo praktično ničesar drugega, na kar bi se lahko zanesli. Ravno zato bi moral biti delež izplačanega dobička višji v državah z nizko pravno zaščito kot pa v državah z visoko zaščito. Podjetja z višjimi obeti za rast imajo večjo vzpodbudo doseči dober sloves, saj imajo tudi več možnosti, da bodo iskali nov dodatni kapital. Če gledamo po tej strani, lahko sklepamo, da bi morala tovrstna podjetja izplačevati večji delež dobička. Po drugi strani imajo tovrstna podjetja možnost boljše izrabe sredstev, če jih ne izplačajo oziroma jih zadržijo (La Porta, et al., 1999).

Glavna razlika med modeloma je, da model izida predvideva višji delež izplačila dobička v državah z dobro zaščito manjšinskih delničarjev, model substituta pa obratno. Model izida nadalje predvideva tudi, da bi morala imeti podjetja z boljšimi investicijskimi možnostmi v državah z dobro zaščito delničarjev nižji delež izplačila dobička. Model substituta ne predvideva tega. V analizi so bili najdeni dokazi, ki podpirajo agencijsko teorijo. Podjetja, ki delujejo v državah z boljšo pravno zaščito manjšinskih delničarjev, so plačevala višje dividende. V teh državah so hitro rastoča podjetja plačevala nižje dividende kot pa počasneje rastoča podjetja, kar potrjuje mnenje, da so pravno zaščiteni delničarji pripravljene čakati na dividende, ko so investicijske priložnosti podjetja dobre. Slabo zaščiteni delničarji pa so pripravljene vzeti kakršnokoli dividendo, ne glede na to, kakšne so investicijske priložnosti podjetja. Raziskava ni našla dokazov, da bi davki imeli vpliv na dividendno politiko (La Porta, et al., 1999).

Optimalna dividendna politika bi morala minimirati vsoto agencijskih in transakcijskih stroškov. Ena izmed raziskav ugotavlja, da se verjetnost izplačila dividend (ali pa izplačila dividend in hkratnega izvajanja odkupa delnic) zvišuje z višjo koncentracijo glasovalnih pravic v rokah managerjev. To ni v skladu s teorijo agentov, saj naj bi po njej managerji zasledovali cilj gradnje lastnega imperija oziroma zasledovali druge lastne cilje, ki ne bi bili koristni za delničarje. Je pa res, da avtorja spregledata dejstvo, da v primeru lastništva delnic s strani managerjev le-ti z izplačilom dividend prinesejo korist tudi sebi in bi lahko rekli, da tako zasledujejo svoje cilje. (Puleo, Smith & Casey, 2009; Renneboog & Trojanowski, 2011).

Chay in Suh (2009), Brav, et al. (2005), Dhanani (2005) zavrnejo to teorijo, Manos, et al. (2011) pa zgolj potrjujejo nekaj faktorjev, ki so skladni s to teorijo.

1.4.3 Teorija ustrežljivosti lastnikom oziroma učinek klientov

Bistvo te teorije je managersko streženje željam in potrebam delničarjev v danem trenutku. V primeru dividend govorimo o tej teoriji, ko delničarji začnejo vrednotiti delnice izplačevalcev dividend boljše kot delnice neizplačevalcev, managerji pa temu ustrezajo z izplačilom dividend. Kako pa vemo, kdaj delničarji boljše cenijo podjetja, ki izplačujejo dividende? Ko je količnik razmerja med tržno in knjižno vrednostjo podjetja (angl. *market-to-book ratio*) višji

pri podjetjih, ki izplačujejo dividende, kot pa pri podjetjih, ki ne izplačujejo dividend. Ko delničarji bolje cenijo delnice neizplačevalcev dividend, managerji prenehajo z izplačili dividend. Ena izmed raziskav potrди to teorijo in streženje delničarjem s strani managerjev ter doda, da dividende zelo vplivajo na cene delnic, toda v različnih smereh in v različnih časih. Ne najde pa nobenega faktorja, ki bi gñal povpraševanje po dividendah in zaključi, da sentiment žene povpraševanje po dividendah. Velja omeniti tudi opombo, da vse to velja za odločitev o tem, ali bi podjetje izplačalo dividende in ne o tem, koliko bi izplačalo. Ko podjetje začne enkrat izplačevati dividende, naj bi na povišanja in znižanje dividende najbolj vplivala dobičkonosnost podjetja in ne toliko vrednotenje delnic izplačevalcev in neizplačevalcev dividend. Teorija torej razlaga število izplačevalcev dividend in ne celotnega obsega izplačil obstoječih izplačevalcev dividend (Baker & Wurgler, 2004).

Teorija naj bi imela tudi tri osnovne sestavine. Najprej vir povpraševanja po dividendah položi v roke neinformiranih investitorjev. Naslednja sestavina je, da omejitve arbitraže dovolijo vpliv tega povpraševanja (neinformiranih investitorjev) na ceno delnice. Zadnja sestavina je, da morajo managerji racionalno primerjati kratkoročne ugodnosti ugajanja delničarjem zaradi trenutno napačnega vrednotenja delnice z dolgoročnimi stroški, nato pa sprejeti odločitev o dividendah (Baker & Wurgler, 2004).

V še eni izmed študij na to temo potrjujejo obstoj teorije ustrežljivosti lastnikom (angl. *catering theory*). Študija je zajela podjetja iz triindvajsetih držav v obdobju od začetka leta 1995 do konca leta 2004. Pravna ureditev držav je temeljila na anglo-ameriškem pravnem sistemu (angl. *common law*) ali pa na evropskem kontinentalnem pravu (angl. *civil law*). Vredno je tudi omeniti, da v vzorcu študija ni zajela bivših socialističnih držav, podjetij v lasti države in podjetij, ki delujejo v reguliranih panogah (finance, nepremičnine, oskrbovalna). Ugotovljeno je bilo, da v podjetjih iz držav z ureditvijo, ki temelji na evropskem kontinentalnem pravu, ne morejo potrđiti te teorije in predlagajo, da so managerji v teh podjetjih kaznovani samo s strani večjih lastnikov, manjšinskim lastnikom pa sploh ne posvečajo pozornosti, saj ti nimajo pravnih pravic, s katerimi bi jih kaznovali. Nasprotno pa v podjetjih iz držav z ureditvijo, ki temelji na anglo-ameriškem pravnem sistemu, avtorji potrđijo obstoj teorije, celo potem, ko so v analizi upoštevali življenjski cikel podjetij. Lastniki oziroma delničarji teh podjetij naj bi zaradi pravne ureditve uživali v večih pravicah in višji stopnji zaščite, kar jim omogoča lažje kaznovanje managerjev, če le ti-ne bi uspeli zadovoljiti pričakovanj delničarjev. Na podlagi kazalca razmerja med tržno in knjižno vrednostjo podjetja so avtorji prišli, v skladu s teorijo življenjskega cikla podjetja, tudi do zaključka, da bodo podjetja z večjimi priložnostmi za rast z manjšo verjetnostjo izplačevala dividende, velika (po tržni kapitalizaciji) in dobičkonosna podjetja pa bodo izplačevala dividende z večjo verjetnostjo. Še bolj pomemben zaključek avtorjev je v skladu s teorijo ustrežljivosti lastnikom, da so z višjo dividendno premijo (angl. *dividend premium*) tudi višje možnosti, da bo podjetje plačevalo dividende. Ravno tako imajo podjetja, ki so v preteklosti že izplačevala dividende, večjo verjetnost izplačevanja dividend v prihodnosti (Ferris, Jayaraman & Sabherwal, 2009).

V eni izmed anket in intervjujih so managerji zanikali dejstvo, da bi z dividendno politiko poskušali privlačiti določeno vrsto investitorjev, ravno tako so verjeli, da so dividende privlačne individualnim investitorjem, institucionalnim investitorjem pa so dividende in programi odkupa lastnih delnic enako privlačni. Tako ni bilo najdenih dokazov za obstoj hipoteze klientov (angl. *cliente hypotheses*). Tudi Denis in Osobov (2008) ne najdeta dokazov, ki bi potrdili to teorijo (Brav, et al. 2005).

1.4.4 Teorija življenjskega cikla

Teorija življenjskega cikla (angl. *life cycle theory*) pravi, da je optimalna dividendna politika odvisna od življenjskega cikla podjetja. Temeljna predpostavka te teorije je, da se s časom podjetju zmanjšujejo investicijske priložnosti, hitrost rasti in tudi stroški zbiranja novega (zunanjega) kapitala. Zaradi vsega tega se povečuje optimalno razmerje za izplačilo dividend. Podjetje na začetku življenjskega cikla ima veliko investicijskih priložnosti in tudi možnosti za visoko rast, primanjkuje jim pa denarja oziroma kapitala, ki bi jim omogočil investicije in rast. Zaradi tveganj povezanih s tovrstnimi podjetji investitorji zahtevajo visoke donose na njihove investicije. Na drugi strani se ta podjetja soočijo z visokimi stroški ob izdaji delnic in obveznic ter tudi z možnostjo, da bodo njihovi vrednostni papirji podcenjeni. To so glavni razlogi, da mlada podjetja dobičke zadržijo in izplačujejo dividende v naslednjih fazah življenjskega cikla. Na drugi strani imajo zrela podjetja veliko denarja in kapitala, vendar imajo manj investicijskih priložnosti. Ravno zaradi obilice denarja in velikosti denarnih tokov imajo motive, da znižujejo agencijske stroške z izplačili dobičkov investitorjem. Teorija življenjskega cikla torej opisuje, kako podjetja prilagajajo svojo politiko izplačil skozi čas, ko se soočajo z izbiranjem med padajočimi informacijskimi stroški in naraščajočimi agencijskimi stroški (Brockman & Unlu, 2010; Bulan & Subramanian, 2009).

Ena izmed raziskav ugotovi ravno prej opisane lastnosti teorije in potrdi to teorijo. Investicijske priložnosti mladih podjetij prekašajo njihovo sposobnost generiranja internega kapitala in morajo zato iskati kapital izven podjetja, pri tem pa zaradi velike potrebe po kapitalu ne izplačujejo dividend. Kasneje se situacija obrne, pojavijo se tudi večje težave (agencijske težave), zato pa podjetja začnejo izplačevati dividende in opravljati odkupe lastnih delnic. S tem sta avtorja nakazala njuno strinjanje s teorijo življenjskega cikla (DeAngelo & DeAngelo, 2006).

Brockman in Unlu (2010), DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006), Fama in French (2001), Grullon et al. (2002), Denis in Osobov (2008) in Al-Najjar (2011) potrdijo to teorijo. Slednji potrdi še obstoj hierarhične teorije financiranja (angl. *pecking order theory*). Ena izmed raziskav sicer ne preučuje te teorije, vendar ugotovi, da imajo delničarji večjih, dobičkonosnejših in manj zadolženih podjetij večje možnosti za prejem dividende kot pa delničarji drugih podjetij (Renneboog & Trojanowski, 2011).

Chay in Suh (2009) in Dhanani (2005) zavrnejo obstoj te teorije. Slednji doda tudi, da podjetja neizplačane dividende oziroma zadržane dobičke ne vidijo kot vir za financiranje

novih projektov. Priznava pa vpliv velikosti podjetja in priložnosti za rast na dividendno politiko.

Na teorijo življenjskega cikla se navezuje tudi teorija ostanka za dividende (angl. *residual dividend policy*). Ta pravi, da podjetje izplača dividende, ko le-to nima nobene investicijske priložnosti oziroma projekta s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Khan, Anuar, Choo, Jadoon & Jamil, 2011).

Problem, zakaj ne moremo s toliko raziskavami pridobiti želenega odgovora, leži v dveh faktorjih, ki omejujeta empirične raziskave. Za veljavno statistično testiranje bi morali biti vsi faktorji, razen nivoja distribucije dobička, konstantni. Raziskovana podjetja bi se torej morala razlikovati samo po nivoju distribucije dobička. Naslednji razlog leži v stroških kapitala, saj jih je zelo težko natančno izmeriti. Ker ne moremo najti podjetij, ki bi se razlikovala samo po nivoju distribucije dobička in dobiti tudi natančne vrednosti stroškov kapitala podjetij, ne moremo dobiti odgovora z empiričnimi raziskavami, ter tako pridobiti jasnega odgovora o razmerju med nivojem distribucije dobička in stroški kapitala podjetij oziroma vrednostjo podjetij. Z empiričnimi raziskavami torej še nismo dobili natančnih odgovorov na vprašanje, ali dividendna politika vpliva na premoženje delničarjev. Kljub temu lahko z rezultati obstoječih raziskav dobimo vsaj delne odgovore (Brigham & Ehrhardt, 2005).

1.5 Preostali faktorji, ki vplivajo na dividendno politiko vseh podjetij

Po mnenju avtorjev Baker, Powell in Veit (2002) so na podlagi preteklih raziskav in tudi njihove raziskave ključni faktorji dividendne politike naslednji:

- tržne nepopolnosti in trenja (davki, asimetrija informacij, agencijski stroški, transakcijski stroški, stroški izdaje vrednostnih papirjev),
- vedenjski nagibi (neracionalno obnašanje investitorjev, vedenjske potrebe investitorjev, vedenje investitorjev zaradi navade),
- lastnosti podjetja (dobičkonosnost, investicijske priložnosti, velikost, razpoložljivost denarja, pričakovani prihodnji dobički in denarni tokovi),
- preference oziroma nagnjenosti managerjev (želja po glajenju dividend, izogibanje nižanjem dividend).

Drugi so predlagali, da na dividendno politiko vplivajo lastnosti podjetja, natančneje: velikost podjetja (manjša podjetja imajo večje pomanjkanje kapitala), panoga (finančna in javnostoritvena podjetja dajejo večji pomen dividendam kot signalu uspešnosti), finančni vzvod, priložnosti za rast, dobičkonosnost podjetja, informacijska asimetrija, agencijski stroški, lastniška struktura (nekateri investitorji dajejo prednost kapitalskim dobičkom, drugi dividendam), status podjetja na borzah. Dhanani je v raziskavi prišel tudi do sklepa, da je dividendna politika pomembna pri poviševanju premoženja delničarjev in lahko pomaga pri obrambi pred prevzemom. Tudi Khan, et al. (2011) argumentirajo, da dividenda pozitivno vpliva na ceno delnice (Dhanani, 2005).

Ena izmed raziskav predlaga, da na dividendno politiko vplivajo denarni tok, dolg, pretekli dobički in pretekli rezultati poslovanja, delniške opcije direktorjev, institucionalno lastništvo, davki, lastništvo delnic podjetja s strani agentov. Po mnenju managerjev so glavne determinante dividendne politike norveških podjetij: nivo trenutnega in prihodnjih dobičkov ter tudi njihova stabilnost, trenutni finančni vzvod, likvidnostne omejitve. Managerji se tudi strinjajo, da je optimalna dividendna politika ravnovesje med trenutnimi dividendami in prihodnjo rastjo, ki maksimira ceno delnice. Ključni faktorji dividendne politike indijskih podjetij so: likvidnost, dobičkonosnost, lastniška struktura, finančni vzvod oziroma dolg, rast podjetja (Baker, Mukherjee & Paskelian, 2006; Brown, Liang & Weisbenner, 2007; Gupta & Banga, 2010).

Izvedena je bila tudi anketa s finančnimi direktorji tujih podjetij, ki kotirajo na borzi v Karačiju v Pakistanu. Managerji naj bi sprejemali dividendne odločitve na podlagi tržne cene delnice, stopnje rasti dividend, glajenja dividend, dividend tekmecev in na podlagi signala o pomanjkanju investicijskih priložnosti. Managerji bi raje iskali zunanja sredstva kot pa nižali dividende za nove investicije. Zanimivo pa je tudi dejstvo, da tuja podjetja veliko bolj skrbijo za dividendno politiko kot pa domača (Khan, et al. 2011).

Druga anketa finančnih direktorjev ugotovi, da le-ti pri sprejemanju odločitev o dividendah upoštevajo dobiček, denarni tok, stabilnost oziroma rednost izplačil, stabilnost višine dividend ter pričakovanja in želje delničarjev (Harkins & Walsh, 1971).

Še ena anketa, v kateri anketirajo finančne direktorje tako finančnih kot tudi nefinančnih podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi Nasdaq, ugotovi, da finančni direktorji pri sprejemanju odločitev o dividendah upoštevajo pretekle dividende, stabilnost dobičkov, nivo trenutnega in prihodnjega dobička ter denarnih tokov (Baker, Veit & Powell, 2001).

Tabela na naslednjih straneh prikazuje faktorje dividendne politike, povzete po eni izmed raziskav.

Tabela 1: Faktorji dividendne politike in primerjava dividend z odkupi lastnih delnic, po mnenju finančnih direktorjev

Faktor	Dividende	Odkupi lastnih delnic
Pretekli nivo	Zelo pomembno. Ne nižaj dividend, razen v ekstremnih situacijah.	Ni pomembno.
Fleksibilnost	Otipljive oziroma lepljive. Nefleksibilne. Glajenje skozi čas.	Zelo fleksibilno. Ni potrebe po glajenju skozi čas.
Posledice ob povišanju	Majhne nagrade ob povišanju.	Cene delnic se zvišajo ob napovedi načrta odkupov.
Posledice ob znižanju	Velika tržna kazen za nižanje, izpuščanje.	Majhne posledice ob znižanju iz enega leta v drugo, čeprav se podjetja trudijo doseči cilje programov odkupa delnic.
Tarča	Najpogostejša tarča je višina dividende, sledi pa delež izplačanega dobička, nato rast dividend.	Najpogostejša tarča je določen denarni znesek namenjen za odkupe, ki je fleksibilna tarča.
Povezava z zunanjimi sredstvi	Zunanja sredstva bi bila zbrana, da bi se izognili znižanju dividend.	Odkupi bi bili znižani, preden bi se odločili za zbiranje zunanjih sredstev.
Povezava z investicijami	Najprej ohrani preteklo višino dividend, nato sprejmi inkrementalne investicijske odločitve.	Najprej investicijske odločitve, nato odločitve o odkupih.
Kvaliteta dobička	Višanje dividend povezano s trajnim in stabilnim dobičkom.	Odkupi se povečujejo s trajnimi dobički, vendar tudi z začasnim povišanjem dobička.
Substituti	Hipotetično, nižanje odkupov lastnih delnic ne vodi v višanje dividend.	Hipotetično, nižanje dividend vodi v višanje odkupov.
Davki	Davčna neugodnost dividend je sekundarnega pomena.	Davčna neugodnost odkupov delnic je sekundarnega pomena.
Pošiljanje informacij, sporočil	Dividende nosijo, sporočajo informacije.	Odkupi nosijo, sporočajo informacije.
Signal	Dividende niso videne kot strošek, ki ga mora imeti podjetje za signaliziranje kvalitete podjetja ali signaliziranje diferenciacije od tekmecev.	Odkupi niso videni kot strošek, ki ga mora imeti podjetje za signaliziranje kvalitete podjetja ali signaliziranje diferenciacije od tekmecev.
Mali investitorji oziroma fizične osebe	Imajo raje dividende, tudi če so davčno neugodne. Če jih primerjamo z	So jim odkupi delnic manj všeč kot pa dividende.

	institucionalnimi investitorji, vidimo, da so obema vrstama investitorjev dividende enako všeč.	
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------	--

Se nadaljuje

Nadaljevanje

Faktor	Dividende	Odkupi lastnih delnic
Institucionalni investitorji	Institucijam so na splošno dividende všeč, vendar niso iskane za nadzor nad podjetjem.	Institucijam so odkupi popolnoma enako všeč kot pa dividende.
Cena delnice	Nepomembno.	Odkupuj, ko so cene delnice na trgu podcenjene.
Dobiček na delnico (EPS)	Nepomembno.	Odkupuj, ko je pomembno zvišati kazalec EPS.
Delniške opcije	Nepomembno.	Odkupi delnic so zelo pomembni za odpravo učinkov izdaje novih delnic za delniške opcije.
Denar v bilanci	Nepomembno.	Ko imaš preveč denarja na bilanci, odkupuj delnice.
Likvidnost delnic in število delnic na trgu, ki so na voljo za trgovanje	Nepomembno.	Ne kupuj, če število delnic v javnosti (ki so na voljo za trgovanje) ni dovolj veliko - vodi v premajhno ponudbo delnic na trgu.
Prezvemi in združitve	Nepomembno.	Pomembno.
Denarno molzne krave (angl. <i>cash cows</i>)	Od njih je pričakovano, da izplačajo dividende. Rast dividend zelo pomembna.	Od njih je pričakovano, da vračajo kapital, tudi z odkupi delnic.
Če bi še enkrat začeli poslovati...	Bi minimizirali obvezo izplačila dividend.	Bi se močno zanašali na odkupe lastnih delnic, da bi vračali kapital investitorjem.
Neplačevalci bodo pričeli z izplačevanjem dividend, ko...	Bodo dobički postali pozitivni in stabilni oziroma ko bodo institucionalni investitorji zahtevali dividende, ali pa, ko bodo imeli na voljo manj dobičkonosnih investicijskih priložnosti.	Bodo imeli preveč denarja na bilanci stanja, ali ko institucionalni investitorji zahtevajo odkupe, ali ko imajo na voljo manj dobičkonosnih investicijskih priložnosti, ali pa ko mislijo, da lahko odkupi zvišajo kazalec EPS oziroma odpravijo učinke izdaje novih

		delnic za delniške opcije zaposlenih.
--	--	---------------------------------------

Vir: A. Brav, et al., Payout policy in the 21st century, 2005, str. 521-522.

Tabela povzema rezultate ankete, v kateri so anketirali 384 direktorjev financ in dodatno s triindvajsetimi izvedli še poglobljen intervju, da bi pri tem ugotovili, kateri faktorji narekujejo dividendno politiko in programe odkupa lastnih delnic. Glede na rezultate raziskave si agenti najbolj želijo izogniti nižanju dividend, razen v izrednih okoliščinah. Davki so managerjem sekundarnega pomena (investitorjem pa so davki med najbolj pomembnimi dejavniki), ko sprejemajo odločitve o višini dividend oziroma ali bodo izplačali dividende ali izvedli odkup delnic. Prvotni cilj dividendne politike naj bi bil managerjem vsaj ohranitev ravni dividend, za tem pa je dividendna politika v bistvu sekundarnega pomena. Managerjem so namreč investicije in likvidnost prvotnega pomena in razmišljajo o dividendah šele po doseganju teh ciljev. Najbolj zanimiv del raziskave je predlog, da je dividendna politika igra in managerji sledijo določenim pravilom igre. Managerji pri dividendni politiki za sprejemanje odločitev sledijo naslednjim pravilom igre: pričakuj znatno kazen za nižanje dividend, ne oddalji se daleč od tekmecev, vzdržuj dobro bonitetno oceno, imej široko in razpršeno bazo investitorjev, ohranaj fleksibilnost, in glede na to, da večji del investitorjev uporablja za cenitev večkratnike zaslužkov, ne opravi dejanj, ki znižajo kazalec zaslužek oziroma dobiček na delnico (Brav, et al. 2005).

V raziskavi dividendnih politik podjetij v obdobju od 1989 do 2002, ki izhajajo iz ZDA, Kanade, Velike Britanije, Nemčije, Francije in Japonske so ugotovili, da na dividendno politiko najbolj vpliva velikost podjetja, dobičkonosnost, priložnosti za rast, sestava kapitala. Podjetja, ki so večja, dobičkonosnejša in imajo v sestavi kapitala večji del zadržanih dobičkov, plačujejo dividende z večjo verjetnostjo, vpliv priložnosti za rast na dividendno politiko pa v raziskavi ni najbolj jasen. V nadaljevanju opisujem še druge faktorje, ki vplivajo na dividende in dividendno politiko podjetij (Denis & Osobov, 2008).

1.5.1 Dividendna politika tekmecev

Ugotovljeno je bilo tudi, da managerji pri pregledu oziroma reviziji dividendne politike upoštevajo pretekle trende dividendne politike in dividendne politike tekmecev (Dhanani, 2005).

1.5.2 Panoge

Klasifikacija panoge naj bi tudi imela vpliv na dividendno politiko, saj imajo proizvodna podjetja v Jordaniji večjo možnost izplačevanja dividend kot pa podjetja v storitvenem sektorju (Al-Najjar, 2005).

1.5.3 Geografski faktor

Kljub hitremu razvoju tehnologije, in z njo tudi komuniciranja ter deljenja informacij, je geografska oddaljenost podjetja od svojih investitorjev še vedno pomemben faktor pri oblikovanju in izvajanju dividendne politike. Faktor geografske oddaljenosti se navezuje na agencijsko teorijo, saj se z večanjem razdalje med podjetjem in investitorjem veča tudi konflikt med agenti in lastniki oziroma otežuje možnost nadzor investitorjev nad managerji ter njihovimi investicijskimi odločitvami. Geografsko bolj odmaknjena podjetja, še posebej

tista s težavami denarnega toka, uporabijo redne in stabilne dividende za povrnitev denarja investitorjem in s tem tudi omejevanjem agencijskih stroškov. Geografska oddaljenost vpliva tudi na strukturo izplačila dobičkov, časovne medpovezanosti in lastnosti dividend, uporabo dolga. Bolj oddaljena podjetja v povprečju izplačujejo višje dividende, natančneje, znesek je višji za 30% od povprečnega dividendnega donosa. Obseg geografskega učinka na dividende je odvisen tudi od resnosti problemov prostih denarnih tokov. Najvišji obseg geografskega učinka je pri podjetjih z visokimi prostimi denarnimi tokovi, omejenimi investicijskimi priložnostmi in priložnostmi za rast. Dodal bi še, da geografsko bolj odmaknjena podjetja pogosteje uporabljajo dividende za izplačilo dobičkov kot pa posebne dividende in programe odkupov delnic. Za njih je še značilno, da za dividende namenijo večji obseg dobička, pogosteje zvišujejo dividende, redkeje jih znižujejo ter poslujejo z višjim dolgom oziroma finančnim vzvodom (Kose, Knyazeva & Knyazeva, 2011).

Težje je tudi predvideti dividende za podjetja hitro razvijajočih se držav (Koreja, Indija, Pakistan, Tajska, Malezija, Turčija, Zimbabve) kot za podjetja v ZDA, kjer so dividende bolj stabilne. Dividende v teh državah so tudi veliko manj občutljive na pretekle dividende kot pa dividende podjetij iz ZDA. Zaradi institucionalnih struktur, tržnih razmer, razmer na trgu kapitala, je dividendna politika podjetij iz hitro razvijajočih se držav manj uporaben mehanizem za sporočanje oziroma signaliziranje prihodnjih dobičkov in prihodnjega poslovanja. Dividendna politika je tako tudi manj uporaben mehanizem za zmanjševanje agencijskih stroškov v podjetjih iz hitro razvijajočih se držav (Aivazian, Booth & Cleary, 2003).

1.5.4 Transparentnost, kvaliteta in standardi poročanja

Na dividendno politiko podjetja vplivajo tudi standardi in zahteve okolja po transparentnosti ter kakovosti poročanja oziroma razkrivanja podatkov. Netransparentnost poročanja investitorjem oteži sprejemanje investicijskih odločitev, oteži ocenjevanje dela managerjev in navsezadnje oteži tudi ocenjevanje uspešnosti poslovanja podjetja oziroma njegovo vrednotenje. Zaradi teh težav naj bi agenti tudi lažje zasledovali zgolj svoje interese in pri tem prikrajšali lastnike za višje dividende. Pri eni od raziskav teorije življenjskega cikla (stroški agentov verzije) je bila analizirana hipoteza izida (angl. *outcome hypothesis*) in hipoteza substituta (angl. *substitute hypothesis*). Prva pravi, da višji standardi za transparentno poročanje in razkrivanje vodijo do višjih izplačil dividend, saj delničarji lažje merijo denarne tokove in dobičke podjetja, ter tako zahtevajo od agentov tudi višje dividende. Druga hipoteza pravi, da slabo in netransparentno poročanje vodi do višjih izplačil dividend, saj so agenti tako bolj motivirani, da dosežejo višji in boljši sloves podjetja, ki pa bi pripomogel k boljšim pogojem pri iskanju novega kapitala. Višje dividende naj bi torej bile orodje oziroma substitut za visoke standarde po transparentnem poročanju. Razlika med hipotezama je tudi v korelaciji med agencijskimi stroški in dividendami. Pri prvi hipotezi je korelacija negativna, pri drugi pa pozitivna. Raziskava je potrdila obe hipotezi in tudi obstoj teorije življenjskega cikla (Brockman & Unlu, 2010).

Podjetja v Veliki Britaniji, v primerjavi s podjetji iz ZDA, dajejo manjši pomen dividendam kot orodju za vrednotenje podjetij in dividendam kot signalu prihodnje uspešnosti poslovanja. Ravno ta razlika naj bi temeljila na razlikah v standardih poročanja (Dhanani, 2005).

1.5.5 Lastništvo delnic s strani agentov oziroma managerjev

Lastništvo agentov znatno vpliva na dividendno politiko podjetja. V ZDA je leta 2003 prišlo do znižanja davkov na dividende in nato so agenti, ki so imeli v lasti večje število delnic podjetja, zvišali dividende. V času pred znižanjem davkov ni bilo nobene korelacije med agencijskim lastništvom delnic in dividendno politiko (Brown, et al. 2007).

Še ena raziskava je preverjala vpliv agentskega lastništva delnic na dividendno politiko po spremembi davkov v ZDA leta 2003. Prišla je do enakih zaključkov, da agenti, ki imajo v lasti večje število delnic podjetja, z večjo verjetnostjo povečajo dividende potem, ko pride do znižanja davkov na dividende. Zanimivo je, da tudi oni niso našli nobene korelacije med lastništvom delnic s strani agentov in dividendno politiko pred znižanjem davkov leta 2003. Raziskava ugotovi, da trg vrednostnih papirjev očitno že pozna in ceni vpliv lastništva delnic, saj delnice teh podjetij po zvišanju dividend ali začetku izplačevanja dividend dosegajo manjše donose za investitorje. Investitorji spremembe dividend po znižanju davka razumejo kot signal, da agenti zasledujejo svoje interese, kar pa je popolnoma razumljivo. Ti imajo v lasti večje število delnic podjetja, v katerem delujejo, in zato njihov portfelj po vsej verjetnosti ni razpršen. To pa pomeni, da je to eden njihovih ključnih virov investicijskih prihodkov in so zato toliko bolj motivirani, da višajo dividende ob nižjih davkih na dividende. Eden dobrih primerov tovrstnega nagrajevanja delničarjev oziroma managerjev samih je Microsoft, ko je leta 2003 začel izplačevati dividende in je najvišjih pet direktorjev prejelo 138 milijonov USD dividend (Nam, Wang & Zhang, 2010).

Tretja raziskava na to temo pride do zaključka, da se verjetnost izplačila dividend (ali izplačila dividend in hkratnega odkupa delnic) zvišuje z višanjem koncentracije glasovalnih pravic oziroma z višanjem lastništva delnic s strani managerjev. To dejstvo zopet nakazuje vpliv lastništva na dividendno politiko. Še bolj zanimivo je spoznanje, da je korelacija med faktorjema koncentracije volilnih pravic in verjetnosti izplačila dividend (ali pa izplačila dividend in hkratnega odkupa delnic) negativna. To nakazuje, da delničarji z večjimi bloki oziroma številom delnic ne potrebujejo dividend kot sredstva za signaliziranje uspešnosti, saj že sami dobro nadzorujejo delovanje podjetja (Renneboog & Trojanowski, 2011).

Četrta raziskava ugotovi, da lastništvo vpliva na dividendno politiko. Za razliko od ostalih raziskav argumentira, da izplačilo dividend vodi do znižanja cen delnic in tako tudi do znižanja premoženja za interne lastnike, agente. Zato je njim v interesu, da izplačujejo nizke dividende, pri tem pa se morajo soočiti z institucionalnimi investitorji, ki poskušajo ravno z višjimi dividendami izvajati kontrolo nad agenti in njihovimi cilji. Tudi Rozeff (1982) ugotovi, da na dividendno politiko vpliva lastništvo delnic s strani notranjih oseb oziroma zaposlenih in koncentracija lastništva. V raziskavi je v podjetjih z nižjim deležem lastništva

notranjih oseb in z višjo koncentracijo lastništva avtor našel višji obseg izplačanih dividend (Gupta & Banga, 2010).

1.5.6 Vrsta investitorjev

Managerji podjetij iz Velike Britanije pri dividendni politiki namenijo nekaj pozornosti tudi lastnostim investitorjem. Podjetja, ki namreč bolje ustrezajo potrebam svojih investitorjev, lahko uživajo v višji premiji v ceni delnice (angl. *share price premium*) (Dhanani, 2005).

Dolgoročni investitorji so bolj naklonjeni dividendam kot pa kapitalskim dobičkom, podjetja pa se bolj posvečajo dolgoročnim investitorjem, kot pa kratkoročnim, kar potrjujejo tudi raziskave. Druge raziskave ugotovijo, da so institucionalni investitorji v ZDA nenaklonjeni investiranju v delnice podjetij, ki imajo velika izplačila dividend, seveda to velja v okolju z visokimi davki na dividende (Desai & Jin, 2010; Khan, et al. 2011).

Pri odločitvi podjetja o začetku izplačevanja dividend sta dva ključna faktorja trajnostno povišanje zaslužkov in povpraševanje s strani institucionalnih investitorjev. V Jordaniji sicer institucionalni investitorji nimajo vpliva na dividendno politiko podjetij (Al-Najjar, 2011; Brav, et al. 2005).

Pri vrsti investitorjev moramo upoštevati tudi demografski faktor. Upokojenci namreč dajejo prednost delnicam z visokimi izplačili dividend, saj si tako lahko olajšajo tekočo porabo, denar v sedanosti namesto v prihodnosti pa še toliko bolj cenijo zaradi tega, ker ne vedo, koliko časa bodo še živeli (Shefrin & Statman, 1984).

1.5.7 Pravna zaščita in pravice upnikov

Analiza 16.525 podjetij iz dvainpetdesetih držav (v obdobju od 1990 do 2006) nakaže, da državna pravna ureditev pravic upnikov vpliva na dividendno politiko s postavljanjem ravnovesja med dolgom in lastniškim kapitalom. Analiza raziskuje razmerje med agencijskimi stroški lastniškega kapitala in agencijskimi stroški dolga oziroma odnose med lastniki in upniki. Upniki in managerji dopuščajo restriktivno dividendno politiko kot odgovor na šibko zaščito upnikov, vse to seveda v upanju minimiranja agencijskih stroškov dolga, s katerim se sooča podjetje. V državah z nizko zaščito upnikov je verjetnost izplačevanja dividend in obseg izplačevanja dividend znatno manjša. Avtorji so ustvarili indeks pravic upnikov, ki sestoji iz različnih faktorjev. Tako je zmanjšanje indeksa pravic upnikov z najvišjega nivoja na najnižji pomenilo 41% zmanjšanje verjetnosti za izplačevanje dividend in pa 60% znižanje v deležu izplačila dobička. Če gledamo z druge strani, podjetja v okolju z najvišjo zaščito upnikov imajo kar 70% večjo verjetnost, da bodo izplačevala dividende, v primerjavi s podjetji iz okolja z najnižjimi pravicami upnikov. Razlogi, zakaj upniki želijo dodatne pravice pri nadzoru podjetja, so v tem, da upniki v okolju z nezadostno zaščito nimajo dovolj zaupanja v povračilo dolga v postopkih stečaja. Zelo pomembna je torej hierarhija izplačil oziroma poplačil v stečajnih postopkih. Upniki po navadi omejujejo oziroma izvajajo svoj nadzor nad podjetjem s pomočjo pogodbenih zavez (angl. *contractual covenant*), ki tako

predstavljajo drugo najboljšo rešitev, če že pravo nezadostno ureja njihove pravice. Njihove pravice nadzora podjetij so najvišja za posojila in manjša za obveznice. Zanimivo je tudi dejstvo, da ima zgolj 15 do 20% podjetij v ZDA, katerih delnice kotirajo na borzi, dostop do trga obveznic (Brockman & Unlu, 2009).

1.5.8 Kvaliteta upravljanja podjetja

Ena izmed študij raziskuje razmerje med kvaliteto upravljanja podjetja (angl. *corporate governance quality*) in dividendno politiko podjetij v Kanadi. Učinkovitost vodstva oziroma upravljanja podjetja je analiza ocenila z Globe & Mail letnim indeksom upravljanja, ki ima štiri podkategorije (sestava uprave, lastništvo in nagrajevanje, pravice delničarjev in razkritje korporativne politike upravljanja). Raziskava je zajela 714 podjetij, ki so kotirala na borzi v Torontu v obdobju od 2002 do 2005. Podjetja z višjim indeksom kvalitete upravljanja so imela večja izplačila dividend. Delež izplačila dobička ima pozitivno korelacijo z nagradami uprav, pravicami delničarjev, velikostjo podjetja, obsegom prostih denarnih tokov (Adjaoud & Ben-Amar, 2010).

1.5.9 Samostojnost podjetja ali povezanost podjetij v skupino

Poslovne skupine so zbirka pravno neodvisnih podjetij, ki so med sabo povezana skozi medsebojno prepletena lastništva. Eden izmed razlogov za nastanek skupin je asimetrija informacij in pa tudi ostale tržne nepopolnosti. Informacijske asimetrije in neučinkoviti toki informacij vodijo do tega, da postane zunanji investicijski kapital zelo drag za podjetje. Zato naj bi podjetja, povezana v skupine, izkoristila moč diverzifikacije in ustvarila svoje lastne notranje trge kapitala. Skupina nato izvaja nadzor nad svojimi članicami in tudi deli informacije znotraj skupine ter tako znižuje informacijske asimetrije. Tako naj bila podjetja (članice skupin) relativno manj odvisna od formalnih trgov kapitala in naj bi bila zato tudi vedno zmožna izplačati dividende ter sposobna zadržati višino dividend. Na drugi strani pa ravno zaradi internega trga kapitala znotraj skupine ta podjetja naj ne bi potrebovala dividendne politike, s katero bi pošiljala signal o dobičkonosnosti, da bi tako lahko pridobivala zunanji kapital za investicije. Raziskave skupin, ki izhajajo iz Indije, kažejo, da imajo skupine višji delež izplačanega dobička kot pa samostojna podjetja in da imajo skupine višjo verjetnost za izplačevanje dividend. Ravno tako raziskava potrdi, da se znotraj skupin oblikujejo interni trgi kapitala, vendar pa ovrže prepričanje, da skupina lahko zaščiti svoje članice pred tržnimi nepopolnostmi. Ugotovljeno je bilo tudi, da vrednost skupine ni povezana z njeno velikostjo in diverzifikacijo (Manos, et al. 2011).

1.5.10 Negotovost denarnih tokov

Negotovost denarnih tokov naj bi bil dominantni dejavnik dividendne politike, ki vpliva na velikost dividend, verjetnost njihovega izplačila in odločitev podjetja o obliki izplačila. Učinek faktorja negotovosti denarnih tokov na dividendno politiko je močnejši kot učinek ostalih faktorjev (sestava kapitala, agencijski konflikti in stroški, investicijske priložnosti podjetja). Podjetja, ki se soočajo z večjo negotovostjo denarnih tokov, imajo večjo verjetnost, da izplačujejo manjše dividende, saj se bojijo pomanjkanja sredstev v prihodnosti. Tovrstna

podjetja imajo tudi večjo verjetnost, da ne bodo izplačala dividend, ampak bodo uporabila programe odkupa lastnih delnic, saj so ti bolj fleksibilna oblika izplačevanja. Za nameček je za podjetja z nestabilnimi denarnimi tokovi zunanje financiranje dražje kot notranje financiranje in se torej zaradi izogibanja pomanjkanju raje odločajo za zadrževanje dobička oziroma nižje dividende. Zato se od podjetij z visoko negotovimi denarnimi tokovi pričakuje, da se ta bolj zanašajo na interna financiranja projektov, posledično pa ta podjetja izplačujejo manjše dividende. Nižanje dividend naj bi zaradi vsega tega vodilo v znatna nižanja vrednosti podjetja, zato se agenti tudi izogibajo visokim dividendam (Chay & Suh, 2009).

Nemška podjetja sprejemajo odločitve o dividendni politiki na podlagi denarnih tokov in ne dobičkov, saj dobički ne prikažejo primerno uspešnost podjetja, ker morajo le-ta zadržati del dobičkov za zakonske rezerve, ki jih določa njihova zakonodaja. Na dividendno politiko vplivajo tudi računovodski standardi, ki so bolj konservativni glede sporočanja informacij investitorjem (zaradi zakonskih razlogov imajo managerji vzpodbudo ne poročati višjih dobičkov, le-ti pa tudi vodijo v pritisk delničarjev na višje dividende). V primeru prednostnih delnic nemška podjetja pogosto izdajo prednostne delnice, ki nimajo volilnih pravic, ampak imajo pravico do prednostne dividende, ki pa so po navadi celo od 0,50 EUR do 1 EUR višje kot navadne. Ta razlika omogoča, da v podjetjih, kjer je en večji delničar večinski lastnik, ne vpliva na dividendno politiko, ki bi tako lahko kratila pravice manjšinskih delničarjev. V primeru, da prednostne dividende niso izplačane dve zaporedni leti, potem prednostne delnice postanejo navadne delnice. V Nemčiji je bilo mogoče programe odkupa lastnih delnic pred letom 1998 izvajati zgolj v posebnih okoliščinah (za izognitev velikim škodam v sredstvih ali pa z namenom ponuditi jih zaposlenim). Po zakonski spremembi lahko podjetje odkupi lastne delnice do vrednosti 10% kapitala s soglasjem skupščine delničarjev. Nemška podjetja, v primerjavi s podjetji iz ZDA in Velike Britanije, izplačajo manjši del denarnih tokov, vendar večji del dobičkov kot pa ameriška in britanska podjetja. Nemška podjetja imajo tudi bolj fleksibilno dividendno politiko, saj so bolj pripravljena nižati dividende v času nižjih dobičkov (Andres, Betzer, Goergen, & Renneboog, 2008).

1.5.11 Struktura kapitala

V raziskavi, v katero je bilo vključenih več kot 5.000 podjetij iz Avstralije, Kanade, Francije, Nemčije, Japonske, Velike Britanije, ZDA je bilo ugotovljeno, da je struktura kapitala zelo pomemben faktor dividendne politike. Teorija hierarhičnega financiranja oziroma strukture kapitala podjetja vpliva na dividendno politiko. Če se podjetja soočajo z večjo asimetrijo informacij, imajo manjši delež izplačanega dobička, ker stroški zunanjega financiranja naraščajo z višanjem asimetrije informacij in je tako zunanje financiranje vedno dražje kot pa notranje. Podjetja v Jordaniji naj bi zasledovala hierarhično teorijo financiranja, ko se odločajo za financiranje projektov. Skupni faktorji strukture kapitala in dividendne politike, pa naj bi bili: dobičkonosnost, velikost podjetja, stvarnost in likvidnost sredstev, razmerje med tržno in knjižno vrednostjo podjetja, klasifikacija panoge (storitveni sektor, proizvodni, itd.) in lastništvo s strani institucionalnih investitorjev (Al-Najjar, 2011; Chay & Suh, 2009; Manos, et al. 2011).

Na dividende vpliva tudi sama struktura dolga. Ključna razlika med obveznicami in bančnim posojilom je v procesu pridobivanja informacij in v možnostih za spreminjanje oziroma pogajanja glede pogodbe. V primeru bančnega posojila, ki je pogodba med podjetjem in ponudnikom dolžniškega kapitala, ima slednji dostop do trenutnih informacij o poslovanju. Te informacije so lahko tudi zaupne oziroma poslovna skrivnost. V primeru bančnega posojila banka izvaja tudi bolj reden in bolj podroben pregled poslovanja podjetja in nadzor izpolnjevanja obveznosti podjetja. Pri bančnem posojilu lahko banka podjetju tudi postavi določene pogoje (glede njihovega poslovanja in upravljanja podjetja), s katerimi ta sama sebe zavaruje. V nasprotju z bančnimi posojili, je nad obveznicami veliko manj nadzora. Posledično je manj poudarka na zbiranju informacij o podjetju in zato je tudi manj stroškov s pridobivanjem informacij. Pri obveznicah je tudi manj prostora za pogajanja glede pogojev. Zaradi nedostopnosti določenih informacij v primerjavi z bančnimi posojili, sta ključna faktorja pri obveznicah zgodovina odplačevanja obveznic podjetja in tudi ugled podjetja. Investitorji se bolj zanašajo na javne informacije, bonitetne ocene in preproste finančne kazalce oziroma razmerja. V kontekstu tega je izplačilo dividend lahko še kako pomembno, saj to vpliva na njegovo ceno dolga, če gledamo z vidika obveznic (nižanje dividend lahko vodi v višje obresti). V primeru posojil lahko banke celo prepovedo ali omejijo izplačilo dividend, dokler dolg ni odplačan. Dividende torej vplivajo na cene obveznic in ceno zadolževanja podjetja, ter jih lahko vidimo kot signalni mehanizem podjetja za investitorje v dolžniške vrednostne papirje in ne zgolj investitorje v delnice (Aivazian, et al. 2003; Diamond, 1991; Rajan, 1992).

1.5.12 Davki

V svetu, kjer so dividende in kapitalski dobički obdavčeni na nivoju investitorjev, bodo investitorji dajali prednost tistim, ki imajo manjšo davčno stopnjo. Tako lahko investitorji izkoristijo davčno arbitražo (Miller & Scholes, 1978).

Ena izmed raziskav ugotovi, da se dividendna politika podjetij odziva na spremembe v davkih in da cene delnic vsebujejo faktor davkov, ki vpliva na njihovo ceno. Rezultati raziskave kažejo, da so racionalni institucionalni investitorji občutljivi na davke in podjetja pri sprejemanju odločitev o dividendah zato v zameno posvečajo pozornost tudi davkom. Proučeno je bilo tudi znižanje davkov na dividende z 38,6% na 15% v ZDA, in sicer meseca maja leta 2003. Pred tem so bile dividende obdavčene bolj kot kapitalski dobički. Po tem dejanju je leta 2003 zvišalo dividende ali začelo izplačevati dividende 1.101 podjetje. Še ena raziskava je ravno tako proučevala znižanje davkov v ZDA leta 2003 in bilo je ugotovljeno, da imajo podjetja, katerih managerji imajo večje število delnic, večje možnosti za zvišanje dividend po znižanju davkov na dividende. Ravno tako je bilo ugotovljeno, da poleg ostalih faktorjev, ki vplivajo na dividendno politiko (denarni tok, dolg, pretekli dobički in rezultati poslovanja, opcije na delnice s strani agentov, institucionalno lastništvo delnic), davki v povezavi z lastništvom delnic s strani agentov močno vplivajo na dividendno politiko. Tudi ta raziskava je potrdila, da je po znižanju davkov več podjetij začelo plačevati dividende, ali pa so jih zvišali. Podjetja, ki so začela izplačevati dividende v letu 2003, so imela več možnosti, da bodo zmanjšala odkupe delnic. Avtorji proučijo tudi ceno delnice in ugotovijo, da je trg že

pričakoval višanje dividend in nižanje odkupov delnic (Brown, et al. 2007; Desai & Jin, 2010; Nam, et al. 2010).

Še ena raziskava je ravno tako proučila znižanje davkov v ZDA leta 2003. Ta omeni, da se niso znižali zgolj davki na dividende, ampak tudi davki na kapitalske dobičke. Za najvišje štiri dohodninske razrede je bil davek na kapitalske dobičke znižan z 20% na 15%. Za osebe v spodnjih dveh dohodninskih razredih pa je bil davek na kapitalske dobičke znižan z 10% na 5%. Tako so dividende in kapitalski dobički postali enako obdavčeni za najvišje štiri dohodninske razrede. Najbolj zanimivo je dejstvo, da so davčne spremembe vplivale na podjetje tudi drugače in ne zgolj na dividendno politiko. Raziskava ugotovi, da je učinek nepričakovanih nižanj davkov različen glede na to, ali so ta nižanja začasna ali dolgoročna oziroma trajna. Kadar so nižji davki trajni, potem agregiran kapital, investicije, poraba, obseg proizvodnje, delo, produktivnost, agregirane dividende, izdaja novih delnic, narastejo s stabilno rastjo in stabilno hitrostjo. Kadar so nenapovedana nižanja davkov zgolj začasna, se investicije znižajo, dividende pa zvišajo zaradi priložnosti za ugodna izplačila. Obseg proizvodnje, delo, kapital in produktivnost se povečajo zgolj na kratek rok. Ko se obdobje nižjih davkov konča, investicije znatno narastejo, dividende pa se znižajo (Gourio & Miao, 2011).

Na Finskem so bili od leta 1993 kapitalski dobički in dividende obdavčeni s stopnjo 25%, od 1996 s stopnjo 28%, od 2000 pa s stopnjo 29%. Reforma davkov leta 2004 je znižala davek na dobiček podjetij z 29% na 26%. Davki na kapitalske prihodke so bili znižani z 29% na 28%, zaradi imputacijskega sistema (angl. *imputation system*) pa je bilo obdavčenih zgolj 70% na teh 28%, kar pomeni, da je efektivna stopnja za individualne investitorje znašala 19,6% ($0,70 \cdot 0,28$). Pred reformo individualni investitorji niso plačevali davkov na dividende domačih finskih delnic, saj so imeli polni imputacijski sistem (angl. *full imputation system*). Tako je reforma v bistvu uvedla dvojno obdavčenje. Za tuje investitorje zopet veljajo drugačna določila in so stvar bilateralnih dogovorov med državami, večinoma pa ti investitorji plačujejo 15% davka na dividende. Rezultati reforme so močno vplivali na kapitalski trg Finske. Izmed petih največjih delničarjev vsakega finskega podjetja je bilo v povprečju 54% v slabšem položaju zaradi reforme davkov. Podjetja so pred davčno reformo zato zvišala dividende, ko so bile le-te še neobdavčene na nivoju investitorjev. Tako obnašanje podjetij je prevladovalo med podjetji z višjo koncentracijo lastništva v rokah tistih delničarjev, na katere je reforma negativno vplivala. Po reformi so vsa podjetja večinoma znižala dividende in povečala odkupe delnic. Dividendna politika naj bi teoretično vplivala na lastniško strukturo podjetja, vendar raziskava ne najde zadostnih statističnih dokazov, ki bi potrdili lastniške spremembe po davčni reformi. V teoriji velja tudi obratno razmerje, ko naj bi tudi lastniška struktura vplivala na dividendno politiko, še posebej, če je lastništvo koncentrirano in je zato managerjem lažje ustreči željam večinskih lastnikov. Zanimivo pa je še mnenje avtorjev, ki pravijo, da je možno davčne učinke dividend prodati. Visoko obdavčeni (s strani dividend) investitorji lahko prodajo delnice z visokimi dividendnimi donosi investitorjem, ki plačujejo nizke davke na dividende. Po izplačilu dividend nižje obdavčeni investitorji lahko delnico zopet prodajo nazaj visoko obdavčenim investitorjem (Korkeamaki, Liljeblom & Pasternack, 2010).

Raziskan je bil vpliv uvedbe imputacijskega davčnega sistema tudi v Avstraliji. Proučevano obdobje je od leta 1982 do 1997. Pred uvedbo imputacijskega sistema julija 1987 je imela Avstralija klasičen davčni sistem z dividendami, obdavčenimi najprej na nivoju podjetja, nato pa še na nivoju investitorjev. Z uvedbo imputacijskega sistema naj bi podjetje imelo spodbudo za začetek izplačevanja dividend, višanje obstoječih dividend, ali pa spremembo načina, kako so dividende oziroma dobički izplačani (izplačati dividende z delnicami, uporabiti odkupe delnic). Kako močna je ta spodbuda, je odvisno od podjetja in njegovih davčnih ugodnosti oziroma bonusov. Z uvedbo imputacijskega davčnega sistema so avstralska podjetja začela izplačevati dividende, povečala obstoječe dividende, ravno tako so se povečala tudi reinvestiranja dividend. Podjetja z večjimi davčnimi bonusi so po spremembi davčnega sistema imela večjo možnost, da začnejo izplačevati dividende, ali pa jih zvišajo. Tudi če so podjetja bila prisiljena izdati nove delnice za zagotovitev zadostnih sredstev za dividende, ali pa višanje dividend, so to po uvedbi novega davčnega sistema celo storila. Zanimivo je dejstvo, da je se je volatilitnost obsega izplačil dividend povečala po uvedbi imputacijskega davčnega sistema (Pattenden & Twite, 2008).

Tudi drugi so ugotovili vpliv davkov na dividendno politiko in na druge faktorje. Znižanje dvojnega obdavčenja dividend (najprej dobička na ravni podjetja in nato dividende na ravni investitorja) naj bi močno zmanjšalo davčne spodbude podjetjem, da uporabljajo ali izdajajo nov dolg. Kapitalske strukture podjetij bi tako zmanjšale dolg in znižale tudi tveganje stečaja. Uporaba dolga zaradi vsečnosti določenim investitorjem pa ne bi popolnoma izginila. Podjetja bi dolg nadomestila s prednostnimi delnicami in prihodkovnimi obveznicami (angl. *income bonds*). Ta dva instrumenta naj ne bi mogla, v primerjavi z dolgom, sprožiti stečaja, če obresti ali dividende niso izplačane. Tako bi odprava davčnih spodbud za dolg odpravila tudi morebitne socialne stroške širši javnosti oziroma družbi v primeru stečaja (Litzenberger & van Horne, 1978).

Nekateri pravijo, da so davki managerjem sekundarnega pomena (investitorjem so davki med najbolj pomembnimi dejavniki), ko sprejemajo odločitve o višini dividend in ali bodo izplačali dividende, ali izvedli odkupe delnic. Prvotni cilj dividendne politike naj bi managerjem bil vsaj ohranitev ravni dividend, za tem pa je dividendna politika v bistvu sekundarnega pomena (Brav, et al. 2005).

Davčne spremembe v Veliki Britaniji leta 2002 so naredile dividende manj privlačne v primerjavi z odkupi delnic, kar pa ni znižalo navdušenja in mišljenja lastnikov večjih deležev oziroma blokov delnic o dividendah. V Veliki Britaniji lastniška struktura vpliva na dividendno politiko (višja koncentracija volilnih pravic in lastništva delnic s strani managerjev veča možnosti za izplačilo dividend), davčne spremembe pa niso spremenile dividendnih politik in tudi investitorjev ne (Renneboog & Trojanowski, 2011).

Izsledke vseh raziskav o dividendni politiki bi povzel kar z zaključkom raziskave, ki sta jo opravila Frankfurter in Wood (1997), ki pravita, da dividendna politika ne more biti modelirana matematično in biti tako poenotena za vsa podjetja v katerem koli času. Veliko je faktorjev, ki vplivajo na donose delničarjev, poslovanje podjetij, itd. Kar je še bolj

pomembno, je to, da (tržne) nepopolnosti različno vplivajo na podjetja in zato se lahko dividendne politike znatno razlikujejo med podjetji. Zaradi vseh faktorjev, ki vplivajo na dividendno politiko in tudi različnih načinov, kako ti faktorji vplivajo na dividendno politiko vsakega podjetja, je težko, da bi podjetja imela enako politiko vračanja vrednosti oziroma dobičkov delničarjem.

1.6 Programi odkupa lastnih delnic kot del dividendne politike

Vprašamo se lahko, zakaj podjetja izplačujejo dividende, namesto da bi odkupila lastne delnice in tudi obratno, zakaj podjetja odkupujejo delnice, namesto da bi izplačevala dividende. Motivi za program odkupa delnic se razlikujejo med vrstami programov. Poznamo odkupe na prostem trgu (angl. *open-market share repurchases*), fiksne programe (angl. *fixed-price tender offers*), v katerem podjetje določi točno določeno število delnic, ki jih bo odkupilo po točno določeni ceni. Poznamo tudi programe nizozemske avkcije (angl. *dutch-auction repurchases*) in programe nakupov velikih svežnjev (angl. *target block repurchases*). V veliki večini podjetja za odkupe delnic uporabljajo program odkupa na prostem trgu. Na programe odkupa delnic naj bi vplivali davki, signaliziranje investitorjem, agencijski stroški, alokacija sredstev na kapitalskih trgih, kapitalska struktura, opcije na delnice (Baker, Powell & Veit, 2002).

Velikost davkov na dividende in na kapitalske dobičke naj bi najbolj vplivala na odkupe delnic. Za večanje donosov delničarjev naj bi se podjetje odločilo za odkupe delnic, če so seveda kapitalski dobički nižje obdavčeni kot pa dividende. Faktor signaliziranja lahko pojasnimo tako, da programi odkupa delnic dajejo investitorjem pozitivno informacijo o prihodnjem poslovanju podjetja, signalizirajo pa lahko tudi mišljenje managerjev, da je cena delnice podcenjena. Drugi del teorije signalov pravi, da programi odkupov delnic lahko sporočajo tudi informacijo, da se managerji ne strinjajo s trgom in njegovo ceno javnih informacij. Managerji zato začnejo z odkupi delnic, da bi povrnili zaupanje med investitorje. Faktor alokacije sredstev govori o tem, da lahko managerji odkupijo delnice in s tem zvišajo njihovo ceno, investitorji pa jih lahko prodajo in alocirajo oziroma investirajo v druge delnice bolj kot managerji v nove projekte. Naslednji faktor je kapitalska struktura podjetja. Managerji lahko nanjo vplivajo, če na primer odkupujejo delnice z dolgom, in tako povečujejo finančni vzvod. Zadnji faktor so opcije na delnice. Podjetje lahko odkupi delnice, da bi financiralo programe opcij na delnice, ali pa da odpravi spremembe v kapitalu zaradi izvajanja oziroma uporabe opcije na delnice (Baker, Powell & Veit, 2002).

V svetu brez tržnih anomalij bi morale biti dividende enakovredne odkupom delnic. Toda v realnosti na kapitalskih trgih obstajajo anomalije in zato dividende in odkupi delnic niso popoln substitut. Če primerjamo dividende neposredno z odkupi delnic opazimo, da je med njima nekaj ključnih razlik. Prva razlika leži v davčni obravnavi oziroma stopnji, po kateri so obdavčeni kapitalski dobički in dividende. Druga razlika med dividendami in odkupi delnic je, da odkupi omogočijo investitorjem selektivnost. V primeru dividend vsi investitorji dobijo prihodek, v primeru odkupov pa je razlika med investitorji v njihovem znanju in informacijah, ki jih imajo. Bolje izobraženi in obveščeni investitorji lahko ocenijo, kdaj so delnice

podcenjene ali precenjene. Tako podjetje tem investitorjem z odkupi omogoči selektivnost. Tretja razlika med dividendami in odkupi leži v signaliziranju. Višanje dividend in najava odkupov velja za pozitiven signal o prihodnjem poslovanju. Razlika leži v tem, da podjetja želijo skozi čas gladiti dividende, oziroma jih bodo povečali samo, če verjamejo, da jih lahko vzdržujejo na tej ravni. Tako višanje dividend velja za dolgoročno oziroma trajnostno spremembo, medtem ko spremembe v odkupih veljajo samo za začasne spremembe. Zadnja razlika leži v lastništvu podjetja. Odkupi lahko vplivajo na lastništvo podjetja, še posebej v času, ko mu preti prevzem in lahko podjetje uporabi odkupe kot obrambni mehanizem pred prevzemom. Če managerji in drugi zunanji lastniki v času odkupov delnic ne prodajo svojih delnic, se s tem lahko poveča koncentracija lastništva oziroma volilnih pravic (Baker, Powell & Veit, 2002).

Razvit je bil model dividendne politike, ki temelji na ideji, da management oziroma vodstvo ceni operativno fleksibilnost, ko obstajajo možnosti, da delničarji ne podpirajo projektov, ker mislijo, da vodstvo zasleduje lastne cilje in verjamejo, da projekti ne bodo zvišali njihovega premoženja. Avtorja se sprašujeta, kako dividendna politika vpliva na fleksibilnost vodstva in kako bo na dividendno politiko vplivala percepcija vodstva glede fleksibilnosti. Izplačilo dividend vzame vodstvu denar in tako tudi kontrolo, ter položi oboje v roke delničarjev. Dividende so lahko v prihodnosti povrnjene nazaj z izdajo novih delnic, toda ne, če se delničarji ne strinjajo s tem in tudi z uporabo teh sredstev. To dejstvo torej znižuje fleksibilnost vodstva. Z nižanjem dividend vodstvo podjetja zadrži denar in poveča fleksibilnost podjetja, saj podjetju izboljša možnosti za investiranje v projekte, za katere vodstvo verjame, da na dolgi rok povečujejo premoženje delničarjev, na drugi strani pa delničarji za projekt menijo, da znižuje njihovo premoženje. Seveda brezplačno kosilo ne obstaja in tako nižanje dividend vodi v nižanje cene delnice (izplačilo dividend vodi v višanje cene delnice). Je pa res, da se vodstvo z zadržanjem dobička izogne transakcijskim stroškom ob izdaji novih delnic. Optimalna dividendna politika naj bi torej našla optimalno razmerje med potrebami vodstva in podjetja po fleksibilnosti ter delničarji, ki želijo manjšati agencijske stroške in višati svoje donose. Avtorja ugotovita tudi, da investitorji cenijo dividende bolj, ko so cene delnic nizke, ugotovita pa tudi, da podjetja z nižjo zadolženostjo (razmerjem med dolgom in lastniškim kapitalom) izplačujejo nižje dividende kot bolj zadolžena podjetja (Blau & Fuller, 2008).

Tudi drugi ravno tako trdijo, da managerji vidijo odkupe delnic v primerjavi z dividendami kot bolj fleksibilen način izplačila dobička. V anketi z managerji je bilo ugotovljeno, da bi le-ti za izognitev nižanju dividend celo izpustili projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Managerji v anketi dividend niso videli kot preostali denarni tok, ki ga izplačajo delničarjem po opravljenih investicijah. To pa samo še potrdi dejstvo o pomembnosti delnic, saj managerji pri upravljanju očitno zasledujejo ciljno vrednost dividend. Še bolj zanimivo je dejstvo, da bi 65% anketiranih managerjev podjetij, ki izplačujejo dividende, prej zbiralo zunanja sredstva za plačilo dividend, kot pa da bi nižali dividende. Na drugi strani bi zgolj 16% anketiranih managerjev podjetij, ki odkupujejo delnice, zbiralo zunanja sredstva, da bi lahko nadaljevali oziroma ne bi nižali odkupov delnic. Managerji so se v anketi tudi opredelili, da je nižanje dividend dražje za podjetje kot pa zbiranje novih zunanjih sredstev. V očeh managerjev

dividende in odkupi delnic naj ne bi bili popolni substituti. Ti naj bi bili omahljivi, ko je potrebno preusmeriti sredstva od odkupov delnic do dividend, saj substitucija v obratni smeri ni mogoča, razen v ekstremnih okoliščinah. Kazen za preusmeritev sredstev iz dividend v odkupe delnic je velika, saj zaradi nižanja dividend vodi v nižjo ceno delnice. Managerji tako cenijo fleksibilnost odkupov delnic in jim ni všeč rigidnost dividend (Brav, et al. 2005).

Raziskave v prejšnjem stoletju so pokazale, da je delež izplačila dobička cilj, ki ga zasleduje dividendna politika. Novejše raziskave so dale drugačne rezultate. Finančni direktorji so spremenili cilje. Skoraj 40% managerjev v dividendni politiki za cilj postavi višino dividende, 28% jih zasleduje cilj celotnega obsega izplačila dividend, 27% managerjev za cilj postavi rast višine dividende, preostali pa zasledujejo donos dividend, ali pa sploh nima ciljev glede dividend. Programi odkupov delnic imajo druge cilje. Več kot 40% finančnih direktorjev zasleduje cilj točne denarne vrednosti oziroma denarnega zneska za odkupe, 22% jih sploh nima ciljev pri programih odkupa delnic, 4% managerjev ima za tarčo količnik odkupov (delež zneska za odkupe v dobičku). Preostali managerji naj bi zasledovali druge cilje. Trije najpopularnejši cilji pa so število delnic, ki so potrebne za delniške opcije zaposlenih, razmerje oziroma kazalnik finančnega vzvoda, obseg presežnega denarja oziroma sredstev (Brav, et al. 2005).

Lahko raziščemo in predstavimo tudi determinante programov odkupa delnic. Pri tem uporabimo podatke o podjetjih iz Avstralije, Kanade, Francije, Nemčije, Japonske, Velike Britanije in ZDA iz obdobja od 1998 do 2006. Podjetja izven ZDA se ne poslužujejo odkupov delnic v tolikšni meri kot podjetja v ZDA. Vsa podjetja imajo skupne faktorje, da uporabljajo odkupe delnic kot fleksibilen način vračanja premoženja delničarjem. Podjetja z več denarja v bilanci imajo večjo verjetnost, da se bodo poslužila odkupov lastnih delnic. Za podjetja s programi odkupa lastnih delnic je značilno, da se jim pred začetkom odkupa delnic denar v bilancah znatno poveča. Podjetja, glede na raziskavo, izplačajo odvečen kapital oziroma denar, ker se tako lahko zmanjšajo agencijski konflikti in stroški, odkupe delnic pa uporabljajo kot način za distribucijo začasno povišanih denarnih tokov (Lee & Suh, 2011).

Če primerjamo dividende in odkupe delnic kot obliko vračila dobičkov delničarjem, lahko rečemo, da nimajo enakih lastnosti. Sam postopek izplačila dividend je bolj transparenten. Dividende so naznanjene in izplačane na točno določen datum. Delničarjem je tako nemudoma znano, ali je podjetje izpolnilo svoje obveznosti, kako učinkovito je to storilo, oziroma kakšen donos so imeli zaradi tega. Dividende so časovno gledano tudi redno razvrščene (letno, četrletno) in zato investitorji tudi že vnaprej vedo, kdaj pričakovati naslednje dividende (Fuller & Goldstein, 2011).

Če pogledamo podjetja iz Velike Britanije v obdobju od 1992 do 2004 vidimo, da je število podjetij, ki je izplačevalo dividende, skozi obdobje variiralo. Število podjetij, ki je izplačevalo dividende in hkrati odkupovalo lastne delnice, je v tem obdobju naraslo s 5% na skoraj 16%. To kaže na višanje pomena odkupov delnic, vendar dividende še vedno ostajajo dominanten način izplačila dobička delničarjem v Veliki Britaniji. Če primerjamo Veliko Britanijo z ZDA ugotovimo, da se je v proučevanem obdobju število podjetij v ZDA, ki izplačujejo dividende,

močno povečalo. Dividende na začetku obdobja niso bile tako pomembne kot pa odkupi delnic, katerih se je zelo veliko podjetij posluževalo že na začetku obdobja in so tako večji pomen dajala odkupom delnic. Nasprotno se je v Veliki Britaniji povečeval pomen odkupov delnic, saj je na začetku obdobja zgolj okoli 4% podjetij odkupovalo delnice. Je pa tudi res, da so zaradi davčnih sprememb v Veliki Britaniji dividende izgubljale na svoji privlačnosti v primerjavi z odkupi delnic (Renneboog & Trojanowski, 2011).

1.7 Faktorji dividendne politike, specifični za zavarovalnice, in vpliv krize na dividendne politike evropskih zavarovalnic

Finančni sektor in proizvodjalni oziroma industrijski se med seboj močno razlikujeta. Finančni sektor sodi med storitvene dejavnosti, industrijski sektor pa v proizvodjalne dejavnosti. Eno temeljnih razlik med njima najdemo v bilancah stanja in pomenu kapitala za tovrstna podjetja. Ravno zaradi vloge finančnih inštitucij v gospodarstvih je njihov kapital še toliko bolj nadziran oziroma reguliran. V soju gospodarske krize je kapital postal težje dostopen, predvsem pa dražji. Na področju zavarovalništva v Evropski uniji se bliža veljavnost direktive Solventnost II, ki bo med drugim določila kapitalske zahteve na podlagi tveganj, katerim se ta izpostavljajo oziroma jih prevzemajo. Zaradi vseh teh faktorjev bodo nekatere zavarovalnice potrebovale dodaten kapital, nekatere pa celo manj.

Eno izmed prvih vprašanj pod to točko se glasi: »Kaj se dogaja z dividendami v času recesije?« Splošno prepričanje je, da podjetja najprej nižajo dividende oziroma sploh ne izplačajo dividend.

Ena izmed raziskav je uporabila donose delnic več kot 25.000 podjetij, ki kotirajo na borzah NYSE, Amex, Nasdaq in prišla do zaključka, da so dividende bolj pomembne v času padajočih delniških trgov kot pa v času naraščajočih. Delnice, ki so izplačevale dividende, so v času padajočih trgov prekašale neizplačajoče za 1% do 2% na mesec v primerjavi z donosi v času rastočih trgov. Trg reagira na povečanje dividend bolj v času padajočih delniških trgov kot pa v času rasti. Testi so nakazali, da taki rezultati niso posledica česar koli v povezavi s prostim denarnim tokom ali signaliziranjem. Obstoj dividend in ne sam donos dividend naj bi bil tisti faktor, ki skrbi za asimetrično povezavo gibanja donosa delnice s premiki na trgih. V času, ko delnice, ki izplačujejo dividende, niso izplačevale dividend, so se le-te odrezale na trgu bolje kot delnice, ki sploh ne izplačujejo dividend. Ta rezultat je bil bolj izrazit v padajočih trgih kot pa naraščajočih, rezultati pa niso bili povezani z višino dividend, ampak bolj z dejstvom, ali podjetje sploh izplačuje dividende. Prva razlaga za to se veže na hipotezo prostega denarnega toka, ki predlaga, da se dividende izplačujejo kot varovalo pred neracionalno potrošnjo denarja s strani managerjev. V času padajočih trgov naj bi bila verjetnost večja, da naj bi delničarji zahtevali dividende ravno zaradi nadziranja managerjev. Drugi predlog razlage se veže na teorijo signaliziranja. Ta teorija predlaga, da managerji z dividendno politiko sporočajo interne informacije o prihodnosti poslovanja podjetja. Zaradi različnih faktorjev je v oteženih gospodarskih okoliščinah podjetjem težko že sploh ohraniti raven izplačanih dividend, kaj šele njihovo zvišanje. Tako je v oteženih časih informacija o ohranjanju ravni dividend veliko bolj dragocena investitorjem kot pa v času gospodarske rasti.

Če povzamem vse skupaj lahko rečem, da raziskava kaže skrb investorjev za dividendno politiko podjetja, oziroma da jim ni vseeno za njo (Fuller & Goldstein, 2011).

Zgoraj opisano potrjuje tudi trenutna praksa gibanja dividend v indeksu S&P 500. Letna stopnja dividende na delnico indeksa (angl. *annual dividend rate per index share*) znaša \$29,02. Prejšnji rekord je bil \$28,96 v juniju 2008, potem pa je številka padla za 26% na \$21,44 v avgustu 2009. Kljub temu pa podatki kažejo, da podjetja v indeksu S&P 500 izplačujejo 30% dobička, kar je manj kot po navadi izplačujejo, saj v povprečju izplačujejo 52%. To nakazuje previdnost podjetij z nabiranjem denarja v bilancah. Prvi del podatkov o višanju dividend pa mogoče nakazuje njihove signale o podcenjenosti delnic in željo po povrnitvi zaupanja na kapitalske trge. V letu 2007 so dividende delnic finančnih podjetij predstavljale 30% vseh dividend indeksa S&P 500, trenutno pa predstavljajo zgolj 13% vseh dividend. Trenutno plačuje dividende največ podjetij iz indeksa S&P 500 po januarju 2000, natančneje 401 podjetje plačuje dividende. Dividende sta začela izplačevati celo Nasdaq OMX in Apple, ki je drugače dividende prenehal izplačevati leta 1996. Korporacija Exxon Mobil je povečala svoje dividende že trideseto zaporedno leto in sedaj na leto izplača \$10,7 milijard, kar je rekord oziroma največ na svetu. Po letu 2008, ko so podjetja nižala dividende, ali pa jih sploh niso izplačevala, so ta v svojih bilancah pod postavko denar nabrala rekordni \$1 trilijon ob koncu leta 2011. V letu 2008 je 372 podjetij iz indeksa S&P 500 izplačalo \$248 milijard, v 2012 pa naj bi 401 podjetje izplačalo \$279 milijard (Hwang, 2012; Kisling, 2012).

Ena izmed analiz razpravlja o dividendni politiki zavarovalnic, natančneje dividendni politiki evropskih zavarovalnic. O resnosti krize priča dejstvo, da se je nivo izplačanih dividend s strani zavarovalnic v Evropi znižal za 60%, kar predstavlja največje znižanje po letu 1938 v vseh ekonomskih oziroma gospodarskih sektorjih. Avtorji pišejo tudi o različnih raziskavah dividendnih politik oziroma celotnih finančnih politik in pristopov, ki imajo poseben status zaradi strožje reguliranosti. V zavarovalništvu ni potrebno izplačevati višjih dividend in s tem posvečati pozornost zunanjemu nadzoru, saj le to funkcijo opravljajo že nadzorni organi in regulatorji (Reddemn, et al. 2010).

Izvedeno je bilo tudi proučevanje petinpetdesetih podjetij v zavarovalniški panogi v petletnem obdobju, ki se konča leta 2006. Skladno z agencijskim vidikom na funkcijo dividend kot orodja za zmanjševanje agencijskih stroškov in potreb po nadzoru podjetja je bilo ugotovljeno, da ni nobene povezave med dobrim upravljanjem in dividendno politiko podjetja, ki deluje v regulirani oziroma nadzorovani panogi. Regulacija glede na rezultate izrine potrebo po mehanizmih dobrega upravljanja in potrebo po distribuciji dividend za signaliziranje ter sporočanje informacij. Na kratko rečeno, regulirana podjetja v zavarovalniški industriji ne potrebujejo zunanjega nadzora v obliki visokega izplačila dividend, saj to funkcijo opravljajo regulatorji (Puleo, et al. 2009).

Proučena je bila tudi sprememba dividend zavarovalnic in reakcije cene delnice na to. Raziskava se je začela z mislijo, da imajo zavarovalnice interne podatke o prihodnjih denarnih tokovih tako kot banke ali pa industrijska podjetja. Zaradi razlik v naravi poslov in finančnih karakteristik naj bi prišlo do različnih nivojev informacijskih asimetrij. Inovacije na področju

financ, kjer prednjači listninjenje (angl. *securitization*), pozavarovanja, fleksibilnost knjiženja dobičkov, zavarovalne dejavnosti in postavljanja rezerv za izgube so faktorji, ki lahko zmanjšujejo zanesljivost finančnih poročil. Zato je javnost lahko izolirana od prave ekonomske vrednosti stanja poslovanja zavarovalnice, to pa pomeni tudi večje asimetrije informacij in na koncu tudi večjo volatilnost cene delnice. Ravno zaradi teh možnosti in dejstva, da zavarovalnice v javnost ne izdajo vseh informacij o vrednostih njihovih sredstev oziroma portfeljev, se lahko investitorji močno zanesejo na druge vire informacij o finančnem stanju zavarovalnice. Eden takih signalov je sprememba v dividendah in dividendni politiki. Zaradi edinstvene strukture in vloge v družbi se lahko trgovanje z delnicami zavarovalnic obnaša drugače kot pa trgovanje z delnicami bank in industrijskih družb. Zaradi vloge zavarovalnic, njihove posledične regulacije in minimalnih kapitalskih zahtev ter tudi želji po rasti, so informacije dividend drugačne, saj vsi ti faktorji zahtevajo močno stabilnost zavarovalnic, ki je prioriteta pri poslovanju, šele nato pa lahko zavarovalnica izplača dividende. Tako je znatno manj možnosti (v primerjavi z industrijskimi podjetji), da povišanje dividend pomeni zgolj presenetljivo izboljšanje denarnih tokov. Nekateri investitorji menijo, da bodo zavarovalnice povišale dividende zgolj, če so vsi kriteriji oziroma zahteve regulatorjev primerno izpolnjene in pomenijo gotovo ter trajno povečanje denarnih tokov. Drugi investitorji lahko na dividende zavarovalnic gledajo drugače. Dividende so lahko ostanek oziroma tisto, kar ostane potem, ko so kapitalске zahteve in zahteve po dodatnem kapitalu za prihodnjo rast primerno izpolnjene. Tako ti investitorji na višanje dividend ne gledajo kot na pozitiven signal o povečanju denarnih tokov. Avtorji so v raziskavi merili signal dividend s spremembo cene delnice po spremembi dividend. Ugotovili so, da je bil odziv cen delnic zavarovalnic na zvišanje dividend pozitiven in znaten. Dodajo, da je bil obseg odziva manjši za življenjske zavarovalnice. Za življenjske zavarovalnice je bil torej odziv delnic manjši kot za druge vrste zavarovalnic, manjši je bil celo odziva delnic industrijskih podjetij, je bil pa večji od odziva delnic bank. Avtorji trdijo, da je tak rezultat mogoče zaradi manjšega obsega kapitala, ki ga imajo življenjske zavarovalnice. V raziskavi avtorji primerjajo rezultate tudi med različnimi vrstami zavarovalnic in ugotovijo, da so spremembe v cenah delnice po zvišanju dividend povezane samo z enim faktorjem. Ta pa je njihova glavna linija zavarovalnih poslov. Če primerjamo dividende bank z dividendami industrijskih podjetij avtorji argumentirajo, da nekatere empirične raziskave potrjujejo vidik, da dividende komercialnih bank vsebujejo manj informacij. Po zvišanju dividend so se donosi bančnih holdingov povečali za 0,4%, donosi industrijskih podjetij za več kot dvakratno vrednost tega (Akhigbe, Borde & Madura, 1993).

Zaradi narave produktov so zavarovalnice nagnjene k akumuliranju relativno visokih količin denarja ali pa denarju podobnih sredstev. Tako je zaradi želja, da bi se izognile finančnim težavam v primeru ogromnih izplačil v prihodnosti. Zavarovalnice so izpostavljene tudi drugačni regulaciji kot pa komercialne banke ali druge finančne institucije. Regulacija se razlikuje celo med različnimi oblikami zavarovalnic (glede na vrsto zavarovanj, ki jih ponujajo). Regulacija je pomembna, saj so zavarovalnice stražar dela premoženja družbe in so tako pod tiho obveznostjo, da obvarujejo to premoženje (Akhigbe, et al. 1993).

Na dobiček zavarovalnic vplivajo tudi pozavarovanja. Pozavarovanje je sredstvo, s katerim zavarovalnice lahko prenesejo tveganja, ki izhajajo iz njihovih obveznosti, na pozavarovatelje. Tipične oblike pozavarovanj so: pozavarovanje zaustavitve škod (angl. *stop-loss*), proporcionalno pozavarovanje, pozavarovanje presežka škod (angl. *excess-of-loss*), kvotno pozavarovanje (angl. *quota-share*) in vsotno presežkovno pozavarovanje (angl. *surplus reinsurance*). Ena izmed raziskav razvoja različnih modelov optimalnega pozavarovanja in dividendnih politik sklene, da je pozavarovanje presežka škod optimalna pozavarovalna strategija. Pri tem pa je bila temeljna predpostavka, da ima zavarovalnica cilj maksimiranja pričakovanih diskontiranih dividend minus pričakovani diskontirani zadržani dobički (Meng & Siu, 2010).

2 ANALIZA DIVIDENDNE POLITIKE NAJVEČJIH IN PRIMERJALNIH ZAVAROVALNIC

Zavarovalnica Triglav je glede na premijo največja zavarovalniška skupina v regiji Adrije (Slovenija, Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Srbija, Črna Gora, Makedonija). Podrobnejši podatki so v prilogi 10.

Iz priložene tabele je razvidno, da je zavarovalnica Triglav pomembna inštitucija za finančni sistem regije Adrija. Uvrstila se je tudi na lestvico 500 največjih podjetij v Srednji Evropi, na lestvico pa se je sicer uvrstilo sedemnajst podjetij iz Slovenije. Razvrstitev so pripravili v svetovalno-revizorski hiši Deloitte. Na prvo mesto lestvice se je uvrstilo poljsko naftno podjetje PKN Orlen s prihodki od prodaje v višini šestindvajset milijard EUR, sledita madžarsko naftno podjetje Mol in češka Škoda. Deloitte posebej objavi še lestvico petdesetih največjih bank in zavarovalnic v Srednji Evropi, na vrhu te lestvice pa je bila poljska PZU s 3,71 milijarde EUR skupne obračunane premije. Triglav je med vsemi zavarovalnicami regije zasedel šesto mesto (Zavarovalnica Triglav med največjimi podjetji v Srednji Evropi, 2012).

V prilogi 1 do priloge 10 prikazujem tržne deleže zavarovalnic v Sloveniji glede na različne vrste zavarovanj, prikazujem pa tudi razvoj zavarovalniškega trga v Sloveniji. Če začnemo gledati še širše in preverjamo velikost zavarovalnic na globalnem nivoju, vidimo, kako je Triglav še vedno majhen v primerjavi z največjimi svetovnimi zavarovalnicami. V tabeli pod prilogo 12 sem dodal prikaz svetovno največjih zavarovalnic in pozavarovalnic glede na obseg prodaje.

Velikost zavarovalnic lahko pogledamo tudi z vidika investitorjev in managerjev, kjer morajo slednji maksimirati premoženje prvih. Poleg donosov na njihove investicije lahko kot kriterij izberemo tržno kapitalizacijo zavarovalnice. V prilogi 11 so v tabeli prikazane največje zavarovalniške skupine na svetu po tržni kapitalizaciji. Iz letnega poročila Skupine Triglav za leto 2012 lahko razberemo, da je tržna kapitalizacija Zavarovalnice Triglav na zadnji dan leta 2012 znašala 375.129.940 EUR. Pri izbiranju zavarovalnic za analizo sem upošteval zavarovalnice v prilogi 11 in prilogi 12).

Za analizo in primerjanje ter končni predlog dividendne politike za zavarovalnico Triglav zgolj največje zavarovalnice na svetu niso primerne. Pravna ureditev držav, računovodski standardi, vrste ponujenih zavarovanj, najbolj pa poslovni modeli in struktura organizacij oziroma zavarovalnic, so faktorji, ki sem jih poskušal čim bolj upoštevati pri iskanju primerjalne zavarovalnice. Če izvzamem faktor velikosti, so še najbolj primerljivi Swiss Re, München Re in Allianz. Glede na prej naštete faktorje sem med primerjalne zavarovalnice uvrstil: AXA, Generali, Aviva, Prudential, MetLife, AIG, Zurich Financial Services Group, Mapfre, PZU, Uniqa, Vienna Insurance Group, Talanx.

2.1 Swiss Re

Swiss Re je bil ustanovljen leta 1863 in je trenutno eden največjih svetovnih ponudnikov storitev pozavarovanj, zavarovanj, upravljanja sredstev oziroma premoženja, storitev upravljanja s tveganji ter produktov kapitalskih trgov, ki služijo kot zavarovanje. Z delnicami Swiss Re je mogoče trgovati že vse od 14. julija 1869. Te kotirajo na švicarski borzi SIX Swiss Exchange pod trgovalno kodo SREN, v ZDA pa na OTC trgu preko ADR vrednostnih papirjev (angl. *american depository receipts*) pod trgovalno kodo SSREY. Razmerje med delnico in vrednostnim papirjem ADR je 1:1, torej 1 ADR vrednostni papir predstavlja 1 delnico Swiss Re. Delnice so vključene tudi v kar nekaj pomembnih indeksov, med drugim v STOXX Europe 600 Insurance, FTSEurofirst 300 Insurance in FTSE4Good Global (Our shares, 2012; Swiss Re ADR programme, 2012; What we do for our clients, 2012).

Vsi indeksi, v katere so vključene delnice Swiss Re, so: SMI, SPI, SPI Insurance, SLI, STOXX Europe 600, STOXX Europe TMI Insurance, STOXX Europe Large 200, FTSEurofirst 300 Insurance, FTSE4Good Global, Dow Jones Sustainability World, Dow Jones STOXX Sustainability, KLD Global Climate 100 Index (Selected indices, 2012).

Dodal bi še, da je v Švici davek na dividende 35%, ki pa ga pod določenimi pogoji lahko investitorji dobijo povrnjenega, še posebej tuji investitorji v skladu z bilateralnimi dogovori med državami. Na federativnem oziroma državnem nivoju ni nobenega zakona, ki bi določal davek na kapitalske dobičke. Kapitalski dobički so ob prodaji obravnavani kot navadni prihodki (izgube se lahko uporabi za manjšanje davčne osnove) (Switzerland Highlights 2012, 2012; Withholding taxes, 2012).

Če pogledamo kazalce poslovanja (na naslednji strani) in dogodke, ki so jih vodili do teh rezultatov (opisani na strani 34), vidimo, da je Swiss Re zelo konservativen, saj prilagaja dividende tekočim rezultatom. Čeprav bi lahko v slabih časih brez težav dividende izplačali iz zadržanih dobičkov (kot lahko vidimo v tabeli na strani 35), raje znižajo dividende. Tako ravnajo verjetno zato, ker želijo ohraniti svojo kapitalsko moč. Če primerjamo Swiss Re z München Re, ki ga opisujem v nadaljevanju, ugotovimo, da slednji ne znižuje dividende, ampak jo ob slabših rezultatih ohrani na enakem nivoju kot v predhodnih letih. Swiss Re daje večji pomen dividendam in večino dobička delničarjem vrača z dividendami. Odkupov se ne poslužuje v takem obsegu kot München Re. München Re tako ohranja svojo fleksibilnost z odkupi, medtem ko je Swiss Re zelo fleksibilen že s samo višino dividende.

Tabela 2: Pregled ključnih kazalcev poslovanja Swiss Re od leta 2000 do leta 2012*

Leto	Dividenda za finančno leto (v CHF)	EPS (v CHF)	Obračunan kosmata zav. premija (v milijardah; do vključno leta 2009 v CHF, nato v USD)	Neto zaslužene premije (v milijardah; do vključno leta 2009 v CHF, nato v USD)	Čisti dobiček (do vključno leta 2009 v CHF, nato v USD)	Število zaposlenih	ROE (v %)	Kombinirani količnik (v %)	Cena delnice 31.12. (v CHF)	Tržna kapitalizacija (v milijardah CHF)
2000	2,50	10,39	26,06	22,08	2,97 milijarde	9.585	11,90	117,00	194,25	55,34
2001	2,50	-0,57	28,47	25,22	-165 milijonov	8.623	-0,70	124,00	167,00	51,80
2002	1,00	-0,29	32,68	29,06	-91 milijonov	8.287	-0,50	104,00	90,70	28,15
2003	1,10	5,48	33,34	30,74	1,70 milijarde	7.949	10,20	98,40	83,50	25,92
2004	1,60	8,00	31,73	29,44	2,47 milijarde	8.359	13,60	98,40	81,10	25,17
2005	2,50	4,68	30,45	27,78	1,45 milijarde	8.882	6,70	108,70	96,20	29,86
2006	3,40	13,49	29,08	29,51	4,56 milijarde	10.891	16,40	90,40	103,60	37,11
2007	4,00	11,95	31,22	31,66	4,16 milijarde	11.702	13,50	90,20	80,45	27,89
2008	0,10	-2,61	25,66	25,50	-864 milijonov	11.560	-3,40	97,90	50,30	18,28
2009	1,00	1,49	23,76	24,61	506 milijonov	10.552	2,30	88,30	49,91	18,50

2010	2,75	2,64	19,43	19,65	863 milijonov	10.362	3,60	93,90	50,30	18,65
2011	3,00	6,79	28,66	21,30	2,63 milijarde	10.788	9,60	101,60	47,87	17,75
2012	3,50	11,13	31,72	25,45	4,20 milijarde	11.193	13,40	80,70	65,90	24,43

*Številke so prilagojene za cepitev delnic iz leta 2001 v razmerju 1:20.

Vir: Letna poročila Swiss Re od leta 2000 do 2012.

Pregled bližnje zgodovine kot razlaga ozadja rezultatov, povzetih na prejšnji strani

Leta **2000** je skupina poleg izplačila dividend v višini 2,50 CHF izvedla odplačilo kapitala (angl. *capital repayment*) v višini 8 CHF. Tako se je nominalna vrednost delnice znižala z 10 CHF na 2 CHF, ki jo je omogočila sprememba v švicarskem zakonu, ki za javna delniška podjetja dovoljuje minimalno nominalno vrednost delnice v znesku 0,01 CHF. Za povečanje likvidnosti delnice so izvedli cepitev delnic v razmerju 1:20, s čimer se je nominalna vrednost delnice še dodatno znižala z 2 CHF na 0,10 CHF. Leta **2001** je skupina zaradi dogodkov 11. septembra 2001, odziva finančnih trgov na dogodek, potresa v mestu Seattle in stečaja podjetja Enron zabeležila izgubo. Novembra 2001 so izdali nove delnice in tako zbrali dodatnih 4 milijarde CHF kapitala. Naslednje leto so zaradi oslabitve vrednosti delnic v njihovem portfelju zmanjšali dividende (izplačali so jih iz zadržanih dobičkov). Leta **2004** so se strateško osredotočili na dobičkonosnost in si zadali cilj aktivnega upravljanja ciklov dobička ter povečanje dobička na delnico za 10% v obdobju nove strategije. Leta **2005** postavijo novo dividendno politiko, ki pravi, da rast dividend odraža rast dobička. Cilj naj bi bil izplačati od 25 do 25% dobička. Leta **2006** so se v dobičku pokazali rezultati strategije, ki zasleduje dobičkonosnost in ne sam obseg posla. Izdali so tudi nove delnice, in sicer 13,9 milijona delnic po ceni CHF 92,25. V 4. četrtletju **2007** so poročali o izgubi v višini CHF 1,2 milijarde zaradi dejavnosti v povezavi s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti oziroma CDS-i (angl. *credit default swap*). Kljub temu so v tem letu delničarjem vrnili kapital v vrednosti CHF 3,7 milijarde z dividendami in odkupi delnic. Nato je januarja **2008** sledilo sporočilo, da je Swiss Re sklenil proporcionalno pozavarovalno pogodbo z Berkshire Hathaway. Kot posledica te pogodbe je sledila sprostitev kapitala za povečanje odkupa delnic. Swiss Re je tako nadaljeval z odkupi lastnih delnic. Berkshire Hathaway je leta 2008 zaradi težav investiral CHF 3 milijarde v obliki zamenljivih instrumentov. Zaradi potreb po okrepitvi kapitalske pozicije skupine je bila dividenda znižana na vsega 0,10 CHF. Novembra 2008 so prenehali odkupovati lastne delnice. Leta **2009** so izgubili svojo bonitetno oceno AA. Pozornost so preusmerili aktivnostim povezanim s svojim temeljnim poslom, zato so tudi znatno zmanjšali tveganost (selektivno prodali določena sredstva povezana s strukturiranimi CDS-i) in znižali stroške za 205 milijonov CHF. Uprava je leta **2010** predlagala izplačilo dividende iz zakonskih rezerv kapitala v višini CHF 2,75. Tovrstne dividende so oproščene davka. Novembra so dosegli dogovor z Berkshire Hathaway, na podlagi katerega so predčasno plačali svoje obveznosti, oziroma poplačali zamenljivi perpetualni kapitalski instrument (angl. *convertible perpetual capital instrument*). Spremenili so tudi zakonske oblike in strukturo. Vzpostavili so novo holdinško podjetje Swiss Re Ltd., ki je nadomestilo Swiss Reinsurance Company. Holding združuje tri poslovne enote: pozavarovanja, poslovne rešitve in Admin Re. Med strateške cilje so dodali uporabo kriterija Ekonomska neto vrednost na delnico. Pri postavljanju finančnih ciljev za prihodnje poslovanje so si postavili cilje glede na ROE, da bo le-ta višji 700 bazičnih točk nad obrestno mero netveganih naložb (angl. *risk free*) (za netvegane naložbe uporabljajo donos 5 letne obveznice ZDA). Drugi finančni cilj je povezan z rastjo EPS. Želeni cilj je 10% povprečne letne rasti EPS. Tretji finančni cilj je rast ekonomske neto vrednosti na delnico plus dividenda. Želena vrednost je 10% povprečne rasti za obdobje 5ih let. Oktobra **2011** je bonitetna hiša S&P zvišala bonitetno oceno na AA-. Dividenda za poslovno leto 2011 je bila izplačana iz davka oproščenih zakonskih rezerv kapitala. V letu **2012** so napovedali posebno dividendo (angl. *special dividend*) v višini 4

CHF. Če omenim še odkupe delnic, lahko rečem, da je Swiss Re v letu 2000 za odkupe lastnih delnic namenila 195 milijonov CHF, od 2007 do 2008 pa so za odkupe namenili 4 milijarde CHF (Letna poročila Swiss Re od leta 2000 do 2012).

Swiss Re je 21. februarja 2013 **posodobila svojo dividendno politiko**. Novi cilj je višati dividende z dolgoročnimi dobički. Pri tem naj bi se pozavarovalnica trudila vsaj vzdrževati redno dividendo. Potem pa naj bi alocirali kapital, kjer naj bi po njihovem mnenju omogočil zahtevane donose. Dividende naj bi izplačevali letno, tipično iz tekočih dobičkov (Swiss Re 2012 Financial Report, 2013).

Tabela 3: Prikaz izplačevanja in virov dividend za pozavarovalnico Swiss Re (v mio EUR)

Leto	Zadržani dobički – začetek obdobja	Čisti dobiček	Dividende	Zadržani dobički – konec obdobja
2000	11.043	2.966	-712	14.053
2001	14.053	-165	-713	13.044
2002	13.044	-91	-776	12.176
2003	12.176	1.702	-310	13.573
2004	13.573	2.475	-341	15.810
2005	15.810	1.451	-497	16.789
2006	14.898	4.560	-776	18.682
2007	18.682	4.162	-1.162	21.712
2008	21.712	-864	-1.331	19.071
2009	19.071	723	-34	20.087
2010*	19.047*	1.980*	-319*	19.651*
2011	19.651	2.626	0	22.277
2012	22.277	4.201	1.134	26.322

*Skupina spremeni valuto poročanja iz CHF v USD. Do leta 2009 so podatki v CHF, v nadaljevanju pa v USD.

Vir: Letna poročila Swiss Re od leta 2000 do 2012.

Tabela 4: Izračun donosov delnice Swiss Re (v CHF)

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)} * 100	(5)	(6) = [(5) / (2)] * 100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalnega dobička	Znesek dividende	Donos dividende	Celotni donos
2000	156,00	194,25	24,52%	2,50	1,60%	26,12%
2001	194,25	167,00	-14,03%	2,50	1,29%	-12,74%
2002	167,00	90,70	-45,69%	1,00	0,60%	-45,09%
2003	90,70	83,50	-7,94%	1,10	1,21%	-6,73%
2004	83,50	81,10	-2,87%	1,60	1,92%	-0,96%
2005	81,10	96,20	18,62%	2,50	3,08%	21,70%
2006	96,20	103,60	7,69%	3,40	3,53%	11,23%
2007	103,60	80,45	-22,35%	4,00	3,86%	-18,48%
2008	80,45	50,30	-37,48%	0,10	0,12%	-37,35%
2009	50,30	49,91	-0,78%	1,00	1,99%	1,21%

2010	49,91	50,30	0,78%	2,75	5,51%	6,29%
2011	50,30	47,87	-4,83%	3,00	5,96%	1,13%
2012	47,87	65,90	37,66%	3,50	7,31%*	44,97%*

*Če dodamo predlagano posebno dividendo (4 CHF), je bil dividendni donos 15,67%, celotni donos pa 53,33%.

Vir: *Share monitor & Investment calculator, 2012; Letna poročila Swiss Re od leta 2000 do 2012.*

2.2 München Re

Carl von Thieme, ki je ustanovil podjetje 3. aprila 1880, se je odločil, da bo München Re razpršil svoja tveganja skozi vse geografske regije in poslovne razrede ter s standardiziranimi pogodbami omogočil dobre in trdne poslovne odnose s strankami. Že v prvem letu delovanja je podjetje opravilo prvo mednarodno transakcijo, leta 1888 pa je bilo uvrščeno na borzo v Münchnu. Do začetka tega stoletja so postali ena največjih pozavarovalnic na svetu, pri tem pa so prebrodili dve svetovni vojni, številne naravne katastrofe in neugodne razmere na finančnih trgih. V začetku tega stoletja so opustili svoj položaj klasične pozavarovalnice, preoblikovali svojo strategijo in se pozicionirali kot ponudnik storitev skozi celotno verigo zavarovalne industrije. Sedaj skupina ponuja rešitve upravljanja tveganj, svetovalne rešitve in storitve upravljanja bilanc. Novi poslovni model je sestavljen iz treh stebrov: pozavarovanje (znamka München Re), primarno zavarovanje (znamka ERGO) in mednarodna zdravstvena zavarovanja (znamka München Health) (130 years Munich Re – An exciting story, 2012; The early years, 2012; The new Munich Re brand, 2012).

Z delnicami München Re je mogoče trgovati na vseh nemških borzah, se pravi na borzah v Frankfurtu, Berlinu, Düsseldorfu, Hamburgu, Hannoverju, Münchnu, možno pa je z njimi trgovati tudi na elektronskem trgovalnem sistemu Xetra (svetovni sistem za trgovanje, ki izhaja iz Frankfurta). Delnice skupine so vključene v naslednje indekse: DAX 30, Dow Jones EURO STOXX 50, Dow Jones EURO STOXX Insurance, MSCI Euro, FTSE EUROTOP 100, Dow Jones Sustainability World. Indeks DAX 30 sledi spremembam cen tridesetih po tržni kapitalizaciji največjih in najbolj aktivno trgovanih nemških delnic. Dow Jones EURO STOXX 50 indeks sledi cenam delnic z veliko tržno kapitalizacijo in predstavlja t.i. blue chip prezentacijo podjetij v evroobmočju, ki so vodilna v svojem sektorju. Indeks Dow Jones EURO STOXX Insurance prestavlja gibanje delnic zavarovalniškega sektorja v evroobmočju, MSCI Euro je ožja verzija indeksa MSCI EMU Index Euro series, FTSE EUROTOP 100 je indeks 100ih največjih podjetij v Evropi po tržni kapitalizaciji in obsegu trgovanja, Dow Jones Sustainability World pa je indeks delnic podjetij, ki vodijo na področju korporativnega trajnostnega razvoja na globalnem nivoju (Munich Re weighting in leading stock indices, 2012; SHARE PRICE AND CHART SERVICE; Share profile, 2012).

V Nemčiji davek na dividende za fizične osebe znaša 25%, investitorji (fizične in pravne osebe) morajo plačati tudi solidarnostni davek (angl. *solidarity surcharge*), ki znaša 5,5% na prihodek, ponekod pa je potrebno plačati celo cerkveni davek. Solidarnostni davek je bil vzpostavljen leta 1990, ko sta se združili Nemška demokratična republika in Federativna republika Nemčija. Davek se je uvedel za pomoč ekonomskemu okrevanju, ta davek pa morajo plačati samo nemški investitorji, medtem ko so tuji investitorji tega davka oproščeni. Tuje fizične osebe plačajo samo 15% davka na dividende, če ima Nemčija z njihovo domačo

državo sklenjen sporazum o dvojnem obdavčenju (angl. *double taxation agreement*). V nadaljevanju prikazujem ključne kazalce poslovanja pozavarovalnice in razloge, zakaj so bili rezultati taki (Solidarity Surcharge in Germany, 2012; How are dividends taxed in Germany?, 2012; What do foreign private shareholders have to bear in mind with regard to taxation?, 2012).

Tabela 5: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine München Re od leta 2000 do leta 2012 (v EUR)

Leto	Dividenda	Obseg izplačanih dividend (v mrd)	EPS	Bruto zaračunane premije (v mrd)	Neto zaslužene premije (v mrd)	Čisti dobiček (v mrd)	Število zaposlenih	ROE (v %)	Kombinirani količnik pozavarovanj (v %)	Kombinirani količnik primarnih zavarovanj (v %)	Cena delnice konec leta	Tržna kapitalizacija (v mrd)
2000	1,25	/	9,89	31,11	28,13	1,75	36.481	8,30	115,30	97,20	380,00	67,20
2001	1,25	0,22	1,41	36,12	31,68	0,25	38.317	1,20	135,10	101,40	305,00	54,00
2002	1,25	0,22	6,08	40,01	36,31	1,08	41.396	1,70	122,40	99,90	114,00	20,40
2003	1,25	0,29	-2,25	40,43	37,62	-0,43	41.431	-2,60	96,70	96,40	96,12	22,10
2004	2,00	0,46	8,01	38,07	36,53	1,83	40.962	9,40	98,90	93,00	90,45	20,80
2005	3,10	0,71	11,70	38,20	36,22	2,74	37.953	12,30	110,50	93,00	114,38	26,30
2006	4,50	0,99	15,12	37,44	35,71	3,54	37.210	14,20	92,60	90,80	130,42	29,90
2007	5,50	1,12	17,90	37,26	35,67	3,94	38.634	15,30	96,40	93,40	132,94	29,00
2008	5,50	1,07	7,48	37,83	35,72	1,53	44.209	6,70	99,50	91,20	111,00	22,90
2009	5,75	1,09	12,95	41,42	39,53	2,56	47.249	11,80	95,30	93,10	108,67	21,50
2010	6,25	1,12	13,06	45,54	43,07	2,43	46.915	10,40	100,50	96,80	113,45	21,40
2011	6,25	1,11	3,94	49,57	47,41	0,71	47.206	3,30	113,60	97,80	94,78	17,00
2012	7,00	1,25	17,98	51,97	50,50	3,21	45.437	12,60	91,00	98,70	136,00	24,40

Vir: Letna poročila München Re od leta 2000 do 2012.

Pregled bližnje zgodovine kot razlaga ozadja rezultatov, povzetih na prejšnji strani

Julija **2000** je uprava na letnem srečanju delničarjev pridobila dovoljenje, da začne odkupovati lastne delnice do 10% delniškega kapitala. Leta **2001** se jim je dobiček znižal zaradi dogodkov 11. septembra, vendar naj bi ti dogodki (v prihodnje) opomnili zavarovalnice, kako za svojo varnost zares potrebujejo tudi pozavarovanja. Cilj njihove dividendne politike v tistih letih je bil zasledovanje stalnosti in kontinuitete. Leta **2002** so kapitalski trgi doživeli zlom. Konec leta 1999 je tržna vrednost vseh delnic indeksa DAX presegala 1.000 milijard EUR, konec leta 2002 je znašala le še okoli 400 milijard EUR. Zaradi tržnih razmer so trpeli tudi njihovi portfelji, saj so bili fokusirani na nemške finančne delnice. Na njihove rezultate in ceno delnice so vplivali še: velike škode zaradi poplav, povečanje rezervacij v American Re, izgube zaradi napadov na WTC, strahu pred vojno v Iraku, izgube zaradi lastniških deležev v Allianz in HypoVereinsbank. Skupina se je odločila, da ne bo več zasledovala obsega premij kot primarni cilj, ampak dobičkonosnost. Ravno z dobički so nameravali na srednji rok ponovno obnoviti močno kapitalsko ustreznost. Leta **2003** so kapitalski osnovi dodali 7 milijard EUR. Izdali so podrejene obveznice v skupni vrednosti 3 milijard EUR. Izdali so tudi obveznice v funtih, zbrali pa so 300 milijonov funtov. Konec novembra so izdali tudi skoraj 51 milijonov novih delnic in zbrali 3,9 milijarde EUR. Leto so zaključili z izgubo zaradi odpisov dobrih imen in naložb ter sprememb davčne zakonodaje v Nemčiji. Leta **2004** so se odločili, da bodo dividende v prihodnosti bile bolj odvisne od tekočih poslovnih rezultatov, kapitalskih sredstev in kapitalskih zahtev. To bi lahko pomenilo večjo fluktuacijo dividend. Skupina je tudi nadomestila spremljanje ROE z RORAC, oziroma s spremljanjem donosa na kapital, ki je prilagojen za tveganja. Interno pa uporabljajo tudi upravljanje, ki temelji na vrednosti (angl. *value-based management*). To pomeni, da zasledujejo aktivnosti, ki jim omogočajo največje donose oziroma dodano vrednost. Leta **2005** so dividendni politiki dodali še dejstvo, da je cilj izplačati vsaj 25% letnega rezultata. S programom odkupa lastnih delnic, ki se je začel novembra **2006** in končal februarja 2007, so delničarjem vrnil 1 milijardo EUR (odkupili so 8 milijonov delnic po povprečni ceni 124,36 EUR). Dividendna politika na prvem mestu podpira bonitetne ocene in kapitalsko ustreznost. Kapital skupine mora biti vedno zadosten, da krije kapitalske zahteve internih modelov tveganj, zahteve nadzornih organov in zahteve bonitetnih hiš oziroma bonitetnih ocen. Imeli so tudi jasno definiran primeren obseg kapitala, presežek pa naj bi zaradi učinkovitosti in zadovoljstva delničarjev vrnil delničarjem z odkupi delnic. Optimalen obseg (ekonomskega) kapitala določijo s pomočjo internega modela, obseg kapitala pa je tolikšen, da mora pokriti dve zaporedni leti izgub oziroma škod, ki se drugače zgodijo samo na 100 let. Leto **2007** so za program odkupa delnic namenili še dodatne 3 milijarde EUR. Objavili so tudi, da nameravajo do konca leta 2010 za program odkupa delnic nameniti 5 milijard EUR, program pa naj bi bil pomembno orodje za povečevanje dobička na delnico oziroma EPS. Leta **2008** so predstavili program Changing Gear, s katerim so naznanili svoje namene postati vodilni v zavarovalniški panogi. Trajnostno profitabilno rast naj bi dosegli z uporabo sinergij med primarnim zavarovalništvom in pozavarovalništvom ter odpiranjem novih dobičkonosnih linij poslov. Poslovni model, ki se osredotoča na tveganja pozavarovanj, zavarovanj in mednarodnega trga zdravstvenih zavarovanj, je dokazal svojo učinkovitost in leto so zaključili z dobičkom kljub svetovni krizi. Do konca leta so odkupili delnice v skupni vrednosti 942 milijonov EUR. Aprila **2009** je München Re prekinil program odkupa delnic

zaradi finančne krize, oktobra pa so naznanili ponoven začetek odkupa lastnih delnic s ciljem odkupiti delnice v skupni vrednosti 1 milijarde EUR do konca aprila 2010. Na zavarovalne in pozavarovalne posle je močno vplivalo okolje z nizkimi obrestnimi merami. V letu **2011** so odkupili delnice v skupni vrednosti 1,3 milijarde EUR. Povedali so, da bodo v interesu delničarjev previdno premislili o stroških in ugodnostih nakupovanja lastnih delnic v prihodnosti. Na prvem mestu so namreč primerna zadostitev kapitalskim zahtevam in priložnosti za organsko rast ter tudi rast s prevzemi. München Re je v petih finančnih letih do leta 2010 za dividende in nakupe lastnih delnic namenili 10 milijard EUR. Solventnostni kapital (angl. *solvency capital*) je konec 2011 znašal 2,5 kratnik zakonskih zahtev. Od maja 2010 do aprila 2011 za nakupe lastnih delnic namenili 1 milijarde EUR. V obdobju od 2005 do 2011 so tako za programe odkupa lastnih delnic in dividende namenili 12 milijard EUR. Evropska dolžniška kriza in nizke obrestne mere niso toliko zelo vplivale na rezultat leta 2011, saj so s primernimi investicijami in z upravljanjem tveganj zabeležili dobre donose. Naravne katastrofe (potresi na Japonskem in Novi Zelandiji, tornadi v ZDA) so tiste, ki so najbolj vplivale na dobiček leta 2011. München Re je torej skozi celotno obdobje na strani dividend imel cilj obdržati vsaj enako raven dividende in zasledovati stalnost, na strani kapitalskih dobičkov pa je imel cilj, da bi cena delnice v letu po rasti preseгла DAX. Njihova delnica je od 2004 naprej uvrščena v DivDax indeks, ki je sestavljen iz petnajstih delnic z najvišjim dividendnim donosom uvrščenih v DAX (Letna poročila München Re od leta 2000 do 2011).

Trenutna dividendna politika München Re

Dividendna politika je zasnovana tako, da delničarjem omogoča primerno udeležbo v uspehu oziroma dobičku skupine. Za dividende naj bi vsako leto namenili vsaj 25% letnega dobička. Trenutna osnova pa predstavlja zadnja dividenda v višini 6,25 oziroma 7,00 EUR. Ta znesek v prihodnosti ne bi želeli zmanjšati, dividende pa niso znižali vse od leta 1969. Na višino dividende najbolj vplivajo tekoči rezultati in kapitalska ustreznost skupine. Zneske nad obsegom kapitalskih zahtev oziroma presežni kapital od leta 2006 naprej vračajo z odkupi lastnih delnic, ki za njih predstavlja fleksibilno obliko vračanja kapitala (What is Munich Re's dividend policy?, 2012).

Če pogledamo dividende München Re, vidimo, da skozi celotno proučevano obdobje rastejo. Če jih primerjamo z Swiss Re, lahko rečemo, da ima slednji manj konsistentno dividendo. Razlogi za različne vzorce v dividendah niso zgolj v dividendni politiki. Razloge je potrebno iskati v sami strategiji obeh zavarovalnic. München Re ima zelo učinkovito in dobičkonosno strategijo, ki dovoljuje skupini, da je bolj geografsko in sektorsko razpršena (več o tem na naslednji strani). To seveda vodi v večje dobičke in tudi možnosti, da izplačujejo vedno višjo dividendo. München Re je splošno gledano manj konservativen in bolj aktivno naravnani glede vračanja dobičkov delničarjem (vrača dobiček v večjem obsegu kot Swiss Re), saj imajo vedno točno določen znesek potrebnega kapitala za ohranjanje visoke kapitalske ustreznosti in bonitetnih ocen, presežek pa nemudoma vrnejo z odkupi delnic ali dividendami. Zaradi tega, ker vračajo večino dobička z odkupi, ohranjajo svojo fleksibilnost, imajo pa tudi možnost, da višajo dividende, saj imajo za to še dovolj možnosti oziroma sredstev. Za zviševanje dividend lahko preprosto znižajo odkupe delnic ali pa izplačajo zadržane dobičke.

Trenutna struktura poslovanja, organizacija in strategija Munich Re

Sestava strategije omogoča dobičkonosnost in manjše kapitalske zahteve skupine, saj se osredotoča na osnovni posel zavarovalništva, to je profesionalno obvladovanje tveganj. Strategija je sestavljena iz treh stebrov: primarnega zavarovalništva, pozavarovanj in Munich health. Vse ti stebri so integrirani skupaj v skupino Munich Re, kar jim omogoča, da pokrivajo celotno vrednostno verigo zavarovalne panoge. Kot skupina so tudi manj odvisni od ciklov v posameznih linijah poslov in od ciklov na regijskih trgih, manj so odvisni tudi od gibanj na kapitalskih trgih (Munich Re Group Annual Report 2011, 2012).

Operacije primarnih zavarovanj se nahajajo v skupini ERGO. Prisotna je v več kot tridesetih državah, s fokusom na Evropo in Azijo. Imajo več kot 40 milijonov strank. Njihovo delovanje temelji na potrebah in željah strank, jasni in razumljivi komunikaciji, inovativnih storitvah ter hitri podpori, ko pride do škode. V ospredju je fokus na stranko, za tem je velika pomembnost pripisana ustreznosti oziroma izpolnjevanju zakonskih in etičnih standardov v vseh aktivnostih. ERGO ponuja več prodajnih kanalov za različne stranke. Ima več kot 20.000 samostojno zaposlenih agentov, te dopolnjuje direktno prodajno osebje, brokerji in pogodbeni partnerji (banke, itd.) (Munich Re Group Annual Report 2011, 2012).

Munich Re posluje skoraj po celem svetu in skoraj v vseh vrstah pozavarovanj. Produkti, ki jih ponujajo na tem področju, so: tradicionalno pozavarovanje, dodatne storitve, svetovanja, ponujanje kompleksnih individualnih rešitev za optimiziranje kapitala strank. V pozavarovalnem poslu zasledujejo politiko, kjer so cene skladne s tveganji, pogoji, zahtevami. Klientom ponujajo tudi prenos tveganj na kapitalske trge. Posle s primarnimi zavarovalnicami sklepajo direktno in preko brokerjev. Sodelujejo tudi v javno-zasebnih partnerstvih, posebnih segmentih oziroma tržnih nišah. Obsežno znanje v identificiranju in ocenjevanju tveganj ter strukturiranju zavarovalnih rešitev jim omogoča ustvarjanje dodane vrednosti v visoko dinamičnem globalnem okolju (Munich Re Group Annual Report 2011, 2012).

Munich health je njihov pionir na zdravstvenem trgu. Mednarodni trg zdravstvenih zavarovanj bo rasel v prihodnosti z nadpovprečno stopnjo. Staranje družb in napredki v medicini vodijo do višjih zdravstvenih stroškov. To pomeni večjo obremenitev socialnih sistemov, vodi pa tudi v večje potrebe po zavarovalnih rešitvah. Tudi tukaj so pri poslovanju v ospredju stranke in inovativne rešitve na področju upravljanja tveganj. Do sedaj so pogosto sodelovali s socialnimi sistemi in tako omogočili, da visokokakovostna zdravstvena oskrba ostane dostopna vsem (Munich Re Group Annual Report 2011, 2012).

Strategija daje prednost dobičkonosni rasti premij oziroma dobičkonosnosti pred večanjem obsega premij. Dobičke poskušajo višati z inovacijami in novimi produkti. Z uporabo širokega nabora znanj o tveganjih poskušajo hitro zaznavati prej neznan tveganja, kar jim daje konkurenčno prednost. Z novimi zavarovalnimi rešitvami ciljajo na profitabilno rast, želijo pa se jasno se ločiti od konkurence in pridobiti zvestobo strank. Dobiček poskušajo zvišati tudi z upravljanjem financ, kapitala. Ekonomski kapital, ki je izračunan na osnovi tržne skladnosti, pokriva kapitalske zahteve, ki jih določajo interni modeli tveganj, ti pa

vzamejo v poštev določila regulatorjev in bonitetnih hiš. Presežni kapital se vrne delničarjem v obliki dividend in odkupov lastnih delnic (Munich Re Group Annual Report 2011, 2012).

Tveganja, ki jih prevzemajo, se torej med seboj po naravi zelo razlikujejo. Nekorelacije v primeru škod, diverzifikacije skozi različne regije in skozi različne linije poslov jim omogočajo stabilno poslovanje, izplačevanje dobičkov in posledično donose za delničarje, kar prikazujem v nadaljevanju.

Tabela 6: Prikaz izplačevanja in virov dividend za pozavarovalnico Munich Re (v mrd EUR)

Leto	Zadržani dobički – začetek obdobja*	Čisti dobiček	Izplačan obseg dividend tekočega leta za predhodno leto	Odkupi lastnih delnic v tekočem letu	Zadržani dobički – konec obdobja
2000	6,862	1,750	0,197	/	9,174
2001	9,174	0,250	0,259	/	11,522
2002	11,522	1,081	0,230	/	10,008
2003	10,008	-434	0,230	/	7,823
2004	7,823	1,833	0,295	0,051	7,018
2005	7,018	2,743	0,457	0,043	8,222
2006	8,222	3,536	0,707	0,259	9,416
2007	9,416	3,937	1,002	2,305	9,781
2008	9,781	1,528	1,181	1,414	10,888
2009	10,888	2,564	1,076	0,399	10,667
2010	10,667	2,430	1,076	1,268	10,735
2011	10,735	0,712	1,119	0,323	11,588
2012	11,588	3,211	1,113	0,121	11,023

*Od leta 2000 do 2004 sem uporabil postavko rezerve iz prihodkov, od 2005 pa postavko zadržani dobički.

Vir: Letna poročila Munich Re od leta 2000 do 2012.

Tabela 7: Izračun donosov delnic Munich Re

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2000	251,80	380,00	50,91	1,25	0,50	51,41
2001	380,00	305,00	-19,74	1,25	0,33	-19,41
2002	305,00	114,00	-62,62	1,25	0,41	-62,21
2003	114,00	96,12	-15,68	1,25	1,10	-14,59
2004	96,12	90,45	-5,90	2,00	2,08	-3,82
2005	90,45	114,38	26,46	3,10	3,43	29,88
2006	114,38	130,42	14,02	4,50	3,93	17,96
2007	130,42	132,94	1,93	5,50	4,22	6,15
2008	132,94	111,00	-16,50	5,50	4,14	-12,37
2009	111,00	108,67	-2,10	5,75	5,18	3,08

2010	108,67	113,45	4,40	6,25	5,75	10,15
2011	113,45	94,78	-16,46	6,25	5,51	-10,95
2012	94,78	136,00	43,49	7,00	7,39	50,88

Vir: Letna poročila Munich Re od leta 2000 do 2012.

2.3 Allianz

Skupina Allianz je ena največjih ponudnikov integriranih finančnih storitev, natančneje zavarovanj in storitev upravljanja premoženja oziroma sredstev. Po celem svetu zaposluje okoli 142.000 ljudi, ti pa nudijo finančne storitve več kot 78 milijonom strank v več kot sedemdesetih državah. O velikosti skupine pričajo tudi podatki o prihodkih v letu 2011, ki so znašali 130,6 milijard EUR. Skupina je tudi ena največjih upravljavcev sredstev na svetu, saj je ob koncu leta 2011 upravljala sredstva v vrednosti več kot 1.600 milijard EUR (Allianz – Business Operations, 2012; Allianz Profile, 2012).

Allianz je bil ustanovljen leta 1890 kot zavarovalnica za transport in nesreče. Že do začetka 1. svetovne vojne je Allianz pridobival 20% prihodkov od zavarovalnih premij na tujih trgih. Prva javna ponudba delnic (angl. *initial public offering*) je bila izvedena decembra 1895 na borzi v Berlinu. Leta 1918 Allianz ponudi avtomobilska zavarovanja, 1922 se ustanovi Allianz Life, 1973. leta Allianzovi prihodki od zavarovalnih premij znašajo že 6 milijard nemških mark in tako postane največja zavarovalnica v Evropi, ter se uvrsti tudi med 10 največjih zavarovalnic na svetu. Novembra 2000 se je pričelo trgovanje z delnicami Allianz na borzi NYSE v New Yorku, vendar je Allianz že septembra 2009 zaradi globalizacije finančnih trgov naznanil umik kotiranja delnic z borz v New Yorku, Londonu, Milanu, Parizu in Švici. V letu 2001 Allianz prevzame Dresdner Bank in tako, poleg zavarovalništva ter upravljanja sredstev in premoženja, postane bančništvo tretja temeljna aktivnost, s katero se ukvarja Allianz. Kasneje, leta 2008, Allianz proda Dresdner Bank banki Commerzbank. Leta 2006 se Allianz AG preoblikuje v Evropsko delniško družbo in tako pridobi ime Allianz SE, Za to dejanje pa se odloči na podlagi dejstev, da bo tako družba poenostavila svojo strukturo in tudi prevzeme ter združitve v tujini (Allianz – Timeline, 2012).

Cilji, ki jih določa njihova trenutna strategija, so (Allianz – Our Strategy, 2012):

- dobičkonosna in trajnostna rast,
- uravnotežen in sinergijski portfelj poslovnih aktivnosti,
- močna kapitalizacija,
- upravljanje investicij, ki je odlična na svetovni ravni,
- sodobno in napredno upravljanje tveganj.

Z delnicami Allianz se trguje na vseh nemških borzah in na elektronskem trgovanem sistemu Xetra. Od 2009, potem, ko so oktobra prenehale kotirati na NYSE borzi, je z njimi v ZDA mogoče trgovati na OTC trgu (angl. *over-the counter*) preko vrednostnih papirjev ADR. Med ADR papirji in delnico velja razmerje 10:1, torej 10 ADR papirjev predstavlja 1 delnico Allianz. Delnice Allianz so uvrščene tudi v nekaj pomembnih indeksov. Uvrščene so v indeks DAX, indeks EURO STOXX 50 in v indeks STOXX Europe 600 Insurance. STOXX

Europe 600 Insurance je indeks, ki predstavlja gibanje cen delnic evropskega zavarovalnega sektorja (Allianz – ADR for U.S. Investors, 2012; Allianz – General Information, 2012; Allianz – Indices, 2012).

Tabela 8: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Allianz od leta 2000 do leta 2012 (v EUR)

Leto	Dividenda	Obseg izplačanih dividend (v mrd)	EPS	Čisti dobiček (v mrd)	ROE (v %)	Cena delnice na 31.12.	Tržna kapitalizacija na 31.12. (v mrd)	Neto premije zaslužene (v mrd)	Število zaposlenih	Kombinirani količnik (v %)
2000	1,50	0,37	14,10	3,46	10,60	399,00	98,00	49,90	119.983	104,90
2001	1,50	0,36	6,66	1,62	4,80	266,00	64,20	52,70	179.946	108,80
2002	1,50	0,37	-4,81	-1,17	-4,40	91,00	22,00	55,10	181.651	105,70
2003	1,50	0,55	4,77	1,62	6,40	100,10	36,70	55,98	173.750	97,00
2004	1,75	0,67	6,01	2,20	7,40	97,60	35,90	56,79	162.180	92,90
2005	2,00	0,81	11,24	4,38	12,60	127,94	51,90	57,75	177.625	92,30
2006	3,80	1,64	17,09	7,02	15,60	154,76	66,80	58,52	166.505	92,90
2007	5,50	2,48	18,00	7,97	16,40	147,95	66,60	59,36	181.207	93,60
2008	3,50	1,59	-5,43	-2,44	9,70	75,00	33,90	60,44	182.865	95,10
2009	4,10	1,86	9,53	4,34	12,70	87,15	39,50	59,86	153.203	97,40
2010	4,50	2,04	11,20	5,21	11,90	88,93	40,40	63,34	151.338	97,20
2011	4,50	2,05	5,63	2,80	5,70	73,91	33,60	63,67	141.938	97,80
2012	4,50	2,05	11,42	5,49	10,50	104,80	47,70	66,04	144.094	96,30

Vir: Letna poročila skupine Allianz od leta 2000 do 2012.

Pregled bližnje zgodovine kot razlaga ozadja rezultatov, povzetih na prejšnji strani

Leta **2001** so predstavili EVA (angl. *economic value added*), ki je v bistvu upravljanje na podlagi dodane vrednosti. EVA izračunajo tako, da od dobička odštejejo stroške kapitala, slednje pa dobijo z množenjem obsega kapitala in zahtevanim donosom na kapital. Iz ustvarjene izgube poslovnega leta **2002** so se marsikaj naučili in naslednje leto so predstavili novo strategijo oziroma 3+1 program, katerega primarni cilj je dobičkonosnost. Številka 3 stoji za prve tri cilje strategije, to so: varovanje in krepitev kapitalske osnove, krepitev dobičkonosnosti aktivnosti ter vitkejši portfelj in zmanjšanje kompleksnosti. Znak +1 stoji za trajnostno rast konkurenčnosti in vrednosti. To naj bi dosegli s krepitvijo temeljnih poslov, novimi orodji za upravljanje, prodajno kulturo in osredotočenostjo na potrebe strank. Skozi celotno proučevano obdobje, prikazano v spodnji tabeli, so to strategijo uspešno uporabljali, leta **2006** pa je uprava dobila dovoljenje za odkupe lastnih delnic. Tega dovoljenja ni izkoristila v proučevanem obdobju (Letna poročila skupine Allianz od leta 2000 do leta 2011).

Trenutna dividendna politika

V procesu odločanja o višini dividend iščejo ravnovesje med primerno kapitalsko ustreznostjo oziroma solventnostjo in tekočimi rezultati. Primeren obseg kapitala je torej na prvem mestu, pred dividendami. Dividendna politika pravi, da si močno prizadevajo za konsistenco oziroma za vsaj ohranjanje višine dividende. Torej so zelo nenaklonjeni zniževanju dividend. Od leta 2008 naprej je dividendna politika sestavljena tudi iz želje, da izplačajo vsaj 40% letnega rezultata. To razmerje omogoča primerno stopnjo zadržanega kapitala, ki je potreben za podporo rasti in tudi privlačne dividendne donosnosti. Od vključno leta 2008 do vključno leta 2010 so skladno z dividendno politiko izplačali 40% letnega rezultata, za poslovno leto 2011 pa so izplačali kar 81% poslovnega rezultata. Za nameček dividendam, presežen kapital (nad kapitalskimi zahtevami), če le ni potreben za financiranje nadaljnje rasti, vrnejo delničarjem z odkupi lastnih delnic (Allianz Dividend policy, 2013; Allianz Group Annual Report 2011, 2012; Allianz Key indicators, 2012).

Če pogledamo trenutno dividendno politiko in bližnjo zgodovino dividend vidimo, da Allianz ohranja vsaj enako raven dividende. Nižajo jo zgolj v izjemnih situacijah, kot je bila na primer kriza, ki se je začela leta 2008. Če primerjamo Allianz z München Re in Swiss Re vidimo, da je Allianz po trendih v dividendah veliko bolj podoben München Re. Obe nemški podjetji se bolj trudita ohraniti raven dividend, primarno pa se trudita zviševati dividendo. Švicarski Swiss Re je po drugi strani veliko bolj konservativen in bolj prilagaja dividendo tekočim rezultatom, kar vodi v večjo volatilitnost dividende.

Tabela 9: Prikaz izplačevanja in virov dividend za skupino Allianz (v EUR)

Leto	Zadržani dobički – začetek obdobja (v mrd)	Čisti dobiček (v mrd)	Dividende (v mrd)	Odkupi lastnih delnic	Zadržani dobički – konec obdobja
2000	9,884	3,460	0,306	/	13,728
2001	13,728	1,623	0,367	/	14,010
2002	14,010	-1,167	0,364	/	10,731
2003	10,731	1,616	0,676	/	11,453
2004	11,453	2,199	1,069	/	13,083
2005	13,083	4,380	1,403	/	9,930
2006	9,930	7,021	1,463	/	14,070
2007	14,070	7,966	1,995	/	12,790
2008	12,790	-2,444	2,759	/	7,257
2009	7,257	4,345	1,701	/	9,902
2010	9,902	5,209	1,978	/	13,088
2011	13,088	2,804	2,198	/	13,522
2012	13,522	5,491	2,214	/	16,689

Vir: Letna poročila skupine Allianz od leta 2000 do 2012.

Tabela 10: Izračun donosov delnic Allianz

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2000	297,70	355,30	19,35	1,50	0,50	19,85
2001	355,30	237,10	-33,27	1,50	0,42	-32,85
2002	237,10	80,80	-65,92	1,50	0,63	-65,29
2003	80,80	100,08	24,75	1,50	1,86	26,61
2004	100,08	97,60	-2,48	1,75	1,75	-0,73
2005	97,60	127,94	31,09	2,00	2,05	33,14
2006	127,94	154,76	20,96	3,80	2,97	23,93
2007	154,76	147,95	-4,40	5,50	3,55	-0,85
2008	147,95	75,00	-49,31	3,50	2,37	-46,94
2009	75,00	87,15	16,20	4,10	5,47	21,67
2010	87,15	88,93	2,04	4,50	5,16	7,21
2011	88,93	73,91	-16,89	4,50	5,06	-11,83
2012	73,91	104,80	41,79	4,50	6,09	47,88

Vir: Letna poročila skupine Allianz od leta 2000 do 2012.

2.4 AXA

Skupina AXA je trenutno ena največjih svetovnih ponudnikov storitev zavarovanja in upravljanja sredstev. Ima več kot 101 milijon strank iz sedeminpetdesetih držav. Začetki AXE

segajo v leto 1817, ko se je združilo več zavarovalnic, leta 1955 pa je prišlo do prvih mednarodnih korakov s prevzemom podjetja Provinces-Unies, ki se je nahajal v Quebecu. Leta 1977 skupina ustanovi Ancienne Mutuelle Réassurance, ki se ukvarja s pozavarovanji. Leta 1985 se skupina preimenuje v skupino AXA, v devetdesetih letih prejšnjega stoletja pa opravi prevzeme v ZDA, Kanadi, Belgiji, Avstraliji, Maroku, začne poslovati na Kitajskem, Japonskem, v Turčiji, Libanonu, Novi Zelandiji in Hong Kongu. Ravno tako so v devetdesetih opravili prevzem največje francoske zavarovalnice UAP in tako postali korporacija z največjimi prihodki v Franciji. Ustanovili so tudi AXA Asset Management Europe, ki se pozneje preimenuje v AXA Investment Managers, ter se tako poda tudi na področje upravljanja premoženja. Leta 1996 so delnice skupine začele kotirati na borzi NYSE, vendar so leta 2010 prenehale kotirati, saj je bilo 95% vseh transakcij z delnicami opravljenih na borzi Euronext Paris exchange. V letu 2011 je skupina ustvarila nov strateški načrt, katerega cilj je do leta 2015 postati prva izbira za kupce. Ta cilj nameravajo doseči z osredotočenostjo na stranke in kulturo, ki temelji na zaupanju in uspehu. Pri vsem tem AXA zasleduje selektivnost, pospešitev in učinkovitost. V letu 2011 je bila znamka AXA že tretje leto zapored s strani Interbrand imenovana za najboljšo zavarovalniško znamko na svetu (By your side, day after day, 2012; History, 2012).

Delnice AXE kotirajo na Euronext borzi v Parizu, AllianceBernstein, ki je del skupine AXA pa kotira na NYSE. Delnice AXE so seveda, kot delnice drugih večjih zavarovalnic, udeležene v pomembnejših indeksih. Ti indeksi so: CAC 40 (z utežjo 3,05%), FTSE Eurotop 100 (z utežjo 0,68%), EURO STOXX 50 (z utežjo 1,39%), STOXX Europe 600 (z utežjo 0,38%), STOXX Europe 600 Insurance (z utežjo 7,38%), MSCI Euro Index (z utežjo 1,03%), MSCI Pan Euro Index (z utežjo 0,44%), SBF120 (z utežjo 2,58%) (Stock Price and Listings, 2012).

Trenutna dividendna politika skupine AXA je, da na podlagi prilagojenega poslovnega izida odšteje obresti, ki jih mora plačati na svoje dolžniške vrednostne papirje brez dospelosti. Za izplačilo dividende nameni letno od 40% do 50% zneska, izračunanega po prej omenjeni enačbi. To je dolgoročna dividendna politika, vendar uprava pri odločanju lahko izplača dividendo izven teh omejitev, saj je dividenda odvisna tudi od splošnih gospodarskih razmer. Pri odločanju o višini dividend uprava išče ravnovesje med preudarnim upravljanjem kapitala, reinvestiranjem poslovnih rezultatov za podporo razvoja in rasti, upošteva pa tudi privlačne dividendne donose za delničarje (AXA Registration Document Annual Report 2011, 2013).

AXA je že v letnem poročilu za leto 2000 omenila, da lahko za obrambo pred prevzemom uporabi tudi odkupe lastnih delnic. Leta 2002 in 2003 je uporabila izvedene finančne instrumente, da bi stabilizirala ceno delnice na trgu. V letih 2004, 2005 in 2006 niso uporabili nobenih izvedenih finančnih instrumentov in tudi niso odkupovali lastnih delnic. Od leta 2007 do vključno 2011 je AXA odkupila okoli 121 milijonov lastnih delnic, prodala pa nekaj več kot 52 milijonov lastnih delnic. Pri tem so imeli naslednje namene: večanje likvidnosti delnic in upravljanja tveganj povezanih z opcijami na delnice zaposlenih. Leta 2012 so odkupili delnice v skupni vrednosti okoli 740.000 EUR, z namenom upravljanja tveganj glede opcij delnic za zaposlene (Letna poročila skupine AXA od leta 2000 do leta 2012).

Tabela 11: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Axa od leta 2000 do leta 2012 (v EUR)

Leto	Dividenda	Obseg izplačila dividend (v mrd)	Delež izplačila dobička (v %)	EPS	Čisti dobiček (v mrd)	Prilagojeni ROE (v %)	Cena delnice na 31.12.	Prihodki bruto premij in finančnih storitev (v mrd)	Število zaposlenih	Kombinirani količnik
2000	0,55	0,93	36,00	1,44	3,90	13,70	38,50	79,53	90.357	114,40
2001	0,56	0,97	81,00	0,70	0,52	4,90	23,47	74,83	90.151	112,50
2002	0,34	0,60	44,00	0,78	0,95	5,70	12,79	74,73	78.142	106,50
2003	0,38	0,67	47,00	0,81	1,00	6,30	16,97	72,55	74.584	101,40
2004	0,61	1,16	40,00	1,52	4,27	12,40	18,18	72,16	76.339	99,30
2005	0,88	1,65	40,00	2,16	4,81	18,40	27,26	71,67	78.800	97,70
2006	1,06	2,22	43,00	2,59	5,76	19,20	30,67	78,77	96.009	96,90
2007	1,20	2,47	38,68*	2,98	6,39	19,70	27,39	93,63	103.534	97,40
2008	0,40	0,83	67,56*	1,66	1,24	11,00	15,85	91,22	109.304	95,50
2009	0,55	1,26	31,22*	1,49	4,03	11,00	16,54	90,12	103.432	99,00
2010	0,69	1,60	51,80*	1,77	3,09	12,00	12,45	90,97	102.957	99,10
2011	0,69	1,63	36,01*	1,43	4,52	10,00	10,05	86,10	96.999	97,90
2012	0,72	1,72	41,43*	1,82	4,15	13,30	13,35	90,13	94.364	97,60

*Lasten izračun (Obseg izplačila dividend/Čisti dobiček).

Vir: Letna poročila skupine Axa od leta 2000 do 2012.

Tabela 12: Izračun donosov delnic skupine Axa

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalnega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2000	136,30	38,50	-71,75	0,55	0,40	-71,35
2001	38,50	23,47	-39,04	0,56	1,45	-37,58
2002	23,47	12,61	-46,27	0,34	1,45	-44,82
2003	12,61	16,97	34,58	0,38	3,01	37,59
2004	16,97	18,18	7,13	0,61	3,59	10,72
2005	18,18	27,26	49,94	0,88	4,84	54,79
2006	27,26	30,67	12,51	1,06	3,89	16,40
2007	30,67	27,39	-10,69	1,20	3,91	-6,78
2008	27,39	15,85	-42,13	0,40	1,46	-40,67
2009	15,85	16,54	4,35	0,55	3,47	7,82
2010	16,54	12,45	-24,73	0,69	4,17	-20,56
2011	12,45	10,05	-19,28	0,69	5,54	-13,73
2012	10,05	13,35	32,84	0,72	7,16	40,00

Vir: Yahoo! Finance AXA Group, 2013.

Glede na trenutno dividendno politiko, gibanje dividend in kazalnikov poslovanja lahko rečemo, da AXA zelo prilagaja dividende tekočim rezultatom. Na nižanje dividend torej ne gledajo negativno, saj je na prvem mestu primerna kapitalna ustreznost. Vse to vodi v visoko volatilitnost donosov delničarjev, kar prikazuje zgornja tabela.

2.5 Generali

Skupina Generali je vodilna skupina na področju zavarovalništva v Italiji in je trenutno prisotna na več kot šestdesetih trgih, še posebno znatne tržne deleže pa ima na trgih zahodne Evrope. Poleg storitev zavarovanj Generali ponuja še nepremičninske storitve in storitve upravljanja sredstev. Assicurazioni Generali Austro-Italiche je bila ustanovljena leta 1831 v Trstu, leta 1848 pa se je preimenovala v Assicurazioni Generali (The Group's Activity, 2012; Generali's history, 2012).

Z njihovimi delnicami je mogoče trgovati na borzi v Milanu, delnice pa so udeležene v naslednjih indeksih: FTSE Italia All Share, FTSE EUROTOP 100, FTSE EUROTOP 300, FTSE EUROTOP 300 INSURANCE, DJ EURO STOXX 50, DJ EURO STOXX, DJ EURO STOXX INSURANCE, DJ STOXX 600, DJ STOXX 600 INSURANCE, S&P EURO, S&P EURO FINANCIAL (Main indices of which Assicurazioni Generali S.p.a. is a constituent, 2012).

Glede na izjavo na njihovi spletni strani, da so v 2011 izplačali nivo rezultata, ki je skladen z zgodovinskimi nivoji, lahko rečemo, da je **dividendna politika** izplačati med 30% in 40% dobička. To pomeni, da nivo njihove dividende niha, kar prikazujem na naslednji strani. Presenetljivo je, da to ne vodi v tako visoko volatilitnost donosov delničarjev kot pri drugih

zavarovalnicah (izjema so krizna leta) (Assicurazioni Generali Consolidated Statements 2007, 2008; Generali group Dividends, 2012).

Tabela 13: Ključni kazalniki poslovanja skupine Generali (v milijardah EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
OKZP	56,42	63,73	64,53	66,22	68,81	70,53	73,19	69,16	69,61
Kombinirani količnik (v %)	98,90	97,90	96,30	95,80	96,40	98,30	98,80	96,50	95,70
Čisti dobiček	1,67	1,92	2,40	2,92	0,86	1,31	1,70	0,86	0,09
Dividenda na delnico	0,43	0,54	0,75	0,90	0,78*	0,35	0,45	0,20	0,20
Obseg dividend	0,55	0,69	0,96	1,27	0,21	0,54	0,70	0,31	Okoli 0,31
Delež izplačanega dobička (v %)	41,70	35,90	39,70	Okoli 41,00**	24,60	41,60	41,10	36,40	Okoli 342,40
Premoženje delničarjev	11,38	13,95	15,21	14,79	11,31	16,65	17,49	15,49	19,83

*0,15 EUR izplačano v gotovini, 0,63 EUR izplačano v obliki delnic.

** Ni natančnega podatka na spletni strani.

Vir: Generali group Consolidated Financial Statements 2012, 2013; Generali group Dividends, 2012; Generali group Dividend history, 2012; Generali group Highlights, 2012; Generali group Technical ratio by country, 2012.

Tabela 14: Izračun donosov delnic Generali

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)} * 100	(5)	(6) = [(5) / (2)] * 100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2004	19,04	22,70	19,25	0,43	2,26	21,51
2005	22,70	26,84	18,22	0,54	2,38	20,60
2006	26,84	30,25	12,71	0,75	2,79	15,50
2007	30,25	31,00	2,49	0,90	2,98	5,47
2008	31,00	19,49	-37,13	0,78	2,52	-34,61
2009	19,49	18,82	-3,44	0,35	1,80	-1,64
2010	18,82	14,21	-24,50	0,45	2,39	-22,11
2011	14,21	11,63	-18,16	0,20	1,41	-16,75

1						
201	11,63	13,74	18,14	0,20	1,72	19,86
2						

Vir: Generali group Consolidated Financial Statements 2012, 2013; The Generali stock: prices & charts, 2012.

2.6 Aviva

Aviva ponuja življenjska, premoženjska in zdravstvena zavarovanja. Ima več kot 43 milijonov strank, njeni ključni trgi pa so Velika Britanija, Kanada in Turčija. Na trgih Velike Britanije, Irske, Azije in Severne Amerike je prisotna z znamkama Aviva in Aviva Investors, na trgih Evrope pa je skupina prisotna z znamkami Aviva, Aviva Investors in tudi Delta Lloyd. Njeni začetki sežejo v leto 1696, ko je bila ustanovljena Hand-in-Hand v Londonu. Leta 1771 je sledilo širjenje poslovanja na Nizozemsko, leta 1780 na Irsko, leta 1810 v ZDA, 1824 na Portugalsko, 1825 v Francijo, 1834 v Indijo, 1836 na Škotsko, 1851 v Avstralijo, 1855 na Kitajsko, 1856 v Rusijo, leta 1859 pa na Novo Zelandijo. Skozi zgodovino je prišlo do prevzemov večih podjetij in združitvev, da je nastala današnja velika skupina. Leta 2000 je prišlo do združitve CGU in Norwich Union, nastala pa je skupina CGNU, ki se je leta 2002 preimenovala v Aviva. Skozi vso zgodovino se je skupina prilagajala okolju s ponudbo različnih oblik zavarovanj, leta 2008 pa je začela z operacijo Aviva Investors in se tako podala na področje upravljanja sredstev. Leta 2009 so delnice Avive začele kotirati na borzi NYSE, saj je bilo več kot 20% njenih investorjev iz ZDA (Events timeline, 2012; The Aviva name, 2012; This is Aviva, 2012; Our consumer brands, 2012).

Z delnicami Avive je mogoče trgovati na borzi v Londonu (London Stock Exchange), v ZDA pa je mogoče trgovati z njihovimi ADR vrednostnimi papirji na borzi v New Yorku (NYSE) (ADR share price, 2012; Ordinary share price, 2012).

Organizacijska struktura Avive je prikazana v prilogi 13, distribucijska mreža pa v prilogi 14. Njihova trenutna strategija je sestavljena iz treh delov. Prvi del je ozka osredotočenost, kar pomeni, da se osredotočajo na manj poslovnih segmentov, za katere lahko dosežejo večje dobičke z visoko verjetnostjo. Drugi del je zgraditi finančno moč. To nameravajo doseči s ciljnim nivojem ekonomskega kapitala, ki je na nivoju ostalih tekmecev. Nameravajo tudi zmanjšati volatilitnost kapitala in finančni vzvod na konservativni nivo. Zadnji del strategije predstavlja izboljšava finančnih rezultatov. Ciljajo na višje prihodke, nižje razmerje med prihodki in stroški, manjše škode in večji donos na kapital (Aviva Strategy, 2012).

Tabela 15: Ključni kazalniki poslovanja Avive (v funtih)

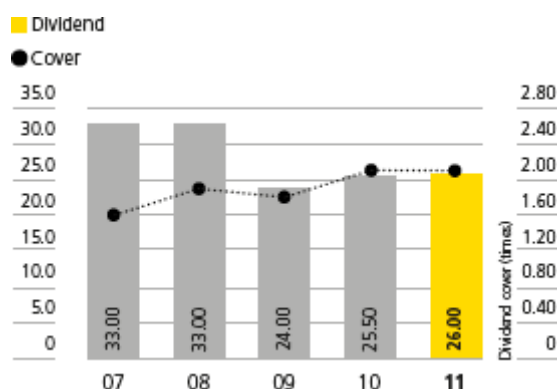
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki (v mrd)	44,61	44,70	39,58	42,09	40,55	/
Operativni dobiček pred davki (v mrd)	2,22	2,30	2,02	2,55	2,50	2,13
EPS	48,90	-36,80	37,80	50,40	5,80	-113,10
Dividenda	33,00	33,00	24,00	25,50	26,00	19,00

Premoženje delničarjev (v mrd)	13,24	11,38	10,56	12,99	12,84	12,43
ROE (v %)	12,20	12,70	10,90	14,80	12,00	10,30

Vir: Aviva Key performance indicators, 2012; Aviva plc Annual Report and Accounts 2011, 2012.

Zavarovalnica izplača medletno dividendo proti koncu leta, ko že pozna delne rezultate. Nato po skupščini delničarjev naslednje leto izplača še preostanek dividende. Imajo tudi prednostne delnice, zato morajo dividende izplačati najprej tovrstnim investitorjem. **Dividendna politika** zavarovalnice je, da vzdržuje ciljno dividendno kritje (angl. *dividend cover*) med 1,5 in 2,0 kratnikom operativnega dobička po davkih in pred amortizacijo dobrega imena. Po britanskem zakonu lahko izplačajo dividende le, če imajo na voljo dobičke za distribucijo (angl. *distributable profits*). Dobički za distribucijo so akumulirani realizirani dobički, ki v preteklosti niso bili izplačani ali kapitalizirani. Zmanjšani so za nerealizirane izgube. Od leta 2009 naprej imajo tudi program Scrip, ki omogoči delničarjem izplačilo dividend v obliki novih delnic namesto v gotovini. Britanski zakon prepoveduje, da bi zavarovalnica držala oziroma si lastila lastne delnice. Zato morajo biti odkupljene delnice odpovedane (angl. *cancel*). Ima pa zavarovalnica pooblastilo, da odkupi do 282 milijonov delnic (Aviva plc Annual Report and Accounts 2011, 2012; Aviva Scrip Dividend Scheme, 2012).

Slika 4: Dividende Avive in doseganje cilja njihove dividendne politike



Vir: Aviva Key performance indicators, 2012.

Zgornja slika prikazuje gibanje dividende Avive od leta 2007 naprej. Prikazuje tudi cilje dividendne politike. Vidimo, da so v prikazanih letih izplačevali dividende v skladu s politiko, saj so izplačali dividende, ki so v skladu s ciljnim dividendnim kritjem (1,5 in 2,0 kratnikom operativnega dobička po davkih in pred amortizacijo dobrega imena).

Tabela 16: Izračun donosov delnic Avive

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)} * 100	(5)	(6) = [(5) / (2)] * 100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v%)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2007	828,50	672,00	-18,89	33,00	3,98	-14,91
2008	672,00	407,75	-39,32	33,00	4,91	-34,41

2009	407,75	388,10	-4,82	24,00	5,89	1,07
2010	388,10	396,00	2,04	25,50	6,57	8,61
2011	396,00	311,70	-21,29	26,00	6,57	-14,72
2012	311,70	373,00	19,67	19,00	6,10	25,77

Vir: Bloomberg Aviva PLC, 2013; Google Finance Aviva plc, 2012.

2.7 Prudential

Prudential je mednarodna finančna skupina s ključnimi trgi v Aziji, ZDA in Veliki Britaniji. Skupina ima več kot 26 milijonov strank in je na zadnji dan leta 2011 upravljala sredstva v višini 351 milijard funtov. Ustanovljena je bila v Londonu leta 1848, z namenom ponujati posojila srednjemu sloju in storitve življenjskih zavarovanj. Nekaj let kasneje je bil ustanovljen industrijski oddelek, ki je ponujal zavarovanja delavskemu industrijskemu razredu. Pri poslovanju so že uporabljali aktuarske tablice in zavarovalniške agente. Leta 1860 je zavarovalnica že opravila prvi prevzem, ko je prevzela svojega glavnega tekmeča The British Industry Life Assurance Company, pet let kasneje pa je sledil še prevzem The Consolidated Life Assurance Company. Na začetku prejšnjega stoletja je zavarovalnica začela z mednarodnim delovanjem, saj so vstopili na trg Francije, Kanade, Avstralije, Afrike, Bližnjega vzhoda, britanske Malaje v Aziji, leta 1961 pa so vstopili še na trg ZDA. Korporacija Prudential je leta 1978 postala holding oziroma starševsko podjetje, ki je nadziralo naslednja podjetja: Vanbrugh Life, Prudential Property, Prudential Unit Trust Management, M&G Reinsurance in The Prudential Assurance Company. Leta 1982 je bil vzpostavljen Prudential Portfolio Managers za upravljanje investicij strank skupine in tudi druge. Kasneje je skupina v ZDA prevzela Jackson National Life in tako še bolj utrdila svoj položaj na drugi strani Atlantika. Leta 1994 je bila ustanovljena Prudential Corporation Asia za razvoj na že obstoječih trgih (Malezija in Singapur) in vstop na nove trge v azijski regiji. Tri leta kasneje je skupina ustanovila tudi banko in se podala na področje bančništva, še dve leti zatem pa je sledil prevzem M&G, ki je bil vodilni ponudnik investicijskih storitev v Veliki Britaniji (OUR COMPANY, 2012; Prudential Timeline, 2012).

Z njihovimi delnicami je mogoče trgovati na borzah v Londonu, Hong Kongu, Singapurju in v New Yorku, kjer pa se trguje z ADR vrednostnimi papirji (1 vrednostni papir ADR predstavlja 2 delnici in tako tudi 2 glasova) (PRUDENTIAL SHARE INFORMATION, 2012).

Tabela 17: Pregled ključnih kazalcev poslovanja skupine Prudential (v milijardah funtov)

	2004	2005	2006	2007	2008 *	2009	2010	2011	2012
Neto zaslužene premije	16,15	15,03	15,99	18,19	18,79	19,98	24,21	25,28	29,40
Prihodki, brez premij pozavarovanj	33,90	41,12	35,03	32,87	- 10,27	48,10	47,65	36,51	55,48
Izplačane škode	26,59	33,10	25,98	- 26,21	4,62	- 39,90	- 40,60	- 31,06	- 44,83

Dobiček	0,52	0,76	0,87	1,02	-0,39	0,68	1,44	1,49	2,20
EPS	27,50	31,50	40,50	31,90	-16,00	27,60	56,70	58,80	90,40
Dividenda	15,84	16,32	17,14	18,00	18,90	19,85	23,85	25,19	29,19
Obseg izplačanih dividend	0,32	0,38	0,40	0,43	0,45	0,48	0,45	0,64	0,65
Zadržani dobički	2,97	3,24	3,64	4,44	3,60	3,96	4,98	5,84	6,85

*Prihodki, brez premij pozavarovanj, so negativni zaradi negativnega donosa naložb.

Vir: Prudential Annual Report 2005, 2006; Prudential Annual Report 2007, 2008; Prudential Annual Report 2009, 2010;; Prudential plc Annual Report 2011, 2012; Prudential plc Annual Report 2012, 2013.

Prudential, enako kot Aviva, izplača medletno dividendo na podlagi rezultatov. Nato preostanek dividende izplača po skupščini delničarjev sledeče leto. Dividende izplačujejo v lokalnih valutah (kjer delnice kotirajo), kar pomeni, da v Britaniji izplačujejo v funtih, v Hong Kongu v Hong Kong dolarjih, v Singapurju izplačujejo v singapurskih dolarjih, v ZDA pa v ameriških dolarjih. **Trenutna dividendna politika** zavarovalnice postavlja za cilj rastoče dividende. Na odločanje glede višine dividend vpliva finančna fleksibilnost skupine in ocena priložnosti za večji donos z investiranjem v zanimive linije poslov. Srednjeročno ima dividenda cilj dvakratnik kritja dividend. Kritje dividend izračunajo tako, da delijo operativni dobiček po davkih (na podlagi IFRS standardov) z vsoto medletne dividende in predlagane preostale (končne) dividende. Pri kriteriju uspešnosti upoštevajo celotni donos, torej dividendni donos in kapitalske dobičke hkrati. Za merjenje uspešnosti primerjajo te donose z indeksom donosa tekmecev. Indeks donosa tekmecev vključuje donose desetih mednarodnih tekmecev. Uprava od leta 2008 naprej na vsakoletni skupščini delničarjev išče dovoljenje za izvajanje programa odkupa lastnih delnic. Čeprav vsako leto dobijo odobritev, do sedaj še niso odkupovali lastnih delnic. Imajo pa tudi program DRIP (angl. *dividend re-investment plan*). V tem programu podjetje ne izplača dividend v gotovini, ampak s tem denarjem kupi delnice na trgu in jih nato razdeli med delničarje v razmerju z denarnimi dividendami, ki bi jih morali prejeti. Tega programa se ne morejo udeležiti samo delničarji, ki kupujejo delnice v ZDA (Prudential Annual Report 2007, 2008; Prudential Dividend Re-investment plan, 2012; Prudential plc Annual Report 2011, 2012;).

Tabela 18: Izračun donosov delnic Prudential

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)} * 100	(5)	(6) = [(5) / (2)] * 100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v%)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2004	477,50	453,00	-5,13	15,84	3,32	-1,81
2005	453,00	550,00	21,41	16,32	3,60	25,02
2006	550,00	699,50	27,18	17,14	3,12	30,30
2007	699,50	712,00	1,79	18,00	2,57	4,36
2008	712,00	416,50	-41,50	18,90	2,65	-38,85
2009	416,50	640,00	53,66	19,85	4,77	58,43
2010	640,00	668,00	4,38	23,85	3,73	8,10
2011	668,00	638,50	-4,42	25,19	3,77	-0,65
2012	638,50	865,50	35,55	29,19	4,57	40,12

Vir: Prudential Annual Report 2005, 2006; Prudential Annual Report 2007, 2008; Prudential Annual Report 2009, 2010; Prudential Historic Download, 2013; Prudential plc Annual Report 2011, 2012; Prudential plc Annual Report 2012, 2013.

2.8 MetLife

MetLife ima več kot 90 milijonov strank v več kot šestdesetih državah. Ustanovljena je bila leta 1863 z imenom The National Union Life and Limb Insurance Company v New Yorku. V prvih petih letih poslovanja je zavarovalnica šla skozi več reorganizacij in je tudi nekajkrat spremenila svoje ime, po petih letih poslovanja pa se je preimenovala v Metropolitan Life Insurance Company. Leta 1879 je zavarovalnica svojo pozornost obrnila v Anglijo, kjer so bila industrijska zavarovanja (delavcev) zelo uspešna, v Ameriki pa industrijska zavarovanja niso bila dobičkonosna zaradi velikih stroškov povezanih z oblikovanjem in vzdrževanjem agentske delovne sile. Z »uvozom« agentov iz Anglije, ki so nato trenirali agente v Ameriki, je MetLife uspešno prenesel britanske metode v Ameriko. Že konec leta 1880 je MetLife sklepal do 700 novih industrijskih zavarovalnih polic na dan, kar pa je tudi močno zmanjšalo stroške distribucije. Zavarovalnica je tudi izvajala program, v katerem so zdravniške sestre obiskovale njihove bolne zavarovance na domu. Tako je v pol stoletja 20 milijonov zavarovancev v ZDA in Kanadi v več kot 7.000 mestih prejelo brezplačno pomoč zdravniških sester. Zlom borze leta 1929 je zavarovalnica preživela brez večjih težav, saj njihov portfelj ni zajemal investicij v delnice in so tako lahko redno poravnali svoje obveznosti. Naslednje leto je bila zavarovalnica vodilna v Ameriki, saj je bila vsaka peta oseba zavarovana pri njej. Skozi prejšnje stoletje se je zavarovalnica samo še bolj razvijala in utrdila svoj položaj vodilne zavarovalnice v Ameriki. Trenutna vizija podjetja je biti vodilna zavarovalnica sveta na področju življenjskih zavarovanj in delavskih dodatnih ugodnosti. O njeni trenutni finančni moči pričajo, poleg uvrstitve na lestvico Fortune 500, tudi prevzemi, ko je leta 2010 prevzela American Life Insurance Company (Alico) od American International Group (AIG) za 16,4 milijarde USD. Ta prevzem je zavarovalnici omogočil tudi izpolnitev vizije vodilne življenjske zavarovalnice na svetu. Trenutno je zavarovalnica prisotna na trgih ZDA, Japonske, Latinske Amerike, Azije, Evrope in Bližnjega vzhoda. V prihodnosti pri poslovanju in rasti dajejo prednost fokusu, inovativnosti in dobičkonosnosti. Njihove delnice kotirajo na borzi NYSE v New Yorku (MetLife About Us, 2012; MetLife Company Overview, 2012; MetLife History, 2012; MetLife Investor Relations, 2012).

Tabela 19: Ključni kazalniki poslovanja Metlife (v milijardah USD)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Premije	22,67	25,60	26,16	27,07	36,36	37,97
Celotni prihodki	46,76	50,57	40,66	52,26	70,26	68,15
Odhodki za škodo	23,45	27,09	28,00	29,18	35,46	37,99
Celotni stroški	41,00	45,54	45,02	48,35	60,24	66,71
Čisti dobiček	4,46	3,28	-2,28	2,79	6,97	1,36
Dividende prednostnih delnic	0,14	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Čisti dobiček	4,18	3,08	-2,37	2,67	6,71	1,20

Zadržani dobički	19,88	22,40	19,50	21,36	24,81	25,20
Dividenda	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Vsota dividend	Ni podatka.	0,59	0,61	0,78	0,79	0,81
EPS	5,30	4,57	-2,96	2,98	6,32	1,08
ROE (v %)	12,90	11,20	-9,00	6,90	12,80	Ni podatka.

Vir: Metlife Annual Report 2010, 2011; Metlife Annual Report 2011, 2012; Metlife Annual Report 2012, 2013.

V letu 2000 in 2001 so izplačali dividendo v višini 0,20 USD, leta 2002 so za dividendo namenili 0,21 USD, leta 2003 je dividenda znašala 0,23 USD, naslednje leto so jo zvišali na 0,46 USD, leta 2005 so jo zopet zvišali na 0,52 USD, leta 2006 pa so jo ponovno povišali, tokrat na 0,59 USD. Od leta 2007 do 2012 so imeli konstantno dividendo v višini 0,74 USD, kar je razvidno tudi iz zgornje tabele. **Javno dostopnih natančnih podatkov o dividendni politiki Metlife ni.** Na svoji spletni strani in v letnem poročilu pišejo, da so dividende odvisne od finančnega stanja, operativnih rezultatov, denarnih zahtev, obetov za prihodnost, regulatornih omejitev in še ostalih faktorjev, ki bi se zdeli vodstvu pomembni. Zelo jasno povedo, da ni zahtev od nikogar oziroma zagotovil, da bodo sploh izplačali kaj dividend. Toda glede na pretekle dividende lahko sklepamo, da zasledujejo najmanj konstantno dividendo in pa tudi njeno rast. Januarja 2012 je zavarovalnica poslala FED-u kapitalski načrt, kot zahtevajo regulatorna pravila oziroma je FED to zahteval od 19 največjih finančnih inštitucij v ZDA. V njem so morali razkriti svoje deleže in povezave z največjimi bankami, med drugim so tudi želeli dobiti dovoljenje za program odkupa lastnih delnic v vrednosti 2 milijard USD in povišanje dividende na 1,10 USD. Marca 2012 je FED njihovo prošnjo zavrnil, Metlife pa je začel zniževati svoje povezave z bankami, da bi lahko začeli odkupovati svoje delnice in zvišali dividendo. V preteklosti so že odkupovali svoje delnice. Leta 2007 so imeli program, s ciljem odkupiti delnice v vrednosti 1 milijarde USD, sledil pa mu je program z enakim ciljem (Frye, 2012; MetLife Announces New \$1 Billion Stock Repurchase Program, 2012; Metlife Annual Report 2011, 2012; MetLife Dividend History, 2012).

Tabela 20: Izračun donosov za delnice MetLife (USD)

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (V %)
2001	35,63	31,68	-11,09	0,20	0,56	-10,52
2002	31,68	27,04	-14,65	0,21	0,66	-13,98
2003	27,04	33,67	24,52	0,23	0,85	25,37
2004	33,67	40,51	20,31	0,46	1,37	21,68
2005	40,51	49,00	20,96	0,52	1,28	22,24
2006	49,00	59,01	20,43	0,59	1,20	21,63
2007	59,01	61,62	4,42	0,74	1,25	5,68
2008	61,62	34,86	-43,43	0,74	1,20	-42,23
2009	34,86	35,35	1,41	0,74	2,12	3,53
2010	35,35	44,44	25,71	0,74	2,09	27,81
2011	44,44	31,18	-29,84	0,74	1,67	28,17

2012	31,18	32,94	5,64	0,74	2,37	8,01
------	-------	-------	------	------	------	------

Vir: *MetLife Annual Report 2010, 2011; MetLife Annual Report 2011, 2012; MetLife Annual Report 2012, 2013; MetLife Historical Price Lookup, 2012.*

2.9 AIG

American International Group, ali krajše AIG, je mednarodna zavarovalnica prisotna v več kot sto tridesetih državah in je med vodilnimi zavarovalnimi institucijami na svetu. Skupina je bila ustanovljena leta 1967, trenutno pa je sestavljena iz naslednjih podjetij: AIG Bank, AIG Direct (nezgodna in zdravstvena zavarovanja), Chartis Insurance (premoženjska zavarovanja), SunAmerica Financial Group (življenjska in pokojninska zavarovanja), International Lease Finance Corporation (ima v lasti več kot 1.000 letal in jih oddaja v najem letalskim družbam), United Guaranty Corporation (zavarovanja povezana s hipotekami). Delnice AIG kotirajo na borzi v New Yorku in na borzi v Tokiju. V letu 2011 so zabeležili 64 milijard USD prihodkov (30% od teh prihodkov so dobili izven ZDA in Kanade), odplačali so celotno državno pomoč, ki so jo prejeli v letu 2008, izplačali so USD 27,5 milijard škod, po svetu so zaposlovali več kot 62.000 ljudi (AIG Key Facts and Figures, 2012; AIG's Story, 2012; Business Summary, 2012; Useful Links, 2012; Welcome to the AIG Direct website, 2012).

Leta 1987 je bil ustanovljeno AIG Financial Products Corporation (v nadaljevanju AIGFP). Leta 1998 je AIGFP začel prodajati produkte CDS, ki so predstavljali zavarovanje pred bankrotom izdajateljev vrednostnih papirjev. Ti vrednostni papirji so bili vezani na hipoteke. Pozno v letu 2007 so se pojavile prve težave s hipotekami in vrednostnimi papirji povezanimi z njimi. AIGFP se je soočil z znižanjem tržne vrednosti njihovih CDS, kar je vodilo do zahtev po dodatnem denarju oziroma kapitalu. Povrh tega je AIG zabeležil izgube še v njihovem programu posojanja vrednostnih papirjev, ki je bil ravno tako povezan s posli hipotek. Kljub tem težavam je AIG imel še vedno zadosti kapitala, samo poslovanje pa je ostalo zdravo. V letu 2008 je prišlo do stečaja Bear Stearns in Lehman Brothers, reševanje sta potrebovala Fannie Mae in Freddie Mac. Finančni trgi so bili v krizi in tako je postal kapital praktično nedostopen. Znižanje bonitetne ocene AIG v septembru pa je vodilo do zahtev po dodatnem kapitalu, saj so se pojavile tudi likvidnostne težave. Zaradi prepletenosti in povezanosti finančnih trgov je vlada ZDA spoznala, da AIG ne sme propasti, saj je zavarovalnica nudila zavarovanja oziroma CDS instrumente v skupni vrednosti več kot 400 milijard USD. Teh zavarovanj so se najbolj posluževale ravno banke. AIG je bil tako zelo pomemben na trgih tujih valut in trgih obrestnih mer. Federal Reserve Bank of New York (v nadaljevanju FRBNY) je zato dala skupini AIG posojilo v višini 85 milijard USD, zakladništvo ZDA oziroma U.S. Treasury pa je pridobila 79,9% lastništvo nad AIG. FRBNY je vzpostavila tudi finančni instituciji Maiden Lane II in Maiden Lane III, ki sta odkupili težavnostna sredstva v lasti AIG. Zakladništvo ZDA je pomagalo AIG skozi program TARP (angl. *troubled asset relief program*) z nakupom novo izdanih prednostnih delnic AIG v vrednosti 40 milijard USD (Pre-September 2008: The AIG Crisis, 2012).

Starševsko podjetje v skupini AIG je oblikovano v holding in je za izpolnjevanje svojih tekočih obveznosti odvisno od denarnih tokov svojih hčerinskih družb. Le-te so tudi lahko omejene s plačili starševskemu holdingu, saj morajo tudi te izpolnjevati regulatorne

(kapitalske) zahteve. Skupini AIG je regulator po težavah v letu 2008 prepovedal izplačevati dividende. Do konca leta 2012 še niso izplačali nobenih dividend, so pa državi že povrnili celotno pomoč (AIG 2011 Annual Report, 2012; AIG 2012 Annual Report, 2013).

Tabela 21: Pregled ključnih kazalcev poslovanja AIG (v milijardah USD)

Leto	Premije	Prihodki	Izplačane škode	Čisti dobiček	Zadržani dobički	Kombinirani količnik (v %)
2002	36,678	66,171	40,005	5,729	Ni podatka.	104,90
2003	46,938	79,421	46,034	8,108	54,384	92,70
2004	52,046	97,666	58,212	9,839	63,468	100,30
2005	52,725	108,905	63,558	10,477	72,330	104,70
2006	56,280	113,194	59,706	14,048	84,996	89,10
2007	58,575	81,517	44,995	7,488	89,029	90,10
2008	60,147	-6,667	45,447	-100,387	12,368	109,10
2009	48,583	75,447	45,311	-12,313	Ni podatka.	Ni podatka.
2010	45,319	77,526	41,394	10,013	-3,466	116,80
2011	38,990	64,237	33,449	18,506	10,774	108,80
2012	38,011	65,656	31,977	3,700	14,176	108,60

Vir: Letna poročila AIG od leta 2005 do leta 2012.

Ker v zadnjih letih ne izplačujejo dividend, moramo za informacije o njihovi dividendni politiki pogledati dlje v preteklost. Dividende tudi prikazujem v tabeli na naslednji strani. Zadnjič, ko so spremenili dividendno politiko, je bilo to ravno pred začetkom krize leta 2007. Marca 2007 je uprava razglasila novo dividendno politiko. Pri normalnih okoliščinah je cilj nove dividendne politike postal povečati dividendo vsako leto za 20%. Že pred marcem 2007 so imeli program za odkupe lastnih delnic, marca pa je uprava ta program še podaljšala. Cilj tega programa je bil odkupiti lastne delnice v skupni vrednosti 8 milijard USD. V letu 2007 so nameravali odkupiti za 5 milijard USD lastnih delnic, dejansko pa so odkupili 76 milijonov delnic. Zaradi tržnih razmer so s programom odkupa delnic tudi prekinili v letu 2007. Sredstva za te odkupe je AIG črpal iz presežnega kapitala, delež pa tudi z izdajo podrejenih obveznic, ki jih bonitetne hiše tudi upoštevajo pri izračunu kapitalskih zahtev. Že novembra 2007 pa je uprava predstavila nov program odkupa lastnih delnic, katerega cilje je bil ponovno odkupiti za 8 milijard USD lastnih delnic. Vidimo torej, da je AIG zasledoval dividendno politiko, pri kateri je cilj rast dividende, presežen kapital pa so vračali delničarjem tudi z bolj fleksibilnimi orodji oziroma z odkupi lastnih delnic. Vse to je del njihovega

program optimizacije kapitala, program pa je sestavljen iz dividend, odkupov delnic in izdajami hibridnih vrednostnih papirjev. Zanimivo je, da tudi AIG, kot druge zavarovalnice, spremlja gibanje cene delnice in jih primerja z indeksom. AIG primerja svojo delnico z gibanjem indeksa S&P 500 Stock Index, kar je razvidno tudi iz letnih poročil skupine (AIG 2007 Annual Report, 2008; AIG 2011 Annual Report, 2012; AIG ANNOUNCES NEW DIVIDEND POLICY AND STOCK REPURCHASE PROGRAM, 2007).

Tabela 22: Krajši pregled zgodovine dividend AIG (v USD)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. četrletje	0,84	0,94	1,30	2,50	3,00	3,30	4,00
2. četrletje	0,84	0,94	1,30	2,50	3,00	3,30	4,00
3. četrletje	0,94	1,30	1,50	3,00	3,30	4,00	4,40
4. četrletje	0,94	1,30	1,50	3,00	3,30	4,00	/
Skupaj	3,56	4,48	5,60	11,00	12,60	14,60	12,40

Vir: AIG Dividend History, 2012.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, da je **skupina v preteklosti imela dividendno politiko**, v kateri je bil cilj rast dividende. Pri odločanju o dividendah uprava AIG upošteva naslednje kriterije: finančni položaj vseh področij, konsolidiran finančni položaj, rezultate in uspešnost poslovanja, likvidnost, razpoložljivi kapital, obstoj investicijskih priložnosti oziroma projektov in morebitni drugi faktorji. Iz letnih poročil za leta od 2005 do 2010 (letnih poročil pred letom 2005 ni mogoče najti na njihovi spletni strani) je jasno, da niso odkupovali lastnih delnic. Novembra 2011 je vodstvo odobrilo začetek novega programa odkupa lastnih delnic, program pa ima cilj odkupiti delnice v skupni vrednosti 1 milijarde USD. Nakupi so odvisni od finančnega položaja, operativnih rezultatov, likvidnosti, mnenja bonitetnih agencij. V 2011 so odkupili 3.074.031 delnic po povprečni ceni 22,75 USD na delnico. AIG za merjenje uspešnosti uporablja primerjavo celotnega donosa svoje delnice z indeksom S&P 500 in s skupino tekmecev, ki jo sestavlja deset podjetij (ACE Limited, Allianz Group, The Chubb Corporation, Hartford Financial Services Group, Lincoln National Corporation, MetLife, Prudential Financial, The Travelers Companies, XL Capital Ltd., Zurich Financial Services Group) (AIG 2011 Annual Report, 2012).

Tabela 23: Izračun donosov za delnice AIG (v USD)

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2002	1.340,35	969,24	-27,69	3,56	0,27	-27,42
2003	969,24	1.110,48	14,57	4,48	0,46	15,03
2004	1.110,48	1.100,26	-0,92	5,60	0,50	-0,42
2005	1.100,26	1.143,15	3,90	11,00	1,00	4,90

5						
2006	1.143,15	1.200,62	5,03	12,60	1,10	6,13
2007	1.200,62	976,78	-18,64	14,60	1,22	-17,43
2008	976,78	26,30	-97,31	12,40	1,27	-96,04
2009	26,30	25,11	-4,52	0,00	0,00	-4,52
2010	25,11	48,27	92,23	0,00	0,00	92,23
2011	48,27	23,20	-51,94	0,00	0,00	-51,94
2012	23,20	35,30	52,16	0,00	0,00	52,16

Vir: AIG Dividend History, 2012; AIG Historical Stock Price, 2013.

2.10 Zurich Financial Services Group

Glede na svojo velikost jo lahko uvrstimo med svetovno vodilne zavarovalniške skupine. Svojo dejavnost opravlja v več kot sto sedemdesetih državah sveta, število zaposlenih pa presega 60.000. V Evropi so prisotni v Nemčiji, Italiji, Španiji, Švici, Veliki Britaniji, Avstriji, Rusiji, Turčiji, na Irskem in Portugalskem. V Severni Ameriki so prisotni v ZDA in Kanadi, v azijsko-pacifiški regiji so prisotni v Avstraliji, Maleziji in Indoneziji, v Latinski Ameriki pa so prisotni na trgih Mehike, Argentine, Brazilije, Čile, Urugvaja (Global insurer, 2012; Who we are, 2012).

Začetki segajo v leto 1872, ko je bil ustanovljen Versicherungs-Verein kot hčerinska družba Schweiz Marine Insurance Company, glavni namen podjetja pa je bil opravljati pozavarovalne posle za starševsko podjetje. Njene delnice kotirajo na borzi v Švici, natančneje SIX Swiss Exchange, pod oznako ZURN. V sodelovanju s The Bank of New York Mellon imajo v ZDA vzpostavljen program ADR. Razmerje med vrednostnim papirjem ADR in delnico je 10:1 (Zurich stock listings, 2013; Zurich US ADR program, 2013; Zurich's heritage, 2012).

Njihova trenutna strategija cilja na dobičkonosnost in rast. To naj bi dosegli s kombinacijo večanja učinkovitosti, discipliniranega upravljanja portfelja, širjenje v visoko potencialne trge in večanjem dodane vrednosti za stranke. Svoje poslovanje naj bi ščitili s strogo finančno disciplino, privabljanjem najboljših kadrov v industriji, osredotočanjem samo na zavarovalne posle in ohranjanjem organizacijske fleksibilnosti, da bi se tako lahko hitro odzvali na tveganja in priložnosti v nastajanju (Our strategy, 2012).

Tabela 24: Ključni kazalci poslovanja Zurich insurance group (v milijardah USD)

	Neto zaslužen e premije	Prihodki	Izplačane škode, zmanjšane za pozavarovanj e	Čisti dobiček	Vsota dividend	Zadržani dobički	ROE (v %)
2002	31,367	40,448	27,452	-3,430	0,481	3,990	-21,20
2003	39,770	51,621	33,159	2,120	0,105*	6,120	12,50
2004	41,804	59,678	34,500	2,587	0,288*	8,248	13,30
2005	40,457	67,186	32,419	3,330	0,064+(0,449*)	9,801	15,50
2006	40,509	65,000	30,206	4,625	0,574+(0,177*)	13,760	19,00
2007	33,780	55,163	23,378	5,708	1,348	17,072	21,00
2008	44,107	32,349	34,811	3,116	2,104	15,616	12,10
2009	47,227	70,272	36,261	3,236	1,426	17,680	12,60
2010	45,509	67,850	34,484	3,513	2,220	18,344	11,40
2011	42,899	52,983	33,054	3,792	1,938	21,139	11,90
2012	46,755	70,414	33,752	3,967	1,966	24,391	11,80

*Izplačilo dela obsega dividend z zmanjšanjem nominalne vrednosti delnice.

Vir: Letna poročila Zurich Insurance Group od leta 2012 do leta 2013.

Kot smo že videli pri Swiss Re, je sprememba v švicarskem zakonu, ki je stopila v veljavo maja 2001, omogočila nižanje minimalne nominalne vrednosti delnice. Swiss Re je korak zniževanja nominalne vrednosti delnice storila že v letu 2000, Zurich Financial services pa se je za ta korak odločila šele leta 2003. Nominalno vrednost so zniževali postopoma. Leta 2003 so jo z 10 CHF znižali na 9 CHF, leta 2004 je nominalna vrednost znašala 6,50 CHF, leta 2005 je bila 2,50 CHF, leta 2006 pa je vrednost že bila 0,10 CHF in je taka ostala do sedaj. Nižanje nominalne vrednosti so uporabili kot vračanje kapitala lastnikom (skupaj z dividendami) in je prikazano v spodnji tabeli (Zurich Share capital, 2013).

Tabela 25: Krajši pregled dividend skupine Zurich Insurance Group (v CHF)

Leto	Bruto dividenda	Vrnitev dela nominalne vrednosti delnice
2000	17,15	
2001	8,00	
2002		1,00

2003		2,50
2004		4,00
2005	4,60	2,40
2006	11,00	
2007	15,00	
2008	11,00	
2009	16,00	
2010	17,00	
2011	17,00	
2012	17,00	

Vir: Zurich Dividends / Payout of nominal value reduction, 2013.

Trenutna dividendna politika te skupine je zgolj, da plačujejo privlačno in trajnostno oziroma vzdržljivo dividendo. Iz njihove strategije je jasno, da na prvo mesto postavljajo denarne tokove in kapitalsko pozicijo. Leta 2008 so tudi odkupovali lastne delnice, kupili so za 1,1 milijarde CHF delnic, leta 2007 pa so za nakupe lastnih delnic namenili 1,25 milijarde CHF. V letu 2006 so v povprečju na delnico porabili 8,7 CHF za nakup lastnih delnic (Zurich Financial Services Group Annual Report 2007, 2008; Zurich Financial Services Group Annual Report 2010, 2012; Zurich Financial Services Group Annual Report 2011, 2012; Zurich Share Buyback Program 2008, 2013).

S pregledom gibanja dividend v bližnji preteklosti in kazalcev poslovanja ugotovimo, da so zelo podobni drugi švicarski (po)zavarovalnici Swiss Re. Oboji niso nenaklonjeni nižanju dividend in so fleksibilni glede nižanj. To pomeni, da so konservativni in dajejo na prvo mesto kapitalsko ustreznost. Razlikujejo se torej od nemških zavarovalnic, ki so nenaklonjene nižanju dividend. Pri Zurich insurance group opazimo, da nižanja dividend presenetljivo niso vodila v negativne donose delničarjev. Razloge za to bi iskal v dejstvu, da v finančni krizi niso bili toliko izpostavljeni produktu CDS in hipotekam, kot je bil Swiss Re.

Tabela 26: Izračun donosov delnic Zürich Insurance Group (v CHF)

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)}*100	(5)	(6) = [(5) / (2)]*100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividende	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2003	138,88	175,75	26,55	2,50	1,80	28,35
2004	175,75	189,50	7,82	4,00	2,28	10,10
2005	189,50	280,00	47,76	7,00	3,69	51,45
2006	280,00	328,00	17,14	11,00	3,93	21,07
2007	328,00	332,50	1,37	15,00	4,57	5,95
2008	332,50	227,00	-31,73	11,00	3,31	-28,42
2009	227,00	226,50	-0,22	16,00	7,05	6,83
2010	226,50	242,20	6,93	17,00	7,51	14,44
2011	242,20	212,50	12,26	17,00	7,02	19,28
2012	212,50	243,40	14,54	17,00	8,00	22,54

Vir: Zurich Dividends / Payout of nominal value reduction, 2013; Zurich Insurance Group Annual Report 2012, 2013; Zurich stock information and share price (ZURN), 2012.

2.11 Mapfre

Mapfre je največja zavarovalnica v Španiji in Latinski Ameriki. O njeni velikosti priča dejstvo, da jo je revija Fortune uvrstila na svojo lestvico 500 največjih podjetij na svetu, in sicer na 394. mesto. Poslovanje zavarovalniške skupine je osredotočeno na Španijo, Evropo in Latinsko Ameriko, prisotna pa je tudi v ZDA. Poslujejo v šestinštiridesetih državah sveta. Celotna skupina zaposluje okoli 34.000 ljudi. Njihovi produkti pokrivajo vsa področja zavarovalništva (MAPFRE, 2012; Mapfre Annual Report 2011, 2012).

Zavarovalnica je bila ustanovljena leta 1933, leta 1983 postane vodilna španska zavarovalnica, leta 1990 pa postane vodilna zavarovalnica v Latinski Ameriki. V 80-ih letih prejšnjega stoletja so se širili v Kolumbijo, Luksemburg, Belgijo, Čile, Mehiko, Venezuelo in na Portugalsko. V 90-ih so nato še nadaljevali z mednarodnim širjenjem poslovanja na irskem, filipinskem in portugalskem trgu, širili so se tudi v Tuniziji, Čilu, Kolumbiji, Braziliji, ZDA, Veliki Britaniji, Urugvaju, Franciji, Grčiji, Bahrajnu, Italiji, Turčiji, Ekvadorju, Dominikanski republiki, Nemčiji, Gvatemali, Mehiki, Peruju, Rusiji, Argentini, Nikaragvi, Hondurasu in Paragvaju (International Expansion, 2012; Spain, 2012).

Starševsko podjetje v skupini je holding MAPFRE S.A., poslovanje družbe pa je strukturirano v tri stebre: domače primarno zavarovalništvo (na trgu Španije), mednarodno primarno zavarovalništvo, globalni posli. Njihov organigram lahko najdete pod prilogo 15 (Mapfre Annual Report 2011, 2012).

Delnice starševskega podjetja kotirajo na borzi v Madridu in Barceloni in so udeležene v naslednjih indeksih: IBEX 35, Dow Jones Stoxx Insurance, Dow Jones Sustainability World Index, MSCI Spain, FTSE All-World Developed Europe Index, FTSE4Good, FTSE4Good IBEX index. Za merjenje uspešnosti gibanja svoje delnice v skupini uporabljajo primerjanje z indeksoma Dow Jones Stoxx Insurance sector in IBEX 35. V letu 2011 je celotna skupina na področju zavarovanj in pozavarovanj skupno zbrala za 20,848 milijard EUR premij, kar je 14,9% več kot v predhodnem letu. Dodal bi, da je v letu 2000 skupina vstopila v strateško zaveznitvo s Caja Madrid, ki je španska banka, njeni kanali pa so integrirani z Bankio. Za to potezo so se odločili zaradi možnosti širjenja distribucijski kanalov. Preko Cajе Madrid naj bi tako nudili možnost sklepanja zavarovanj in ostalih finančnih produktov še preko bančnih kanalov (Mapfre Annual Report 2011, 2012).

Tabela 27: Ključni kazalci poslovanja skupine Mapfre (v EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dividenda	0,05	0,06	0,09	0,13	0,14	0,15	0,15	0,15	0,15
Obseg dividend (v mio)	64,50	76,45	161,5 5	323,9 0	406,9 7	434,26	451,8 2	461,9 3	461,93
EPS	0,19	0,21	0,28	0,32	0,34	0,33	0,31	0,32	0,22

Čisti dobiček (v mio)	313	393	515	972	995	1.036	1.063	1.219	962
ROE (v %)	13,30	12,40	14,60	17,50	19,50	16,70	14,70	14,20	9,00
Tržna kapitalizacija na 31.12. (v mio)	2.589	3.332	4.085	6.848	6.587	8.554	6.259	7.560	7.129
Prihodki (v mrd)	8,14	9,34	9,86	15,21	17,71	19,21	20,47	23,53	21,47
Število zaposlenih	9.562	18.821	21.544	30.615	34.603	35.225	36.744	34.390	35.586
Kombinirani količnik (v %)	94,30	97,60	95,10	92,60	93,90	95,70	95,80	96,90	95,40
Sredstva (v mrd)	21,01	27,42	28,35	37,63	41,69	43,11	48,67	54,86	56,98

Vir: Letna poročila skupine Mapfre od leta 2004 do leta 2012.

Dividendna politika skupine ni nikjer javno zapisana, vendar pa je jasno iz podatkov na predhodni strani, da zasledujejo **cilj rastoče dividende** oziroma se trudijo **vsaj obdržati nivo dividende**. Dividendo izplačujejo delno že v tekočem letu, preostanek pa sledeče leto po skupščini delničarjev. Nikjer nisem zasledil, da bi v proučevanem obdobju odkupovali lastne delnice, niti, da bi imeli namen jih odkupovati.

2.12 PZU

Skupina PZU je ena najstarejših in največjih zavarovalniških skupin na Poljskem. Ustanovljena je bila leta 1803, trenutno pa je ena najbolj dobičkonosnih finančnih institucij na Poljskem in ena najbolj uspešnih zavarovalniških skupin na trgu Evrope. Skupina opravlja tri glavne linije poslov: premoženjska zavarovanja, ki jih ponuja PZU, življenjska zavarovanja, ki jih ponuja PZU Zycie, pokojninska zavarovanja, ki jih ponuja PTE PZU. Strukturo skupine lahko najdete pod priložo 17 (About the PZU Group, 2012; Business Overwiev, 2012).

Skupina je osredotočena na poljski trg, saj tam pridobi kar 98,1% svojih premij (v letu 2011). Prisotna je tudi na trgu Litve in Ukrajine. Na trgu premoženjskih zavarovanj je imel PZU 32,6% tržni delež v prvi polovici 2012, njihovi glavni produkti pa so avtomobilska zavarovanja. PZU Zycie je tržni voditelj na področju življenjskih zavarovanj (26,4% tržni delež v 1. polovici 2012). PTE PZU upravlja OFE PZU Złota Jesień, ki je bil septembra 2012 tretji največji pokojninski sklad na Poljskem. Tretji je bil, če gledamo z vidika članov (2,2 milijona), kot tudi z vidika obsega sredstev (33,9 milijarde PLN - okoli 8,5 milijarde EUR). PZU je tudi celotni lastnik TFI PZU in PZU AM. Prvi se ukvarja z investicijami, upravljanjem premoženja, pokojninskimi skladi. Oktobra 2012 so njegova sredstva znašala 11,3 milijarde PLN, kar je okoli 2,8 milijarde EUR. PZU AM ponuja storitve upravljanja premoženja zgolj podjetjem znotraj skupine PZU, vključno z upravljanjem zavarovalniških portfeljev PZU in PZU Zycie (upravljanje portfelja zavarovanj, ki so vezana na enote investicijskega sklada), upravlja pa tudi naložbene in pokojninske sklade (Business Overwiev, 2012).

Konec 2011 je imela skupina PZU distribucijske kanale sestavljene iz več kot 6.000 agentov, 2.200 agencij in okoli 800 brokerjev. Zavarovanja so ponujali neposredno preko svojih poslovalnic, preko svojih zaposlenih in partnerstev z bankami. Znamka PZU je bila oktobra 2012 ena najbolj prepoznavnih znamk na Poljskem. Dodal bi še, da imata PZU in PZU Zycie bonitetno oceno finančne moči A, dodelila pa jo je bonitetna hiša Standard & Poor's. Srednjeročna napoved bonitetne obeh ocen je stabilna (Business Overwiev, 2012).

Delnice skupine PZU so na borzi v Varšavi začele kotirati maja 2010. To je bila ena največjih javnih ponudb delnic centralne in Vzhodne Evrope v zgodovini Varšavske borze. Kotiranje je končalo desetletni spor med dvema največjima lastnikoma: državnim zakladništvom in nizozemskim podjetjem Eureko. Od skoraj 26 milijonov ponujenih delnic so institucionalni investitorji pridobili skoraj 18,7 milijonov delnic, zasebni posamezniki pa nekaj več kot 7 milijonov delnic. Povpraševanje institucionalnih investitorjev je presehalo ponudbo za devetkrat. Med institucionalnimi investitorji jih je bilo 59% domačih, 41% pa tujih (PZU Share Information, 2012).

Tabela 28: Ključni kazalniki poslovanja PZU (v milijardah PLN)

Leto	OKZP	Neto izplačane škode	Čisti dobiček	Dividenda (na delnico)	Vsota dividend	ROE (v %)	Kombinirani količnik (v %)
2007	14,08	8,41	3,56	/	/	24,00	92,90
2008	14,56	8,59	2,33	/	/	12,00	90,30
2009	14,36	9,44	3,76	158,56	13,69	24,00	99,00
2010	14,54	10,38	2,44	26,00	2,24	20,00	104,70
2011	15,28	10,22	2,34	22,43	1,94	18,00	95,30
2012	16,24	12,22	3,25	29,70	2,56	24,00	92,60

Vir: CONSOLIDATED ANNUAL REPORT 2012 OF PZU, 2013; Declaration of payment of the dividend from the 2012 profits, 2013; Letter from the CEO of PZU, 2013; PZU Annual Report 2011, 2012; PZU CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS FOR THE FINANCIAL YEAR ENDED 31 DECEMBER 2012, 2013; PZU Dividend History by year, 2013; PZU Financial Data, 2013.

Tabela 29: Krajši pregled zgodovine dividend PZU

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dividenda	2,35	1,50	3,00	8,20	15,60	/	/	/	158,56	26,00	22,43	29,70
Delež izplačanega čistega dobička (v %)	30,00	15,00	26,86	50,00	50,00	/	/	/	67,42	63,84	75,00	78,77

Vir: Declaration of payment of the dividend from the 2012 profits, 2013; PZU Annual Report 2011, 2012; PZU Dividend History by year, 2013.

Iz letnega poročila 2011 je razvidno, da je država 35,19% lastnik, 5,02% lastnik je ING, preostali delničarji pa imajo vsi skupaj 59,79% delež. Neizplačilo dividend je uprava predlagala sama kot odgovor na krizne čase, državni lastniki pa so se s tem ukrepom strinjali. Slednji so pri tem še podali nasvet, da bi morali izplačevati med 25% in 45% letnega dobička (PZU Dividend history).

Maja 2011 je uprava PZU sprejela sklep o **novi dividendni politiki**. Osnova za odločanje o dividendah je konsolidiran letni poslovni rezultat skupine. Postavili so še nekaj omejitev. Prva je, da za dividende ne smejo nameniti manj kot 50% in več kot 100% ustvarjenega konsolidiranega letnega čistega dobička. Naslednja omejitev je, da obseg dividend ne sme biti večji kot nekonsolidiran dobiček starševske družbe PZU SA. Tretja omejitev je, da izplačilo dividend ne sme zmanjšati sredstev delničarjev pod 250% solventnostno maržo. Izplačilo dividend ravno tako ne sme zmanjšati finančne moči skupine oziroma zmanjšati bonitetne ocene AA (po metodi S&P). Zadnja omejitev pa je, da se mora pri odločanju o dividendah upoštevati tudi dodatne kapitalske potrebe PZU SA v prihodnjem letu. Za izplačilo poslovnih rezultatov leta 2011 so državni organi priporočali, da se izplača največ 75% rezultata, pri tem pa mora ostati količnik kapitalskega kritja vsaj 110%. Leta 2011 je uprava razmišljala tudi, da bi začela z odkupi lastnih delnic. Do sedaj jih še ni bilo (PZU Dividend policy, 2013; PZU mulls higher dividend, share buyback, 2013).

2.13 Uniqa

Uniqa Group Avstrija je ena vodilnih zavarovalniških skupin v centralni Evropi, ustanovljena pa je bila šele pred enajstimi leti. Torej se je zelo hitro uveljavila na domačem trgu oziroma trgih centralne in Vzhodne Evrope. Skupina je sestavljena iz štiridesetih podjetij. Delujejo na dvajsetih trgih, letno pa poberejo okoli 6 milijard EUR premij. Od tega jih poberejo 38% izven Avstrije. Skupina zaposluje okoli 22.000 ljudi, ima okoli 8,1 milijona strank in sklenjenih okoli 17 milijonov polic. Skupina velja za eno najbolj dinamičnih skupin v centralni Evropi. Eden ključnih faktorjev za njihov hiter prodor na trg je partnerstvo skupine z bančno skupino Raiffeisen. Partnerstvo obstaja od leta 2004 in trenutno pokriva štirinajst trgov Vzhodne in Jugovzhodne Evrope (UNIQA Corporate Group Profile, 2012).

Na domačem trgu je Uniqa z 22% tržnim deležem vodilna zavarovalniška skupina, tam pa zaposluje več kot 6.500 ljudi. Izven Avstrije (v centralni in Vzhodni Evropi) skupina zasleduje jasno strategijo širjenja poslovanja. Poleg želje po še večjem tržnem deležu na domačem trgu so aktivni še na češkem, madžarskem, slovaškem, hrvaškem, poljskem, italijanskem, švicarskem, nemškem trgu ter v Lihtenštajnu. V bližnji preteklosti so razširili svoje poslovanje še na trge Slovenije, Romunije, Bosne in Hercegovine, Bolgarije, Srbije, Črne Gore, Ukrajine, Albanije, Makedonije, Kosova in Rusije. Na mednarodnih trgih skupina zasleduje dva cilja. V zahodno-centralni Evropi (Italija, Švica, Lihtenštajn, Nemčija) ima skupina jasno določeno ciljno skupino, kar potrjujejo posebni produkti za specifične potrošnike oziroma za določene segmente in tržne niše. Na trgih vzhodno-centralne Evrope se je Uniqa uspešno pozicionirala kot zavarovalnica, ki pokriva vse industrije. Cilj na teh trgih je enotna znamka oziroma politika znamke. Za doseganje cilja je tukaj ključni faktor enotna in jasna organizacijska struktura in orientacija. Ta se razvija skozi enotno sodelovanje med vsemi podjetji skupine, to pa zagotavlja, da je vse, kar je sprejeto, tudi implementirano v vsakdanjih vseh članov skupine (UNIQA Corporate Group Profile, 2012).

Delnice starševskega podjetja UNIQA Versicherungen AG kotirajo na borzi na Dunaju, imajo pa oznako UQA. Delnice so uvrščene v naslednje indekse: ATX Prime, ATX FIN, WBI, VÖNIX. Skupina ima dva večja lastnika, s 44,7% lastniškim deležem je največji lastnik Raiffeisen Zentralbank, s 44,1% lastniškim deležem pa je drugi največji lastnik Austria Privatstiftung. Bonitetna hiša Standard & Poor's je septembra 2012 za skupino Uniqa obdržala bonitetno oceno A-, srednjeročna napoved bonitetne ocene pa je stabilna (RatingsDirect Uniqa Insurance Group, 2012; UNIQA Share Chart, 2012; UNIQA Shareholder Structure, 2012).

Tabela 30: Ključni kazalniki poslovanja skupine Uniqa (v milijardah EUR)

Leto	Neto zaslužene premije	Neto izplačane škode	Čisti dobiček	Sklenjene zavarovalne police	Kombinirani količnik (v %)	Dividenda
2004	3,30	3,03	0,10	11.739.085	24,20	0,22
2005	4,00	3,78	0,13	11.892.828	21,50	0,26
2006	4,13	3,72	0,17	12.533.673	20,90	0,35
2007	4,11	3,60	0,27	13.130.215	22,00	0,50
2008	4,73	3,56	0,07	14.699.534	22,50	0,40
2009	4,77	4,06	0,03	15.343.004	102,70	0,40
2010	5,14	4,46	0,04	16.471.128	105,40	0,40
2011	5,10	3,66	-0,25	17.017.636	105,10	0,00
2012	5,27	3,76	0,17	17.439.608	101,30	0,25

Vir: Group Report 2012 / Uniqa Group, 2013; Uniqa Key figures, 2013; Uniqa Group Report 2004, 2005; Uniqa Group Report 2006, 2007; Uniqa Group Report 2008, 2009; Uniqa Group Report 2011, 2012.

Skupina Uniqa v javnosti ni izdala svoje dividendne politike. Vendar iz podatkov lahko razberemo, da **skupina zasleduje zelo fleksibilno dividendno politiko**. Pred krizo so zagotovo želeli zviševati dividende, v času svetovne krize pa so se prilagodili in se trudili vsaj obdržati nivo dividende. Še en dokaz več o fleksibilnosti pri dividendah dokazuje odločitev, da za leto 2011 niso izplačali dividend. Zabeležili so negativen rezultat, saj so imeli veliko odpisov. Leta 2008 so kupili 469.650 svojih delnic, leta 2010 pa so začeli s petim programom odkupa lastnih delnic, ki se naj bi zaključil maja 2013. Namen programa je zgolj izboljšati likvidnost delnice, do 25. januarja 2013 pa so odkupili 819.650 delnic (Uniqa Group Report 2008, 2009; Uniqa Group Report 2010, 2011; Uniqa Group Report 2011, 2012; Uniqa Share repurchase programme, 2013).

2.14 Vienna Insurance Group

Skupina Vienna Insurance je ena največjih mednarodnih zavarovalniških skupin centralne in Vzhodne Evrope. Sedež ima na Dunaju, sestavljena je iz petdesetih zavarovalnic, ki poslujejo na trgih štiriindvajsetih držav in ima skoraj 25.000 zaposlenih. Njihov prvotni trg je Avstrija,

v 90-ih letih prejšnjega stoletja pa so začeli z internacionalizacijo poslovanja. Njene delnice kotirajo na borzi na Dunaju, od 2008 naprej pa tudi na borzi v Pragi (Welcome to the family of Vienna insurance group, 2013).

Tabela 31: Ključni kazalci poslovanja Vienna Insurance Group (v milijardah EUR)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
OKZP	6,91	7,90	8,02	8,59	8,88	9,68
Čisti dobiček lastnikov obvladujoče družbe	0,31	0,41	0,34	0,38	0,41	0,45
Tržna kapitalizacija	5,77	3,09	4,61	4,98	3,92	5,17
Dividenda	1,10	2,00*	0,90	1,00	1,10	1,20
Dividendni donos (v %)	2,00	8,29*	2,50	2,57	3,59	2,97
Kapitalski dobički delnice (v %)	3,38	- 56,10	49,25	8,06	- 21,29	31,86
Celoten donos delnice (v %)	5,38	- 47,81	51,75	10,63	- 17,70	34,83

*vključno z bonus oziroma posebno dividendo 0,90 EUR.

Vir: Group annual report 2011 Vienna Insurance group, 2012; VIG Key Figures, 2013.

Dividendna politika skupine je, da izplačuje minimalno 30% čistega dobička. Lahko bi rekli, da posredno zasleduje politiko rastoče rasti, saj strategija postavlja cilj nepretrgane rasti dobička. Če bo rasel obseg dobička, bo z njim rasel tudi delež oziroma absolutni znesek (30%), ki je namenjen za dividende. Skupina ima tudi ADR program in je tako na OTC trgu mogoče kupiti njihove delnice tudi v ZDA. Razmerje med ADR vrednostnimi papirji in delnico je 5:1. Skupina je dobila v letih 2008 in 2009 tudi dovoljenje za odkupe lastnih delnic, slednje pa je še danes veljavno. Do sedaj še niso odkupili nobenih lastnih delnic in jih tudi nimajo v lasti. Iz zgornje tabele sklepam, da so bolj naklonjeni izplačilom posebnih dividend kot pa odkupu lastnih delnic (Group annual report 2008 Vienna Insurance group, 2009; Group annual report 2009 Vienna Insurance group, 2010; Group annual report 2011 Vienna Insurance group, 2012; VIG ADR Programme, 2013; VIG Dividend, 2013).

2.15 Talanx

Skupina Talanx je po strukturi podobna skupini Triglav in zato sem naredil krajšo analizo tudi te skupine. Strukturo skupine Talanx lahko najdete pod priložo 16. Skupina je v preteklem desetletju dosegla visoko rast. Leta 2011 so zabeležili prihodke od premij v višini 23 milijonov EUR. Uspešno poslujejo kot ponudnik znamk na različnih področjih zavarovalništva in finančnih storitev. Sedež imajo v Nemčiji, v mestu Hannover. Med mnogimi znanimi znamkami skupine so HDI, HDI-Gerling, Hannover Re, ki je ena največjih pozavarovalnic na svetu, TARGO Versicherungen, PB, AmpegaGerling. Trenutno poslujejo na okoli sto petdesetih trgih po svetu (Talanx The Company, 2012).

Tabela 32: Ključni kazalniki poslovanja skupine Talanx (v milijardah EUR)

Leto	OKZ P	Neto zaslužen e	Kombiniran i količnik (v %)	Prihodk i od naložb	EBI T	Čisti dobiče k	ROE (v %)	Solventnos t skupine (v %)
------	-------	-----------------	-----------------------------	---------------------	-------	----------------	-----------	----------------------------

		premije						
2010	22,869	18,67	100,90	3,22	1,03	0,22	4,50	196,70
2011	23,682	19,46	101,00	3,26	1,24	0,52	10,00	201,80
2012	26,659	22,00	96,40	3,79	1,76	0,63	9,80	225,10

Vir: *Talanx The Company, 2012.*

Leta 1903 je bila ustanovljena HDI pod okriljem nemške železarske in jeklarske industrije. Leta 1919 so sedež premaknili v Hannover, štiri leta kasneje so se začeli ukvarjati s pozavarovanji, leta 1936 pa je sledilo preimenovanje v Haftpflichtverband der Deutschen Industrie. Leta 1953 so začeli ponujati zavarovanja fizičnim osebam, 1966 pa je bila ustanovljena pozavarovalnica Hannover Re. Od 1970 pa do konca stoletja je prišlo do mnogih prevzemov, širjenja poslovanja na nova področja in tudi širjenja na nove tuje trge. Že leta 1979 so s prevzemom vstopili na trg Brazilije, leta 1994 je Hannover Re izvedel prvo javno ponudbo delnic in postal delniška družba, leta 1996 pa je skupina začela ponujati zavarovanja tudi preko bančnih kanalov. Istega leta je bil ustanovljen tudi Talanx AG kot starševsko podjetje skupine (v obliki holdinga). V novem tisočletju so razširili poslovanje na trge centralne in Vzhodne Evrope, Brazilije, Rusije, Turčije, Čile, Ukrajine, Indije, Mehike, Japonske, Argentine, Urugvaja. Oktobra 2012 je skupina izvedla tudi prvo javno ponudbo delnic na borzi v Frankfurtu in Luksemburgu. **Njihova trenutna dividendna politika** je izplačati privlačno in konkurenčno dividendo oziroma od 35% do 45% dobička zmanjšane za neobvladujoče deleže, nikjer pa nisem zasledil izvajanja odkupov lastnih delnic (Talanx announces strong nine-month results, 2013; Talanx Group Annual Report 2012, 2013; Talanx History, 2012; Talanx IPO, 2012).

2.16 Krajši povzetek in pregled dividendnih politik vseh analiziranih zavarovalnic

Če na kratko povzamem analizo vseh zavarovalnic, ugotovim, da glavne nemške zavarovalnice (Münich Re, Allianz) nerade manjšajo dividende in zasledujejo cilj rastoče oziroma vsaj konstantne dividende. Britanske (Aviva, Prudential) zavarovalnice imajo za kriterij dividendno kritje, kar pomeni, da se dividende prilagajajo tekočim rezultatom. Na nižanje dividend torej ne gledajo negativno. Zavarovalnice v ZDA (MetLife, AIG) zasledujejo najmanj konstantno dividendo, primarno pa rastočo dividendo. Nižanjem so nenaklonjeni. Švicarskim zavarovalnicam (Swiss Re, Zurich) in ostalim proučevanim zavarovalnicam je skupno, da prilagajajo dividende tekočim rezultatom in ne gledajo negativno na nižanje dividend. Te zavarovalnice so torej bolj konservativne in prednost dajejo kapitalski ustreznosti in bonitetnim ocenam. Skoraj vse proučevane zavarovalnice imajo dovoljenja za odkupe lastnih delnic. Najbolj intenzivno jih uporabljajo zavarovalnice iz ZDA, Münich Re in AXA. Cilji njihovih programov so različni, najpogostejši pa so: vračanje presežnega kapitala delničarjem, večanje likvidnosti delnic, za bonitete zaposlenih oziroma opcije delnic. AXA je uporabila odkupe delnic celo za obrambo pred prevzemi.

Tabela 33: Dividendna politika raziskanih zavarovalnic

	Dividendna politika	Program odkupa lastnih delnic
Swiss Re	Do 2012: Izplačati 25% do 35% dobička oziroma rast ekonomske neto vrednosti na delnico, plus dividenda. Zelena je bila 10% povprečna rast za obdobje petih let. Od 2013: višati dividende z dolgoročnimi dobički ali vsaj vzdrževati redno dividendo. Dividende naj bi izplačevali letno, tipično iz tekočih dobičkov.	Da.
Münich Re	Izplačajo vsaj 25% letnega dobička; nenaklonjeni nižanju dividend; konstantna in rastoča dividenda; na višino najbolj vplivajo tekoči rezultati in kapitalska ustreznost.	Da, za njih predstavlja fleksibilno obliko vračanja kapitala. Vračajo zneske/presežke nad kapitalskimi zahtevami.
Allianz	Cilj izplačati vsaj 40% letnega dobička; pri odločanju upoštevajo tekoče rezultate in kapitalsko ustreznost; nenaklonjeni nižanjem - vsaj ohranitev višine dividende.	Da, vračajo presežen kapital (nad kapitalskimi zahtevami), če le ni potreben za financiranje rasti.
AXA	Na podlagi prilagojenega poslovnega izida odšteje obresti, ki jih mora plačati na svoje dolžniške vrednostne papirje brez zapadlosti. Za izplačilo dividend nameni letno od 40 do 50% zneska izračunanega po prej omenjeni enačbi.	Da, za obrambo pred prevzemi, večjo likvidnost delnic, bonitete zaposlenih. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za stabilizacijo cene delnice na trgu.
Generali	Izplačati med 30 in 40% dobička.	Da.

Se nadaljuje

Nadaljevanje

	Dividendna politika	Program odkupa lastnih delnic
Aviva	Ciljno dividendno kritje med 1,5 in 2,0 kratnikom operativnega dobička po davkih in pred amortizacijo dobrega imena; program Scrip omogoči izplačilo dividend v obliki novih delnic in ne v gotovini.	Da, imajo pooblastilo, vendar še niso odkupovali.
Prudential	Cilj rastoče dividende; Srednjeročno ima dividenda cilj dvakratnik kritja (operativni dobiček po davkih/dividenda).	Da, imajo dovoljenje, vendar še niso odkupovali. DRIP - program reinvestiranja dividend.
MetLife	Iz preteklih dividend sklepamo: zasledujejo najmanj konstantno dividendo in njeno rast.	Da, v bližnji prihodnosti. Trenutno ga FED ni odobril.
AIG	Iz preteklih dividend sklepamo: skupina imela vedno cilj rast dividende.	Da, do 2007, ko se je začela kriza. V 2011 že nadaljevali.
Zurich Financial Services Group	Cilj: privlačna in trajnostno vzdržna dividenda. Prednost kapitalski ustreznosti in denarnim tokovom.	Da, v letih 2006, 2007, 2008.

Mapfre	Ni javno zapisana. Iz podatkov lahko sklepamo: konstantna dividenda in tudi rast.	Ne.
PZU	Za dividende ne smejo nameniti manj kot 50% in več kot 100% ustvarjenega dobička; obseg dividend ne sme biti večji kot nekonsolidiran dobiček starševske družbe PZU SA; izplačilo dividend ne sme zmanjšati sredstev delničarjev pod 250% solventnostno maržo; izplačilo dividend ne sme zmanjšati bonitetno oceno AA (po metodi S&P); pri odločanju o dividendah upoštevati tudi dodatne kapitalske potrebe PZU SA v prihodnjem letu.	Do sedaj še niso razmišljali nič o tem, da bi odkupovali.
Uniq	Fleksibilna dividenda; prilagajajo jo na poslovne rezultate; nižanje in neizplačilo ni ovira, v boljših časih cilj rastoča dividenda.	Da, namen je večanje likvidnosti delnice.
Vienna Insurance Group	Izplačati minimalno 30% čistega dobička; Izplačali so tudi posebno dividendo leta 2008.	Da, vendar ga še niso uporabili.
Talanx	Izplačati 35%-45% dobička zmanjšanega za neobvladujoče deleže.	Ne.

3 ZAVAROVALNICA TRIGLAV

Skupina Triglav je vodilna zavarovalno-finančna skupina v Sloveniji in ena vodilnih v Jugovzhodni Evropi, kjer tudi posluje. Prisotni so na trgih v sedmih državah (Slovenija, Češka, Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Srbija, Črna Gora, Makedonija). Ključni stebri njihovega delovanja so: zavarovalništvo, upravljanje premoženja, bančništvo, dejavnosti, s katerimi podpirajo tri temeljne finančne stebre. Zavarovalništvo je osnovna in najboljše dejavnost Skupine Triglav, izvajajo pa premoženjska, življenjska, prostovoljna dodatna pokojninska zavarovanja in zdravstvena zavarovanja (Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012).

V svoji več kot sto letni zgodovini je zavarovalnica ustvarila veliko finančno moč. Trenutno je vodilna slovenska klasična zavarovalnica z 31,7% tržnim deležem, pri čemer dosega 33,1% delež pri življenjskih zavarovanjih in 31,1% pri premoženjskih zavarovanjih. Skupaj s Triglav, Zdravstveno zavarovalnico, d.d., je bil konec leta 2012 celoten tržni delež 36,2%. Takšen tržni delež so ustvarili z dobro razvejano prodajno mrežo, ki je sestavljena iz dvanajstih območnih enot, dvainštiridesetih predstavništev s številnimi prodajnimi skupinami in sklepalnimi mesti. Mrežo dopolnjuje preko 660 zavarovalnih zastopnikov po vsej Sloveniji. Lastno poslovno mrežo dopolnjujejo z družbami za zavarovalno zastopanje, sodelujejo pa tudi z družbami za zavarovalno posredovanje. Agencijske pogodbe za sklepanje zavarovanj imajo sklenjene s podjetji za izvajanje tehničnih pregledov motornih vozil. S svojo ponudbo so prisotni tudi v bankah, turističnih agencijah in preko spletnega portala Zavarovalnice Triglav (mobilne aplikacije) (Zavarovalnica Triglav, d.d., 2013).

Delnice Zavarovalnice Triglav kotirajo na borzi v Ljubljani z oznako ZVTG, 5. decembra 2011 so bile premeščene iz Standardne kotacije v Prvo kotacijo segmenta delnic. S tem si je zavarovalnica zagotovila vidnejši položaj med izdajatelji na trgu Ljubljanske borze. Zavezala se je tudi k najvišjim standardom poslovanja in obveščanja v domačem in mednarodnem okolju ter tudi k sočasnim objavam v angleškem jeziku (Premestitev delnic družbe ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d., Ljubljana (ZVTG) v Prvo kotacijo, 2013).

Trenutna strategija zavarovalnice je določena za obdobje 2011-2015. Njena osrednja strateška cilja sta preseganje dobičkonosnosti kapitala 12% in stabilen kombinirani količnik, ki je nižji od 95%. Strategija postavlja cilje ločeno na finančni ravni, ravni strank, ravni procesov in organiziranosti ter na ravni zaposlenih, znanja in učenja. Ključne usmeritve strategije so: vzpostavitev učinkovitega sistema obvladovanja Skupine, optimizacija poslovnih procesov in zagotavljanje ustrezne kadrovske strukture, dobičkonosnost poslovanja in povečevanje vrednosti Skupine, širitev na obstoječih in novih trgih, razvoj alternativnih prodajnih poti, vstop v nove ključne projekte, ki imajo višjo stopnjo donosnosti od ciljne ROE Skupine v letu 2015. Iz strategije je razvidno, da je Triglav, kot ostale tuje zavarovalnice in celotna zavarovalniška panoga, v procesu konsolidacije poslovanja in usmeritve na dobičkonosnost (Poslovno poročilo Skupine Triglav za leto 2012, 2013; Vodi nas znanje, 2013).

Trenutna dividendna politika Zavarovalnice Triglav določa, da se vsako leto na skupščini delničarjev predlaga izplačilo dela bilančnega dobička delničarjem, če bo razpoložljivi kapital zavarovalnice tudi po izplačilu dividend srednjeročno omogočal doseganje ciljne kapitalске ustreznosti, s katero bo Skupina Triglav razpolagala z zadostnim obsegom razpoložljivega kapitala za samostojno izpolnjevanje meril bonitetne ocene »A«. Pri izplačilu dividend pa naj bi upoštevali tudi načrtovano rast in razvoj Skupine Triglav na ciljnih trgih. Dividendna politika je torej naravnana h gibanju vrednosti dividend, ki odraža dosežene poslovne rezultate oziroma donose in potrebe po kapitalu za nadaljnjo rast z vidika ustrezne pričakovane donosnosti glede na pričakovano tveganje (Vodi nas znanje, 2013; Zavarovalnica Triglav Dividende, 2013).

V spodnji tabeli prikazujem donose za delničarje zavarovalnice Triglav. Podatke prikazujem od leta 2008 naprej, ker so bile delnice na Ljubljanski borzi uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu leta 2008 (Prospekt za uvrstitev delnic družbe Zavarovalnice Triglav, d.d., Ljubljana, v trgovanje na organiziranem trgu, 2013).

Tabela 34: Gibanje donosov na delnice Zavarovalnice Triglav, d.d.

(1)	(2)	(3)	(4) = { [(3)-(2)] / (2)} * 100	(5)	(6) = [(5) / (2)] * 100	(7) = (4) + (6)
Leto	Začetna cena delnice	Končna cena delnice	Donos kapitalskega dobička (v %)	Znesek dividend	Donos dividende (v %)	Celotni donos (v %)
2008	48,20*	15,00	-68,88	0,10	0,21	-68,67
2009	15,00	25,00	66,67	0,00	0,00	66,67

2010	25,00	17,61	-29,56	0,40	1,60	-27,96
2011	17,61	10,00	-43,21	0,70	3,98	-39,23
2012	10,00	16,50	65,00	1,00**	10,00	75,00

* Podatek za dan 10.9.2008.

**Predlagana dividenda.

Vir: Gibanje cene, 2013; Letna poročila Skupine Triglav od leta 2008 do 2010.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, kako zavarovalnica prilagaja nivo dividend poslovnim rezultatom. Ker so se v preteklih letih začeli izboljševati rezultati, so se začele zviševati tudi dividende. To bi lahko nakazovalo tudi na dejstvo, da bo zavarovalnica v bližnji prihodnosti poskušala obdržati vsaj enak nivo dividende in jih ne bo zniževala kot v preteklosti. Iz tabele na naslednji strani vidimo, kako je nova poslovna strategija vodila v večjo dobičkonosnost zavarovalniške skupine Triglav. V letnih poročilih in na spletnih straneh nisem zasledil informacij, da bi Triglav v preteklosti odkupoval svoje delnice. Zato predpostavljam, da jih ni.

Tabela 35: Pregled ključnih kazalnikov poslovanja Skupine Triglav (v milijonih EUR), 1.1.2007 prehod na MSRP

	Obračunana kosmata zavarovalna in sozavarovalna premija	Čisti prihodki od zavarovalnih premij	Obračunani kosmatni zneski škod	Čisti poslovni izid	Čista dobičkonosnost kapitala, ROE (v %)	Kombinirani količnik (v %)	Dividenda	Obseg dividend	Delež izplačila (v %)	Tržna kapitalizacija na zadnji dan
2004* *	572,50	503,20	337,20	11,50	5,60	Ni podatka.	0,18***	0,90	7,80***	Ni podatka.
2005* *	615,80	554,60	323,10	24,40	10,00	Ni podatka.	0,42	2,40	9,80***	Ni podatka.
2006	818,20	755,80	451,80	32,30	10,30	Ni podatka.	0,50	2,80	8,70***	Ni podatka.
2007	915,40	847,20	498,90	51,90	9,80	Ni podatka.	0,25	5,70	11,00** *	Ni podatka.
2008	1.024,40	941,00	617,90	2,90	0,60	101,40	0,10	2,30	76,90	346,90
2009	1.022,30	946,30	597,20	-6,30	-1,30	104,00	0,00	0,00	0,00	568,40
2010	1.013,60	946,20	588,30	26,60	5,50	92,00	0,40	9,10	32,70	400,40
2011	989,40	916,30	593,90	47,50	9,60	90,10	0,70	15,90	33,80	227,30
2012	936,30	884,40	613,80	73,20	13,70	89,60	1,00*	22,70** *	31,00** *	375,10

*Predlagana dividenda.

**Podatki preračunani iz SIT v EUR po menjalnem razmerju 239,640 SIT = 1 EUR.

***Lasten izračun.

Vir: Menjalno razmerje, 2013; Obvestilo o predlogu izplačila dividend, 2013; Zavarovalnica Triglav Dividende, 2013; Zavarovalnica Triglav Kazalniki poslovanja, 2013.

3.1 Kapitalske zahteve in omejitve pri izplačevanju dobička

Če primerjam banke z zavarovalnicami, lahko rečem, da je, glede na naravo posla bankam primarna skrb likvidnost, zavarovalnicam pa kapitalska ustreznost. Ravno zato so glavne omejitve zavarovalnice Triglav pri izplačevanju dividend kapitalske zahteve. Zavarovalnica izračunava svoje kapitalske zahteve na podlagi več modelov, ti pa so: zakonske kapitalske zahteve, kapitalska ustreznost po Direktivi Solventnost II, kapitalska ustreznost po modelu bonitetne agencije Standard & Poor's (Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012).

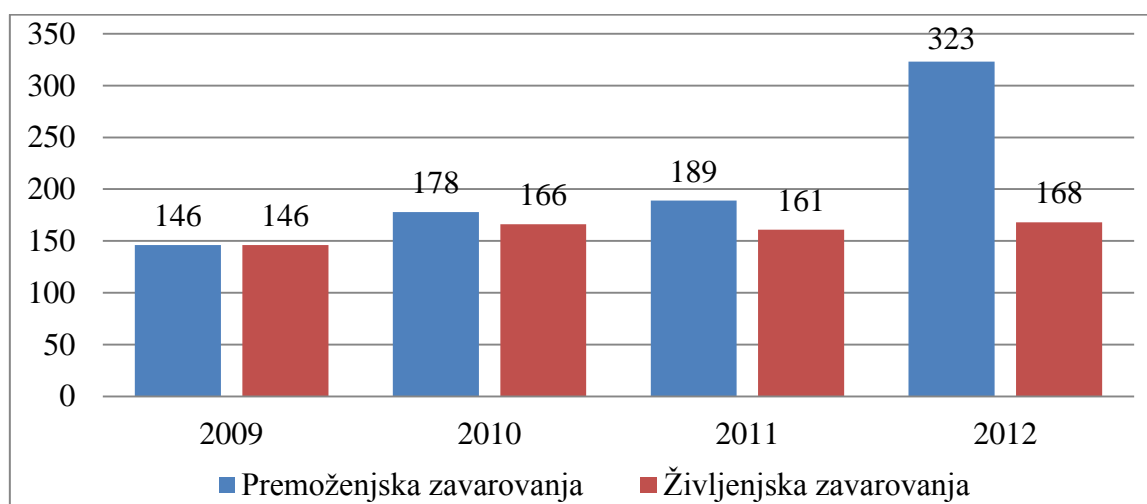
Zakon o zavarovalništvu (ZZavar, Ur. list RS, št. 99/2010-UPB7) določa, da mora zavarovalnica zagotoviti razpolaganje z ustreznim kapitalom glede na obseg in vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh poslov (kapitalska ustreznost). Zavarovalnica mora poslovati tudi tako, da je v vsakem trenutku sposobna pravočasno izpolnjevati zapadle obveznosti (likvidnost), ter da je trajno sposobna izpolniti vse svoje obveznosti (solventnost). ZZavar in Sklep o spremembi zneskov za izračun minimalnega kapitala in zneskov zajamčenega kapitala zavarovalnic (Ur. list RS, št. 102/2012) določata zakonske omejitve glede kapitalskih zahtev. Natančneje, v 110. členu ZZavar najdemo določila za izračun zahtev minimalnega kapitala zavarovalnice, ki opravlja zavarovalne posle v skupini premoženjskih zavarovanj. Zahteve se izračunajo na podlagi premijskega oziroma škodnega količnika, ki sta seveda odvisna od višine premij in škod zavarovalnice (višje premije in škode pomenijo višje količnike in kapitalske zahteve). Po izračunu obeh količnikov mora zavarovalnica za kapitalske zahteve uporabiti tistega, ki je višji. ZZavar v 111. členu določa minimalni kapital zavarovalnice, ki opravlja zavarovalne posle v skupini življenjskih zavarovanj. Na izračune najbolj vplivajo matematične rezervacije in znesek tveganega kapitala. Na izračune kapitalskih zahtev za pokojninska zavarovanja najbolj vplivajo rezervacije, administrativni stroški in tvegani kapital.

V 141. členu ZZavar lahko najdemo zakonske omejitve za izplačevanje dividend. Člen določa, da **zavarovalnica ne sme izplačati dobička** niti v obliki vmesne dividende oziroma dividende niti v obliki izplačila iz naslova udeležbe v dobičku uprave družbe, nadzornega sveta oziroma zaposlenih, v naslednjih primerih:

- če je kapital zavarovalnice manjši od minimalnega kapitala,
- če bi se kapital zavarovalnice zaradi izplačila dobička zmanjšal tako, da ne bi več dosegal minimalnega kapitala,
- če zavarovalnica ne zagotavlja najmanjšega obsega likvidnosti, določenega v 109. členu,
- če zavarovalnica zaradi izplačila dobička ne bi več zagotavljala najmanjšega obsega likvidnosti, določenega v 109. členu,
- če je Agencija za zavarovalni nadzor zavarovalnici odredila odpravo kršitev v zvezi z napačnim izkazovanjem aktivnih oziroma pasivnih bilančnih postavk, katerih pravilno izkazovanje bi vplivalo na izkaz poslovnega izida zavarovalnice, in zavarovalnica ni ravnala v skladu s to odredbo o odpravi kršitev.

Zavarovalnica po zakonu torej ne sme izplačevati dividend, če med drugim ne izpolnjuje zahtev glede minimalnega kapitala. Zavarovalnica Triglav te zahteve več kot uspešno izpolnjuje, kar prikazuje spodnja slika. Po indeksu pokritosti zahtevanega kapitala z minimalnim kapitalom lahko vidimo, da bi zavarovalnica Triglav lahko uspešno izplačevala dividende, saj močno izpolnjujejo zakonske zahteve glede minimalnega kapitala.

Slika 5: Indeks pokritosti zahtevanega kapitala z minimalnim kapitalom zavarovalnice Triglav.



Vir: Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012; Poslovno poročilo Skupine Triglav za leto 2012, 2013.

Direktiva Solventnost II

Naslednje zakonske omejitve glede kapitalne ustreznosti postavlja direktiva Solventnost II, ki je nova zakonodaja na področju zavarovalništva in pozavarovalništva v Evropski Uniji. Implementacija direktive je bila sprva predvidena za leto 2013, nato pa so jo premestili na leto 2016. Prinesla bo spremembe na mnogih področjih, na področju kapitalnih zahtev pa bo prinesla kapitalne zahteve, ki temeljijo na tveganjih. Direktiva bo tako omogočila zavarovalnicam, da na podlagi primerne upravljanja tveganj in zanesljivih internih kontrol zmanjšajo svoje kapitalne zahteve. Zavarovalnice z neprimernim upravljanjem tveganj in neprimernimi internimi kontrolami bodo imele višje kapitalne zahteve. Kot pod trenutno zakonodajo bodo morale zavarovalnice vzpostaviti tehnične rezervacije za kritje morebitnih škod. Vendar po Solventnosti II naj bi bile tehnične provizije enake znesku, ki bi ga bila pripravljena plačati druga zavarovalnica ob morebitnem prevzemu obveznosti oziroma rezervacij. Kapitalni model postavlja dve vrsti kapitalnih zahtev. Najstrožja zahteva je MCR (zajamčeni kapital). Kršenje te kapitalne zahteve pa povzroči resno intervencijo s strani regulatorja in mu dovoli poseg v poslovanje zavarovalnice. Manj stroga kapitalna zahteva je SCR (minimalni kapital), ki jo lahko zavarovalnica izračuna s pomočjo standardnih formul ali pa svojih internih modelov. Izračun SCR določi kapitalno zahtevo, ki omogoči zavarovalnici, da ostane solventna v obdobju enega leta z 99,5% verjetnostjo. MCR predstavlja 25 do 45% zneska kapitalne zahteve SCR (Merhar, 2007; QIS5 Technical Specifications, 2013; Solvency II implementation date, 2013; Solvency II requirements, 2013; SOLVENCY II: Frequently Asked Questions (FAQs), 2013; Solvency II: An Overview, 2013).

Kapitalska ustreznost glede na bonitetno oceno

Presoja kapitalske ustreznosti glede na kapitalski model bonitetne agencije Standard & Poor's je bistveni sestavni del procesa podeljevanja bonitetne ocene. Kapitalska zahteva bonitetne agencije je praviloma višja in strožja od kapitalske zahteve po lokalni zakonodaji (Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012).

Sam opis modela in kapitalskih zahtev modela S&P podrobneje predstavljam na strani 82. Triglav potrebuje čim boljše bonitetno oceno zaradi dostopa do novega kapitala, predvsem pa cenejšega kapitala. V prihodnosti bi lahko potreboval dodaten kapital zaradi različnih razlogov. Enega predstavljajo priložnosti za rast. Predsednik uprave zavarovalnice omenja tudi želje po nakupih novih zavarovalnic na Balkanu, ki ima visoke obete za rast. Pri tem direktor prizna, da Triglav za nakupe nima zadostnega kapitala. To pomeni, da bi potreboval dokapitalizacijo. Torej se že nakazujejo možnosti, da bi Triglav v prihodnosti iskal dodatna sredstva na kapitalskih trgih. Primerna bonitetna ocena bi zvišala zaupanje investitorjev in tako tudi znižala stroške iskanega kapitala oziroma zahtevane donose na ta kapital. Skupini Triglav je sicer februarja 2013 bonitetna hiša Standard & Poor's znižala dolgoročno bonitetno oceno z A- na BBB+, kasneje, še istega meseca, pa je bonitetna hiša AM Best podelila odlično dolgoročno bonitetno oceno A- (Bonitetna agencija AM Best podelila dolgoročno bonitetno oceno A- Skupini Triglav, 2013; Hočevnar, 2013; Lipnik, 2013; Lončar, 2013).

Kapitalska ustreznost finančnega konglomerata

Skupina Triglav, Abanka Vipava, d.d. in njene odvisne družbe sestavljajo finančni konglomerat. Ravno zato je potrebno upoštevati tudi kapitalske zahteve finančnega konglomerata. Zakon o finančnih konglomeratih (ZFK, Ur. list RS, št. 43/2006) narekuje, da finančni konglomerat redno spremlja svojo kapitalsko ustreznost z izračunavanjem konsolidiranega razpoložljivega kapitala in pri tem upošteva kapitalske zahteve vseh sektorjev, zastopanih v finančnem konglomeratu (zavarovalništvo, bančništvo, upravljanje premoženja) (Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012).

Obstajajo tudi omejitve za izplačila dividend, ki se navezujejo na obveznice. Zavarovalnica Triglav ima dve seriji podrejenih obveznic (nominirane v evrih in z nespremenljivo obrestno mero). Prve so leta 2003 pod oznako ZT01 pričele kotirati na trgu obveznic Ljubljanske borze, d.d. Skupna nominalna vrednost celotne izdaje znaša 10.998.000 EUR. Zadnji kupon in glavnica zapadeta 20.10.2013. Druga serija je bila izdana 30. 11. 2009 v skupni nominalni vrednosti 30 milijonov EUR. Te kotirajo na borzi v Ljubljani z oznako ZT02, zadnji kupon in glavnica pa zapadeta 21.3.2020. Z izdajo obveznic se zavarovalnica Triglav sicer ni zavezala kakšnim omejitvam pri investicijski politiki, finančni politiki, izplačilu dividend. Bi pa zavarovalnica vsekakor morala biti finančno pripravljena na izplačilo glavnice in kupona ter pri tem ne znižati dividend (Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012; Prospekt za organizirano trgovanje prve izdaje obveznic Zavarovalnice Triglav, d.d., 2013).

Obstaja še ena omejitev pri izplačevanju dobička zavarovalnice oziroma oblikovanju dividendne politike. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1, Ur. list RS, št. 42/2006) v 64. členu določa, da se druge rezerve iz dobička lahko uporabijo za katerekoli namene, razen v

primeru iz 5. odstavka tega člena, ali če statut določa drugače. Torej po ZGD-1 družba lahko izplača dividende ne samo iz tekočega rezultata in zadržanega čistega poslovnega izida, ampak tudi iz drugih rezerv iz dobička. Leta 2010 je zavarovalnica spremenila svoj statut (natančneje 31. člen) in v bilanci oblikovala postavko druge rezerve iz dobička. Statut določa, da dividende ne smejo biti izplačane iz drugih rezerv dobička. Postavka druge rezerve iz dobička je za dividendno politiko relevantna, ker je leta 2011 zavarovalnica prenesla 160 milijonov EUR iz postavke zadržani čisti poslovni izid (od koder lahko izplačuje dividende) v postavko druge rezerve iz dobička (od koder po statutu ne sme izplačevati dividend). Tako je močno omejila dividende na tekoče rezultate oziroma zadržane čiste poslovne izide. Te spremembe so prikazane v spodnji tabeli (Letno poročilo Skupine Triglav za leto 2009, 2010; Letno poročilo Skupine Triglav za leto 2010, 2011; Letno poročilo Skupine Triglav 2011, 2012; Statut Zavarovalnice Triglav, d.d., 2013).

Tabela 36: Oblikovanje rezerv iz dobička, ki jih Skupina Triglav ne sme porabiti za izplačevanje dividend (v EUR)

	Druge rezerve iz dobička	Zadržani čisti poslovni izid	Prenos sredstev iz postavke zadržani čisti poslovni izid v druge rezerve iz dobička	Prenos sredstev iz čistega dobička v druge rezerve iz dobička
31.12.2009	Te postavke še ni.	271.086.497	/	
31.12.2010	16.000.000	269.153.671	/	16.000.000
31.12.2011	176.000.000	61.135.220	160.000.000	/
31.12.2012	201.000.000	86.769.095	/	25.000.000

Vir: Letna poročila Skupine Triglav od leta 2009 do leta 2012.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, da je imela zavarovalnica leta 2010 na voljo nekaj manj kot 270 milijonov EUR za izplačilo dividend (plus tekoči rezultat oziroma dobiček). Po prenosu sredstev v postavko drugih rezerv iz dobička pa je imela zavarovalnica na voljo samo še nekaj več kot 61 milijonov EUR. To je močno omejilo možnosti za višje dividende, izplačilo posebnih dividend, ali pa odkupe lastnih delnic. Je pa zavarovalnica po ZGD-1 omejena na vplačila v postavko druge rezerve iz dobička, saj lahko tja uvrsti največ 50% letnega rezultata oziroma dobička. Tako iz vsega tega sklepamo, da zavarovalnica v prihodnosti namerava izplačevati dividende predvsem iz tekočih rezultatov. Sicer nisem nikjer v letnih poročilih zasledil razloga, zakaj bi zavarovalnica delničarjem na tak način onemogočila dostop do sredstev. Prvi razlog bi lahko bil, da so ta sredstva namenjena za večjo varnost in stabilnost zavarovalnice. Drugi razlog bi bili mogoče morebitni prevzemi. Tretji razlog bi lahko bil tudi, da ima zavarovalnica na voljo kapital in ji ni potrebno iskati novega kapitala na finančnih trgih, kjer je trenutno zelo drag in zelo težko dostopen (v statutu 5. a člen sicer dovoljuje upravi, da poveča osnovni kapital zavarovalnice za največ 11.055.208,77 EUR z izdajo novih delnic). Dodal bi še, da statut pooblašča upravo tudi za izplačevanje vmesnih dividend glede na predvideni bilančni dobiček, če predhodni obračun za preteklo poslovno leto izkazuje dobiček. Pri tem mora uprava dobiti odobritev nadzornega sveta. Zavarovalnica Triglav bi lahko torej po zgledu zavarovalnic iz Velike Britanije izplačevala celo vmesne dividende med letom (Statut Zavarovalnice Triglav, d.d., 2013).

3.2 Dividendna politika preostalih podjetij v Sloveniji

Raziskal sem tudi dividendne politike podjetij prve kotacije na borzi v Ljubljani, da bi tako ugotovil, kako se le-ta prilagajajo specifikam kapitalskega trga v Sloveniji. Na podlagi tega vpogleda lahko dobimo še dodatne temelje pri oblikovanju končnih predlogov dividendne politike. Skupina **Gorenje** ima politiko, da za letno izplačilo dividend nameni do tretjine čistega poslovnega izida tekočega poslovnega leta. **Intereuropa** je imela 2007 dolgoročno stabilno politiko izplačevanja dividend. Naslednje leto je spremenila dividendno politiko in je sedaj usklajena z načrtovano rastjo in investicijskim ciklom koncerna. Od 2009 naprej niso izplačali dividend. **Nova KBM** je glede svoje politike bolj jasna. Politika izplačila dividend za poslovna leta 2009, 2010, 2011 in 2012 predvideva letna izplačila dividend v višini 30%, 35%, 35% in 35% čistega dobička. Izplačevanje dividend se izvaja le v primeru, če ni ogrožena kapitalska ustreznost Nove KBM ali Skupine Nove KBM. Tako vidimo, da je finančnim inštitucijam kapitalska ustreznost na prvem mestu. **Krka** zasleduje politiko stabilne rasti dividend. V letih 2007 do 2011 je izplačala med 24 in 28% dobička. Lahko rečemo, da izplačajo med 20% in 30% dobička. **Luka Koper** je v letnem poročilu 2011 zapisala, da v prihodnosti načrtuje izplačevati do ene tretjine ustvarjenega čistega poslovnega izida obdobja. **Mercatorjeva** Uprava skupaj z Nadzornim svetom vsako leto znova preuči primernost višine dividende glede na poslovne in finančne dejavnike, o njihovem izplačilu pa odloča skupščina delničarjev. **Petrol** v letnem poročilu 2011 poroča, da Uprava družbe zagovarja dolgoročno stabilno politiko dividend. Ta najbolj ustreza dolgoročnim razvojnim potrebam družbe, saj zagotavlja višjo stopnjo predvidljivosti poslovnih donosov in dolgoročno stabilno ceno delnice. **Pozavarovalnica Sava** ni izplačevala dividend zaradi želje po doseganju ciljnega razmerja med zahtevanim in minimalnim kapitalom. Ko bo dosegla ciljno razmerje, bo začela izplačevati dividende. Trenutna edina omejitev pri tem so kapitalske zahteve Solventnosti II, ki še niso natančno znane. Bi pa želeli imeti v prihodnosti stabilno dividendno politiko. Politika dividend **Telekoma Slovenije** temelji na deležu oziroma odstotku od neto dobička, ki ga dovoljuje optimalni predračun investicij skladno z razvojnim načrtom. Pri odločanju o dividendi ima torej prednost zagotavljanje sredstev za investicije, s tem pa naj bi se večala tudi vrednost delnice. Uprava je pooblaščenca, da izplačuje dividende tudi med letom glede na predviden dobiček tekočega leta. Do konca leta 2003 so odkupili 30.000 lastnih delnic, do danes pa je to število ostalo nespremenjeno (Dividendna politika in odobreni kapital, 2013; Gorenje Letno poročilo 2009; Intereuropa letno poročilo 2007, 2008; Intereuropa letno poročilo 2008, 2009; Krka letno poročilo 2011, 2012; Letno poročilo 2011 Luka Koper, 2012; Letno poročilo 2011 Petrol, 2012; Nova KBM Dividende, 2013; Sava Re Letno poročilo 2011, 2012; TelekomSlovenije Letno poročilo 2011, 2012).

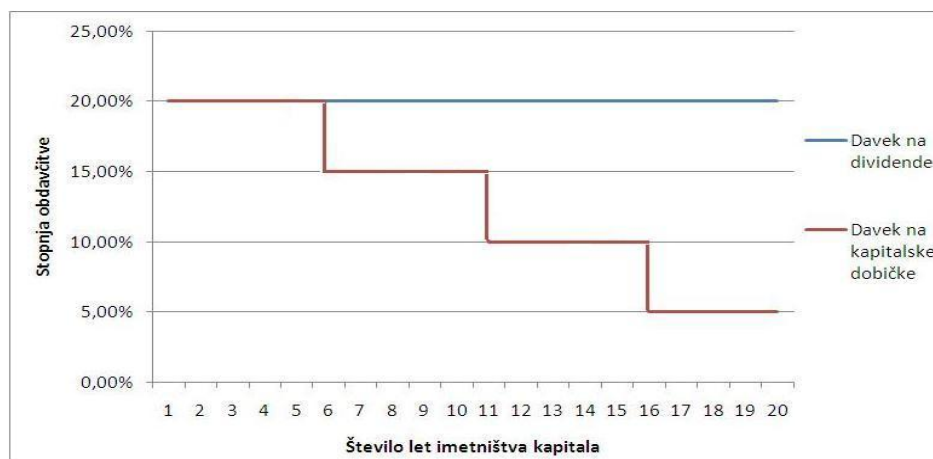
Iz opisanih dividendnih politik lahko vidimo, da podjetja v Sloveniji zasledujejo stabilne dividende, ali pa prilagajajo dividende tekočim poslovnim rezultatom. Nakupe lastnih delnic v tem času opravlja Krka. Lastne delnice je odkupoval tudi na primer Hram holding. Odkupe lastnih delnic na Ljubljanski borzi vidimo v manjšem obsegu, le-ti pa nimajo enakega cilja kot odkupi v tujini, kjer želijo vrniti dobiček delničarjem (ali povečati kazalec EPS). Iz tega sklepam, da podjetja raje izplačujejo dividende, kar pa tudi pomeni, da investitorji na slovenskem trgu kapitala bolj cenijo dividende (Nakup lastnih delnic, 2013).

3.3 Davki Republike Slovenije

Ker delnice Zavarovalnice Triglav kotirajo samo na Ljubljanski borzi, to pomeni, da so investitorji podvrženi določilom zakonodaje Republike Slovenije in s tem tudi njenim davkom. Davčni sistem Slovenije obdavči dobičke dvakrat. Najprej je obdavčen dobiček pravnih oseb z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2, Ur. list RS, št. 117/2006) po stopnji 20% oziroma 20% od davčne osnove. Vprašanje je, kako ta davek vpliva na donos delničarjev. V izkazu poslovnega izida imamo postavko dobiček obdobja pred davki (angl. *earnings before taxes*), od katere odštejemo davek na dobiček pravnih oseb oziroma davek od dohodka pravnih oseb. Stopnja tega davka od leta 2010 naprej znaša 20% (od davčne osnove in ne od dobička pred davki) in torej zniža čisti dobiček, del katerega se potem porabi za izplačilo dividend. Celotna masa za izplačilo delničarjem se torej zniža zaradi tega davka. Nato so dobički še enkrat obdavčeni glede na obliko izplačila (dividenda ali odkupi delnic).

Dohodki, ki jih investitorji lahko pričakujejo od delnic, so kapitalski dobički in dividende. Obdavčitev le-teh urejata Zakon o dohodnini – ZDoh-2 (Ur. list RS, št. 13/11–UPB7) in Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (Ur.l. RS, št. 65/2008, v nadaljevanju ZDDOIFI). Dohodek iz kapitala fizičnih oseb predstavljajo obresti, dividende in dobiček iz kapitala. Od teh se je do konca 2012 izračunala in plačala dohodnina po stopnji 20% od davčne osnove in se štela kot dokončen davek. Dohodnina se je pri obrestih iz naslova lastništva dolžniških vrednostnih papirjev izračunala in plačala od davčne osnove v letu 2007 po 15% stopnji, v naslednjih letih pa po 20% stopnji. Pri dividendah in dobičku iz kapitala je bila do konca 2012 stopnja davka 20%, pri čemer se je stopnja obdavčitve pri dobičku iz kapitala zniževala vsakih pet let imetništva kapitala in znašala 15% po dopoljenih petih letih imetništva kapitala, 10% po desetih letih imetništva kapitala, 5% po petnajstih letih imetništva kapitala, 0% po dvajsetih letih imetništva kapitala. ZDDOIFI določa še celo, da se z odsvojitvijo izvedenega finančnega instrumenta pred potekom dvanajstih mesecev imetništva izvedenega finančnega instrumenta oziroma dvanajstih mesecev od sklenitve posla, izračuna in plača od davčne osnove po stopnji 40% (Kakšna je obdavčitev ustvarjenega donosa?, 2012).

Slika 6: Stopnje obdavčitve dividend in kapitalskih dobičkov v Sloveniji



Spremembe teh zakonskih določb so prišle z Zakonom za uravnoteženje javnih financ (Uradni list RS, št. 40/12; v nadaljevanju: ZUJF), ki je spremenil Zakon o dohodnini. Tako se po novem za dohodek iz kapitala, ki je prejet ali dosežen od 1. januarja 2013 dalje, dohodnina izračuna in plača po višji stopnji od prejšnje (ta je bila 20%), in sicer po stopnji 25%. Torej bodo investitorji od začetka drugega leta do konca petega leta po novem plačevali davek na kapitalski dobiček po stopnji 25%. Ostale stopnje v nadaljnjih letih se niso spremenile in ostajajo enake (Odziv pristojnega organa, 2012; Ravbar, 2012).

Na drugi strani imamo institucionalne investitorje oziroma investitorje, ki so pravne osebe. Najprej bi začel s samostojnimi podjetniki, ki v bistvu niso pravne osebe, ampak so fizične osebe. Ravno zato za njih veljajo enaka določila kot za fizične osebe. Davčne stopnje za pravne osebe določa Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (v nadaljevanju ZDDPO). Pravne osebe, ki so rezidenti Slovenije, **ne plačajo davka na dividende**, če podajo davčno številko. Pravne osebe, ki niso rezidenti Slovenije, imajo 15% akontacijo davka na dividende, lahko pa uveljavljajo znižanje na podlagi mednarodnih sporazumov. So seveda tudi izjeme. Izjema je izplačilo dividend brez davčnega odtegljaja družbi v Švicarski federaciji po posebnem sporazumu med Evropsko skupnostjo in Švicarsko konfederacijo o ukrepih, enakovrednih tistim iz Direktive Sveta 2003/48/ES o obdavčenju dohodka od prihrankov v obliki plačil obresti, vendar ob izpolnjenih pogojih (najmanj 25% udeležba v odvisni družbi vsaj dve leti). Posebna določila veljajo za pravne osebe s sedežem v EU. Izplačilo dividend odvisnih družb matični družbi v drugo državo članico EU ni obdavčeno, če ima prejemnik dividende najmanj 10% vrednosti ali števila delnic ali deležev v delniškem kapitalu, osnovnem kapitalu ali glasovalnih pravicah osebe, ki deli dobiček. Drugi pogoj pri tem je, da lastniška udeležba traja najmanj štiriindvajset mesecev. Vzajemnim in pokojninskim skladom davek na dividende ni obračunan in predložitev davčne številke ni obvezna (Kaj moram vedeti o izplačilu dividend?, 2013; Obdavčitev izplačila dobička družbeniku, 2012).

Kapitalski dobički so za pravne osebe po ZDDPO-2 praviloma obdavčeni po 20% davčni stopnji in se ne izvzamejo iz davčne osnove v celoti. Podjetja morajo torej v vsakem primeru v davčno osnovo vključiti kapitalske dobičke, kar jim poveča davčno osnovo. Zavezanci lahko kljub temu 50% ustvarjenega kapitalskega dobička izvzamejo iz davčne osnove, če izpolnijo tri pogoje. Ti so: davčni zavezanec, ki ustvari dobiček, je bil imetnik najmanj 8% lastniškega deleža in je čas trajanja te udeležbe bil najmanj šest mesecev, ter če je v tem obdobju davčni zavezanec zaposloval nepretrgoma in za poln delovni čas vsaj eno osebo. Tuji investitorji po določbah ZDoh-2 ne plačujejo dohodnine od dobička iz kapitala pod pogojem, da ima dobiček iz kapitala vir v Sloveniji in če lastniški delež, ki ga nerezident odproda, ni del pretežnega lastniškega deleža (tj. lastniškega deleža, na podlagi katerega je imel zavezanec v preteklih petih letih pred odsvojitvijo deleža, neposredno ali posredno preko povezanih oseb, vsaj 10% delež glasovalnih pravic ali vsaj 10% delež v kapitalu). Po ZDDPO so investicijski skladi, pokojninski skladi, družbe tveganega kapitala in zavarovalnice, ki lahko izvajajo pokojninski načrt v skladu z zakonom, oproščeni davka. Investicijski skladi oziroma vzajemni skladi so opravičeni plačila davka, če so do 30. novembra tekočega obdobja razdelili najmanj 90% poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja (Delnice, 2012; KAPITALSKI

DOBIČKI Z VIDIKA ZAKONA O DOHODKU PRAVNIH OSEB, 2012; ZDDPO-2, Ur. list RS, št. 117/2006).

3.4 Predlagane dividendne politike zavarovalnice Triglav

Število raziskav o trgu kapitala v Sloveniji je dokaj omejeno, še posebej na temo dividendnih politik. Sam trg kapitala v Sloveniji je zelo majhen. Če pogledamo samo na borzo, vidimo, da je bila celotna tržna kapitalizacija podjetij na Ljubljanski borzi 30. decembra 2012 4,9 milijarde EUR (Ljubljana Stock Exchange, 2013).

Domači primarni trg kapitala je nerazvit in to povzroča težave pri zaprtih in javnih družbah (tiste, ki kotirajo na Ljubljanski borzi), ter vpliva na njihovo zadolževanje in optimalno kapitalsko strukturo. Tudi samo raziskovanje oziroma preverjanje dejavnikov teorij, ki opisujejo stanje na razvitih trgih kapitala, ni mogoče neposredno prenesti na slovenski trg kapitala, saj zanj še vedno veljajo posebnosti. Največja posebnost slovenskega trga kapitala je proces koncentriranja in konsolidiranja lastništva. S koncentracijo se namreč zmanjšuje likvidnost trga, kar zmanjšuje možnost odprodaje lastniških deležev velikih lastnikov po sprejemljivi ceni, s tem pa vpliva tudi na njihove preference po dividendah. Ravno tako so državni skladi oziroma organizacije zainteresirane za višje dividende, saj morajo le-ta v proračun prispevati sredstva (Berk Skok, 2007; Mramor, 1996; Slapničar, 2004).

Investitorji na slovenskem trgu kapitala so ravnodušni do kapitalskih dobičkov. Problem na slovenskem trgu je tudi notranje lastništvo, saj naj bi lastniki želeli višje donose (v obliki plač ali dividend), zunanji investitorji pa so nezaupljivi zaradi nemoči upravljanja nad njihovimi sredstvi. Trg v bistvu zahteva, da mora biti dividenda stabilna, padci dividend pa so nezaželeni. Nekaj raziskav potrjuje mnenje o slabši razvitosti slovenskega trga kapitala in investitorjih na tem trgu, ki jim je bolj všeč dividenda kot pa kapitalski dobički. Ravno zato slovenska podjetja prilagajajo svoje dividendne politike tem razmeram (opis na strani 76). V zaključku sedaj predstavljam tri dividende politike, ki bi bile, glede na moje raziskave, primerne za zavarovalnico Triglav. Pri oblikovanju mojih predlogov končne dividende politike sem torej upošteval specifične slovenskega trga, specifične finančnega sektorja, rezultate akademskih oziroma empiričnih raziskav in rezultate analize primerjalnih zavarovalnic (Mramor, 1996; Slapničar, 2004).

Vsi predlogi postavljajo na prvo mesto kapitalsko ustreznost. Zavarovalnica Triglav mora glede na svoj posel najprej izpolnjevati kapitalske zahteve. Temelj so seveda zakonske zahteve, ki sploh dovoljujejo delovanje zavarovalnice. Zavarovalnica bi nato morala postaviti prednost kapitalskim zahtevam po direktivi Solventnost II, ki bo v prihodnje (od leta 2016) postavljala zakonske zahteve. Zavarovalnica mora torej najprej natančno določiti kapitalske potrebe oziroma določiti svojo ciljno solventnost (indeks pokritosti zahtevanega kapitala z minimalnim kapitalom). Pri analizi tujih zavarovalnic sem opazil, da se le-te trudijo imeti ciljno solventnost med 200% in 250% in ravno ta vrednost bi bila primerna tudi za zavarovalnico Triglav. Naslednji cilj je imeti zadosten obseg kapitala, ki bo omogočil obdržanje bonitetnih ocen. Večina tujih zavarovalnic to omejitev postavi v dividendno

politiko, ker se zaveda pomena bonitetnih ocen. V globaliziranem svetu je ta še kako pomembna, še bolj pa je pomembna, če želiš privabiti investitorje. Vsekakor bonitetna ocena pomaga tudi pri širjenju poslovanja na tuje trge. Za dodatno varnost in stabilnost poslovanja bi se torej skupina morala truditi obdržati minimalno bonitetno oceno, ki je na investicijskem nivoju. To pomeni, da mora Skupina Triglav izpolnjevati kapitalske zahteve, ki jim omogočajo vsaj bonitetno oceno BBB- po modelu S&P. Izpolnjevanje še strožjih zahtev, oziroma da Skupina Triglav izpolnjuje kapitalske zahteve na nivoju bonitetne ocene A, bi bilo še bolj primerno. Glede na to, da je skupina v marcu 2013 pridobila še bonitetno oceno s strani AM Best, bi morala upoštevati tudi kriterije njihovega kapitalskega modela in iskati načine, kako bi izboljšala bonitetno oceno, če je ne vsaj obdržala. V nobenem izmed predlogov dividendne politike nisem vključil odkupov lastnih delnic zaradi prej omenjenih specifik slovenskega trga, kjer imajo investitorji raje dividende, kapitalskim dobičkom pa ne zaupajo. Ostale faktorje dividendne politike sem prilagodil glede na rezultate empiričnih raziskav, raziskav dividendnih politik zavarovalnic in glede na specifikke slovenskega trga kapitala oziroma dividendne politike slovenskih podjetij.

3.4.1 Dividendna politika 1: zadržanje celotnega dobička

V tem predlogu se dividende ne izplačujejo. Celoten dobiček bi se zadržal, delničarji pa bi dobili donose v obliki kapitalskih dobičkov. Zavarovalnica bi izkoristila dobičke za višjo kapitalsko ustreznost in finančno moč ter za širjenje poslovanja. Seveda pri tem predpostavljam, da bo delovala optimalno in racionalno, kar pomeni, da bo poskušala ustvariti čim večje donose s čim manjšim obsegom kapitala. Presežen kapital bi zavarovalnica vračala lastnikom s posebnimi dividendami, ki predstavljajo fleksibilno obliko izplačevanja dobička. Zadržanje dobičkov je boljše za dolgoročni razvoj podjetja, od tega pa imajo koristi zaposleni, stranke, država, finančni trgi. Vodstvo bi se lahko bolj osredotočilo na razvoj in na samo poslovanje. Ne bi se smelo toliko obremenjevati z zagotavljanjem finančnih sredstev za širitev poslovanja in pritiskom s strani delničarjev glede dividend. Problem te dividendne politike leži v specifikki slovenskega trga kapitala, saj so slovenski investitorji nezaupljivi do kapitalskih dobičkov in zato zahtevajo dividende. Zaradi teh omejitev je taka dividendna politika v Sloveniji praktično neuresničljiva.

Naredil sem napovedi poslovanja zavarovalnice v prihodnosti, da bi nato tudi lahko prikazal vpliv dividendne politike. Iz tabele 35 sem izračunal, da je imela zavarovalnica v obdobju od 2004 do 2012 6,93% povprečno rast premije, povprečna premija je znašala 878,66 milijonov EUR, povprečni dobiček je bil 23,33 milijona EUR, povprečni dobiček v povprečni premiji pa je predstavljal 3,34% delež. Na podlagi tega sem naredil napoved rasti premije in dobička do leta 2025, kar prikazujem v tabeli na naslednji strani. Ker je bila od leta 2004 do 2012 povprečna rast premije 6,93%, sem pri napovedovanju v tabeli na naslednji strani uporabil približek in predpostavil 5% letno rast premije v prihodnosti ter 3,34% delež dobička v premiji (ta podatek dobimo, če delimo prej omenjeni povprečni dobiček 23,33 milijona EUR s povprečno premijo 878,66 milijonov EUR).

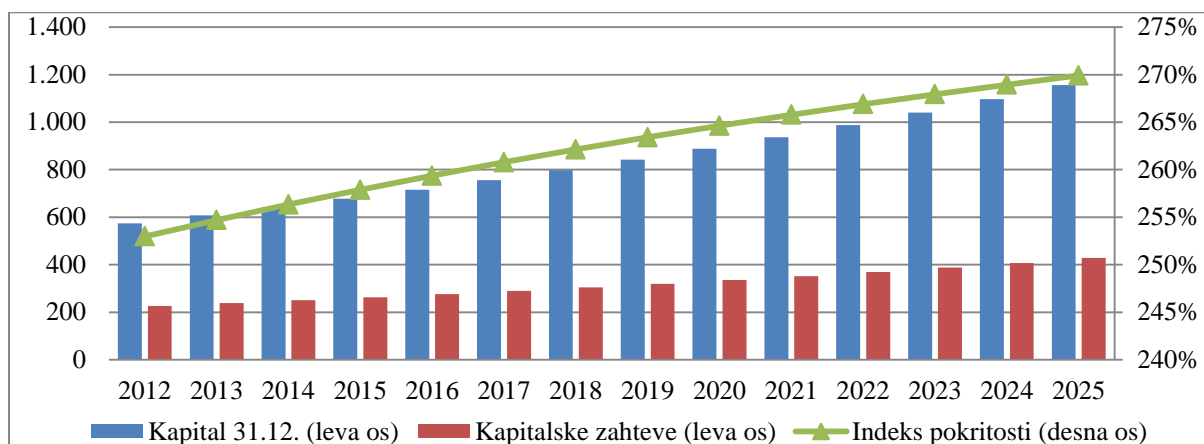
Tabela 37: Napoved premije in dobička Zavarovalnice Triglav do leta 2005 (v milijonih EUR)

Napoved	Premija	Dobiček
2013	983,12	32,82
2014	1.032,27	34,46
2015	1.083,88	36,18
2016	1.138,08	37,99
2017	1.194,98	39,89
2018	1.254,73	41,89
2019	1.317,47	43,98
2020	1.383,34	46,18
2021	1.452,51	48,49
2022	1.525,13	50,92
2023	1.601,39	53,46
2024	1.681,46	56,13
2025	1.765,53	58,94

Nato sem preveril učinek predloga dividendne politike, da zavarovalnica celoten dobiček zadrži in izračunal gibanje kapitala ter indeksa pokritosti kapitalskih zahtev. Najprej sem naredil izračun zakonskih kapitalskih zahtev za zavarovalnico Triglav, ker te informacije niso javno dostopne. Podatke sem dobil iz letnih poročil, izračun pa lahko najdete pod prilogo 18. Izračun sem naredil na temeljni predpostavki, da se za kritje kapitalskih zahtev uporabi zgolj kapital zavarovalnice Triglav. Torej nisem vključil podrejenih obveznosti in ostalih postavk, ki jih kot sredstva za kritje kapitalskih zahtev dovoljuje Sklep o podrobnejšem načinu izračuna kapitala in izpolnjevanju kapitalskih zahtev ter kapitalske ustreznosti zavarovalnic (Ur. list RS, št. 38/2006). Na ta način sem izključil učinek drugih sredstev na kapital in kapitalske zahteve skozi čas. Končni rezultat tako bolj zanesljivo prikazuje učinek dividendne politike na kapital in zakonsko določene kapitalske zahteve. Pri tem sem naredil še nekaj predpostavk, ki pa so v celoti predstavljene v prilogi 18 ob prej omenjenem izračunu zakonskih kapitalskih zahtev zavarovalnice Triglav. V prilogi 19 lahko najdete izračun vpliva prvega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve.

Na naslednji strani na Sliki 7 grafično prikazujem vpliv prvega predloga dividendne politike na kapital in indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom. Za kapitalske zahteve sem predpostavil 5% letno rast, kar je skladno z rastjo poslovanja (5% rast premij). Na model za izračunavanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev sicer najbolj vpliva obseg posla. V naprednejših modelih (S&P, Solventnost II) na kapitalske zahteve vplivajo različna tveganja (struktura investicij, itd.). Vpliva mojih predlogov dividendne politike na kapital zavarovalnice Triglav po Solventnosti II nisem opravil, saj bi bilo to z javnimi informacijami zelo težko. Povrhu vsega pa tudi sam model in zahteve še niso določene in se lahko še zelo spremenijo do implementacije leta 2016.

Slika 7: Prikaz vpliva prvega predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev (v milijonih EUR)



Kot vidimo, se kapital zavarovalnice povečuje, kljub višanju kapitalskih zahtev pa se indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom povečuje. Slednji se povečuje, ker se kapital povečuje v večjem obsegu kot pa kapitalske zahteve.

Preveril sem tudi vpliv dividendne politike na kapital po modelu za izračun bonitetne ocene S&P, saj je njihov model (Standard & Poor's GAAP/IFRS Capital Model Version 3.0) javno dostopen na njihovi spletni strani. V tem modelu zavarovalnice za bonitetno hišo S&P izračunajo kapital in kapitalske zahteve, nato pa na podlagi še večjih drugih faktorjev S&P dodeli bonitetno oceno. Model je torej zgolj le en del dodeljevanja bonitetnih ocen. S&P model je za računanje kapitalskih zahtev od zakonskih določil bolj napreden in upošteva različne vidike tveganj ter upravljanja tveganj. Iz navodil za izpolnjevanje modela in iz samega modela lahko razberemo, da na kapital in kapitalske zahteve vplivajo neopredmetena sredstva, odloženi stroški pridobivanja zavarovanj, oblika podrejenih obveznosti, struktura naložb (geografska, bonitetne ocene, zapadlost), deset največjih izpostavljenosti različnim izdajateljem, struktura in obseg premij, kvaliteta in naprednost sistema upravljanja tveganj, kvaliteta upravljanja sredstev in obveznosti, struktura kapitala in še mnogo drugih dejavnikov. Model nato na podlagi svojih določil (korelacij, standardnih odklonov, deležev) izračuna kapitalske zahteve za zavarovalnico in presežek oziroma primanjkljaj kapitala za pridobitev določene bonitetne ocene. Da bi z javnimi podatki prišel do kapitalskih zahtev zavarovalnice po tem modelu, je praktično nemogoče. Lahko pa sem z javnimi podatki v modelu izračunal približek obsega kapitala, ki je namenjen za kritje kapitalskih zahtev modela, kar pa je zelo primerno za mojo raziskavo, saj dividendna politika oziroma izplačilo dividend po modelu najbolj vpliva ravno na kapital za kritje kapitalskih zahtev in ne na same kapitalske zahteve. Na kapitalske zahteve vplivajo na primer struktura investicij in poslov oziroma rezervacij. Iz navodil za izpolnjevanje modela lahko vidimo, da na kapital za izpolnjevanje kapitalskih zahtev najbolj vpliva sam obseg kapitala (lastniški, dolžniški, hibridni), ki je nato zmanjšan glede na kvaliteto, določen obseg preudarne marže v rezervacijah, za obseg neopredmetenih sredstev in pa še nekaj preostalih faktorjev (Application: Standard & Poor's GAAP/IFRS Capital Model Version 3.0, 2013; Refined Methodology And Assumptions For Analyzing

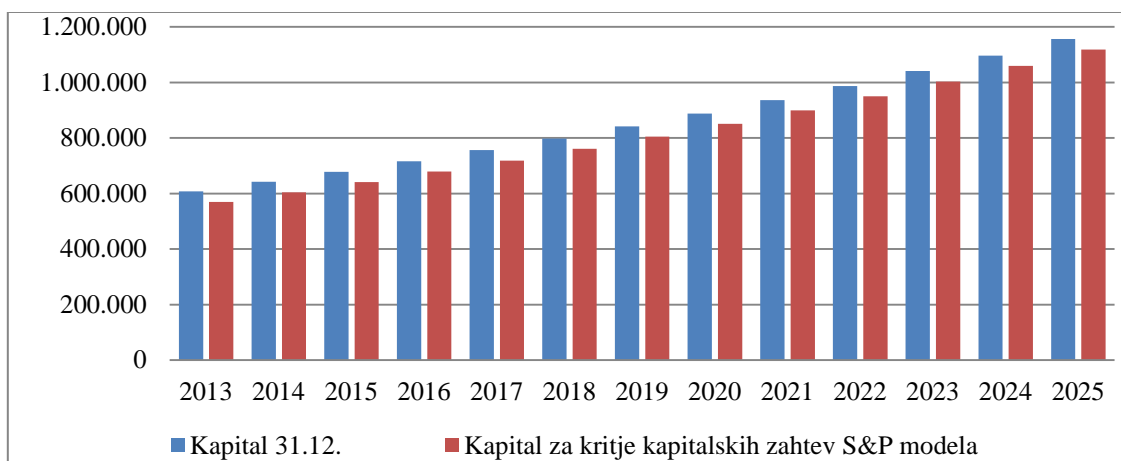
Insurer Capital Adequacy Using The Risk-Based Insurance Capital Model, 2013; Standard & Poor's Insurance Capital Model, 2013).

Model imenuje kapital za kritje kapitalskih zahtev Celotni prilagojeni kapital oziroma TAC (angl. *total adjusted capital*). Izračun in rezultat izračuna kapitala za kritje kapitalskih zahtev za leto 2012 informativno prikazujem za lažje razumevanje v prilogi 20 in prilogi 21. Na TAC vpliva več postavk. Na podlagi javnih podatkov sem pri izračunu uporabil zgolj par postavk, ki sem jih tudi ohranil konstantne skozi proučevani čas. Uporabil sem jih zgolj zato, da sem pridobil čim bolj realni približek dejanskega TAC zavarovalnice v letu 2012, na podlagi katerega sem naredil projekcije za prihodnost. Skozi čas sem spreminjal zgolj dve postavki, na kateri ima dividendna politika največji vpliv. Ti postavki sta: kapital lastnikov obvladujoče družbe in neobvladujoči deleži kapitala, ki se z zadržanjem dobička povečujeta, s plačilom dividend pa znižata. Na vse preostale postavke dividendna politika nima vpliva in so ostale enake kot v letu 2012. Ker sem preostale postavke ohranil enake skozi čas, sem tako lahko zanemaril vpliv ostalih postavk na kapital in izpostavil zgolj vpliv mojih predlogov dividende politike na kapital, ki je na voljo za kapitalne zahteve. Postavke, ki sem jih ohranil enake skozi čas, so:

- struktura kapitala ostaja enaka skozi celotno napoved prihodnosti (98,83% delež kapitala lastnikov obvladujoče družbe in 1,17% neobvladujoči deleži kapitala),
- ostala neopredmetena sredstva skozi celotno obdobje znašajo 65.040.425 EUR,
- dobro ime skozi celotno obdobje znaša 1.817.862 EUR,
- vrednost deleža zavarovalnice v Abanki sem ovrednotil na 7.394.119 EUR konec leta 2012 in predpostavljam enako vrednost do konca leta 2025,
- vrednost podrejenih obveznic zavarovalnice ostaja skozi celotno obdobje enaka kot na koncu leta 2012 (37.025.550 EUR).

Na spodnji sliki grafično prikazujem učinek dividendne politike na kapital zavarovalnice in pa kapital, ki ga lahko zavarovalnica uporablja za kritje kapitalskih zahtev po S&P modelu. Kot lahko vidimo s slike, se oba kapitala povečujeta, kar pomeni pozitiven učinek prvega predloga dividendne politike.

Slika 8: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela po prvem predlogu dividendne politike (v 1000 EUR)

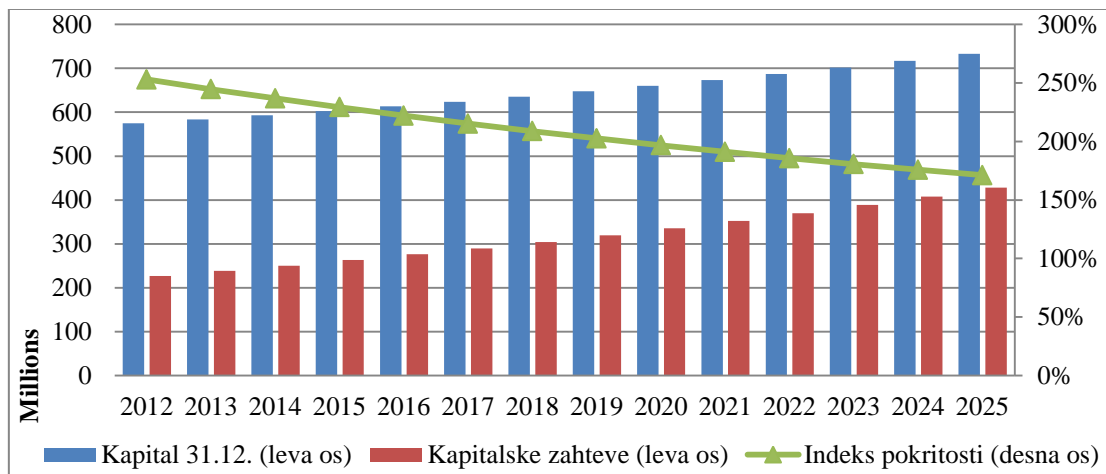


3.4.2 Dividendna politika 2: konstantna dividenda

Zavarovalnica mora na prvo mesto postaviti izpolnjevanje kapitalskih zahtev in zadržanje, če že ne višanje bonitetne ocene. Sama dividenda bi bila vsaj konstantna v slabih gospodarskih časih (izplačevanje iz zadržanih dobičkov), v boljših pa rastoča (izplačevanje iz tekočih poslovnih rezultatov). Nižanje dividende je v tem predlogu nezaželeno. Trenutna kriza je pokazala, kako investitorji v takih časih iščejo pozitivne signale in donose, ki jih ne najdejo v obliki kapitalskih dobičkov. Ohranjanje dividende v slabih časih bi investitorji videli kot zelo pozitiven znak za prihodnje poslovanje in s tem tudi njihove prihodnje donose.

Na spodnji sliki grafično prikazujem rezultate izračunov oziroma vpliv dividendne politike na izpolnjevanje zakonskih kapitalskih zahtev.

Slika 9: Prikaz vpliva drugega predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev

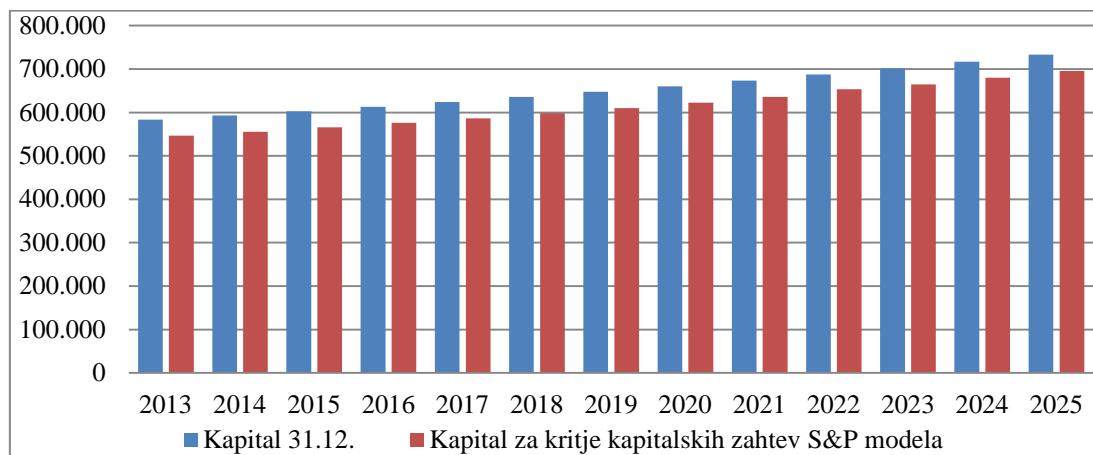


Kot lahko vidimo na zgornji sliki, se v tem predlogu povečujeta kapital in kapitalske zahteve zavarovalnice. Pri izračunih sem uporabil napoved premije in dobička iz tabele 37. Predpostavil sem tudi, da letna rast dividende in kapitalskih zahtev znaša 5%. Zaradi večanja izplačila dividend, kapital zavarovalnice narašča z manjšo stopnjo rasti kot pa kapitalske zahteve. Posledica je upadanje indeksa pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom. Zavarovalnica bi lahko preprečila upadanje indeksa z manjšanjem rasti dividende, ali pa z ohranjanjem dividende na enaki ravni toliko časa, da bi si povečala kapital oziroma kapitalsko ustreznost. Izračun vpliva mojega drugega predloga na kapital zavarovalnice prikazujem v tudi prilogi 22.

Na Sliki 10 na naslednji strani grafično prikazujem učinek predloga dividendne politike na kapital po S&P modelu. Kot lahko vidimo s slike, se obe postavki kapitala povečujeta, kar pomeni pozitiven učinek mojega drugega predloga dividendne politike. Če primerjamo s prvim predlogom, vidimo, da ima zavarovalnica v drugem predlogu v absolutnem znesku na voljo manj kapitala po S&P modelu (manj kot 700 milijonov EUR leta 2025 v drugem predlogu, v prvem predlogu pa več kot 1,1 milijarde EUR). Rezultat je tak, ker je

zavarovalnica po drugem predlogu delež dobička namenila za dividende, medtem ko v prvem predlogu zavarovalnica ni izplačevala dividend in ji zato tudi kapital raste s hitrejšo stopnjo.

Slika 10: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela po drugem predlogu dividendne politike (v 1000 EUR)

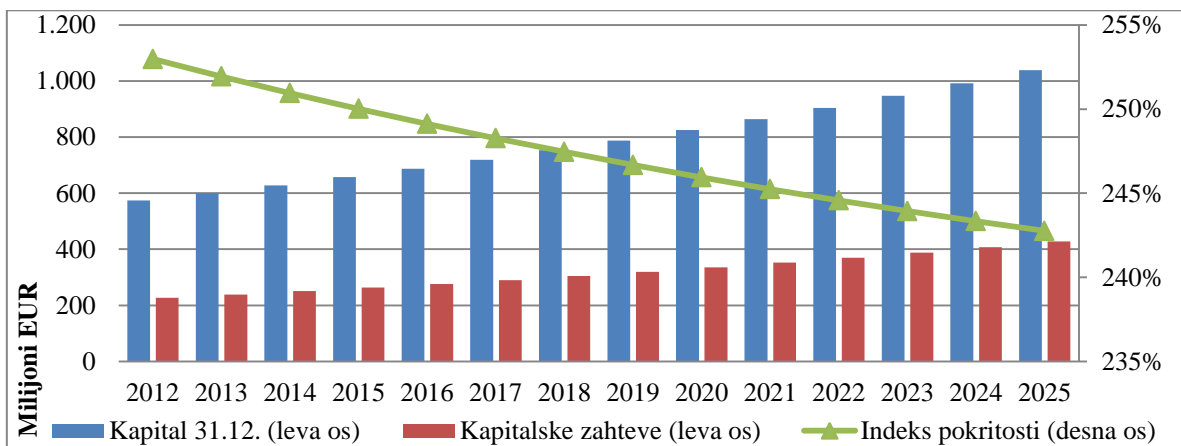


3.4.3 Dividendna politika 3: delno izplačilo dobička

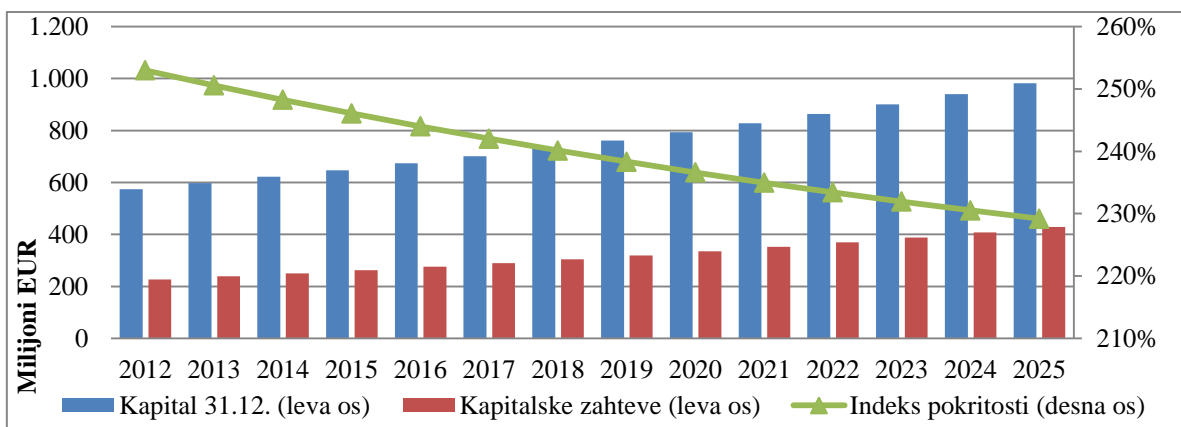
Zadnji predlog zopet daje kapitalski ustreznosti in bonitetni oceni primaren pomen. Dividenda bi bila odvisna od letnega rezultata. Zavarovalnica mora z internimi informacijami natančno oceniti, koliko kapitala potrebuje za zadostitev kapitalskih zahtev in zadržanje bonitetne ocene. Več kapitala kot potrebuje, manjši delež letnega dobička bi izplačevala. Predlagal bi, da v normalnih okoliščinah izplačuje med 20% in 40% dobička. To razmerje v zavarovalniški panogi v normalnih okoliščinah omogoča primerno stopnjo zadržanega kapitala, ki je potreben za podporo rasti in privlačne dividendne donosnosti. Delež oziroma odstotke bi prilagajali glede na kapitalske zahteve, bonitetno oceno, poslovne obete, gospodarsko okolje. Predlog dopušča tudi nižanje dividende in tudi neizplačilo dividende. Ob analizi drugih zavarovalnic sem opazil, da je bil ob uspešnem poslovanju, dobrem ugledu in tržni uveljavljenosti učinek nižanja dividend kratkotrajen, če je seveda do negativnih posledic sploh prišlo. Ugledne in uspešne zavarovalnice so si hitro opomogle (gledano z vidika poslovanja, tržne kapitalizacije in višine dividende). Delnice so si opomogle ravno zaradi ugleda in zaupanja investitorjev. Zavarovalnice bi morale torej razumeti, da nižanje dividend (ob dobrem ugledu) ne pomeni slabega signala. Zaradi nižanja bodo izboljšale svojo kapitalsko ustreznost, kasneje, po ponovni vzpostavitvi želene kapitalske ustreznosti, pa bodo delničarjem nudile nadpovprečne donose. Na drugi strani bi investitorji morali razumeti volatilitnost v finančnem sektorju. V trenutnem socialnoekonomskem modelu predstavljajo zavarovalnice enega izmed temeljev za razvoj in sploh normalno delovanje družbe ter gospodarstva. Zaradi osnovne dejavnosti (upravljanja tveganj) so nenadomestljive. Družba jih preprosto potrebuje in zato bodo težko dolgo poslovale negativno. Investitorji bi torej morali razumeti, da bi v boljših časih zavarovalnice ponujale nadpovprečne donose, kot je razvidno tudi iz pregleda donosov delničarjev prej raziskanih zavarovalnic. Tukaj tudi predlagam, da v boljših razmerah zavarovalnica vračala presežen kapital s posebnimi dividendami, katere bi slovenski trg verjetno sprejel bolje kot pa odkupe lastnih delnic.

Za prikaz vpliva dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve zavarovalnice sem opravil tri izračune, ki jih predstavljam v prilogah 23, 24, 25. Pri tem sem predpostavil tri različne deleže izplačila dobička (20%, 30%, 40%), da bi tako prikazal gibanje kapitala po treh različnih scenarijih.

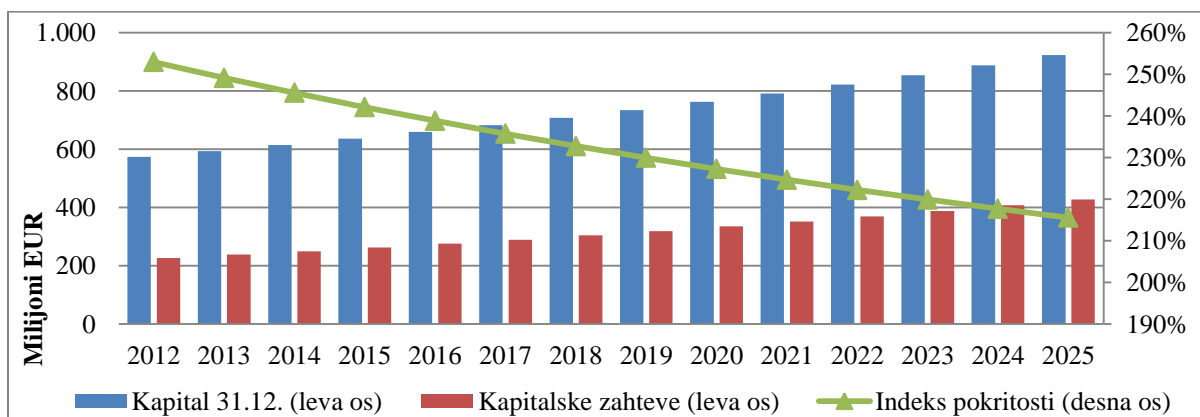
Slika 11: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 20% dobička



Slika 12: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 30% dobička

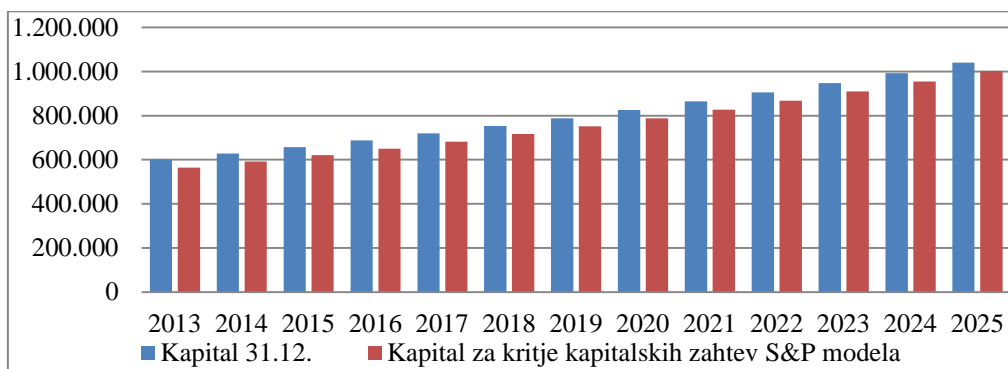


Slika 13: Prikaz vpliva predloga dividendne politike na izpolnjevanje zakonsko določenih kapitalskih zahtev, če zavarovalnica letno izplača 40% dobička

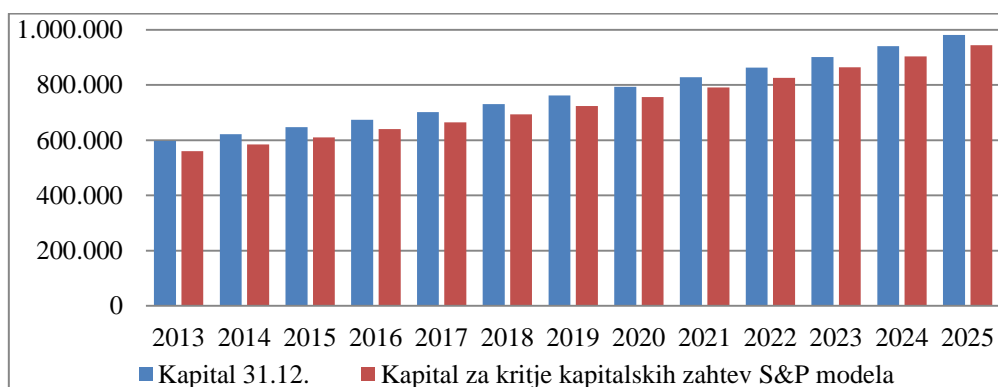


Kot lahko vidimo iz slik na prejšnji strani, bi se zavarovalnici kapital za kritje kapitalskih zahtev po S&P modelu povečeval v vseh primerih. Povečeval bi se, če bi zavarovalnica izplačevala 20%, 30% ali 40% letnega rezultata. Razlika je le v tem, da se z višanjem deleža izplačila dobička hitreje niža indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom. Zavarovalnica bi lahko v primeru želje po višanju zakonske kapitalne ustreznosti preprosto nižala delež izplačila dividend ali pa jih celo ne bi izplačala. Spodaj prikazujem še učinek dividendne politike po S&P modelu.

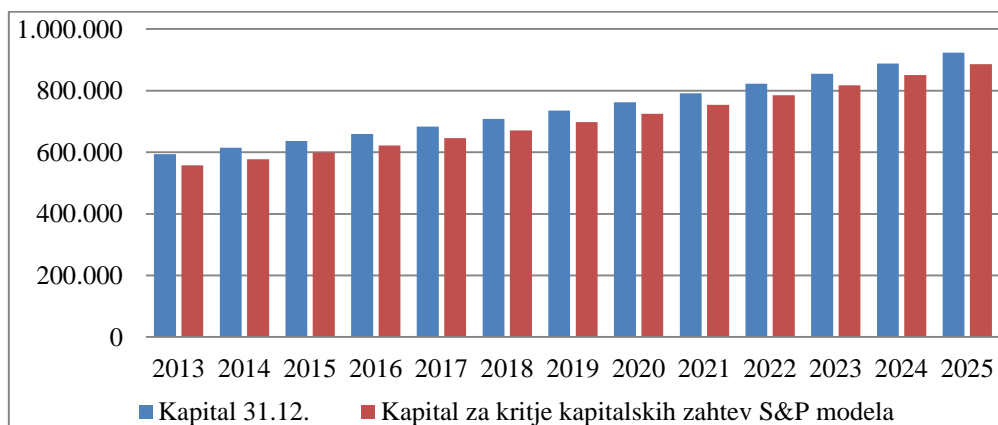
Slika 14: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 20% dobička (v 1000 EUR)



Slika 15: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 30% dobička (v 1000 EUR)



Slika 16: Prikaz gibanja kapitala in kapitala za kritje kapitalskih zahtev S&P modela, če zavarovalnica letno izplača 40% dobička (v 1000 EUR)



Enako kot v primeru zakonskih kapitalskih zahtev lahko vidimo, da se tudi v modelu S&P kapital za kritje kapitalskih zahtev povečuje v vseh primerih. V primeru izplačevanja 20% letnega dobička, bi zavarovalnica na koncu napovedanega obdobja imela skoraj 1 milijardo EUR kapitala za kritje kapitalskih zahtev. To bi ji zagotovo omogočilo ohranitev bonitetne ocene, če ne celo njeno povišanje. V primeru, da bi letno izplačevala 30% dobička, bi leta 2025 imela nekaj več kot 944 milijonov EUR kapitala, ob izplačevanju 40% letnega dobička pa bi leta 2025 imela zavarovalnica okoli 886 milijonov EUR kapitala.

SKLEP

V samem začetku naloge sem raziskal teorije, ki obstajajo na področju dividendne politike. Tako sem se seznanil in predstavil osnove, ki so potrebne za razumevanje tega področja. Nadaljeval sem z analizo tujih zavarovalnic in ugotovil, da obstajajo določeni vzorci oziroma podobnosti v njihovih dividendnih politikah. Nemške zavarovalnice nerade manjšajo dividende in zasledujejo cilj rastoče oziroma vsaj konstantne dividende. Britanske zavarovalnice imajo za kriterij dividendno kritje, zavarovalnice v ZDA pa so podobne nemškim in zasledujejo najmanj konstantno dividendo, primarno pa rastočo dividendo. Švicarskim zavarovalnicam je skupno, da prilagajajo dividende tekočim rezultatom in ne gledajo negativno na nižanje dividend. Te zavarovalnice so bolj konservativne in prednost dajejo kapitalski ustreznosti in bonitetnim ocenam. V nadaljevanju sem predstavil zavarovalnico Triglav in dividendno politiko preostalih podjetij v Sloveniji. Pri tem sem ugotovil, da se slovenska podjetja zelo prilagajajo specifikam slovenskega trga kapitala in izplačujejo dividende. Dividende se trudijo zviševati, ali pa jih izplačujejo kot določen delež dobička.

Nato sem na podlagi vseh spoznanj podal tri predloge dividendne politike za zavarovalnico Triglav. Prvi predlog dividendne politike je, da zavarovalnica ne izplačuje dividend in nudi donose v obliki kapitalskih dobičkov. Ta predlog je najbolj primeren za okolje brez kakršnihkoli omejitev. Posel zavarovalnic temelji na akumuliranju kapitala za izplačevanje škod in varstvo blaginje družbe, delničarji pa z izplačili dividend izčrpavajo kapital zavarovalnice. Vendar bi lahko, glede na izračune za drugi in tretji predlog dividendne politike, zavarovalnica izplačevala dividende in s tem ohranila višjo kapitalsko ustreznost.

Drugi predlog je že bolj uresničljiv v praksi. Kljub (v izračunih) predpostavljeni visoki 5% rasti dividende smo lahko videli, da se kapital zavarovalnice še vedno povečuje skozi napovedano obdobje. V realnosti bi bila primernejša nižja stopnja dividendne rasti, na primer 2% letna rast dividende bi lahko bila dolgoročno vzdržljiva.

Zadnji predlog bi lahko bil še najbolj sprejemljiv za zavarovalnico glede na dividendno politiko preostalih zavarovalnic in dividendno politiko slovenskih podjetij, ki se morajo prilagoditi specifikam našega trga kapitala. Pri oblikovanju tega predloga sem se močno zanesel na raziskavo tujih zavarovalnic, kjer je imelo šest zavarovalnic cilj izplačati določen delež dobička (Swiss Re, München Re, Allianz, Generali, Vienna Insurance Group, Talanx), dve zavarovalnici pa sta imeli dividendno politiko, ki je v neki meri povezana z deležem

izplačila dobička (AXA in PZU). Ta predlog, kjer se izplača določen delež letnega dobička, bi zavarovalnici omogočil večjo fleksibilnost kot pa drugi predlog, kjer se trudi zavarovalnica višati dividendo oziroma jo obdržati vsaj na enakem nivoju. V primeru pomanjkanja kapitala bi zavarovalnica znižala obseg izplačila dividend, ali pa jih sploh ne bi izplačala. V boljših gospodarskih časih bi zavarovalnica povišala obseg izplačila ali celo izplačala posebne dividende.

Omenil bi še, da moje raziskave temeljijo na mnogih predpostavkah, ki se v realnosti lahko hitro spremenijo. Še posebej sedaj v težjih gospodarskih časih. Zavarovalnica bi morala neprekinjeno spremljati okolje in stanje kapitala, ki ga ima. Glede na njeno vlogo v gospodarstvu in družbi bi upravljanje kapitala zavarovalnice na dolgi rok moralo omogočiti njeno stabilno delovanje in primerne donose za delničarje.

LITERATURA IN VIRI

1. *130 years Munich Re – An exciting story*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.munichre.com/en/group/history/default.aspx>
2. *15 največjih zavarovalniških skupin v Adria regiji leta 2010*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Slovenia/Local%20Assets/Documents/2011/Deloitte_Adria%20FAS%20Top%2015_Osiganja_Slo.pdf
3. *About the PZU Group*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/grupa-pzu/o-grupie>
4. Adjaoud, F. & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5 in 6), 648-667.
5. *ADR share price*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/investor-relations/share-price/ads/>
6. *AIG 2005 Annual Report*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2005annualreport_tcm3171-440890.pdf
7. *AIG 2006 Annual Report*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2006annualreport_tcm3171-440888.pdf
8. *AIG 2007 Annual Report*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2007annualreport_tcm3171-440907.pdf
9. *AIG 2009 Annual Report*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2009annualreport_tcm3171-440899.pdf
10. *AIG 2010 Annual Report*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2010annualreport_tcm3171-440896.pdf
11. *AIG 2011 Annual Report*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2011annualreport_tcm3171-440893.pdf
12. *AIG 2012 Annual Report*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu [http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2012%20AIG%20Annual%20Report%20\(lower\)_tcm3171-484181.pdf](http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2012%20AIG%20Annual%20Report%20(lower)_tcm3171-484181.pdf)
13. *AIG ANNOUNCES NEW DIVIDEND POLICY AND STOCK REPURCHASE PROGRAM*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/76/76115/reports/div030107.pdf
14. *AIG Dividend History*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.aig.com/dividend-history_3171_440241.html
15. *AIG Historical Stock Price*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.aig.com/Stock-Information_3171_438015.html
16. *AIG Key Facts and Figures*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.aig.com/key-facts-and-figures_3171_437852.html
17. *AIG's Story*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aigcorporate.com/aboutaig/index.html>
18. Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13(2), 101-121.

19. Akhigbe, A., Borde, S., & Madura, J. (1993). Dividend Policy and Signaling by Insurance Companies. *Journal of Risk and Insurance*, 60(3), 413-428.
20. Allianz – ADR for U.S. Investors. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/investor_relations/share/adr_us_investors/page3.html
21. Allianz – Business Operations. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/about_allianz/lines_of_business/page1.html
22. Allianz – General Information. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/investor_relations/share/general_information/index.html
23. Allianz – Indices. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/investor_relations/share/indices/index.html
24. Allianz – Our Strategy. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/about_allianz/strategy/page1.html
25. Allianz – Timeline. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/about_allianz/history/timeline/index.html#/Epoch0/
26. Allianz Dividend policy. Najdeno 25. januarja 2013 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/investor_relations/share/dividend.html
27. Allianz Group Annual Report 2002. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2002_geschaeftsberichtallianzgroup_englisch.pdf
28. Allianz Group Annual Report 2003. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2003_gesch_ftsbericht_allianz_group_englisch.pdf
29. Allianz Group Annual Report 2004. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2004_gesch_ftsbericht_allianz_group_hyperlinks_englisch.pdf
30. Allianz Group Annual Report 2005. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2005__06_03_16_annual_report_allianz_group__englisch.pdf
31. Allianz Group Annual Report 2006. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2006_geschaeftsbericht_allianz_group_englisch.pdf
32. Allianz Group Annual Report 2007. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2007_az_group_e.pdf
33. Allianz Group Annual Report 2008. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/ar2008/ar2008_group.pdf
34. Allianz Group Annual Report 2009. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/ar2009/ar2009_group.pdf

35. *Allianz Group Annual Report 2010*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/ar2010/ar2010_group.pdf
36. *Allianz Group Annual Report 2011*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/ar2011/ar2011_group.pdf
37. *Allianz Group Annual Report 2012*. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/v_1363330305000/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/ar2012/ar2012_group_final.pdf
38. *Allianz Group Consolidated Financial Statements 2000*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/v_1341125916000/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2000_consolidated_financial_statements_allianz_group_english.pdf
39. *Allianz Group Consolidated financial statements 2001*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/v_1341125916000/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2001_group_financial_statem.pdf
40. *Allianz Group Fiscal year 2000*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/v_1341125916000/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2000_consolidated_financial_statements_allianz_group_english.pdf
41. *Allianz Group Fiscal Year 2001*. Najdeno 6. avgusta 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/oneweb/cms/www.allianz.com/media/investor_relations/en/results_reports/annual_report/archive/2001_fiscal_year_allianz_group_english.pdf
42. *Allianz Key indicators*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/investor_relations/share/key-indicators.html
43. *Allianz Profile*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu https://www.allianz.com/en/about_allianz/company_profile/index.html
44. Al-Najjar, B. (2011). The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 209-224.
45. Andres, C., Betzer, A., Goergen, M., & Renneboog, L. (2008). Dividend policy of German firms. A panel data analysis of partial adjustment models. *Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.
46. *Application: Standard & Poor's GAAP/IFRS Capital Model Version 3.0*. Najdeno 23. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/eu/?articleType=PDF&assetID=1245271905563>.
47. *Assicurazioni Generali Consolidated Statements 2007*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/159785/Rel-ann-BC-31-12-2007-vering.pdf>

48. *Aviva Key performance indicators*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/investor-relations/results-and-reports/key-performance-indicators/>
49. *Aviva plc Annual Report and Accounts 2011*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/library/pdfs/reports/2011/aviva-2011-annual-report.pdf>
50. *Aviva Scrip Dividend Scheme*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/investor-relations/shareholder-services/ordinary-shareholders/aviva-plc-dividends/#scrip>
51. *Aviva Strategy*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/about-us/strategy/>
52. *AXA 2000 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2000/AXA_Annual_Report_2000.pdf
53. *AXA 2003 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2003/AXA_Annual_Report_2003.pdf
54. *AXA 2004 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2004/AXA_Annual_Report_2004.pdf
55. *AXA 2005 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2005/AXA_Annual_Report_2005.pdf
56. *AXA 2006 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2006/AXA_Annual_Report_2006b.pdf
57. *AXA 2007 Annual Report*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2007/AXA_Annual_Report_2007.pdf
58. *AXA Annual Report 2002*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2002/AXA_Annual_Report_2002.pdf
59. *AXA Annual Report 2008*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2008/AXA_Reference_Document_2008.pdf
60. *AXA Annual Report 2009*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2009/AXA_Reference_Document_2009.pdf
61. *AXA Annual Report 2010*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2010/AXA_Reference_Document_2010c.pdf
62. *AXA Annual Report 2011*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2011/AXA_Reference_Document_2011.pdf
63. *AXA Annual Report 2012*. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2012/AXA_Reference_Document_2012b.pdf
64. *AXA Registration Document Annual Report 2011*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.axa.com/lib/en/uploads/anr/group/2011/AXA_Reference_Document_2011.pdf

65. Baker, H.K., Veit, E.T., & Powell, G.E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *Financial Review*, 36(3), 19-39.
66. Baker, K., Mukherjee, T., & Paskelian, O. (2006). How Norwegian managers view dividend policy. *Global Finance Journal*, 17(1), 155-176.
67. Baker, K., Powell, G., & Veit, T. (2002). Revisiting the dividend puzzle. Do all of the pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241-261.
68. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*; 59(3), 1125-1165.
69. Berk Skok, A. (2007). Ali se slovenske javne delniške družbe po odločitvah o strukturi kapitala ločijo od zaprtih? *Naše gospodarstvo*, 53(3/4), 48-57.
70. Bertonec Popit, V. (2012, 28. maj). Leto naravnih katastrof in plačil zavarovalnic. *Delo*, stran 29.
71. Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
72. Blau, B., & Fuller, K. (2008). Flexibility and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 133-152.
73. *Bloomberg Aviva PLC*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/quote/AV+:LN/chart>
74. *Bonitetna agencija AM Best podelila dolgoročno bonitetno oceno A- Skupini Triglav*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/porocila_in_objave/javne_objave/doc-seonet-51038
75. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
76. Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2005). *Financial management : theory and practice*. Mason: Thomson/South-Western.
77. Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276-299.
78. Brockman, P., & Unlu, E. (2010). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1610-1625.
79. Brown, J., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut. *The Journal of Finance*, 62(4), 1935-1965.
80. Bulan, L., & Subramanian, N. (2009). Chapter 14. The Firm Life Cycle Theory of Dividends. Najdeno 20. julija 2012 na spletnem naslovu http://people.brandeis.edu/~lbulan/Book_Chapter.pdf.
81. *Business Overwiev*. Najdeno 19. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/spolka>
82. *Business Summary*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/q/pr?s=AIG>
83. *By your side, day after day*. Najdeno 7. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.axa.com/en/group/>
84. Chay, B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107.

85. *CONSOLIDATED ANNUAL REPORT 2012 OF PZU*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=730bdb01-2e5b-4f6f-9193-81e46353cc92&groupId=10172
86. *Corporacion Mapfre Annual Report 2004*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2004/Informe_Anuar_04_ING.pdf
87. *Corporacion Mapfre Annual Report 2005*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2005/Complete_Annual_Report_2005.pdf
88. de Weert, F. (2011). *Bank and insurance capital management*. Chichester: John Wiley & Sons.
89. DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79, 293-315.
90. DeAngelo, L., DeAngelo, H., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
91. *Declaration of payment of the dividend from the 2012 profits*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=dc1dd0f2-7a35-4a0a-8060-2202b8cf1836&groupId=10172
92. *Delnice*. Najdeno 25. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/dohodnina_pojasnila/dohodek_iz_kapitala/obresti/davcna_obravnavo_dohodkov_iz_kuponskih_obveznic_in_delnic/
93. Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
94. Desai, M., & Jin, L. (2010). Institutional tax clienteles and payout policy. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 68-84.
95. Dhanani, A. (2005). Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7/8), 1625-1672.
96. Diamond, D. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721.
97. *Dividend & year-end share prices*. Najdeno 2. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.swissre.com/investors/shares/dividend/>
98. *Dividendna politika in odobreni kapital*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://lp2011.mercator.si/si/poslovno-porocilo/mercatorjeva-delnica-in-odnosi-z-vlagatelji/dividendna-politika-in-odobreni-kapital/>
99. *Embrace The Uncertainty (At Low Risk) With Aviva*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.gurufocus.com/news/178119/embrace-the-uncertainty-at-low-risk-with-aviva->
100. *Events timeline*. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/about-us/heritage/events-timeline/non-flash/>

101. Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
102. Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1730-1738.
103. Frankfurter, G.M., & Wood, B.G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23(1), 16-32.
104. Frye, A. (2012). *MetLife Plans to Start Buybacks Once After Fed Oversight*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-23/metlife-plans-to-start-buybacks-once-after-fed-oversight.html>
105. Fuller, K., & Goldstein, M. (2011). Do dividends matter more in declining markets?. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 457-473.
106. *Generali group Consolidated Financial Statements 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/294695/consolidated.pdf>
107. *Generali group Dividend history*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/Investor-Relations/the-Generali-stock/dividend-history/>
108. *Generali group Dividends*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/Investor-Relations/the-Generali-stock/dividends/>
109. *Generali group Highlights*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/Investor-Relations/results-and-reports/highlights/>
110. *Generali group Technical ratio by country*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/Investor-Relations/results-and-reports/technical-ratios-by-country/>
111. *Generali`s history*. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/About-us/Generali-s-history/>
112. *Gibanje cene*. Najdeno 23. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/delnice/gibanje_cene/
113. *Global insurer*. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.zurich.com/aboutus/ataglance/globalinsurer/>
114. *Google Finance Aviva plc*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <https://www.google.com/finance?q=LON%3AAV&ei=HD8KUcjPMaiGwAPlwQE>
115. Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
116. Gourio, F., & Miao, J. (2011). Transitional dynamics of dividend and capital gains tax cuts. *Review of Economic Dynamics*, 14(2), 368-383.
117. *Group annual report 2008 Vienna Insurance group*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.vig.com/fileadmin/web/Investor_Relations/Annual_Reports/Group_Annual_Report_2008_02.04.2009.pdf

118. *Group annual report 2009 Vienna Insurance group*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.vig.com/fileadmin/web/Investor_Relations/Annual_Reports/100331_-_Group_Annual_Report_VIG_2009.pdf
119. *Group annual report 2011 Vienna Insurance group*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.vig.com/fileadmin/web/Investor_Relations/Annual_Reports/120329_-_Group_Annual_Report_2011_VIG_final.pdf
120. *Group Report 2012 / Uniqa Group*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/V5_20130410_Uniqa_EN_ONLINE.pdf
121. Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business*, 75(3), 387-424.
122. Gupta, A., & Banga, C. (2010). The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Decision*, 37(2), 63-77.
123. Handley, J. (2007). Dividend policy: Reconciling DD with MM. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 528-531.
124. Harkins, E.P., & Walsh, F.J. (1971). *Dividend policies and practices*. The Conference Board: New York.
125. *History*. Najdeno 7. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.axa.com/en/group/history/>
126. Hočevnar, B. (2013). Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8333544/S-%26-P-zni%C5%BEala-boniteto-Zavarovalnice-Triglav>
127. *How are dividends taxed in Germany?* Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.munichre.com/en/ir/service/faq/shares.aspx>
128. Hwang, I. (2012, 15. marec). *S&P 500 Dividend Payments Rise To Record*. Najdeno 4. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-15/s-p-500-dividend-payments-rise-to-record-after-jpmorgan-s-boost.html>
129. *Intereuropa letno poročilo 2007*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.intereuropa.si/index.php?page=reports&item=13>
130. *Intereuropa letno poročilo 2008*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.intereuropa.si/index.php?page=reports&item=13>
131. *International Expansion*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.mapfre.com/corporativo/grupomapfre/en/cinformativo/internacional-expansion-mapfre-group.shtml>
132. *Kaj moram vedeti o izplačilu dividend?* Najdeno 15. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.mercator.si/si/vlagatelji/delnica-dividende/kaj-moramo-vedeti-o-izplacilu-dividend/>
133. *Kakšna je obdavčitev ustvarjenega donosa?* Najdeno 1. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.alta.si/Pogosto_vprasanja/Borzno_posredovanje

134. *KAPITALSKI DOBIČKI Z VIDIKA ZAKONA O DOHODKU PRAVNIH OSEB.* Najdeno 25. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.biro-bonus.si/koristne-informacije/dividende/obdavcitev-dividend-in-kapitalskih-dobickov/>
135. Khan, F., Anuar, M., Choo, L., Jadoon, I., & Jamil, A. (2011). Determinants of Dividend Policy of Foreign Listed Companies on Karachi Stock Exchange. *Australian Journal of Basic & Applied Sciences*, 5(12), 2917-2928.
136. Kisling, W. (2012, 26. april). *S&P 500 Dividend Payers Climb To Highest In 12 Years.* Najdeno 3. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-26/s-p-500-dividend-payers-climb-to-highest-in-12-years.html>
137. Korkeamaki, T., Liljeblom, E., & Pasternack, D. (2010). Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 572-587.
138. Kose, J., Knyazeva, A., & Knyazeva, D. (2011). Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 533-551.
139. *Krka letno poročilo 2011.* Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.krka.si/media/doc/si/za_vlagatelj/2012/KRKA%20Letno%20porocilo%202011.pdf
140. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishney, R. W. (1999). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
141. Lee, B., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.
142. *Letno poročilo 2011 Luka Koper.* Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/pripone.asp?ID=3116>
143. *Letno poročilo 2011 Petrol.* Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/letno_porocilo_2011_0.pdf
144. *Letno poročilo 2012 Abanka.* Najdeno 28. aprila 2013 na spletni strani <http://www.abanka.si/sys/cmsres.aspx?FileId=393006>
145. *Letno poročilo Skupine Triglav 2011.* Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/a94a64b0-bda1-43ce-b0d0-7e1561923d5f/Letno+porocilo+Skupine+Triglav+2011.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=a94a64b0-bda1-43ce-b0d0-7e1561923d5f
146. *Letno poročilo Skupine Triglav za leto 2008.* Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/34925ed6-e324-4b64-8f29-c90e8b80d2df/2008.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=34925ed6-e324-4b64-8f29-c90e8b80d2df
147. *Letno poročilo Skupine Triglav za leto 2009.* Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/5b5db999-3e80-4b27-863a-95c7f98199c5/2009.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=5b5db999-3e80-4b27-863a-95c7f98199c5
148. *Letno poročilo Skupine Triglav za leto 2010.* Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.triglav.eu/affcc30d-1f6b-45cb-bb1c->

- ede42c1d02fc/zt_lp2010.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=af
fcc30d-1f6b-45cb-bb1c-ede42c1d02fc
149. *Letter from the CEO of PZU*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=730bdb01-2e5b-4f6f-9193-81e46353cc92&groupId=10172
 150. Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
 151. Lipnik, K. (2013). *Intervju: Kupiti želimo Croatio Osiguranje*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8334790/Intervju-Kupiti-%C5%BEelimo-Croatio-Osiguranje>
 152. Litzenberger, R., & van Horne, J. (1978). Elimination of the double taxation of dividends and corporate financial policy. *Journal of Finance*, 33(3), 737-750.
 153. *Ljubljana Stock Exchange*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceeseg.com/group-exchanges/ljubljana-stock-exchange/>
 154. Lončar, A. (2013). *Zavarovalnica Triglav krepi svoj vpliv na Balkanu*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8338885/Zavarovalnica-Triglav-krepi-svoj-vpliv-na-Balkanu>
 155. *Main indices of which Assicurazioni Generali S.p.a. is a constituent*. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.general.com/Generali-Group/Investor-Relations/the-Generali-stock/main-stock-indices/>
 156. Manos, R., Murinde, V., & Green, C. (2011). Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. *International Review of Economics and Finance*, 21(1), 42-56.
 157. *Mapfre Annual Report 2006*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/FI_MAPFRE_Annual_Report_2006.pdf
 158. *Mapfre Annual Report 2007*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2007/2008-05-19_Complete_Annual_Report_2007.pdf
 159. *Mapfre Annual Report 2008*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2007/2009-05-15_MAPFRE2008_UK_final.pdf
 160. *Mapfre Annual Report 2009*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2009/2010-04-15_MAPFRE_SA_2009_Annual_Report.pdf
 161. *Mapfre Annual Report 2010*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2009/2011-04-15_MAPFRE_SA_2010_ANNUAL_REPORT.pdf
 162. *Mapfre Annual Report 2011*. Najdeno 16. novembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2011/2012-04-13_MAPFRE_SA_2011_Annual_Report_and_Accounts.pdf

163. *Mapfre Annual Report 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/ccm/content/documentos/accionistas/ficheros/informes_anuales_corporacion/2012/2013-04-15-MEM-INGLES-MAPFRE-2012.pdf
164. *MAPFRE*. Najdeno 15. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.mapfre.com/corporativo/grupomapfre/en/cinformativo/mapfre-group.shtml>
165. Meng, H., & Siu, T.K. (2010). On optimal reinsurance, dividend and reinvestment strategies. *Economic Modelling*, 28(1), 211-218.
166. *Menjalno razmerje*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.evro.si/o-evru/uedba-evra/koncni-menjalni-tecaj/>
167. Merhar, J. (2007). *Izračun kapitalskih zahtev - Solventnost II*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&cad=rja&ved=0CGUQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.zav-zdruzenje.si%2Fdocs%2F14_dnevi%2FMerhar%2520mag.%2520Jernej.ppt&ei=_E11UcbyMMiUswae-oCYAQ&usq=AFQjCNG3Gs4XH4Y6N1OxmiXoyZg LH8--Kw&sig2=F4fSrd28ADPUXKViIsBuoQ&bvm=bv.45512109,d.Yms
168. *MetLife About Us*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu http://global.metlife.com/about/index.html?WT.ac=GN_about
169. *MetLife Announces New \$1 Billion Stock Repurchase Program*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu [http://finance.paidcontent.org/paidcontent/news/read/3293555/metlife_announces_new_\\$1_billion_stock_repurchase_program](http://finance.paidcontent.org/paidcontent/news/read/3293555/metlife_announces_new_$1_billion_stock_repurchase_program)
170. *Metlife Annual Report 2010*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9NDE5MDc1fENoaWxkSUQ9NDMyMjQzfFR5cGU9MQ==&t=1>
171. *Metlife Annual Report 2011*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://investor.metlife.com/phoenix.zhtml?c=121171&p=irol-reportsannual>
172. *Metlife Annual Report 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9NDk4NDY4fENoaWxkSUQ9NTM4MDE3fFR5cGU9MQ==&t=1>
173. *MetLife Company Overview*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://investor.metlife.com/phoenix.zhtml?c=121171&p=irol-homeProfile&t=&id=&>
174. *MetLife Dividend History*. Najdeno 20. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://investor.metlife.com/phoenix.zhtml?c=121171&p=irol-dividends>
175. *MetLife Historical Price Lookup*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://investor.metlife.com/phoenix.zhtml?c=121171&p=irol-stocklookup&t=HistQuote>
176. *MetLife History*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu http://global.metlife.com/about/metlife-history/index.html?WT.ac=GN_about_metlife-history

177. *MetLife Investor Relations*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://investor.metlife.com/phoenix.zhtml?c=121171&p=irol-irhome>
178. Miller, M., & Scholes, M. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6, 333-364.
179. Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
180. Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
181. Mramor, D. (1996). Politika dividend v svetu in Sloveniji. *Slovenska ekonomska revija*, 47(3), 191-202.
182. *Munich Re Group Annual Report 2000*. Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-02954_en.pdf
183. *Munich Re Group Annual Report 2001*. Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-03163_en.pdf
184. *Munich Re Group Annual Report 2002*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-03661_en.pdf
185. *Munich Re Group Annual Report 2003*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-04011_en.pdf
186. *Munich Re Group Annual Report 2004*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-04331_en.pdf
187. *Munich Re Group Annual Report 2005*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-04802_en.pdf
188. *Munich Re Group Annual Report 2006*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-05252_en.pdf
189. *Munich Re Group Annual Report 2007*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-05612_en.pdf
190. *Munich Re Group Annual Report 2008*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-05985_en.pdf
191. *Munich Re Group Annual Report 2009*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-06272_en.pdf
192. *Munich Re Group Annual Report 2010*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-06773_en.pdf
193. *Munich Re Group Annual Report 2011*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-07342_en.pdf
194. *Munich Re Group Annual Report 2012*. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/publications/302-07805_en.pdf
195. *Munich Re weighting in leading stock indices*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_profile/stock_indices.aspx
196. *Nakup lastnih delnic*. Najdeno 23. aprila 2013 na spletnem naslovu http://seonet.ljse.si/?doc_id=50680
197. Nam, J., Wang, J., & Zhang, G. (2010). The impact of the dividend tax cut and managerial stock holdings on corporate dividend policy. *Global Finance Journal*, 21(3), 275-292.

198. *Nova KBM Dividende*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.intereuropa.si/index.php?page=reports&item=13>
199. *Obdavčitev izplačila dobička družbeniku*. Najdeno 25. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.unija.si/news/271/95/Obdavcitev-izplacila-dobicka-druzbeniku/d,novice_detail/
200. *Obvestilo o predlogu izplačila dividende*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/porocila_in_objave/javne_objave/doc-seonet-51222
201. *Odziv pristojnega organa*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu <http://predlagam.vladi.si/webroot/idea/view/2832/null/answers/>
202. *Ordinary share price*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/investor-relations/share-price/ordinary-shares/>
203. *Organisation Chart*. Najdeno 15. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.mapfre.com/corporativo/grupomafre/en/cinformativo/organisation_chart.shtml
204. *OUR COMPANY*. Najdeno 9 avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/aboutpru/ourcompany/>
205. *Our consumer brands*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/about-us/our-brand/our-consumer-brands/>
206. *Our shares*. Najdeno 2. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.swissre.com/investors/shares/>
207. *Our strategy*. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.zurich.com/aboutus/strategyandprinciples/strategy.htm>
208. Pattenden, K., & Twite, G. (2008). Taxes and dividend policy under alternative tax regimes. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 1-16.
209. *Poročilo o poslovanju Skupine Triglav v letu 2007*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/19a1ed4e-cec3-4e43-b00b-4703cab9083d/2007.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=19a1ed4e-cec3-4e43-b00b-4703cab9083d
210. *Poročilo o poslovanju Zavarovalnice Triglav d.d. v letu 2006*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/059fc196-7f15-4be7-b967-d84860aea86d/Letno+porocilo+ST+2006.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=059fc196-7f15-4be7-b967-d84860aea86d
211. *Poročilo o poslovanju Zavarovalnice Triglav, d.d., v letu 2004*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www2.zav-triglav.si/splosno/porocilo2004/sl/>
212. *Poročilo o poslovanju Zavarovalnice Triglav, d.d., v letu 2005*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/925af77d-d0a8-41d9-905f-e5506454ede6/Letno+porocilo+2005.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=925af77d-d0a8-41d9-905f-e5506454ede6
213. *Poslovno poročilo Skupine Triglav za leto 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.triglav.eu/ffd6b440-b58d-4ffd-8ccc-b16940a9e3d1/Letno-poro%C4%8Dilo-ST->

- 2012.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=ffd6b440-b58d-4ffd-8ccc-b16940a9e3d1
214. *Pozavarovanje*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail1.asp
215. *Premestitev delnic družbe ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d., Ljubljana (ZVTG) v Prvo kotacijo*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/porocila_in_objave/javne_objave/doc-seonet-46810
216. *Premija neživljenjskih zavarovanj*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail3.asp
217. *Premija vseh zavarovanj*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail3.asp
218. *Premija življenjskih zavarovanj*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail3.asp
219. *Preprosto o davku na dobiček*. Najdeno 20. septembra 2012 na spletnem naslovu http://www.racunovodski-servis-zeus.si/vrednost_aktive
220. *Pre-September 2008: The AIG Crisis*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu http://www.aigcorporate.com/aboutaig/financialcrisis_2008.html
221. *Prospekt za organizirano trgovanje prve izdaje obveznic Zavarovalnice Triglav, d.d.* Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/32c0fd43-1e38-4149-b3f1-1951b86e023c/zt01_prospekt.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=32c0fd43-1e38-4149-b3f1-1951b86e023c
222. *Prospekt za uvrstitev delnic družbe Zavarovalnice Triglav, d.d., Ljubljana, v trgovanje na organiziranem trgu*. Najdeno 23. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/370eed67-a41f-4ef0-83d2-2377c5e1e474/zvtg_prospekt.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=370eed67-a41f-4ef0-83d2-2377c5e1e474
223. *Prudential Annual Report 2005*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/investors/financialreports/2005/ar2005/ar2005.pdf>
224. *Prudential Annual Report 2007*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://files.investis.com/prudential-plc/investors/financialreports/2007/ar2007/ar2007b.pdf>
225. *Prudential Annual Report 2009*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://files.investis.com/prudential-plc/storage/pru_ar09_fullreport.pdf
226. *Prudential Dividend Re-investment plan*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/investors/shareholder_services/dividendinfo/drip/
227. *Prudential Historic Download*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/investors/shareinformation/lseprice/pricedownload/>
228. *Prudential plc Annual Report 2011*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu http://media.investis.com/P/Prudential/pru_ar2011.pdf

229. *PRUDENTIAL SHARE INFORMATION*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/investors/shareinformation/>
230. *Prudential Timeline*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.prudential.co.uk/prudential-plc/aboutpru/ourhistory/timeline/>
231. Puleo, V., Smith, F., & Casey, M. (2009). Insurance company dividend policy decisions: Evidence on the role of corporate governance and regulation. *Managerial Finance*, 35(6), 493-500.
232. *PZU Annual Report 2011*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=5043dea3-9832-49e0-9553-eb94741b2e61&groupId=10172
233. *PZU CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS FOR THE FINANCIAL YEAR ENDED 31 DECEMBER 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=730bdb01-2e5b-4f6f-9193-81e46353cc92&groupId=10172
234. *PZU Dividend History by year*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/akcje-pzu-na-gpw/dywidenda>
235. *PZU Dividend history*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/akcje-pzu-na-gpw/dywidenda>
236. *PZU Dividend policy*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/akcje-pzu-na-gpw/dywidenda>
237. *PZU Financial Data*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/informacje-finansowe>
238. *PZU mulls higher dividend, share buyback*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.forexyard.com/en/news/PZU-mulls-higher-dividend-share-buyback-2011-02-22T112714Z-INTERVIEW-UPDATE-1>
239. *PZU Share Information*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/relacje-inwestorskie/akcje-pzu-na-gpw>
240. *PZU Struktura grupy*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.pzu.pl/grupa-pzu/o-grupie/struktura-grupy>
241. *QIS5 Technical Specifications*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/qis5/201007/technical_specifications_en.pdf
242. Rajan, R. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
243. *RatingsDirect Uniq Insurance Group*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/uniqagroup/cms/img/RatingsDirect_Analysis_Full%20Analysis%20Report_2012SEP28_tcm51-375296.pdf
244. Ravbar, E. (2012). Novosti, ki ji prinaša zakon za uravnoteženje javnih financ. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://mladipodjetnik.si/novice-in-dogodki/novice/novosti-ki-ji-prinasa-zakon-za-uravnotezenje-javnih-financ-zujf-na-podrocju-davkov>

245. Reddemnn, S., Basse, T., & Graf von der Schulenburg, J. (2010). On the Impact of the Financial Crisis on the Dividend Policy of the European Insurance Industry. *Geneva Papers on Risk & Insurance - Issues & Practice*, 35(1), 53-62.
246. *Refined Methodology And Assumptions For Analyzing Insurer Capital Adequacy Using The Risk-Based Insurance Capital Model*. Najdeno 23. maja 2013 na spletnem naslovu
http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DCapital_Model_07Jun10.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243806875720&blobheadervalue3=UTF-8
247. Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2011). Patterns in payout policy and payout channel choice. *Journal of Banking and Finance*, 35(6), 1477-1490.
248. Rozeff, M. (1982). Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
249. *Sava Re Letno poročilo 2011*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.sava-re.si/media/objave/dokumenti/2011/Letno_porocilo_2011_final.pdf
250. *Selected indices*. Najdeno 2. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.swissre.com/investors/shares/selected_indices/
251. *Share buy-back 2006/2007*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_buy-back/2006/default.aspx
252. *Share buy-back 2007/2008*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_buy-back/2007/default.aspx
253. *Share buy-back 2008/2009*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_buy-back/2008/default.aspx
254. *Share buy-back 2009/2010*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_buy-back/2009/default.aspx
255. *Share buy-back 2010/2011*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_buy-back/2010/default.aspx
256. *Share monitor & Investment calculator*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu
<http://www.swissre.com/investors/shares/132249833.html>
257. *SHARE PRICE AND CHART SERVICE*. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/chart_service/default.aspx
258. *Share profile*. Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/ir/shares/share_profile/default.aspx
259. Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
260. Sklep o podrobnejšem načinu izračuna kapitala in izpolnjevanju kapitalskih zahtev ter kapitalске ustreznosti zavarovalnic. *Uradni list RS*, št. 38/2006.
261. Sklep o spremembi zneskov za izračun minimalnega kapitala in zneskov zajamčenega kapitala zavarovalnic. *Uradni list RS*, št. 102/2012.
262. Slapničar, S. (2004). Dividendna politika podjetij slovenskega borznega in prostega trga. *Revizor*, 15(4/5), 40-62.

263. Slovensko zavarovalno združenje (2012). *Statistični zavarovalniški bilten 2012*. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.zav-zdruzenje.si/docs/Statisticni%20zavarovalniski%20bilten%202012.pdf>
264. *Solidarity Surcharge in Germany*. Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.shc.de/german-tax-consultants.php/nr/3/kat/33/aid/90/page/Solidarity_surcharge
265. *Solvency II implementation date*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.lloyds.com/the-market/operating-at-lloyds/solvency-ii/legislative-developments/solvency-ii-implementation-date>
266. *Solvency II requirements*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/financial-services/issues-trends/solvencyii/solvencyiirequirements/
267. *Solvency II: An Overview*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Operating%20at%20Lloyds/Solvency%20II/Solvency%20II%20Introduction%20July%202010.pdf>
268. *SOLVENCY II: Frequently Asked Questions (FAQs)*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/solvency2/faq_en.pdf
269. *Spain*. Najdeno 15. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.mapfre.com/corporativo/grupomapfre/en/cinformativo/history-spain-mapfre-group.shtml>
270. *Standard & Poor's Insurance Capital Model*. Najdeno 28. aprila 2013 na spletni strani <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/eu/?articleType=XLS&assetID=1245271906758>
271. *Statut Zavarovalnice Triglav, d.d.* Najdeno 23. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.triglav.eu/84ead2b3-d90d-4169-a11c-bc6181139552/Statut+Zavarovalnice+Triglav%2C+d.d..pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=84ead2b3-d90d-4169-a11c-bc6181139552>
272. *Stock Price and Listings*. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.axa.com/en/investor/stockmarket/stockprice/>
273. *Swiss Re 2006 Financial Statements*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/ae9e818045a1cf048235eec401a97ea4-MSTN-6YV6Y4_Swiss_Re_2006_Financial_Statements.pdf
274. *Swiss Re 2007 Financial Statements*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/a69b6f0048d2295fb9f4bff786c7c74e-Swiss_Re_2007_Financial_Statements_en.pdf
275. *Swiss Re 2008 Annual Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/6415af004d17131eaa0def6f6be56bb6a-SwissRe_AR08.pdf
276. *Swiss Re 2008 Financial statements*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/89ccec004d17166faa19ef6f6be56bb6a-AR08_FS_statements.pdf

277. *Swiss Re 2009 Annual Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2009_annual_report_en.pdf
278. *Swiss Re 2009 Financial Review*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2009_ar_financial_review.pdf
279. *Swiss Re 2010 Business Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/AR2010_Business_Report_EN.pdf
280. *Swiss Re 2010 Financial Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/AR2010_Financial_Report_EN.pdf
281. *Swiss Re 2011 Business Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2011_AR_business_report_en.pdf
282. *Swiss Re 2011 Financial Report*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2011_AR_financial_report_en.pdf
283. *Swiss Re 2012 Business Report*. Najdeno 18. julija 2013 na spletnem naslovu http://reports.swissre.com/2012/servicepages/downloads/files/2012_business_report_swissre_ar12.pdf
284. *Swiss Re 2012 Financial Report*. Najdeno 18. julija 2013 na spletnem naslovu http://reports.swissre.com/2012/servicepages/downloads/files/2012_financial_report_swissre_ar12.pdf
285. *Swiss Re ADR programme*. Najdeno 10. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.swissre.com/investors/shares/adr_programme/
286. *Swiss Re Annual Report 2000*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/944ecd00455c774aa92cbb80a45d76a0-GB2000_en_final.pdf
287. *Swiss Re Annual Report 2001 Business Report*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/5df86880455c77b1aa7cba80a45d76a0-annual_report_2001_business_report_en_19.04.pdf
288. *Swiss Re Annual Report 2001 Financial Statements*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/eed14300455c77b5aa88ba80a45d76a0-annual_report_2001_financial_statements_en_19.04.pdf
289. *Swiss Re Annual Report 2002 Business Report*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2002_fy_br_en.pdf
290. *Swiss Re Annual Report 2002 Financial Statements*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2002_fy_fs_en.pdf
291. *Swiss Re Annual Report 2003 Business Report*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2003_FY_br_en.pdf
292. *Swiss Re Annual Report 2003 Financial Statements*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2003_FY_fs_en.pdf
293. *Swiss Re Annual Report 2004 Business Report*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2004_FY_br_en.pdf
294. *Swiss Re Annual Report 2004 Financial Statements*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu http://media.swissre.com/documents/2004_FY_fs_en.pdf

295. *Swiss Re Annual Report 2005 Business Report*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu
http://media.swissre.com/documents/53f1a880455c65fdbd9fbf80a45d76a0-ar05_business_report_en.pdf
296. *Swiss Re Annual Report 2005 Financial Statements*. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu
http://media.swissre.com/documents/e86cb100455c6d498fabbf80a45d76a0-ar05_financial_statement_en.pdf
297. *Swiss Re Annual Report 2006 Driving Performance*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu
http://media.swissre.com/documents/7765878046a4a698b8fdb88e1028fc46-Annual_Report_2006_EN_WEB.pdf
298. *Swiss Re Annual Report 2007 Advancing Performance*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu
http://media.swissre.com/documents/4783aa8048d223f3b9e3bff786c7c74e-Annual_Report_2007_EN_WEB.pdf
299. *Switzerland Highlights 2012*. Najdeno 21. septembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2012/dttl_tax_highlight_2012_Switzerland.pdf
300. *Talanx announces strong nine-month results*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu http://www.talanx.com/presse/unternehmensmeldungen/2012/14-11-2012.aspx?sc_lang=en
301. *Talanx Group Annual Report 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.talanx.com/~media/Files/T/Talanx/reports-and-presentations/2013/talanx_konzern_2012_en.pdf
302. *Talanx Group structure*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.talanx.com/~media/Files/T/Talanx/pdfcontent/konzernstruktur_okt.pdf
303. *Talanx History*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.talanx.com/konzern/firmengeschichte/year-1903-1920.aspx?sc_lang=en
304. *Talanx IPO*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.talanx.com/investor-relations/share/ipo-review.aspx?sc_lang=en
305. *Talanx The Company*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.talanx.com/konzern/auf-einen-blick.aspx?sc_lang=en
306. *Tečaj delnice ABKN*. Najdeno 28. aprila 2013 na spletni strani
<http://www.abanka.si/vlagatelj/>
307. *Telekom Slovenije Letno poročilo 2011*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://porocilo.telekom.si/sl/report/o-nas/110---lastniska-struktura-in-trgovanje-z-delnico/1104---dividendna-politika>
308. *The Aviva name*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu
<http://www.aviva.com/about-us/our-brand/the-aviva-name/>
309. *The early years*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu
http://www.munichre.com/en/group/history/early_years.aspx

310. *The Generali stock: prices & charts*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/Investor-Relations/the-Generali-stock/prices-and-charts/>
311. *The Group`s Activity*. Najdeno 8. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.generali.com/Generali-Group/About-us/>
312. *The new Munich Re brand*. Najdeno 4. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.munichre.com/en/group/history/new_munich_re_brand.aspx
313. *This is Aviva*. Najdeno 9. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aviva.com/about-us/this-is-aviva/>
314. *Top Insurance Companies*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.relbanks.com/rankings/top-insurance-companies>
315. *Tržni deleži pozavarovalnic 2010*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail2.asp
316. *Tržni deleži zavarovalnic in drugih članic SZZ 2010*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail2.asp
317. *UNIQA Corporate Group Profile*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/uniqagroup/cms/eng/group/uniqa_group/profil/index.jsp
318. *Uniqa Group Report 2004*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/E_Komplettlayout_UNIQA_GB2004_tcm51-258762.pdf
319. *Uniqa Group Report 2006*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/A_UNIQA_Group_Report_2006_tcm51-297206.pdf
320. *Uniqa Group Report 2008*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/UNIQA_Group_Report_2008_280409_tcm51-335174.pdf
321. *Uniqa Group Report 2010*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/UNIQA_GB_2010_WEB_Englisch_110428_tcm51-363168.pdf
322. *Uniqa Group Report 2011*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/media/files/UNIQA_20Group_20Report_202011_tcm51-373036.pdf
323. *Uniqa Key figures*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/investor-relations/unternehmenskennzahlen/Key-figures.en.html>
324. *UNIQA Share Chart*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/uniqagroup/cms/eng/investor_relations/share/sharechart/index.jsp
325. *Uniqa Share repurchase programme*. Najdeno 30. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.uniqagroup.com/gruppe/versicherung/investor-relations/aktie/aktienrueckkaufprogramm/Buyback_programme.en.html
326. *UNIQA Shareholder Structure*. Najdeno 23. decembra 2012 na spletnem naslovu

- http://www.uniqagroup.com/uniqagroup/cms/eng/investor_relations/share/shareholder_structure/index.jsp
327. *Useful Links*. Najdeno 17. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.aigcorporate.com/customers/businesses.html>
328. *VIG ADR Programme*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.vig.com/en/investor-relations/share/adr-programme.html>
329. *VIG Dividend*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://vig.online-report.eu/2011/ar/investorrelationsandcorporategovernance/vigsharesandinvestorrelations/dividend.html>
330. *VIG Key Figures*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.vig.com/en/vig/group/key-figures.html>
331. *Vodi nas znanje*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/o_skupini/strategija/
332. *Welcome to the AIG Direct website*. Najdeno 29. decembra 2012 na spletnem naslovu http://www.aigdirect.co.uk/home_1186_304150.html
333. *Welcome to the family of Vienna insurance group*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.vig.com/en/vig/group/vig-in-cee.html>
334. *What do foreign private shareholders have to bear in mind with regard to taxation?* Najdeno 5. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.munichre.com/en/ir/service/faq/shares.aspx>
335. *What is Munich Re's dividend policy?* Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.munichre.com/en/ir/service/faq/shares.aspx>
336. *What we do for our clients*. Najdeno 21. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.swissre.com/reinsurance/>
337. *Who we are*. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.zurich.com/aboutus/ataglance/whoweare/>
338. *Withholding taxes*. Najdeno 21. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.taxation.ch/index.php?id=34>
339. *Yahoo! Finance AXA Group*. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://uk.finance.yahoo.com/echarts?s=CS.PA#symbol=cs.pa;range=20110104,20111230;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvolumes=0;logscale=off;source=undefined;>
340. *Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. Uradni list RS št. 65/2008.*
341. *Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. Uradni list RS št. 117/2006.*
342. *Zakon o dohodnini. Uradni list RS št. 13/2011.*
343. *Zakon o finančnih konglomeratih. Uradni list RS št. 43/2006.*
344. *Zakon o gospodarskih družbah. Uradni list RS št. 42/2006.*
345. *Zakon o zavarovalništvu. Uradni list RS, št. 99/2010-UPB7.*
346. *Zakon za uravnoveženje javnih financ. Uradni list RS, št. 40/12.*
347. *Zavarovalnica Triglav Dividende*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/delnice/dividende/

348. *Zavarovalnica Triglav Kazalniki poslovanja*. Najdeno 22. aprila 2013 na spletnem naslovu
http://www.triglav.eu/sl/odnosi_z_vlagatelji/poslovanje/kazalniki_poslovanja/
349. *Zavarovalnica Triglav med največjimi podjetji v Srednji Evropi*. Najdeno 8. septembra 2012 na spletnem naslovu
http://www.triglav.eu/sl/medijsko_sredisce/objave/6.9.2012+-+zavarovalnica_triglav_med_najvecjimi_podjetji_v_srednji_evropi
350. *Zavarovalnica Triglav, d.d.* Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu
http://www.triglav.eu/sl/o_skupini/zavarovalnica_triglav/
351. *Zavarovanje*. Najdeno 1. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.zav-zdruzenje.si/statistika_detail1.asp
352. *Zurich Dividends / Payout of nominal value reduction*. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.zurich.com/investors/ourshares/dividends/>
353. *Zurich Financial Report 2005*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/2005_financial_report_en.pdf
354. *Zurich Financial Report 2006*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/2006_financial_report_en.pdf
355. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2002*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/ar_02_complete_en.pdf
356. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2003*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/annual_report_2003_en.pdf
357. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2004*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/annual_report_2004_en.pdf
358. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2007*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/financial_report_2007_en.pdf
359. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2008*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/archive1/financial_report_2008_en.pdf
360. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2009*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/financial_report_2009_en.pdf

361. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2010*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/internet/main/SiteCollectionDocuments/financial-reports/annual-report-2010-en.pdf>
362. *Zurich Financial Services Group Annual Report 2011*. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/internet/main/sitecollectiondocuments/financial-reports/annual-report-2011-en.pdf>
363. *Zurich Insurance Group Annual Report 2012*. Najdeno 18. aprila 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/internet/main/sitecollectiondocuments/financial-reports/annual-report-2012-en.pdf>
364. *Zurich Share Buyback Program 2008*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/investors/ourshares/sharebuyback/sharebuybackprogram2008.htm>
365. *Zurich Share capital*. Najdeno 26. januarja 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/investors/ourshares/sharecapital/>
366. *Zurich stock information and share price (ZURN)*. Najdeno 22. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.zurich.com/investors/ourshares/>
367. *Zurich stock listings*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/investors/ourshares/stocklistings/>
368. *Zurich US ADR program*. Najdeno 23. januarja 2013 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/investors/shareholderinformation/usadrprogram/>
369. *Zurich's heritage*. Najdeno 20. avgusta 2012 na spletnem naslovu
<http://www.zurich.com/aboutus/heritage/>

PRILOGE

Priloga 1: Tržni deleži zavarovalnic v letu 2010

Tabela 1: Tržni deleži zavarovalnic in drugih članic Slovenskega zavarovalnega združenja v letu 2010 (v %)

Zavarovalnica	Vsa zavarovanja	Vrsta zavarovanj	
		Življenjska	Neživljenjska
Triglav	34,37	31,65	35,61
Adriatic Slovenica	12,47	2,08	17,21
Maribor	12,40	10,87	13,09
Vzajemna	11,47	-	16,70
Kapitalska družba (KAD)	7,04	22,48	-
Generali	3,83	2,77	4,32
Tilia	3,52	1,55	4,42
Triglav Zdravstvena	3,47	-	5,05
KD Življenje	3,35	10,69	-
Merkur	2,26	6,14	0,49
Grawe	1,67	3,43	0,86
NLB Vita	1,54	4,65	0,12
SID – PKZ	0,95	-	1,38
Wiener Städtische	0,92	2,20	0,34
Sklad obrtnikov in podjetnikov (SOP)	0,17	0,56	-
Ergo	0,17	0,54	-
Allianz	0,16	-	0,23
Victoria-Volksbanken	0,14	0,39	0,02
Arag	0,09	-	0,14
Skupaj	100	100	100

Vir: Tržni deleži zavarovalnic in drugih članic SZZ 2010, 2011.

Priloga 2: Tržni deleži pozavarovalnic v letu 2010

Tabela 2: Tržni deleži pozavarovalnic v Sloveniji v letu 2010 (v %)

Pozavarovalnica	Vsa	Vrsta zavarovanj	
		Življenjska	Neživljenjska
Sava RE	54,31	69,84	54,27
Triglav RE	45,69	30,16	45,73
Skupaj	100	100	100

Vir: Tržni deleži pozavarovalnic 2010, 2011.

Priloga 3: Tržni deleži zavarovalnic v letu 2011*Tabela 3: Tržni deleži zavarovalnic v Sloveniji v letu 2011 (v %)*

Zavarovalnica	Vsa zavarovanja	Vrsta zavarovanj	
		Življenjska	Neživljenjska
Triglav	33,89	33,70	33,97
Adriatic Slovenica	12,94	2,12	17,38
Maribor	12,84	12,64	12,92
Vzajemna	12,15	-	17,13
(KAD) oz. Modra zavarovalnica	4,93	16,95	-
Generali	4,21	3,29	4,58
Triglav Zdravstvena	3,91	-	5,51
Tilia	3,85	1,72	4,72
KD Življenje	3,05	10,48	-
Merkur	2,32	6,76	0,50
Grawe	1,68	3,63	0,88
NLB Vita	1,55	5,04	0,12
SID – PKZ	1,03	-	1,45
Wiener Städtische	1,02	2,50	0,41
Victoria-Volksbanken (ERGO-podružnica)	0,19	0,58	0,03
Allianz	0,18	-	0,26
Ergo	0,17	0,59	-
ARAG	0,11	-	0,15
Skupaj	100	100	100

*Vir: Slovensko zavarovalno združenje, 2012.***Priloga 4: Tržni deleži pozavarovalnic v letu 2011***Tabela 4: Tržni deleži pozavarovalnic v Sloveniji v letu 2011 (v %)*

Pozavarovalnica	Vsa	Vrsta zavarovanj	
		Življenjska	Neživljenjska
Sava RE	53,51	62,87	53,48
Triglav RE	46,49	37,13	46,52
Skupaj	100	100	100

Vir: Slovensko zavarovalno združenje, 2012.

Priloga 5: Razvoj slovenskega zavarovalnega trga

Tabela 5: Razvoj slovenskega zavarovalnega trga (zneski v 1000 EUR)

Leto	Premije			Odškodnine			Škodni rezultat (v %)			Letna stopnja rasti		
	Skupaj	Življenj e	Neživljenj e	Skupaj	Življenj e	Neživljenj e	Skupa j	Življenj e	Neživljenj e	Skupa j	Življenj e	Neživljenj e
2002	1.178.845	267.436	911.409	714.668	90.485	624.183	60,6	33,8	68,5	116,1	123,2	114,1
2003	1.275.102	305.003	970.099	790.866	114.106	676.760	62,0	37,4	69,8	111,7	117,8	109,9
2004	1.456.887	429.013	1.027.874	931.938	189.003	742.935	64,0	44,1	72,3	116,8	143,8	108,3
2005	1.549.167	464.834	1.084.334	874.895	136.348	738.547	65,5	29,3	68,1	106,6	108,7	105,7
2006	1.725.304	540.655	1.184.649	949.076	149.088	799.988	55,0	27,6	67,5	111,4	116,3	109,3
2007	1.893.980	609.266	1.284.714	1.023.300	161.828	861.472	54,0	26,6	67,1	109,8	112,7	108,4
2008	2.018.960	642.653	1.376.307	1.204.208	177.589	1.026.619	59,6	27,6	74,6	106,6	105,5	107,1
2009	2.072.923	630.089	1.442.834	1.240.001	186.496	1.051.505	59,8	29,9	72,9	102,7	98,0	104,8
2010	2.094.342	656.013	1.438.329	1.242.833	245.624	997.209	59,3	37,4	69,3	101,0	104,1	99,7
2011	2.053.443	599.359	1.454.084	1.288.696	344.742	943.954	62,8	57,5	64,9	98,0	91,4	101,1

Vir: Slovensko zavarovalno združenje 2012; Zavarovanje, 2011.

Priloga 6: Razvoj slovenskega pozavarovalnega trga

Tabela 6: Razvoj slovenskega pozavarovalnega trga (zneski v 1000 EUR)

Leto	Premije			Odškodnine			Škodni rezultat (v %)			Letna stopnja rasti		
	Skupaj	Življenje	Neživljenje	Skupaj	Življenje	Neživljenje	Skupaj	Življenje	Neživljenje	Skupaj	Življenje	Neživljenje
2002	126.451	1.047	125.404	64.657	728	63.929	51,1	69,6	51,0	132,0	113,9	132,2
2003	140.894	1.007	139.887	73.459	567	72.892	52,1	56,6	52,1	115,1	99,2	115,2
2004	148.905	953	147.952	81.805	241	81.564	54,9	25,4	55,1	108,1	97,0	108,1
2005	161.361	1.007	160.354	78.671	222	78.449	48,8	22,0	48,9	108,6	105,7	108,6
2006	180.619	642	179.977	101.767	252	101.515	56,3	39,3	56,4	111,9	63,8	112,2
2007	206.165	704	205.461	115.181	302	114.879	55,9	42,9	55,9	114,1	109,7	114,2
2008	241.738	724	241.014	200.375	162	200.213	82,9	22,4	82,1	117,3	102,8	117,3
2009	261.109	643	260.466	171.828	137	171.691	65,8	21,3	65,9	108,0	88,8	108,1
2010	263.029	794	262.235	139.930	179	139.751	53,2	22,5	53,3	100,7	123,5	100,7
2011	262.282	861	261.421	126.258	365	125.893	48,1	42,4	48,2	99,7	108,4	99,7

Vir: Pozavarovanje, 2011.

Priloga 7: Premija vseh zavarovanj v Sloveniji

Tabela 7: Premija vseh zavarovanj in pozavarovanj v Sloveniji v izbranem obdobju

Leto	Zavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)	Pozavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)
2002	1.178.845	116,1	5,07	126.451	132,0	0,54
2003	1.275.102	111,7	5,26	140.894	115,1	0,58
2004	1.456.887	116,8	5,63	148.905	108,1	0,58
2005	1.549.167	106,6	5,66	161.361	108,6	0,59
2006	1.725.304	111,4	5,67	180.619	111,9	0,59
2007	1.893.980	109,8	5,49	206.165	114,1	0,60
2008	2.018.960	106,6	5,44	241.738	117,3	0,65
2009	2.072.923	102,7	5,94	261.109	108,0	0,75
2010	2.094.342	101,0	5,81	263.029	100,7	0,73
2011	2.053.443	98,0	5,76	262.282	99,7	0,73

Vir: Premija vseh zavarovanj, 2011; Slovensko zavarovalno združenje, 2012.

Priloga 8: Premija življenjskih zavarovanj v Sloveniji

Tabela 8: Premija življenjskih zavarovanj in pozavarovanj v Sloveniji v izbranem obdobju

Leto	Zavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)	Pozavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)
2002	267.436	123,2	1,15	1.047	114,1	0,00
2003	305.003	117,8	1,26	1.007	99,3	0,00
2004	429.013	143,8	1,66	953	96,8	0,00
2005	464.834	108,6	1,70	1.007	105,9	0,00
2006	540.655	116,3	1,78	642	63,8	0,00
2007	609.266	112,7	1,77	704	109,7	0,00
2008	642.653	105,5	1,73	724	102,8	0,00
2009	630.089	98,0	1,81	643	88,8	0,00
2010	656.013	104,1	1,82	794	123,5	0,00
2011	599.359	91,4	1,68	862	108,6	0,00

Vir: Premija življenjskih zavarovanj, 2011, Slovensko zavarovalno združenje, 2012.

Priloga 9: Premija neživljenjskih zavarovanj v Sloveniji

Tabela 9: Premija neživljenjskih zavarovanj in pozavarovanj v Sloveniji v izbranem obdobju

Leto	Zavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)	Pozavarovanje (1000 EUR)	Letna rast	Delež v BDP (v %)
2002	911.409	114,1	3,92	125.404	132,2	0,54
2003	970.099	109,9	4,00	139.887	115,2	0,58
2004	1.027.874	108,3	3,97	147.952	108,1	0,57
2005	1.084.334	105,7	3,96	160.354	108,6	0,59
2006	1.184.649	109,3	3,89	179.977	112,2	0,59

2007	1.284.714	108,4	3,73	205.461	114,2	0,60
2008	1.376.307	107,1	3,71	241.014	117,3	0,65
2009	1.442.834	104,8	4,13	260.466	108,1	0,75
2010	1.437.454	99,6	3,99	262.235	100,7	0,73
2011	1.454.084	101,2	4,08	261.420	99,7	0,72

Vir: Premija neživiljenjskih zavarovanj, 2011; Slovensko zavarovalno združenje, 2012.

Priloga 10: Največje zavarovalniške skupine v Adria regiji leta 2010

Tabela 10: Največjih 15 zavarovalniških skupin v Adria regiji leta 2010 po raziskavi Deloitte Slovenija (podatki v milijonih EUR)

Mesto	Zavarovalnica (skupina)	Obračunana kosmata premija (OKZP v nadaljevanju)	Delež v Top 15 v %	Delež v celotni Adria regiji	Obračunana kosmata premija		Čisti dobiček/izguba 2010	Kosmati dobiček/izguba 2010
					Življenjska	Neživljenjska		
1.	Skupina Triglav ¹	944	25,3%	22,6%	221	722	33	51
2.	Skupina Croatia	444	11,9%	10,7%	53	391	8	10
3.	Skupina Agram	322	8,6%	7,7%	30	292	27	35
4.	Adriatic Slovenica	270	7,2%	6,5%	14	256	8	11
5.	Zavarovalnica Maribor	260	7,0%	6,2%	71	188	11	14
6.	Vzajemna Health	239	6,4%	5,7%	-	239	0,2	0,005
7.	Skupina Generali	230	6,2%	5,5%	53	177	4	5
8.	Kvarner Vienna Insurance Group	174	4,7%	4,2%	98	75	2	2
9.	Skupina Dunav	150	4,0%	3,6%	7	144	2	3
10.	Allianz	138	3,7%	3,3%	47	91	8	11
11.	Skupina Grawe	132	3,5%	3,2%	97	35	12	14
12.	Skupina Sava RE ²	124	3,3%	3,0%	12	112	-7	-6
13.	Skupina Merkur	102	2,7%	2,4%	90	12	12	15
14.	DDOR	101	2,7%	2,4%	5	96	10	11

¹ Podatki o kosmatem dobičku za Triglav Zdravstveno v Sloveniji niso bili dostopni.

² Pri analizi niso vključili 45,79% lastniški delež Save RE v Zavarovalnici Maribor.

15.	Skupina Uniqua	97	2,6%	2,3%	32	65	1	1
	Top 15 skupaj	3.727		89,5%	830	2.897	132	177
	Trgi Adria regije skupaj	4.166						

Vir: 15 največjih zavarovalniških skupin v Adria regiji leta 2010, 2011.

Priloga 11: Svetovno največje zavarovalniške skupine glede na tržno kapitalizacijo*Tabela 11: Največje zavarovalniške skupine na svetu po tržni kapitalizaciji*

Mesto	Ime zavarovalnice	Država	Tržna kapitalizacija, 30. marec 2012 (v milijardah USD)
1.	Berkshire Hathaway	ZDA	201,135
2.	China Life Insurance	Kitajska	73,371
3.	American International Group	ZDA	58,480
4.	Allianz	Nemčija	54,245
5.	Ping An Insurance	Kitajska	51,463
6.	AIA Group	Hong Kong	44,133
7.	Metlife	ZDA	39,719
8.	Zurich Financial Services	Švica	39,559
9.	AXA	Francija	39,017
10.	ING	Nizozemska	31,863
11.	Prudential	Velika Britanija	30,433
12.	Prudential Financial	ZDA	29,667
13.	Munich Re	Nemčija	26,998
14.	China Pacific Insurance	Kitajska	26,421
15.	ACE	ZDA	24,680
16.	Manulife Financial	Kanada	24,431
17.	Generali	Italija	24,132
18.	Swiss RE	Švica	23,644
19.	Great West Lifeco	Kanada	23,321
20.	Travelers Cos.	ZDA	23,270
21.	Tokio Marine Holdings	Japonska	22,202
22.	Aflac	ZDA	21,485
23.	Power Financial	Kanada	20,790
24.	Chubb	ZDA	18,688
25.	Aviva	Velika Britanija	17,460
26.	QBE Insurance Group	Avstralija	15,470

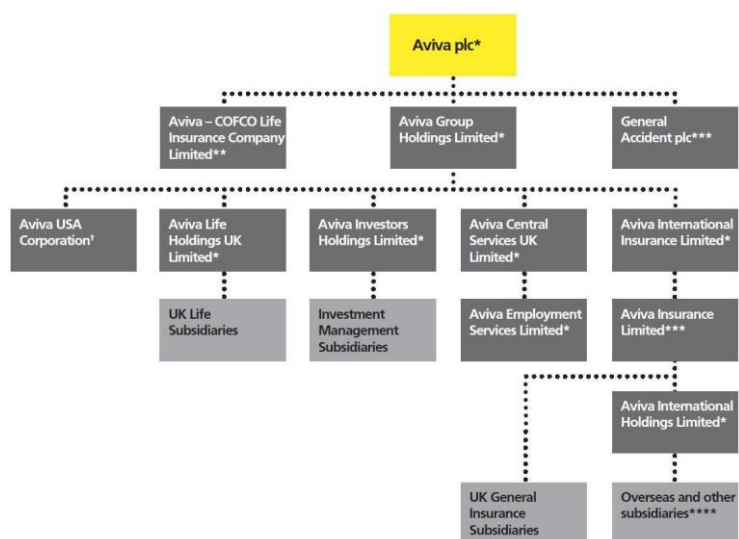
Vir: Top insurance companies, 2012.

Priloga 12: Svetovno največje (po)zavarovalnice*Tabela 12: Svetovno največje (po)zavarovalnice po obsegu prodaje*

Mesto	Zavarovalnica	Država	Prodaja v milijardah USD	Dobiček v milijardah USD
1.	AXA Group	Francija	162	3,7
2.	ING Group	Nizozemska	149	4,3
3.	Allianz	Nemčija	143	6,7
4.	Generali Group	Italija	118	2,3
5.	Aviva	Velika Britanija	91	2,3
6.	Zürich Financial services	Švica	68	3,4
7.	Münich Re	Nemčija	61	3,3
8.	CNP Assurances	Francija	58	1,3
9.	Dai – Ichi Life Insurance	Japonska	54	0,6
10.	Metlife	ZDA	53	2,8
11.	China Life Insurance	Kitajska	48	4,8
12.	Prudential Financial	ZDA	38	3,2
13.	Manulife Financial	Kanada	38	-0,3
14.	Allstate	ZDA	37	1,4
15.	Swiss Re Group	Švica	29	0,9
16.	Standard Life	Velika Britanija	29	0,7
17.	Sun Life Financial	Kanada	25	1,7
18.	Ping An Insurance Group	Kitajska	22	2,0
19.	Samsung Life Insurance	Južna Koreja	22	0,8
20.	MS & AD Insurance	Japonska	19	0,4
21.	ACE	Švica	16	3,1
22.	Hannover Re	Nemčija	15	1,0
23.	QBE Insurance Group	Avstralija	13	1,4

*Vir: Bertonecelj Popit, 2012.***Priloga 13: Aviva in njena organizacijska struktura**

Slika 1: Organizacijska struktura Avive



Vir: Aviva plc Annual Report and Accounts 2011, 2012.

Priloga 14: Aviva in njena distribucijska mreža

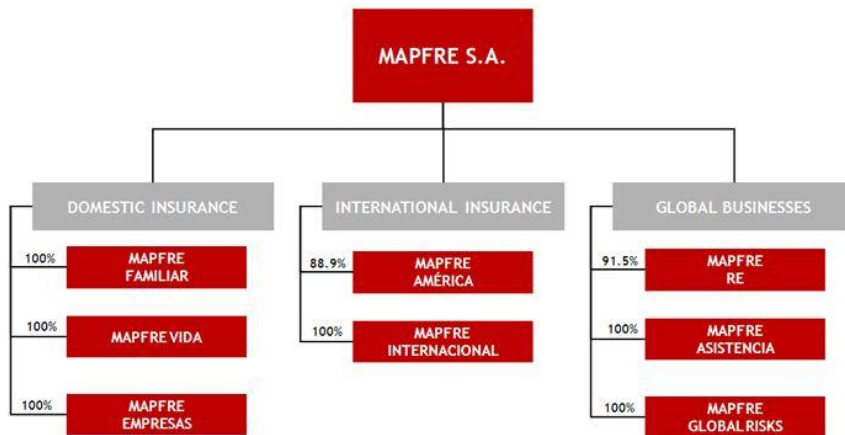
Slika 2: Distribucijska mreža Avive



Vir: Embrace The Uncertainty (At Low Risk) With Aviva, 2012.

Priloga 15: Skupina Mapfre in njena organizacijska struktura

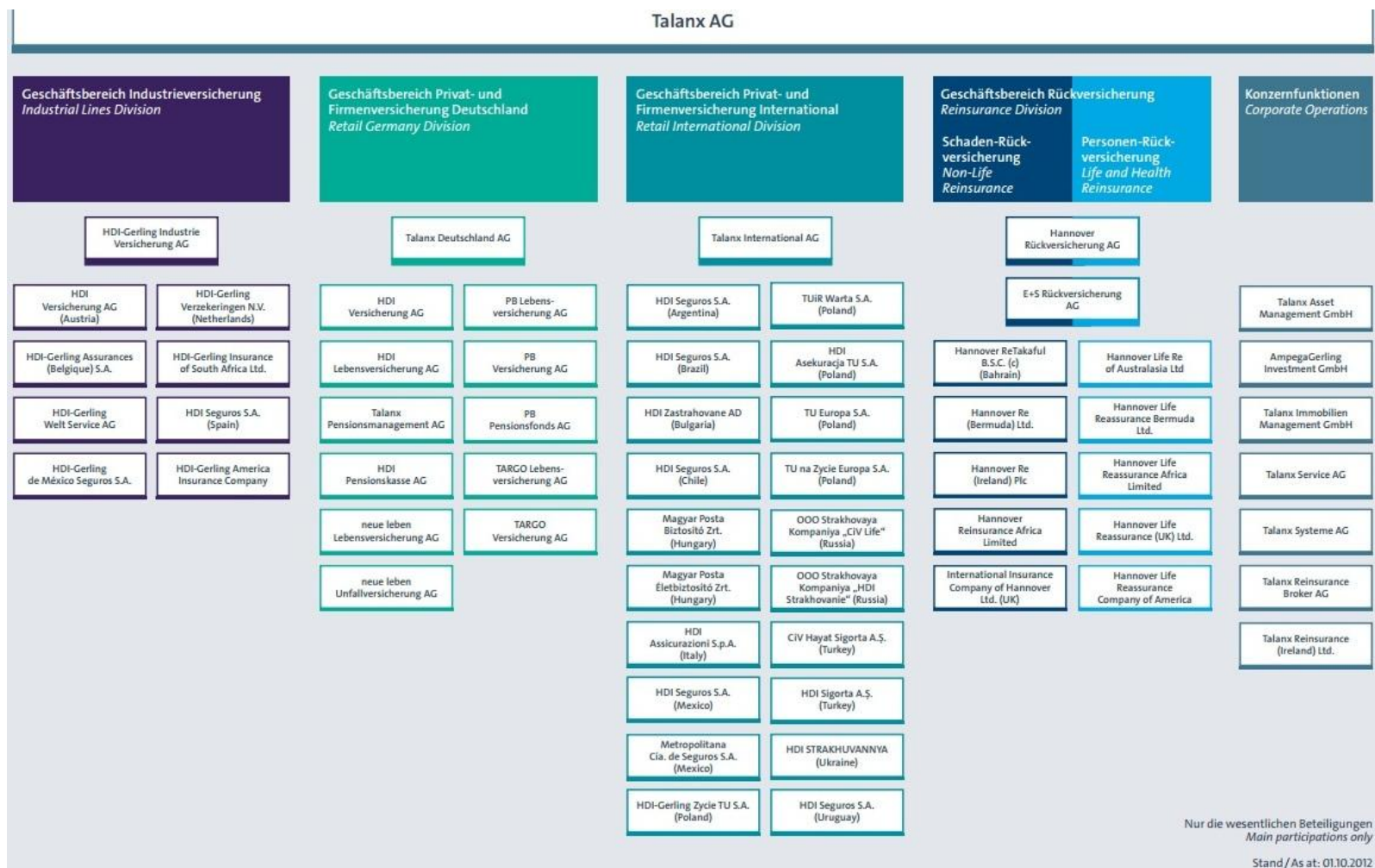
Slika 3: Organizacijska struktura skupine Mapfre



Vir: Organisation Chart, 2012.

Priloga 16: Struktura skupine Talanx

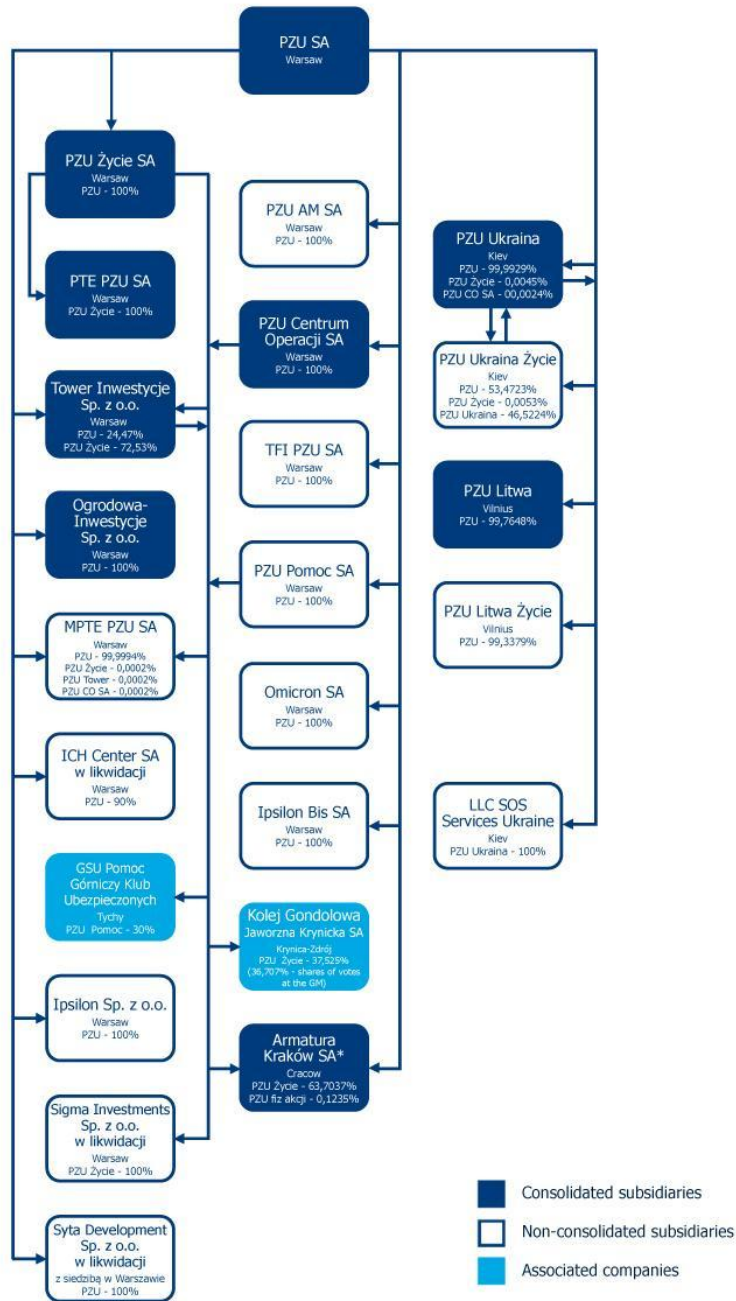
Slika 4: Struktura skupine Talanx AG



Vir: Talanx Group structure, 2012.

Priloga 17: Skupina PZU in njena organizacijska struktura

Slika 5: Organizacijska struktura skupine PZU



*) Armatura's Group consists of the following companies: Armatura Kraków SA, Armatoora SA, Armatoora SA i wspólnicy sp. k., Armagor SA, Armadimp SA

Vir: PZU Struktura grupy, 2013.

Priloga 18: Zakonske kapitalske zahteve Zavarovalnice Triglav

Tabela 13: Izračun zakonskih kapitalskih zahtev Zavarovalnice Triglav

Leto	Indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom (za premoženjska zavarovanja)	Indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom (za življenjska zavarovanja)	Kapital	Kapital za kritje premoženjskih zavarovanj	Kapital za kritje življenjskih zavarovanj	Kapitalske zahteve za premoženjska zavarovanja	Kapitalske zahteve za življenjska zavarovanja	Kapitalske zahteve za zavarovalnico Triglav
	(1)	(2)	(3)	(4)=(3)*0,7	(5)=(3)*0,3	(6)=(4)/(1)	(7)=(5)/(2)	(8)=(6)+(7)
2009	146%	146%	477.787.688	334.451.382	143.336.306	229.076.289	98.175.552	327.251.841
2010	178%	166%	498.977.808	349.284.466	149.693.342	196.227.228	90.176.712	286.403.940
2011	189%	161%	489.469.838	342.628.887	146.840.951	181.285.125	91.205.560	272.490.685
2012	323%	168%	574.563.757	402.194.630	172.369.127	124.518.461	102.600.671	227.119.132

Predpostavke pri zgornjem izračunu:

- za kritje kapitalskih zahtev zavarovalnica uporablja zgolj kapital (kapital lastnikov obvladujoče družbe in neobvladujoče deleže kapitala),
- na podlagi letnega poročila 2012 predpostavljam, da je 70% premije iz naslova premoženjskih zavarovanj, 30% premije pa iz naslova življenjskih zavarovanj,
- na podlagi predhodne alineje sklepam, da se 70% kapitala lahko uporabi za kritje kapitalskih zahtev premoženjskih zavarovanj, 30% kapitala pa se lahko uporabi za kritje kapitalskih zahtev življenjskih zavarovanj.

Priloga 19: Vpliv prvega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve

Tabela 14: Izračun vpliva prvega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve

Dividendna politika 1 - Zavarovalnica ne izplačuje dividend, zgolj posebne dividende					
Predpostavke:					
Predpostavljena rast premije					5%
Predpostavljamo, da bo delež povprečnega dobička v povprečni premiji (enak kot od leta 2004 do 2012)					3,34%
Predpostavljena letna rast kapitalskih zahtev					5%
	Premija	Dobiček	Kapital 31.12.	Kapitalske zahteve	Indeks pokritosti minimalnega zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(3)/(4)
2012			574,564	227,12	252,98%
2013	983,12	32,82	607,384	238,48	254,70%
2014	1032,27	34,46	641,846	250,40	256,33%
2015	1083,88	36,18	678,031	262,92	257,89%
2016	1138,08	37,99	716,025	276,06	259,37%
2017	1194,98	39,89	755,919	289,87	260,78%
2018	1254,73	41,89	797,807	304,36	262,12%
2019	1317,47	43,98	841,790	319,58	263,41%
2020	1383,34	46,18	887,972	335,56	264,63%
2021	1452,51	48,49	936,463	352,34	265,79%
2022	1525,13	50,92	987,378	369,95	266,89%
2023	1601,39	53,46	1.040,840	388,45	267,95%
2024	1681,46	56,13	1.096,974	407,87	268,95%
2025	1765,53	58,94	1.155,915	428,27	269,91%

Priloga 20: Kapitala zavarovalnice Triglav za kritje kapitalskih zahtev po modelu S&P

Tabela 15: Izračun kapitala zavarovalnice Triglav za kritje kapitalskih zahtev po modelu S&P za leto 2012

Reported Shareholders Equity/Policyholder Surplus	567.863,8	
Equity adjustments		
Equity minority interests	6.699,9	
Other equity-like reserves		
Proposed shareholder dividends not accrued	22.735,1	Pregladana dividenda 1€ na delnico
Off-balance sheet pension deficits (post tax)		
On-balance sheet pension surpluses (post tax)		
Intangible adjustments		
On-balance sheet goodwill	1.817,9	
S&P impairment of goodwill		
Other intangible assets	65.060,4	
Asset value adjustments		
On-balance sheet unrealised gains/(losses) on life bonds (post tax)		
Off-balance sheet unreal'd gains/(losses) on inv's other than life bonds (post tax)		
Investment in unconsolidated, unlisted subsidiaries, associates and other affiliates	7.394,1	Triglav ima 25,61% lastniški delež; Abanka je imela 7,2 milijona delnic konec 2012; cena 4,01€/delnico na 31.12.2012
Market value of listed 'core'/'strategically important' affiliates		
Book value of listed 'core'/'strategically important' affiliates		
Market value of listed 'non-strategic' affiliates		
Book value of listed 'non-strategic' affiliates		
Investments in own shares/treasury shares		
Non-life reserve adjustments		
Property/casualty deferred acquisition costs (net of tax)		
Property/casualty net unearned premium reserve		
Property/casualty loss reserve surpluses/(deficits)		
Prudential margins included in reserves		
On-balance sheet loss reserve discount		
Life embedded value adjustments		
Embedded value		
Net assets		
Cost of solvency capital		
On-balance sheet life DAC/VOBA/VIF (net of tax)		
VIF haircut (%)		
Hybrid equity adjustments		
Hybrid equity - high equity content	37.025,6	
Hybrid equity - intermediate equity content		
Hybrid equity - minimal equity content		
Policyholder capital available to absorb losses		
Analyst adjustments		
Additional ECA credits/(debits)		
Additional TAC credits/(debits)		

Vir: Letno poročilo 2012 Abanka, 2013; Obvestilo o predlogu izplačila dividend, 2013; Poslovno poročilo Skupine Triglav za leto 2012, 2013; Standard & Poor's Insurance Capital Model, 2013; Tečaj delnice ABKN, 2013.

Priloga 21: Rezultat izračuna kapitala za kritje kapitalskih zahtev po modelu S&P

Tabela 16: Rezultat izračuna kapitala zavarovalnice Triglav za kritje kapitalskih zahtev po modelu S&P za leto 2012

Available capital		AAA	AA	A	BBB
ECA		486.768,2	486.768,2	486.768,2	486.768,2
TAC		514.581,8	514.581,8	514.581,8	514.581,8
Analyst adjustments		0,0	0,0	0,0	0,0
TAC	(Hybrid equity ratio: 7,8%)	514.581,8	514.581,8	514.581,8	514.581,8

Vir: Poslovno poročilo Skupine Triglav za leto 2012, 2013; Standard & Poor's Insurance Capital Model, 2013.

Priloga 22: Vpliv drugega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve

Tabela 17: Izračun vpliva drugega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve

Dividendna politika 2 - Podjetje se trudi vsaj obdržati nivo dividende, primarno pa rast dividende								
Število delnic zavarovalnice Triglav							22.735.148	
Dividenda 2012							1,00	
Predpostavljena letna rast dividende							5%	
Predpostavljena letna rast kapitalskih zahtev							5%	
Predpostavljena rast premije							5%	
Predpostavljamo, da bo delež povprečnega dobička v povprečni premiji (enak kot od leta 2004 do 2012)							3,34%	
Leto	Premija	Dobiček	Dividenda	Dividende	Preostanek za kapital	Kapital 31.12.	Kapitalske zahteve	Indeks pokritosti min. zahtevanega kapitala z razpoložljivim kapitalom
2012						574.563.757	227.119.132	252,98%
2013	983,12	32.820.643	1,05	23.871.905	8.948.737	583.512.494	238.475.089	244,68%
2014	1032,27	34.461.675	1,10	25.065.501	9.396.174	592.908.668	250.398.843	236,79%
2015	1083,88	36.184.759	1,16	26.318.776	9.865.983	602.774.651	262.918.785	229,26%
2016	1138,08	37.993.996	1,22	27.634.714	10.359.282	613.133.933	276.064.725	222,10%
2017	1194,98	39.893.696	1,28	29.016.450	10.877.246	624.011.179	289.867.961	215,27%
2018	1254,73	41.888.381	1,34	30.467.273	11.421.108	635.432.288	304.361.359	208,78%
2019	1317,47	43.982.800	1,41	31.990.636	11.992.164	647.424.451	319.579.427	202,59%
2020	1383,34	46.181.940	1,48	33.590.168	12.591.772	660.016.223	335.558.398	196,69%
2021	1452,51	48.491.037	1,55	35.269.677	13.221.361	673.237.584	352.336.318	191,08%
2022	1525,13	50.915.589	1,63	37.033.160	13.882.429	687.120.012	369.953.134	185,73%
2023	1601,39	53.461.368	1,71	38.884.818	14.576.550	701.696.562	388.450.791	180,64%

2024	1681,46	56.134.437	1,80	40.829.059	15.305.378	717.001.940	407.873.330	175,79%
2025	1765,53	58.941.159	1,89	42.870.512	16.070.646	733.072.586	428.266.997	171,17%

Priloga 23: Vpliv tretjega predloga na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 20% letnega dobička)

Tabela 18: Izračun vpliva tretjega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 20% letnega dobička)

Dividendna politika 3 - Prilagajanje dividende tekočim rezultatom in izplačilo 20-40% dobička								
Predpostavljen delež izplačila dobička							20%	
Število delnic							22.735.148	
Dividenda 2012							1,00	
Predpostavljena letna rast kapitalskih zahtev							5%	
Predpostavljena rast premije							5%	
Predpostavljamo, da bo delež povprečnega dobička v povprečni premiji (kot od leta 2004 do 2012)							3,34%	
Leto	Premija	Dobiček	Dividende	Dividenda	Preostanek za kapital	Kapital 31.12.	Kapitalske zahteve	Indeks pokritosti
2012						574.563.757	227.119.132	252,98%
2013	983,12	32.820.643	6.564.129	0,29	26.256.514	600.820.271	238.475.089	251,94%
2014	1032,27	34.461.675	6.892.335	0,30	27.569.340	628.389.611	250.398.843	250,96%
2015	1083,88	36.184.759	7.236.952	0,32	28.947.807	657.337.418	262.918.785	250,02%
2016	1138,08	37.993.996	7.598.799	0,33	30.395.197	687.732.615	276.064.725	249,12%
2017	1194,98	39.893.696	7.978.739	0,35	31.914.957	719.647.572	289.867.961	248,27%
2018	1254,73	41.888.381	8.377.676	0,37	33.510.705	753.158.277	304.361.359	247,46%
2019	1317,47	43.982.800	8.796.560	0,39	35.186.240	788.344.517	319.579.427	246,68%
2020	1383,34	46.181.940	9.236.388	0,41	36.945.552	825.290.069	335.558.398	245,95%
2021	1452,51	48.491.037	9.698.207	0,43	38.792.830	864.082.899	352.336.318	245,24%
2022	1525,13	50.915.589	10.183.118	0,45	40.732.471	904.815.370	369.953.134	244,58%

2023	1601,39	53.461.368	10.692.274	0,47	42.769.095	947.584.465	388.450.791	243,94%
2024	1681,46	56.134.437	11.226.887	0,49	44.907.550	992.492.014	407.873.330	243,33%
2025	1765,53	58.941.159	11.788.232	0,52	47.152.927	1.039.644.941	428.266.997	242,76%

Priloga 24: Vpliv tretjega predloga na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 30% letnega dobička)

Tabela 19: Izračun vpliva tretjega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 30% letnega dobička)

Dividendna politika 3 - Prilagajanje dividende tekočim rezultatom in izplačilo 20-40% dobička								
Predpostavljen delež izplačila dobička							30%	
Število delnic							22.735.148	
Dividenda 2012							1,00	
Predpostavljena letna rast kapitalskih zahtev							5%	
Predpostavljena rast premije							5%	
Predpostavljamo, da bo delež povprečnega dobička v povprečni premiji (od leta 2004 do 2012)							3,34%	
Leto	Premija	Dobiček	Dividende	Dividenda	Preostanek za kapital	Kapital 31.12.	Kapitalske zahteve	Indeks pokritosti
2012						574.563.757	227.119.132	252,98%
2013	983,12	32.820.643	9.846.193	0,43	22.974.450	597.538.207	238.475.089	250,57%
2014	1032,27	34.461.675	10.338.502	0,45	24.123.172	621.661.379	250.398.843	248,27%
2015	1083,88	36.184.759	10.855.428	0,48	25.329.331	646.990.710	262.918.785	246,08%
2016	1138,08	37.993.996	11.398.199	0,50	26.595.798	673.586.508	276.064.725	244,00%
2017	1194,98	39.893.696	11.968.109	0,53	27.925.587	701.512.095	289.867.961	242,01%
2018	1254,73	41.888.381	12.566.514	0,55	29.321.867	730.833.962	304.361.359	240,12%
2019	1317,47	43.982.800	13.194.840	0,58	30.787.960	761.621.922	319.579.427	238,32%
2020	1383,34	46.181.940	13.854.582	0,61	32.327.358	793.949.280	335.558.398	236,61%

2021	1452,51	48.491.037	14.547.311	0,64	33.943.726	827.893.006	352.336.318	234,97%
2022	1525,13	50.915.589	15.274.677	0,67	35.640.912	863.533.918	369.953.134	233,42%
2023	1601,39	53.461.368	16.038.411	0,71	37.422.958	900.956.876	388.450.791	231,94%
2024	1681,46	56.134.437	16.840.331	0,74	39.294.106	940.250.982	407.873.330	230,53%
2025	1765,53	58.941.159	17.682.348	0,78	41.258.811	981.509.793	428.266.997	229,18%

Priloga 25: Vpliv tretjega predloga na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 40% letnega dobička)

Tabela 20: Izračun vpliva tretjega predloga dividendne politike na zakonske kapitalske zahteve (ob izplačilu 40% letnega dobička)

Dividendna politika 3 - Prilagajanje dividende tekočim rezultatom in izplačilo 20-40% dobička									
Predpostavljen delež izplačila dobička							40%		
Število delnic							22.735.148		
Dividenda 2012							1,00		
Predpostavljena letna rast kapitalskih zahtev							5%		
Predpostavljena rast premije							5%		
Predpostavljamo, da bo delež povprečnega dobička v povprečni premiji (od leta 2004 do 2012)							3,34%		
	Premija	Dobiček	Dividende	Dividenda	Preostanek za kapital	Kapital 31.12.	Kapitalske zahteve	Indeks pokritosti	
2012						574.563.757	227.119.132	252,98%	
2013	983,12	32.820.643	13.128.257	0,58	19.692.386	594.256.143	238.475.089	249,19%	
2014	1032,27	34.461.675	13.784.670	0,61	20.677.005	614.933.147	250.398.843	245,58%	
2015	1083,88	36.184.759	14.473.903	0,64	21.710.855	636.644.003	262.918.785	242,14%	
2016	1138,08	37.993.996	15.197.599	0,67	22.796.398	659.440.400	276.064.725	238,87%	
2017	1194,98	39.893.696	15.957.479	0,70	23.936.218	683.376.618	289.867.961	235,75%	
2018	1254,73	41.888.381	16.755.352	0,74	25.133.029	708.509.647	304.361.359	232,79%	

2019	1317,47	43.982.800	17.593.120	0,77	26.389.680	734.899.327	319.579.427	229,96%
2020	1383,34	46.181.940	18.472.776	0,81	27.709.164	762.608.491	335.558.398	227,27%
2021	1452,51	48.491.037	19.396.415	0,85	29.094.622	791.703.113	352.336.318	224,70%
2022	1525,13	50.915.589	20.366.236	0,90	30.549.353	822.252.467	369.953.134	222,26%
2023	1601,39	53.461.368	21.384.547	0,94	32.076.821	854.329.288	388.450.791	219,93%
2024	1681,46	56.134.437	22.453.775	0,99	33.680.662	888.009.950	407.873.330	217,72%
2025	1765,53	58.941.159	23.576.463	1,04	35.364.695	923.374.645	428.266.997	215,61%

Priloga 26: Slovar*Tabela 21: Slovar angleških izrazov*

Angleški izraz	Slovenski izraz
retained earnings	zadržani dobički
free cash flow	prosti denarni tokovi
utility	javnostoritveno
outcome model	model izida
substitute model	model substituta
market-to-book ratio	količnik razmerja med tržno in knjižno vrednostjo podjetja
catering theory	teorija ustrežljivosti lastnikom
common law	anglo-ameriški pravni sistem
civil law	evropsko kontinentalno pravo
dividend premium	dividendna premija
cliente hypotheses	hipoteza klientov
life cycle theory	teorija življenjskega cikla
pecking order theory	hierarhična teorija financiranja
residual dividend policy	teorija ostanka za dividende
cash cows	denarno molzne krave
outcome hypothesis	hipoteza izida
substitute hypothesis	hipoteza substituta
share price premium	premija v ceni delnice
contractual covenant	pogodbene zaveze
corporate governance quality	kvaliteta upravljanja podjetja
imputation system	imputacijski sistem
full imputation system	polni imputacijski sistem
income bonds	prihodkovne obveznice
earnings before taxes	dobiček pred davki
open-market share repurchases	odkupi na prostem trgu
fixed-price tender offers	fiksni programi
dutch-auction repurchases	programi nizozemske avkcije
target block repurchases	programi nakupov velikih svežnjev
annual dividend rate per index share	letna stopnja dividende na delnico indeksa
securitization	listninjenje
stop-loss (reinsurance)	pozavarovanje zaustavitve škod
excess-of-loss (reinsurance)	pozavarovanje presežka škod
quota-share (reinsurance)	kvotno pozavarovanje
surplus reinsurance	vsotno presežkovno pozavarovanje
american depository receipts	ADR vrednostni papirji
capital repayment	odplačilo kapitala
credit default swap	kreditni izvedeni finančni instrumenti oziroma CDS-i
convertible perpetual capital instrument	zamenljivi perpetualni kapitalski instrument
risk free	netvegane naložbe
special dividend	posebna dividenda
solidarity surcharge	solidarnostni davek
double taxation agreement	sporazum o dvojnem obdavčenju

value-based management	upravljanje, ki temelji na vrednosti
solvency capital	solventnostni kapital
initial public offering	prva javna ponudba delnic

Se nadaljuje

Nadaljevanje

Angleški izraz	Slovenski izraz
Over-the counter	OTC trg
economic value added	EVA
dividend cover	dividendno kritje
distributable profits	dobički za distribucijo
cancel	odpovedano
dividend re-investment plan	program DRIP
troubled asset relief program	program TARP
total adjusted capital	celotni prilagojeni kapital