

# POSLOVNE FINANCE

## 1. poglavje

### VLOGA FINANČNEGA SISTEMA V NARODNEM GOSPODARSTVU

Osnovni motiv poslovnih financ je profit. Zato mora iti vsak nov trg in vsaka nova investicija skozi finančno presojo.

Finančni sistem ima 3 sestavine:

- (1) **finančni TRGI**
- (2) **finančni INSTRUMENTI**
- (3) **finančne INSTITUCIJE**

Finančni sistem ima 2 vloge:

- (1) **ekonomska vloga** – *realne transakcije*: del dohodka, ki tekoče ne gre za potrošnjo, gre za varčevanje.
  - prenese se dohodek od subjekta, ki zelo veliko varčuje, na subjekt, ki investira (pri tem imamo v mislih tekoči dohodek),
  - varčujejo naj bogati,
  - problem je donosna investicijska priložnost,
  - prihaja do realokacije proizvodnih tvorcev (faktorjev) k investitorjem.
- (2) **finančna vloga** – *finančne transakcije*: imamo različna premoženja iz prejšnjih obdobj (let) in dohodek skozi več obdobj (let).
  - premoženju spreminjamo obliko z različnimi naložbami (kot premoženje razumemo vsoto varčevanj skozi več obdobj oz. let),
  - spreminjamo strukturo naložb po:
    - likvidnosti,
    - tveganju,
    - razpršenosti.
  - obstoječi vrednostni papirji spreminjajo le obliko,
  - finančne transakcije niso nujno povezane z investiranjem,
  - brez funkcije finančnega trga ni varčevanja – finančni trg nam pove, kam vlagati za velike dobičke in kje potrebujejo investitorji dober donos.
  -

**Funkciji** (nalogi) *finančnega sistema* sta:

#### (1) **MAKROEKONOMSKA STABILNOST**

Dohodek naj bi bil enak povpraševanju po dohodku, zato naj bi bila ponudba enaka povpraševanju (pri neenakosti nujno pride do recesije in inflacije). Potrošniki dohodek razdelijo na potrošnjo in varčevanje (naložitev denarja v banke, zavarovalnice). Privarčevani viški dohodka morajo priti do investitorjev. V outputu mora vladati ravnotežje med dohodki in izdatki. Obstaja *delitev dela*, zaradi katere mora biti varčevanje enako investicijskim vložkom. To ravnotežje se vzpostavlja skozi finančni sistem.

Če pride do nestabilnosti, so posledice:

- brezposelnost,
- inflacija,
- recesija.

#### (2) **GOSPODARSKA RAST**

Dober finančni sistem nam pomaga, da pride varčevanje na prava mesta. S tem se povečata gospodarska rast in varčevanje (preko bank). Investicija pomeni, da bo zaradi večjega outputa drugo leto varčevanje večje.

Pomembna je kvaliteta investiranja. Finančni sistem mora biti tak, da subjekti, ki potrebujejo denar za investiranje, tudi v resnici dobijo privarčevani denar.

Pomembna je kvaliteta investiranja – v socializmu je bil obseg investicij velik (40%), gospodarska rast pa 0% zaradi nekvalitetnega investiranja.

**Razvoj finančnega sistema:**

- (1) naturalna menjava – najbolj enostaven sistem, menja se blago za blago. Če so gospodarski subjekti hoteli investirati, so imeli veliko težav.
- (2) denar kot plačilno sredstvo – omogoča transakcije v določenem razdobju,
- (3) denar kot instrument varčevanja – česar gospodarski subjekti ne potrošijo danes, potrošijo v prihodnosti, zato se omogoča transakcije med razdobji (potrošniki se odpovedo tekoči potrošnji). Danes je denar slabo investicijsko in varčevalno sredstvo.
- (4) interno in eksterno financiranje:
  - pri internem financiranju gospodarski subjekt varčuje sam (zadržani dobički) in investira sam – iz zadržanih dobičkov se izvaja lastniško financiranje,
  - pri eksternem financiranju gospodarski subjekt investira več, kot sam privarčuje, zato prihaja do zadolževanja.

Banka zahteva lastna sredstva prek eksternega financiranja. V podjetjih je bolj pomembno interno financiranje.
- (5) neposredno in posredno financiranje.

## 1. Finančni trgi

Vrste finančnih trgov:

- (1) primarni in sekundarni trgi:
  - 1) na primarnem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji (nominalna vrednost delnice je njena cena na primarnem trgu),
  - 2) na sekundarnem trgu vrednostni papirji kotirajo na borzah.

Sekundarni trg je pomemben za ugodno investicijsko odločitev. Nove delnice prodamo takrat, ko imajo visoko ceno na sekundarnem trgu. Slovenski trg je podcenjen, zato se novi vrednostni papirji izdajajo po nizki ceni. Na borzi povpraševanje po njih narašča, zato se cene zvišajo. V tem trenutku je čas za izdajo novih vrednostnih papirjev po višji ceni – denar gre v podjetje, ki izdaja nove vrednostne papirje. Izdaja novih delnic pomeni večje tveganje za investitorje.

Primarni trg je torej odvisen od sekundarnega.
- (2) trg denarja in trg kapitala:
  - 1) trg denarja – na njem se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo, manjšo od 1 leta,
  - 2) trg kapitala – na njem se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo, večjo od 1 leta.

Kriterij za razlikovanje je ročnost.
- (3) trg posojil in trg vrednostnih papirjev:
  - 1) trg posojil – ponudniki (banke) ponujajo kredite in posojila (primarni trg),
  - 2) trg vrednostnih papirjev – borza (sekundarni trg), privatizacija (primarni trg).

Npr. obveznica spada na trg vrednostnih papirjev in sekundarni trg. Bančni kredit pa spada na trg posojil, primarni trg in trg kapitala.
- (4) trg lastniških VP in trg dolžniških VP:
  - 1) trg lastniških vrednostnih papirjev – delnice, prednostne delnice,
  - 2) trg dolžniških vrednostnih papirjev – obveznice, zakladne menice.
- (5) centralizirani in decentralizirani trg:
  - 1) centralizirani trg – organizirani trg,
  - 2) decentralizirani trg – organizirani trg preko računalnikov.

## 2. Finančni instrumenti

- (1) **DENAR**
  - 1) gotovina – terjatev do države,
  - 2) knjižni denar – terjatev do banke.
- (2) **KREDITI**
  - aktivna stran poslovnih financ,
  - finančna obveznost gospodinjstev, podjetij, države.
- (3) **HRANILNE VLOGE IN DEPOZITI**
  - s hranilno vlogo ni možno plačilo,

- depoziti so pogodbe med varčevalci in bankami, s katerimi varčujemo denar po določeni obrestni meri.

(4) **DELNICE IN OBVEZNICE**

(5) **BLAGAJNIŠKI ZAPISI**

Za njihovo financiranje se uporablja seignorage od tiskanja denarja. To so dolžniški kratkoročni VP. Izdaja jih Banka Slovenije in predstavljajo terjatev nanjo. Poslovnim bankam nudijo zanesljive finančne naložbe. Uporabljajo se za nevtalizacijo deviznih prilivov, kar zagotavlja preprečevanje depreciacije oz. apreciacije in inflacije.

Blagajniški zapisi so zelo varni vrednostni papirji. Preko njihove visoke cene prihaja do pritiska na znižanje obrestnih mer na celotnem trgu, zato se investicije v druge vrednostne papirje zmanjšajo.

(6) **KOMERCIALNI ZAPISI**

so kratkoročni VP, ki jih izdajajo dobro stoječa podjetja. Kratkoročno se financirajo z denarjem od posameznih investitorjev.

(7) **ZAKLADNE MENICE**

so kratkoročni VP, ki jih izdaja Banka Slovenije (licitacija VP). Tveganje je zelo majhno. Zakladne menice uveljavljajo osnovno obrestno mero, zato predstavljajo najbolj varno investicijo. Na tej obrestni meri rastejo ostale obrestne mere.

### 3. Finančne institucije

(1) **DEPOZITNE finančne institucije** = banke in hranilnice:

- pasiva: terjatve varčevalcev,
- aktiva: blagajniški zapisi, krediti, obveznice.

(2) **NEDEPOZITNE finančne institucije**:

1) **investicijski skladi** – nalagajo denar v vrednostne papirje, obstajata 2 vrsti:

- **VZAJEMNI skladi** – njihove značilnosti so:
  - so odprti skladi,
  - niso pravne osebe,
  - upravljalca mora vlagatelja izplačati kadarkoli,
  - največje prednosti so:
    - ⇒ likvidnost (denar je možno vzeti ven kadarkoli),
    - ⇒ majhni (transakcijski) stroški,
    - ⇒ razpršenost naložb.
- **INVESTICIJSKE DRUŽBE** (bivši *pidi*) – njihove značilnosti so:
  - so zaprti skladi,
  - so pravne osebe in sicer delniške družbe,
  - vlagatelji kupijo določeno število delnic,
  - za pridobitev sredstev je potrebno prodati delnice,
  - število delnic investicijske družbe je fiksno.

2) **pogodbene finančne institucije**:

- **ZAVAROVALNICE** – sredstva pridobivajo z življenjskimi zavarovanji in jih nalagajo v vrednostne papirje,
- **POKOJNINSKI SKLADI** – ukvarjajo se s finančnimi naložbami v vrednostne papirje, najbolj pomemben je II. steber pokojninskega sistema.

(3) **DRUGE INSTITUCIJE** – to so predvsem:

- 1) investicijske banke,
- 2) **borzni špekulanti (posredniki)** – vrednostne papirje kupujejo z lastnim premoženjem, umetno držijo cene na določeni ravni in tako uravnotežujejo cene vrednostnih papirjev,
- 3) bonitetne agencije.

Podjetje je v gospodarskem sistemu deficitna celica (njegov dohodek je manjši od njegovih potreb = možnosti investiranja).

Gospodinjstva so v gospodarskem sistemu suficitne celice (njihov dohodek je večji od porabe).

Finančni sistem mora suficite iz gospodinjstev spraviti v podjetja. To lahko počne na 2 načina:

(1) **neposredno**, ali

- (2) posredno prek finančnih posrednikov (= banke), ki zbirajo presežna sredstva od suficitnih celic in jih dajejo podjetjem na deficitna mesta.

Kakšne so prednosti finančnih posrednikov?

- (1) transformacija VARČEVANJA – z 2 vidikov:  
1) z vidika ROČNOSTI – banke podaljšujejo ročnost depozitov,  
2) z vidika tveganja = transformacija tveganja – za varčevalce se tveganje razprši.  
(2) transformacija OBSEGA – zaradi finančnih posrednikov ljudje več varčujejo;  
(3) alokacijska učinkovitost – finančni posredniki iščejo podjetja z najboljšimi možnostmi, zato zagotavljajo izbor najboljših naložbenih priložnosti;  
(4) združevanje sredstev,  
(5) operativna (stroškovna) učinkovitost – če bi ljudje sami iskali najboljše možnosti, bi imeli veliko stroškov, zato imajo manjše stroške z varčevanjem v banki.

Pri nas zavarovalnice sredstva iz življenjskih in pokojninskih zavarovanj vlagajo v banke v obliki kratkoročnih depozitov ali z njimi kupujejo državne obveznice. To je nesmisel, ker s tem dolgoročno varčevanje spreminjajo v kratkoročno, morale pa bi delati ravno obratno. Na dolgi rok bodo posledice za varčevalce neugodne.

Prikaz bilance banke:

AKTIVA	PASIVA
+ rezerve	– equity
+ krediti	– depoziti
PRIHODKI	ODHODKI
+ obresti od danih kreditov	– obresti na depozite
	– plače za bančne uslužbence
	– materialni stroški
	– slabi krediti

Bilanca banke mora biti izenačena. Finančne obveznosti bank ustrezajo finančnim naložbam gospodinjestev. Za obstoj finančnih naložb torej morajo obstajati finančne obveznosti. Bistvo podjetij je v tem, da se zadolžujejo. Pri nas se podjetja kreditov bojijo.

#### 4. Vloga države v finančnem sistemu

Država:

- (1) je največji udeleženec na trgu – izdaja največ vrednostnih papirjev,  
(2) pomembna je pri fiskalni in monetarni politiki,  
(3) centralna banka skrbi za likvidnost bank (= vse obveznosti, ki jih banke imajo in jih tekoče izplačujejo – npr. izplačilo gotovine deponentom).

Likvidnost je treba razlikovati od solventnosti banke = banka ima dovolj kapitala, da izplača varčevalce (takšen je problem Slovenske investicijske banke).

Nelikvidnost se hitro širi (je "nalezljiva"). Če podjetje ne more plačati banki, potem tudi banka ne more plačati varčevalcu. Posledica je negativen vpliv na poslovanje – nihče noče več položiti denarja v nelikvidno banko.

Centralna banka je zadnji vir likvidnosti. Nelikvidne banke pogosto računajo na centralno banko, zato prihaja do neusklajenosti v ročnosti.

Če je banka kreditirala slabe naložbe, jo je treba dokapitalizirati brez pričakovanja pomoči centralne banke.

#### 5. Primerjava Slovenije in razvitih gospodarstev

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki združuje 2 ekonomsko pomembni pravici:

- (1) glas na skupščini delničarjev, in  
(2) udeležba na trgu vrednostnih papirjev – prodaja in prenosljivost delnice.

Za učinkovito glasovanje je nujna koncentracija delničarjev.

Za učinkovito trgovanje je nujna razpršenost delničarjev.

Sodobne gospodarske delniške družbe združujejo 2 interesni kategoriji:

- PRINCIPALI = delničarji,

- AGENTI = menedžment (uprava).

Načeloma naj bi menedžment deloval v korist delničarjev. Če tega ne počne, imajo principalni 2 možnosti:

- (1) sklic izredne skupščine, na kateri izvolijo nov nadzorni svet in novo upravo,
- (2) prodajo delnice.

Za sklic izredne skupščine je potrebno imeti večino delnic. Zato delničarji, ki niso zadovoljni z upravo, pokupijo vse razpršene delnice in izplačajo delničarje. Njihova cilja pri tem sta:

- kontrola uprave,
- motivacija uprave.

To se imenuje **KONCENTRACIJA DELNIC**. Po zamenjavi uprave delničarji, ki so prej delnice koncentrirali, delajo na tem, da postane lastništvo nad delnicami spet razpršeno – delnicam dvignejo ceno, jih prodajo in pri tem profitirajo. To je nemški sistem – **sistem koncentracije** (= pridobitev nadzora nad glasovanjem).

Če nezadovoljni delničarji nimajo večine delnic, jih enostavno prodajo. Če veliko delničarjev proda delnice, tem pade cena in to se pozna na ugledu podjetja. To je ameriški sistem – **sistem razpršenosti**.

V nemškem sistemu je zelo pomemben odnos med banko in agenti (upravo). Uprava, ki ne uživa zaupanja delničarjev, težko dobi bančne kredite.

Tako imamo 2 poglavita sistema razvitih gospodarstev:

### (1) **TRŽNI ANGLOAMERIŠKI SISTEM**

- trg kapitala se odvija prek vrednostnih papirjev,
- mehanizmi nadzora so zunanji in se uveljavljajo prek trgovanja z delnicami,
- delničarji so razpršeni,
- med delničarji vlada demokracija,
- konkurenčni odnosi med interesnimi skupinami so pogodbeno urejeni,
- likvidnost delničarjev zagotavljajo:
  - razpoložljivost informacij in transparentnost trgovanja – cene in obseg trgovanja so znani, informacije so na voljo pravočasno;
  - preprečevanje zlorab notranjih informacij;
  - prevzemi podjetij – ko imajo delnice nizko ceno, konkurenčno podjetje pokupi vse delnice;
  - stečaji za zaščito upnikov.

### (2) **BANČNI NEMŠKI SISTEM**

- trg kapitala se odvija prek bančnih kreditov (banke so ključne),
- mehanizmi nadzora so notranji in se uveljavljajo prek glasovanja,
- delničarji so povezani in aktivni,
- med interesnimi skupinami vladajo odnosi sodelovanja,
- nad bankami se izvaja strog nadzor – banke so pomemben lastnik in kreditodajalec podjetij ter zastopajo male delničarje (banke glasujejo s svojimi in delnicami malih delničarjev),
- soupravljanje zaposlenih – delavci imajo sedeže v nadzornem svetu.

Američani verjamejo, da podjetje pripada delničarjem lastnikom (= **shareholders**).

Nemci verjamejo, da podjetje pripada delničarjem in drugim, ki sodelujejo s podjetjem (**stakeholders**)

V ameriškem sistemu se vezanost delavcev na podjetje zagotavlja s tem, da so delavci hkrati delničarji.

V nemškem sistemu se vezanost delavcev na podjetje zagotavlja s tem, da se delavcem zagotavlja soupravljanje podjetja.

V ZDA so večinski lastniki podjetij druga podjetja (= nefinančne institucije). Delež fizičnih oseb kot delničarjev je večji od 50%, vendar se znižuje na račun pokojninskih skladov.

V Nemčiji so večinski lastniki podjetij poslovne banke. Fizične osebe predstavljajo okoli 50% delež vseh delničarjev.

V Sloveniji imajo fizične osebe veliko delnic (ameriški sistem), zato je potrebno kotiranje delnic na borzi. Lastništvo delnic s strani delavcev je pri nas veliko (ameriški sistem). Hkrati je zagotovljeno soupravljanje delavcev (nemški sistem).

Uveljavljen je koncept univerzalnih bank – banke se ne delijo na investicijske in komercialne (značilnost nemškega sistema). Največji delež v slovenskih podjetjih imajo državni skladi (KAD, SOD), ki na podjetje vplivajo z glasovanjem (nemški sistem).

## 2. poglavje

# OBLIKOVANJE OBRESTNIH MER IN CENA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

## 1. Časovna vrednost denarja

Ekonomski subjekt se odreče trenutni potrošnji svojega razpoložljivega dohodka (denarja) za določeno obljubljeni količino dohodka (denarja) v prihodnosti. Nadomestilo za odpoved trenutni potrošnji se imenuje *donos*.

Kdor posoja denar, pričakuje:

- (1) **ohranitev kupne moči** – zagotavlja jo TOM (= temeljna obrestna mera) ali valutna klavzula (varčevalca rešuje pred inflacijskim tveganjem),
- (2) **zavarovanje pred tveganjem**,
- (3) **nagrado za varčevanje** – realno povečanje dolga.

**Obrestna mera (r) je cena za izposojeno denarja.**

**PRIHODNJA VREDNOST DENARJA je vsota denarja, na katero bo narasla naložba v določenem časovnem obdobju.** Oznaka: FV (future value).

Formule:

$$FV = PV \cdot (1 + r)$$

splošna formula  
PV = sedanja vrednost (present value)  
r = stopnja donosnosti (ponavadi obrestna mera)

$$FV_n = PV \times (1 + r)^n$$

formula za določeno število razdobj  
n = število razdobj  
 $(1 + r)^n$  = faktor prihodnje vrednosti =  $\frac{FV}{PV}$

$$FV = \sum_t^n \left( I_t \times \frac{FV_n}{FV_{n-1}} \right)$$

formula za več vplačil  
I = vplačilo

**SEDANJA VREDNOST nam pove, koliko denarja bi morali imeti danes, da bi z naložbo določene donosnosti v določenem času dosegli določeno prihodnjo vrednost.**

Oznaka: PV (present value).

Formule:

$$PV = \frac{FV_n}{(1 + r)^n}$$

navadna formula

r = diskontna stopnja

Diskontna stopnja predstavlja:

- o **opurtinitetni strošek denarja** – pove nam, koliko nas stane možnost potrošiti denar danes namesto v prihodnosti,
- o **zahtevano stopnjo donosnosti**.

Čim višja je diskontna stopnja, tem nižja je sedanja vrednost prihodnjega plačila.

$$\frac{1}{(1 + r)^n} = \text{diskontni faktor, faktor sedanje vrednosti} = \frac{PV}{FV}$$

$$PV = \sum_t^n \left( R_t \times \left( \frac{1}{1 + r} \right)^n \right)$$

formula za več vplačil  
R = vplačilo

## 2. Vrednotenje obveznic in delnic

## 2.1. Vrednotenje obveznic

Obveznica je pogodba, s katero se kreditojemalec obvezuje, da bo kreditodajalcu plačal serijo obresti in odplačal glavnico, ko obveznica dospe.

- (1) **BREZKUPONSKA OBVEZNICA** – imetniku do dospelja ne prinaša ničesar, ob dospelju pa denarni znesek v višini F. Denarnega toka torej ni do dospelja glavnice.

$$V = F \times \frac{1}{(1+r)^n} \quad F = \text{glavnica}$$

- (2) **OBIČAJNA OBVEZNICA S KUPONI** – kupon običajno predstavlja letne obresti, ob dospelju pa se izplača nominalna vrednost obveznice.

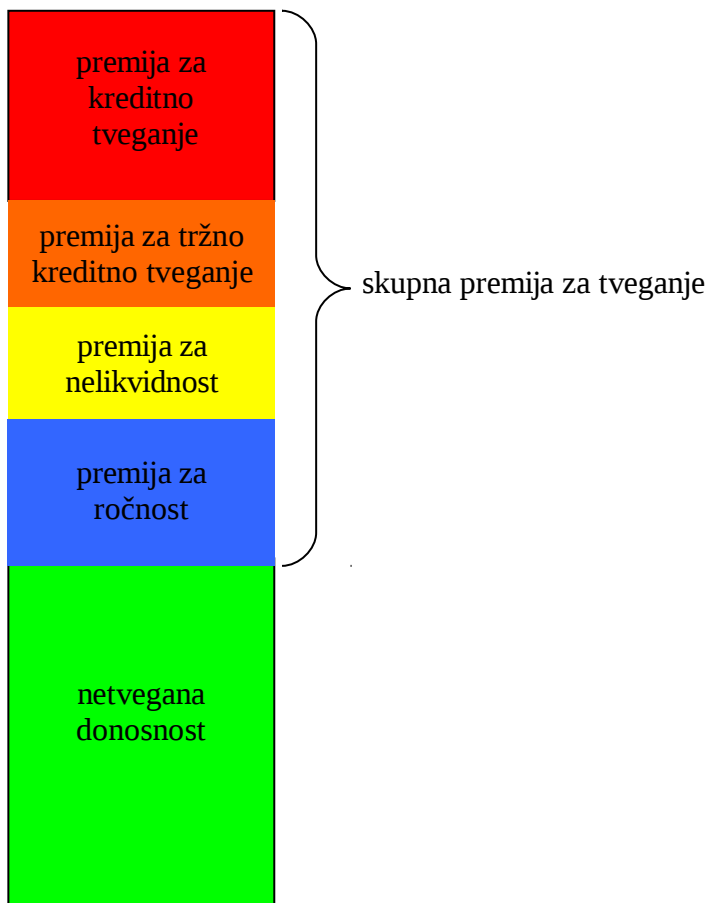
$$V = F \times \frac{1}{(1+r)^n} + R \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}$$

- (3) **OBVEZNICA BREZ DOSPETJA** – glavnica pri tej obveznici nikoli ne dospe, ob koncu vsakega razdobja obveznica prinaša enak denarni znesek R.

$$V = \frac{R}{r} = \frac{\text{letni donos}}{\text{zahtevana donosnost}}$$

Ta formula je približna in je uporabna le za dolgoročne vrednostne papirje (npr. pred-nostne delnice – zagotavljajo fiksni donos, vendar nimajo dospelja).

## STRUKTURA ZAHTEVANE DONOSNOSTI OBVEZNICE



## 2.2. Vrednotenje delnic

Prihodnji denarni donosi navadne delnice niso obljubljeni v točno določeni višini (kot pri večini obveznic). Denarni tokovi so zato težko določljivi. Možna je le ocena/projekcija donosov.

### **SPLOŠNA ENAČBA**

$$V = \frac{\text{Div}_1}{(1+r)} + \frac{\text{Div}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{Div}_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Div}_t}{(1+r)^t}$$

**ENAČBA ENAKIH DIVIDEND** – predpostavka je, da bodo dividende vedno enake. Ta formula je primerna za *izračun donosov prednostnih delnic*, ki zagotavljajo fiksne donose.

$$V = \frac{\text{Div}}{r}$$

Za navadne delnice je predpostavka o vedno enakih dividendah nerealna, zato se uporablja **ENAČBA ENAKOMERNE RASTI** – dividende bodo vsako naslednje razdobje porasle za enak odstotek **q**, pri čemer je prva dividenda (**Div<sub>0</sub>**) znana.

$$V = \text{Div}_0 \times \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{1+q}{1+r} \right)^t$$

## 3. Odnos med tveganjem in donosnostjo

**TVEGANJE** je *verjetnost, da se ne bo zgodilo tisto, kar pričakujemo, da se bo zgodilo*.

Tveganja ne smemo gledati izolirano, temveč glede na celotno premoženje podjetja in glede na vse naložbe podjetja.



donosnost – obrestna mera =  $\frac{\text{donos}}{\text{cena}}$

### 3.1. Tveganje pri posameznih naložbah

- (1) *obveznice* – obljublajo stalno donosnost. Pomembna je ocena, kolikšna je verjetnost, da bo stopnja inflacije drugačna od pričakovane, zaradi česar bo donosnost obveznic odstopala od pričakovane.
- (2) *delnice* – iz preteklih donosnosti in odstopanja od povprečja ter predvidevanja za prihodnje se poskuša oceniti pričakovano donosnost in verjetnost, da bo dejanska donosnost različna.

### 3.2. Tveganje pri premoženju, sestavljenem iz več naložb

Ustrezna razdelitev premoženja v več naložb lahko zmanjša tveganje celotnega premoženja, saj zmanjša verjetnost, da donosnost naložb ne bo enaka pričakovani.

### 3.3. Zahtevana donosnost

**ZAHTEVANA DONOSNOST je plačilo za tveganje.**

Zahtevana donosnost se ne povezuje s tveganjem posamezne naložbe, temveč s tveganjem, ki ga posamezna naložba pomeni za celotno premoženje, naloženo v več naložb.

Kot tveganje razumemo verjetnost, da se zaradi posamezne naložbe donosnost premoženja ne bo enaka pričakovani.

### 3.4. Zmanjševanje tveganja

je možno na 3 načine:

- (1) *znanje in analize*,
- (2) **DIVERZIFIKACIJA NALOŽB** – razpršitev naložb:
  - 1) *neposredna razpršitev naložb* – gre za premoženje posameznega investitorja, ki je naloženo v različne vrste naložb, ki se razlikujejo po:
    - *obliki*,
    - *času dospelja*:
      - o krajša ali daljša življenjska doba naložb,
      - o likvidnost premoženja,
      - o večja likvidnost zmanjšuje tveganje.
    - *kvaliteti* – bolj kvalitetne naložbe so tiste, ki imajo sicer nižjo donosnost, vendar je njihovo tveganje manjše.
  - 2) *posredna razpršitev naložb* prek naložb v finančne institucije, ki skupno vsoto zbranega premoženja konkurentov usmerjajo v zelo različne naložbe in tako zmanjšujejo tveganje. To so depozitne in investicijske finančne institucije.Vsak investitor mora tehtati med tveganjem in donosnostjo premoženja, naloženega v finančno institucijo, ter tveganjem in donosnostjo neposredno naloženega premoženja.
- (3) *zavarovanje pri zavarovalnici*.

## 3. poglavje

# RAČUNOVODSTVO IN POSLOVNE FINANCE

## 1. Računovodsko poročanje v Sloveniji

### 1.1. Uvod

Računovodski izkazi so obrazci, v katerih so sistematično izkazani učinki računovodskega spremljanja poslovanja podjetja. Vse gospodarske družbe morajo sestaviti *letno poročilo*, ki obsega:

- *bilanco stanja*, in
- *izkaz poslovnega izida* (staro ime: **IZKAZ FINANČNIH TOKOV**).

(s prilogami in pojasnili).

Velike in srednje družbe ter majhne družbe, ki trgujejo z vrednostnimi papirji, morajo v izkaz vključiti tudi:

- *izkaz finančnega izida* (staro ime: **IZKAZ DENARNIH TOKOV**),
- *izkaz gibanja kapitala*,
- poslovno poročilo = pogled posloводства na rezultate poslovanja.

Letna poročila morajo revidirati pooblaščen revizor, ki ugotavlja usklajenost računovodskega poročanja s slovenskimi računovodskimi standardi (SRS). Pooblaščen revizor potrdi, da letni računovodski izkazi odražajo dejanski položaj in uspešnost poslovanja podjetja.

Računovodsko poročilo sestavljajo posamezni izkazi.

Letno poročilo sprejema nadzorni svet.

## 1.2. Načela računovodstva

- (1) **načelo upoštevanja nastanka poslovnih dogodkov** – prihodke in stroške upoštevamo ob njihovem nastanku (in ne takrat, ko prejmemo ali plačamo denar) ter jih evidentiramo v poslovnem obdobju, na katero se nanašajo.
- (2) **načelo časovne neomejenosti delovanja** – podjetje obravnavamo kot delujoče tudi v prihodnosti, ker naj ne bi imelo namena ali potrebe ustaviti ali skrčiti obsega poslovanja.
- (3) **načelo upoštevanja resnične in poštene predstavitev v razmerah spreminjanja evra in posamičnih cen** – odpravljen je sistem revalorizacije, namesto nje se uporablja pojem prevrednotenje. Obvezno je le prevrednotenje kapitala, če tečaj evra v 1 letu zraste za več kot 5.5%.

## 2. Bilanca stanja in izkaz uspeha

### 2.1. Bilanca stanja

**BILANCA STANJA je računovodski izkaz, ki prikazuje finančno stanje (položaj podjetja) v določenem časovnem trenutku.** Bilanca stanja ima 2 dela:

- sredstva, in
- obveznosti do virov sredstev.

#### (1) **SREDSTVA (AKTIVA)**

so objektivni ekonomski dejavniki, s katerimi razpolaga podjetje in je njihovo vrednost možno določiti v trenutku pridobitve. Gre za **premoženje podjetja v danem trenutku**.

Sredstva podjetja stalno spreminjajo svoje pojavne oblike. Glede na hitrost preoblikovanja ločimo:

- stalna sredstva, in
- gibljiva sredstva.

1) **stalna sredstva** = stvari in pravice, ki v poslovnem procesu prenašajo vrednost na poslovne učinke in se v svojo prvotno pojavno obliko vračajo dalj kot 1 leto. Stalna sredstva so:

- neopredmetena dolgoročna sredstva,
- opredmetena osnovna sredstva, in
- dolgoročne finančne naložbe.

1. **opredmetena dolgoročna sredstva** = naložbe v pridobitev materialnih pravic in dolgoročni stroški podjetja. To so:

- o dolgoročno razmejeni organizacijski stroški,
- o dolgoročno razmejeni stroški razvijanja,
- o naložbe v koncesije, patente, licence in blagovne znamke,
- o naložbe v dobro ime (goodwill).

2. **opredmetena osnovna sredstva** zajemajo:

- o zemljišča,
- o zgradbe,
- o opremo,
- o dolgoletne nasade,
- o osnovno čredo.

Pri vrednotenju opredmetenih osnovnih sredstev ločimo 3 vrednosti:

➤ **nabavna vrednost** – ugotavlja se ob nakupu (pridobitvi) osnovnega sredstva. Sestavljena je iz nakupne (fakturane) cene in stroškov usposobitve.

Predstavlja izhodišče za izračunavanje amortizacije. Amortizacija se izračunava pri vseh vrstah osnovnih sredstev, razen pri zemljiščih, ker časovno ne izgubljajo vrednosti.

Z amortizacijo se nabavna vrednost osnovnih sredstev prenaša med odhodke podjetja. Podjetja lahko samostojno določajo metodo amortizacije in dobo koristnosti, vendar morajo upoštevati davčne predpise – država predpisuje maksimalne amortizacijske stopnje, ker amortizacija znižuje davčno osnovo.

**Amortizacija ne pomeni odliva denarnih sredstev.** Pravimo, da je amortizacija strošek (odhodek), vendar ni izdatek. Amortizacija povečuje odhodke v izkazu uspeha in zmanjšuje vrednost osnovnih sredstev v bilanci stanja. Do odliva denarnih sredstev je prišlo, ko je podjetje kupilo in plačalo osnovno sredstvo.

- **popravek vrednosti** ali **odpisana vrednost** = del nabavne vrednosti, ki je preko amortiziranja prenešen med odhodke poslovanja. V 1. letu je odpisana vrednost enaka obračunani amortizaciji, nato se v vsakem letu poveča za tekočo obračunano amortizacijo.
- **neodpisana** ali **sedanja vrednost** = razlika med nabavno in odpisano vrednostjo osnovnega sredstva. Pogosto se uporablja ime knjigovodska vrednost. Pove nam neamortizirano višino nabavne vrednosti.

3. **dolgoročne finančne naložbe** = naložbe v druga podjetja ali banke za obdobje, daljše od 1 leta. Namenjene so pridobivanju dohodkov od financiranja in povečevanju vrednosti vloženih sredstev.

2) **gibljiva sredstva** = stvari, pravice in denar, ki se zaradi sodelovanja v poslovnem procesu porabijo, prehajajo iz ene pojavnosti v drugo in se v prvotno obliko vračajo v obdobju, krajšem od 1 leta. To so:

- zaloge,
- poslovne terjatve,
- kratkoročne finančne naložbe,
- denarna sredstva,
- aktivne časovne razmejitve.

1. **zaloge** obsegajo:

- material,
- drobnni inventar,
- nedokončano proizvodnjo,
- proizvode,
- trgovsko blago.

Zaloge materiala, drobnega inventarja in trgovskega blaga se ob pridobitvi ovrednotijo po nabavni ceni. Nabavne cene se spreminjajo, zato za ovrednotenje zalog uporabljamo 3 metode:

- **FIFO metoda** (*first in, first out*) – zaloge se vrednoti ob predpostavki, da se časovno prvi nakupi prvi porabijo in časovno prvi proizvodi prvi prodajo. Zato za zaloge veljajo zadnje cene in so ob inflaciji visoko vrednotene.
- **LIFO metoda** (*last in, first out*) – zaloge se vrednoti ob predpostavki, da se časovno prvi nakupi zadnji porabijo in časovno prvi proizvodi zadnji prodajo. Zato za zaloge veljajo prve cene in so ob inflaciji nizko vrednotene.
- **metoda drsečih povprečnih cen** – zaloge se vrednotijo po povprečnih cenah v obdobju njihovega obstoja. Ob inflaciji so boljše vrednotene kot po metodi LIFO in slabše vrednotene kot po metodi FIFO.

Za vrednotenje proizvodov se uporabljajo posebne metode: metoda lastne cene, metoda vrednotenja s proizvodjalnimi stroški in metoda vrednotenja s spremenljivimi stroški.

2. **poslovne terjatve** so:

- terjatve do kupcev, nastale na podlagi dostavljenih in zaračunanih proizvodov in storitev,
- terjatve iz naslova predčasnih plačil (predujmov) za material, ki ga podjetje še ni prejelo,
- terjatve glede prihodkov iz financiranja (iz naslova obračunanih, vendar neplačanih obresti).
- 

## (2) **OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (PASIVA)**

**dajejo odgovor na vprašanje, od kod ima podjetje sredstva.** Viri sredstev so pravne ali fizične osebe, ki so podjetju s svojimi finančnimi naložbami ali dobavami omogočile pridobitev sredstev. Obveznosti do virov sredstev so:

- *kapital* = obveznosti iz naslova kapitala,
  - *časovne razmejitve* = obveznosti iz naslova časovnih razmejitev,
  - *dolgovi* = obveznosti iz naslova dolgov.
- 1) **kapital = trajen vir financiranja**, ki so ga v podjetje vložili lastniki ali je nastajal z uspešnim poslovanjem podjetja. Izraža **lastniško financiranje podjetja**. Predstavlja obveznost podjetja do lastnikov ob prenehanju poslovanja podjetja. Kapital delimo na:
- osnovni kapital,
  - kapitalske rezerve,
  - rezerve iz dobička,
  - nerazdeljeni dobiček prejšnjih let,
  - čisti dobiček ali izguba preteklega poslovnega leta,
  - popravek kapitala s prevrednotenjem.
- Gre za **finančni pojem kapitala**, ki ga ne smemo enačiti s proizvodjalnimi zmogljivostmi ali denarjem.
- 2) **časovne razmejitve** = odloženi prihodki in vnaprej obračunani stroški. **Tehnika časovnega razmejevanja je posebna računovodska tehnika, ki omogoča bolj enakomerno izkazovanje poslovnega izida v posameznih obdobjih.** Večletno časovno razmejevanje se imenuje *rezervacije*. Časovno razmejevanje, izvedeno znotraj 1 leta, se imenuje *pasivne časovne razmejitve*.
- 3) **dolgovi = obveznosti, ki jih je treba v določenem obdobju poravnati.** Delimo jih na finančne in poslovne obveznosti.

**V vsakem trenutku v podjetju velja RAČUNOVODSKA (BILANČNA) ENAČBA.**

**SREDSTVA = OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV**

**AKTIVA = PASIVA**

**BILANCA STANJA je računovodski izkaz, ki prikazuje višino in strukturo sredstev in obveznosti do virov sredstev podjetja na določen trenutek.**

Shema bilance stanja:

SREDSTVA  
(AKTIVA)

OBVEZNOSTI DO  
VIROV SREDSTEV  
(PASIVA)

stalna sredstva	kapital
gibliva sredstva	časovne razmejitve
	dolgovi

**Bilančna vsota** je vrednostni seštevek postavk aktive ali pasive.

**Bilančno ravnotežje** pomeni, da sta posamezni strani bilance vedno izenačeni.

Bilanca stanja je *statičen računovodski prikaz* – prikazuje sredstva in obveznosti do virov sredstev na določen dan.

Bilanca stanje je *kumulativen računovodski prikaz* – v njej so vidne posledice preteklih odločitev podjetja, ki se odražajo na višino in strukturi obeh postavk.

2.2. Izkaz poslovnega izida (izkaz finančnih tokov)

**IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (izkaz finančnih tokov) je računovodski izkaz, ki prika-zuje prihodke in odhodke podjetja ter ustvarjen poslovni izid.**

#### (1) **PRIHODKI**

**zajemajo vrednost prodanih proizvodov in opravljenih storitev.** Ugotavljamo jih **na podlagi zaračunane prodaje (fakturirane realizacije)** = prihodek se zabeleži, ko se proizvod dostavi kupcem in zaračuna kupnina (NE takrat, ko je proizvod plačan). Gre za *načelo nastanka poslovnega dogodka*. Pred plačilom se prihodki nahajajo v obliki terjatev do kupcev, po plačilu pa se spremenijo v denar. Prihodki so:

1) **redni prihodki** – poznamo 2 vrsti:

1. **prihodki poslovanja** = zajemajo vrednost prodaje proizvodov, storitev, trgovskega blaga, materiala in prejetih nadomestil (subvencije, dotacije);
2. **prihodki financiranja** = pojavljajo se v zvezi s kratkoročnimi in dolgoročnimi *finančnimi naložbami*.

2) **izredni prihodki** – so rezultat neobičajnih poslovnih dogodkov.

#### (2) **ODHODKI**

**so nasprotje prihodkom in skupaj z njimi oblikujejo poslovni izid** podjetja v določenem obdobju. **Odhodki so porabljene vrednosti za doseganje prihodkov.**

**Odhodki NISO stroški in izdatki:**

- **stroški** so *cenovni izraz potrošnje prvin produkcijskega procesa* (= potrošnja delovnih sredstev, predmetov dela, delovne sile in storitev);
- **izdatki** so *dejansko zmanjšanje denarja podjetja in predstavljajo denarni tok.*

Odhodki so:

1) **redni odhodki** – obstajata 2 vrsti:

1. **odhodki poslovanja** = stroški glede prodanih proizvodov in storitev, nabavna vrednost prodanega trgovskega blaga ter drugi odhodki poslovanja;
2. **odhodki financiranja** = povezani so z dolžniškim financiranjem poslovanja podjetja in odpisom finančnih naložb. *Izplačilo dividend ne spada med odhodke financiranja, ker so dividende del čistega dobička.*

2) **izredni odhodki** – so rezultat neobičajnih poslovnih dogodkov.

**IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (izkaz finančnih tokov) je računovodski izkaz, ki siste-matično prikazuje poslovno-izidne tokove določenega obdobja.** Če so prihodki večji od odhodkov, podjetje posluje z dobičkom. Če so prihodki nižji od odhodkov, podjetje posluje z izgubo. Izkaz poslovnega izida kaže uspešnost poslovanja.

Izkaz poslovnega izida je *dinamičen računovodski izkaz* = nanaša se na določeno obdobje. Zato je treba pri njegovem sestavljanju vedno navesti obdobje, na katerega se nanaša (mesec, četrletje oz. tromesečje, polletje, leto).

Izkaz poslovnega izida *NI kumulativen računovodski izkaz*. V njem se seštevajo prihodki in odhodki, ustvarjeni v posameznem obdobju.

**Prihodkov in odhodkov SE NE SME ENAČITI s prejemki in izdatki.** Dolgoročno je dobiček poslovanja podjetja enak povečanju denarnih sredstev, kratkoročno pa prihaja do velikih razlik. Podjetje lahko izkazuje poslovni dobiček, vendar ima težave s plačilno sposobnostjo, ker kupci ne plačujejo izstavljenih računov.

Izkaz poslovnega izida prikazuje uspešnost poslovanja podjetja v določenem obdobju.

2.3. **Izkaz finančnega izida (izkaz denarnih tokov)**

**IZKAZ FINANČNEGA IZIDA (IZKAZ DENARNIH TOKOV) je računovodski izkaz, ki prikazuje spremembe stanja denarnih sredstev in njihovih ustreznikov.** Je *dinamični računovodski izkaz*, ker se nanaša na določeno obdobje, ki ga je treba vedno navesti.

Izkaz finančnega izida se sestavlja po posredni ali neposredni metodi. **IZKAZ DENARNIH TOKOV** je izkaz finančnega izida po neposredni metodi. Denarni tokovi so **prejemki in izdatki v določenem obdobju**.

**PREJEMKI = neposredno povečanje denarnih sredstev, POVEČANJE DENARJA.**

**IZDATKI = neposredno zmanjšanje denarnih sredstev, ZMANJŠANJE DENARJA.**

Izkaz denarnih tokov prikazuje **dogajanje na transakcijskem računu podjetja**. Če so prejemki večji od izdatkov, se denarna sredstva povečajo. Če so prejemki manjši od izdatkov, se denarna sredstva zmanjšajo.

Izkaz finančnega izida se uporablja pri vodenju finančne funkcije v podjetju, ki je zadolžena za upravljanje denarnih sredstev. **Pomembno je sestavljanje načrtovanega izkaza finančnega izida**, ki nam pove bodoče denarne tokove.

### 3. Analiza računovodskih izkazov

Analizo računovodskih izkazov se izvaja *s pomočjo finančnih kazalcev*.

**FINANČNI KAZALEC je številka, ki izraža razmerje med 2 ali več postavkami računovodskih izkazov poslovanja.** Postavke morajo biti smiselne z vidika (ne)uspešnosti podjetja in njenih vzrokov.

*Analiza trenda* preučuje gibanje vrednosti posameznih kazalcev za daljše obdobje. Z njeno pomočjo se ugotavlja, ali se določeni vidiki poslovanja podjetja izboljšujejo ali poslabšujejo. Za trende posameznih kazalcev pogosto (posebej v negotovih gospodarskih razmerah) ni možno najti pojasnila.

*Panožno primerjalna analiza* primerja vrednosti finančnih kazalcev posameznega podjetja z vrednostmi istih kazalcev podobnih podjetij v isti gospodarski panogi.

Ločimo 5 skupin kazalnikov:

(1) **KAZALNIKI FINANCIRANJA = nanašajo se na PASIVO bilance stanje.**

$$1) \text{ delež kapitala v financiranju (equity ratio) } = \frac{\text{kapital}}{\text{pasiva}}$$

$$2) \text{ delež dolgov v financiranju (debt ratio) } = \frac{\text{dolgovi}}{\text{pasiva}}$$

$$3) \text{ kazalnik finančnega vzvoda (debt to equity ratio) } = \frac{\text{dolgovi}}{\text{kapital}}$$

(2) **KAZALNIKI INVESTIRANJA = nanašajo se AKTIVO bilance stanja.**

$$1) \text{ delež stalnih sredstev} = \frac{\text{stalna sredstva}}{\text{osnovna sredstva}}$$

$$2) \text{ odpisanost osnovnih sredstev} = \frac{\text{odpisana vrednost osnovnih sredstev}}{\text{nabavna vrednost osnovnih sredstev}}$$

$$3) \text{ delež gibljevih sredstev} = \frac{\text{gibljiva sredstva}}{\text{sredstva}}$$

(3) **KAZALNIKI PLAČILNE SPOSOBNOSTI** = primerjajo **AKTIVO IN PASIVO** bilance stanja.

$$1) \text{ dolgoročno financiranje stalnih sredstev} = \frac{\text{kapital} + \text{dolgoročni dolgovi}}{\text{stalna sredstva}} \geq 1$$

$$2) \text{ kratkoročni koeficient (current ratio)} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \geq 2$$

$$3) \text{ pospešeni koeficient (quick ratio)} = \frac{\text{kratkoročna sredstva} - \text{zaloge}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \geq 1$$

(4) **KAZALNIKI OBRAČANJA** = nanašajo se na terjatve, zaloge materiala in obveznosti do dobaviteljev.

$$1) \text{ kazalnik obračanja terjatev do kupcev} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečno stanje terjatev do kupcev}}$$

$$2) \text{ povprečna doba vezave terjatev do kupcev} = \frac{365}{\text{koeficient obračanja terjatev do kupcev}}$$

(5) **KAZALNIKI DONOSNOSTI** = ugotavljajo rentabilnost.

1) **bruto (kosmata) donosnost prihodkov iz prodaje (gross margin)**

$$= \frac{\text{bruto (kosmati) dobiček iz prodaje}}{\text{čisti prihodki iz prodaje}}$$

$$2) \text{ neto (čista) donosnost iz prodaje (net margin)} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{čisti prihodki iz prodaje}}$$

$$3) \text{ čista donosnost prihodkov (return-on-sales)} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki}}$$

4) **donosnost sredstev (return-on-assets)**

$$= \frac{\text{celotni dobiček} + \text{odhodki financiranja}}{\text{povprečno stanje sredstev}}$$

$$5) \text{ donosnost kapitala (return-on-equity)} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje kapitala}}$$

6) **razmerje med ceno delnice in čistim dobičkom (price to earnings ratio)**

$$= \frac{\text{nakupna cena delnice}}{\text{čisti dobiček na delnico}}$$

Posamezni kazalci so med seboj povezani. Za bolj kompleksne izračune se uporablja DuPontov sistem povezanih kazalcev, ki temelji na tej osnovni formuli:

$$\frac{\text{prihodki}}{\text{sredstva}} \times \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki}} \times \frac{\text{sredstva}}{\text{kapital}}$$

Razmerje med prihodki in sredstvi daje koeficient obračanja in kaže učinkovitost obračanja sredstev.

Razmerje med čistim dobičkom in prihodki daje donosnost prihodkov in kaže kvaliteto poslovanja.

Razmerje med sredstvi in kapitalom daje koeficient financiranja.

#### 4. poglavje

### FINANČNO NAČRTOVANJE

#### 1. Načrtovanje dobička

Načrtovanje dobička začnemo z določitvijo obdobja, za katerega dobiček načrtujemo. Običajna obdobja so:

- četrletje,
- polletje,
- leto,
- 5 let.

Bolj zanesljivo je poslovno načrtovanje za krajše obdobje.

Za načrtovano obdobje se naredi načrt vrednosti prodaje.

##### 1.1. Sestavine dobička

Dobiček iz poslovanja so prihodki iz prodaje, zmanjšani za ustrezne stroške poslovanja (odhodke).

Stroški poslovanja so:

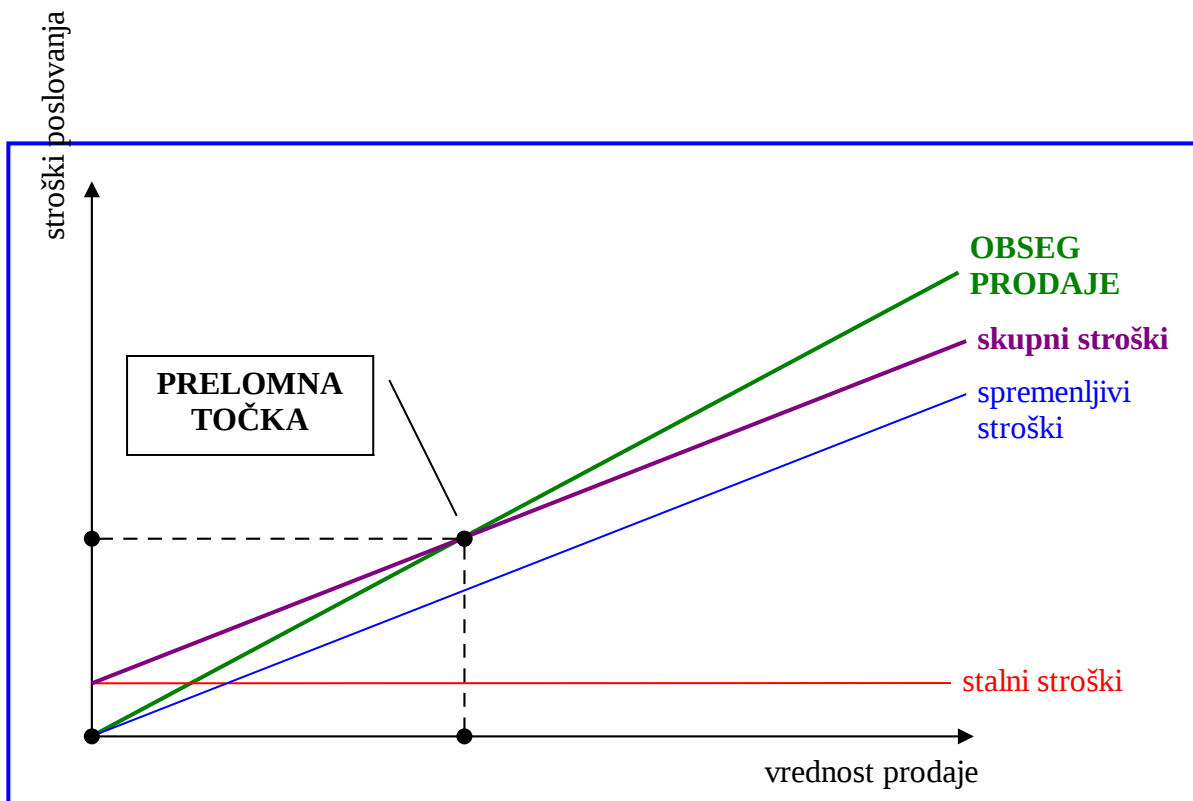
- (1) stalni stroški poslovanja (fiksni stroški) – se ne spreminjajo, ko se spreminja obseg prodaje (amortizacija, administrativni stroški,...);
- (2) spremenljivi stroški poslovanja (variabilni stroški) – se spreminjajo neposredno v povezavi z obsegom prodaje (= vsi stroški prodanega blaga).

Delitev na stalne in spremenljive stroške omogoča boljše načrtovanje dobička.

##### 1.2. Analiza prelomne točke

**PRELOMNA TOČKA je točka, pri kateri je dobiček iz poslovanja enak nič.**





Formula za prelomno točko je:

$$OP = S - VC - FC = 0$$

OP = dobiček iz poslovanja (*operating profit*)

S = prihodek iz prodaje (*sales*)

VC = spremenljivi stroški (*variable costs*)

FC = stalni stroški (*fixed costs*)

Vpliv stalnih stroškov na prelomno točko – če so stalni stroški višji, je prelomna točka pri višjem obsegu prodaje.

Zmanjšanje spremenljivih stroškov s povečanjem stalnih stroškov poslovanja poveča tveganje poslovanja podjetja, ker pomakne prelomno točko na večji obseg prodaje.

## 2. Poslovni, finančni in celotni vzvod

### 2.1. Poslovni vzvod

Nad prelomno točko z naraščajočim obsegom prodaje dobiček iz poslovanja narašča.

Pod prelomno točko s padajočim obsegom prodaje narašča izguba iz poslovanja.

STOPNJA POSLOVNEGA VZVODA (DOL = degree of operating lever) *nam pove, za koliko se spremeni dobiček iz poslovanja, če se obseg prodaje spremeni za 1%*. Formula:

$$DOL = \frac{S - VC}{OP} = 1 + \frac{FC}{OP} = \frac{\Delta OP / OP}{\Delta S / S}$$

Čim večji so stalni stroški poslovanja, tem večja je stopnja poslovnega vzvoda. Če bi bili vsi stroški poslovanja spremenljivi, bi bila stopnja poslovnega vzvoda 1. Največja stopnja poslovnega vzvoda je, če spremenljivih stroškov poslovanja sploh ni – vsi stroški so stalni.

### 2.2. Finančni vzvod

Stalnim stroškom podoben vpliv na dobiček podjetja imajo stalni odhodki, ki nastanejo zaradi dolžniškega financiranja podjetja. Takšni stalni odhodki so obresti na izdane obveznice in bančne kredite.

STOPNJA FINANČNEGA VZVODA (DFL = degree of financial lever) *nam pove, za koliko se spremeni celotni dobiček, če se dobiček iz poslovanja spremeni za 1%*. Formula:

$$DFL = \frac{OP}{OP - I} \quad I = \text{stroški obresti (interests)}$$

Višja stopnja finančnega vzvoda pomeni, da podjetje večji del poslovanja financira z zadolževanjem.

### 2.3. Celotni vzvod

Podjetje, ki ima visoko stopnjo poslovnega vzvoda in visoko stopnjo finančnega vzvoda, posluje zelo tvegano – doseči mora velik obseg prodaje, da pokrije visoke stalne stroške poslovanja in stalne stroške financiranja. Skupno tveganje meri

**STOPNJA CELOTNEGA VZVODA (DTL = degree of total lever) – je produkt stopnje poslovnega in stopnje finančnega vzvoda.** Formula:

$$DTL = DOL \cdot DFL = \left( 1 + \frac{FC}{OP} \right) \times \frac{OP}{OP - I}$$

Višja stopnja vzvoda povzroči bolj nestabilen odnos med prodajo in dobički, zato postane načrtovanje dobička težje. Če ima podjetje visok poslovni vzvod, ga poskuša nevtralizirati z nizkim finančnim vzvodom.

## 3. Dolgoročno in kratkoročno finančno načrtovanje

### 3.1. Dolgoročno finančno načrtovanje

Za namen dolgoročnega finančnega načrtovanja je potrebno pripravite načrte izkazov uspeha in bilanc stanja za prihodnja obdobja. Postopek ima 4 faze:

- (1) ocena možnih obsegov prodaje v načrtovanem obdobju – upoštevamo 3 možnosti:
  - 1) pesimistična,
  - 2) najbolj verjetna,
  - 3) optimistična.
- (2) opredelitev postavk, ki so neposredno odvisne od obsega prodaje in izračun vrednosti pri različnih možnih obsegi prodaje – poskušamo ugotoviti odvisnost posameznih postavk od obsega prodaje in kolikšen odstotek prodaje v določenem časovnem obdobju določa njihovo povprečno stanje;
- (3) določitev vrednosti postavk, ki so neodvisne od obsega prodaje – to so:
  - 1) načrt investicij v osnovna sredstva,
  - 2) načrt amortizacije,
  - 3) načrt finančnih naložb.
- (4) izenačitev aktive s pasivo, kar terja načrt financiranja poslovanja:
  - 1) načrt neto obsega potrebnih finančnih sredstev, in
  - 2) načrt načina financiranja:
    - kratkoročni dolg,
    - dolgoročni dolg,
    - lastniški kapital.

### 3.2. Kratkoročno finančno načrtovanje

Podjetje kratkoročno finančno načrtuje s pomočjo načrta izkaza denarnih tokov, ki vsebuje vse načrtovane pritoke in odtok iz podjetja. Pri tem se primerjajo dejanska in načrtovana dogajanja. Natančen načrt posameznih izdatkov omogoča neposreden nadzor nad temi izdatki.

Predvideti in zagotoviti je treba zunanja sredstva in predvidevati, kdaj bodo lahko vrnjena. To povečuje zaupanje posojilodajalcev v podjetja.

Hkrati je treba vnaprej opredeliti obdobja, v katerih bo imelo podjetje kratkoročni finančni presežek.

Načrtovan račun denarnih tokov je seznam denarnih pritokov in odtokov podjetja po ustreznih postavkah. Poleg običajnih kategorij je treba predvideti še:

- delež prodaje na kredit,
- časovno razporeditev odplačil kreditov kupcev,
- politiko oblikovanja zalog,
- način izplačevanja režijskih stroškov,
- izdatke za investicije v osnovna sredstva,
- kdaj bodo plačani davki.

## 5. poglavje

# ODLOČITVE O DOLGOROČNIH NALOŽBAH (INVESTICIJAH)

### 1. Značilnosti odločitev o dolgoročnih naložbah

Podjetje, katerega cilj je dolgoročna rast in uspešno poslovanje (= višanje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala), mora ves čas vlagati v najsodobnejšo opremo in zgradbe – naložbe v osnovna sredstva.

Opredmetena dolgoročna osnovna sredstva se amortizirajo v času večletne življenjske dobe. Njihova vrednost se spreminja v odhodke poslovanja in se postopno odpisuje.

Dolgoročna naložba je večja, kot se zdi na prvi pogled. Naložba v novo tovarno ni le naložba v zgradbe in opremo, temveč tudi naložba v zaloge (novega produkta), ki spadajo med trajna gibljiva (obratna) sredstva.

Investicijski projekt je pisen prikaz dolgoročne naložbe z analizo in oceno njene sprejemljivosti.

Tudi financiranje raziskav in razvoja spada med dolgoročne naložbe. Podjetje mora izdatke v zvezi z raziskavami odpisati v tekočem letu, čeprav se njihove koristi pokažejo čez več let.

**Proces odločanja o dolgoročnih naložbah** ima 6 stopenj:

- (1) ustvarjanje zamisli,
- (2) oblikovanje kakovostnih predlogov,
- (3) zbiranje ustreznih informacij,
- (4) sistematična analiza in ocena predlogov,
- (5) odločanje,
- (6) izvedba in spremljanje učinkov.

#### 1.1. Ustvarjanje zamisli

Podjetje mora ustvariti delovno okolje in razpoloženje, v katerem se ves čas porajajo praktično uporabne zamisli. Zato potrebujemo ustrezen ekonomski sistem – tržni sistem z ekonomsko lastnino. Sistemi državne ali družbene lastnine in samoupravljanja niso zadostno motivirali ljudi za nove ideje.

Vodstvo podjetja mora biti odprto za nove zamisli. Uprava mora biti odprta za obveščanje in sporazumevanje s strani podrejenih. Podjetje s togo upravo inovativni kadri zapustijo.

#### 1.2. Oblikovanje kakovostnih predlogov

Podjetje mora imeti mehanizem, ki spodbuja nastajanje kakovostnih zamisli. Najlažje je, da se vsi predlogi navedejo pisno na posebnem obrazcu, ki vključuje kratek opis projekta, neposredne in posredne koristi ter grob opis potrebnih sredstev. Seje uprave opredeljujejo in potrjujejo smernice razvoja podjetja in iz tega vidika proučujejo prispele predloge. Najbolj obetavni predlogi se analizirajo in ocenijo.

Sistem nagrajevanja poskrbi, da se finančno dobre zamisli posredno ali neposredno nagradi. Pogosta metoda so profitni centri – manjšim zaokroženim enotam podjetja se meri uspešnost poslovanja ter se v skladu s tem nagrajuje vodstvo in zaposlene.

Finančni direktor mora preverjati, kako organizacijska struktura podjetja preprečuje rojevanje novih zamisli.

#### 1.3. Zbiranje ustreznih informacij

O potencialno uspešnih predlogih, ki so v skladu z razvojno strategijo podjetja, je treba zbrati vse potrebne informacije za končno analizo in oceno. Iz teh informacij se oceni finančna in tržna uspešnost ter proizvodne možnosti posameznih predlogov.

Najbolj pomembne informacije so:

- obstoje in jakost konkurence glede potencialnega proizvoda, ki bo rezultat dolgoročne naložbe (npr. brezalkoholno pivo),
- povpraševanje po potencialnem proizvodu,
- načini in stroški promocije in distribucije,
- načini in stroški proizvodnje.

#### 1.4. Sistematična analiza in ocena predlogov

Ko se zbere dovolj informacij, se s kvantitativno analizo ugotovi njihova sprejemljivost. Pri tem so možne različne metode. Najbolj znani sta:

- notranja stopnja donosa (najbolj priljubljena), in

- neto sedanja vrednost (najbolj natančna).

[Za podroben opis obeh metod glej točko 2. tega poglavja.]

### 1.5. Odločanje

Odobritev za izvedbo dolgoročne naložbe dajo različni organi v podjetju:

- naložbe nad 10'000'000 SIT odobri lahko le nadzorni svet,
- naložbe od 2'000'000 SIT do 9'999'999 SIT odobri uprava,
- naložbe od 1'000'000 SIT do 1'999'999 SIT odobri direktor sektorja,
- naložbe do 999'999 SIT odobri vodja proizvodnje.

Vse naložbe v trženje in razvoj, ki presegajo 2'000'000 SIT, mora odobriti nadzorni svet.

Vodja proizvodnje lahko odobri naložbo nad 1'000'000 SIT, če gre za nujno naložbo.

### 1.6. Izvedba in spremljanje učinkov

Dolgoročna naložba mora biti končana v določenem roku in v okviru načrtovanih izdatkov.

Ves čas je treba spremljati učinke naložbe ter vsa odstopanja beležiti in analizirati.

### 1.7. Drugi faktorji odločitve o dolgoročnih naložbah

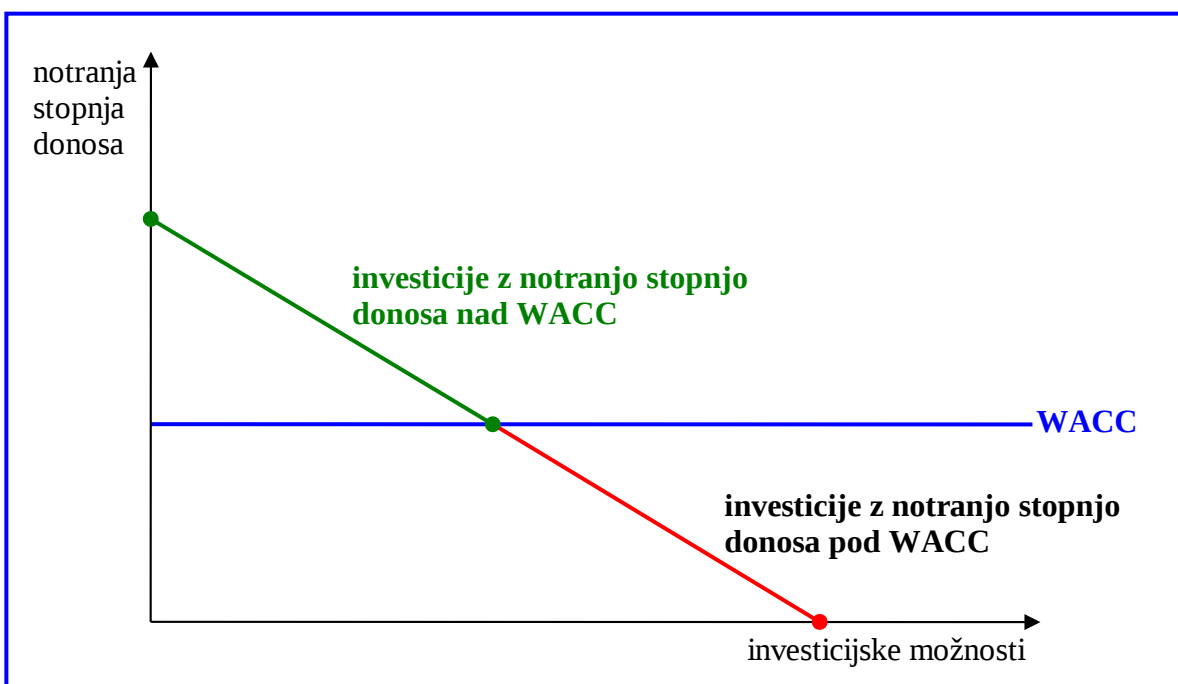
- (1) **razpoložljivost kapitala** – če je težko priti do dodatnega kapitala, je treba dolgoročne naložbe odložiti. Velike gospodarske družbe imajo dostop do kapitala tudi v kriznih obdobjih, vendar so zaradi relativno majhne ponudbe njegovi stroški zelo visoki, zato dolgoročna naložba ne zagotavlja zaželenje notranje stopnje donosa in jo je treba preložiti.
- (2) **nefinančni faktorji** – uspejo lahko slabi predlogi dolgoročnih naložb, če so njihovi avtorji v dobrem odnosu z upravo. Podjetja se pogosto odločajo za naložbe z nižjo notranjo stopnjo donosa, ker se naložbe skladajo s proizvodnim programom.
- (3) **negotovost** – lahko nastopijo spremembe v tehnologiji, na trg lahko vstopi velik konkurent, lahko pride do sprememb v gospodarstvu ali na finančnih trgih. Največja negotovost je pri oceni neto denarnih tokov, ki jih bo naložba prinesla.

Negotovost delno odpravlja analiza občutljivosti, ki poskuša simulirati vpliv možnih prihodnjih dogodkov. Rezultat analize nam pove, za koliko se spremeni načrtovana uspešnost naložbe, če bi se zgodili določeni dogodki posamezno ali skupaj. Tako se približno oceni tveganje.

## 2. Stroški kapitala, notranja stopnja donosa, neto sedanja vrednost

Najbolj pogosto uporabljena metoda je primerjanje pričakovane stopnje donosa investicije (notranjo stopnjo donosa) s stroški kapitala (zahtevano stopnjo donosa), ki ga mora podjetje pridobiti z zadolžitvijo in povečanjem lastniškega kapitala.

### 2.1. Stroški kapitala (WACC = weighted average of capital costs)



Če nekdo dobi v banki kredit po 10% obrestni meri (= stroški kapitala) in ga posodi naprej po 12% obrestni meri (= notranja stopnja donosa investicije) in s posojanjem nima nikakršnih stroškov, je neto korist od njegove naložbe 2%.

Kako izračunamo stroške kapitala? Treba je izračunati stroške kapitala za vsako obliko kapitala posebej:

- (1) Stroški dolga so tisto, kar bo moralo podjetje plačevati, da bo lahko uporabljalo dolžniški kapital.  
Formula:

$$C_D = R_T = R_B \cdot (1 - t)$$

$C_D$  = stroški dolga  
 $R_T$  = obrestna mera po davkih  
 $R_B$  = obrestna mera pred davki  
 $t$  = davčna stopnja

- (2) Stroški prednostnih delnic – prednostne delnice morajo imeti višjo donosnost kot dolgo-ročni kredit, ker so bolj tvegane. Formula:

$$C_P = \frac{\text{Div}_F}{P_P}$$

$C_P$  = stroški prednostnih delnic  
 $\text{Div}_F$  = nespremenljiva dividenda  
 $P_P$  = tržna cena prednostne delnice

$$\text{stroški prednostnih delnic} = \frac{\text{nespremenljiva dividenda}}{\text{tržna cena}}$$

- (3) Stroški navadnih delnic morajo biti enaki zahtevani stopnji donosa, ki jo potencialni delničarji pričakujejo od naložb s podobnim tveganjem. Obstaja več metod za izračun:

- 1) metoda tržne zahtevane stopnje donosa – zahtevana donosnost navadne delnice je seštevek dividendne stopnje in stopnje rasti cene delnice. Formula:

$$C_S = \text{dividendna stopnja} + \text{pričakovana stopnja rasti cene delnice}$$

$$= \frac{\text{zadnja dividenda} \times (1 + \text{stopnja rasti})}{\text{tržna cena}} + \text{stopnja rasti}$$

- 2) metoda premije za tveganje – za podjetje je lastniški kapital najmanj tvegana naložba, vendar je najbolj tvegana naložba za finančne investitorje. Pričakovana donosnost navadnih delnic mora biti višja od donosnosti obveznic in dolgoročnih kreditov.

Premija za tveganje je ocenjena na podlagi razlike med povprečno dolgoročno donosnostjo delnic in obveznic. V ZDA znaša 6%. Zanesljivemu (znanemu) podjetju se od premije za tveganje odštejejo določeni odstotki, nezanesljivemu (novemu) pa prištejejo. Formula:

$$C_S = \text{stroški dolgoročnega dolga} + \text{premija za tveganje}$$

- 3) **CAPM** (capital asset pricing model = model določanja cen dolgoročnih naložb). Bistvo je beta koeficient ( $\beta$ ), ki pove, koliko je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem donosnosti povprečne naložbe.

Formula:

$$C_S = \text{netvegana donosnost} + \text{tržna premija za tveganje} \cdot \beta$$

Netvegana donosnost je donosnost zakladnih menic (najbolj zanesljivih naložb).

Tržna premija za tveganje je razlika med donosnostjo zakladne menice in donosnostjo povprečne delnice.

Beta koeficient pove odstopanje tveganja naložbe v določeno delnico od tveganja naložbe v povprečno delnico. Izračunavajo ga borzne institucije.

Vrednosti:

- $\beta = 1$                       povprečno tveganje
- $\beta < 1$                       podpovprečno tveganje
- $\beta > 1$                       nadpovprečno tveganje
- $\beta = 0$                       naložba sploh ni tvegana (zelo redko)

Ko izračunamo stroške vsake oblike kapitala posebej, izračunamo ponderirano sredino.

$$WACC = C_D \times \frac{D}{K} + C_P \times \frac{P}{K} + C_S \times \frac{S}{K}$$

$C_D$  = stroški dolga

$\frac{D}{K}$  = delež dolga v celotnem kapitalu podjetja

$C_P$  = stroški prednostnih delnic

$\frac{P}{K}$  = delež prednostnih delnic v celotnem kapitalu podjetja

$C_S$  = stroški navadnih delnic

$\frac{S}{K}$  = delež navadnih delnic v celotnem kapitalu podjetja

## 2.2. Notranja stopnja donosa

Stopnja donosa (oznaka:  $r$ ) dolgoročne naložbe je diskontna stopnja, ki pričakovane izdatke v zvezi z naložbo izenači s pričakovanimi prejemki iz naložbe.

Najprej se naredi načrt denarnih tokov – gre za neto denarne tokove, ki predstavljajo prihodek od naložbe, zmanjšan za davek na dobiček.

Notranja stopnja donosa se izračuna z metodo sedanje vrednosti.

$$PV = \frac{FV_1}{(1+r)} + \frac{FV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FV_n}{(1+r)^n}$$

Izenačiti moramo dolgoročno naložbo (oznaka:  $I_0$ ) s sedanjo vrednostjo bodočih denarnih tokov, da izračunamo notranjo stopnjo donosnosti. Formula:

$$I_0 = \frac{DT_1}{(1+r)} + \frac{DT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+r)^n} \quad \text{Za izračun je potreben računalnik.}$$

Ko končno izračunamo notranjo stopnjo donosa, jo primerjamo s stroški kapitala (WACC):

- če so stroški kapitala višji od notranje stopnje donosa, se naložba zavrne,
- če so stroški kapitala nižji od notranje stopnje donosa, se naložba izvede.

## 2.3. Neto sedanja vrednost (NPV = neto present value)

je bolj popolna metoda od primerjave notranje stopnje donosa s stroški kapitala. Je bolj natančna in lažje jo je izračunati. Formula:

$$NPV = -I_0 + \frac{DT_1}{(1+WACC)} + \frac{DT_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+WACC)^n}$$

Vrednosti neto sedanje vrednosti:

- $NPV < 0$  vrednost sedanjih delnic podjetja se zmanjša, zato se naložba ne izplača;
- $NPV > 0$  vrednost sedanjih delnic podjetja se poveča, zato se naložba izplača;
- $NPV = 0$  vrednost sedanjih delnic podjetja ostane nespremenjena.

## 6. poglavje

### FINANCIRANJE PODJETJA Z LASTNIŠKIM KAPITALOM

#### 1. Oblike lastniškega kapitala

Neposredni lastniški kapital prispevajo obstoječi ali novi lastniki podjetja sami:

- ustanovitveni kapital,
- zadržani dobiček, ki se naloži v podjetje,
- zunanji kapital:

- povečanje vlog družbenikov pri d.o.o.,
- nakup nove izdaje delnic pri delniški družbi.

**Posredni lastniški kapital** nastane z zamenjavo dolžniškega kapitala v lastniški. Pogosto podjetja v recesiji ponudijo upnikom zamenjavo obveznosti podjetja v lastniške deleže, upniki pa v to privolijo, ker je še vedno boljše od izgube posojenega zneska v stečajnem postopku.

**Pogojni lastniški kapital** je dolžniški kapital, ki ga lahko imetniki zamenjajo v lastniški kapital. Tipičen primer so zamenljive obveznice. Temeljni pogoj za zamenjavo je večja vrednost lastniške oblike kapitala (delnice) od dolžniške (obveznice).

Nepogojni lastniški kapital se pojavlja v 4 oblikah.

#### 1.1. Navadne delnice (deleži)

**Vsaka delnica je enota lastništva delniške družbe.** Predstavlja pravico njenega lastnika do ustreznega deleža prihodka podjetja, ki ostane po pokritju vseh stroškov.

Delnica predstavlja 2 obliki neposredne naložbe:

- (1) naložba ob nakupu delnice,
- (2) poznejša naložba v obliki zadržanega dobička.

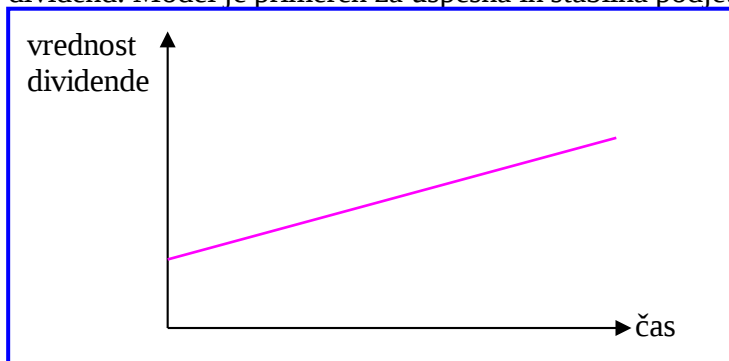
**Dividendna politika** so odločitve podjetja o tem, ali izplačati čisti dobiček v obliki dividend ali zadržati dobiček (ali njegov del) v podjetju (= zadržani dobiček). Dividendna politika se nanaša na to, kolikšen del dobička se izplača za dividende. O tem obstajajo 3 teorije:

- (1) delničarji imajo raje (preferirajo) dividende kot zadržani dobiček – preferenca do dividend;
- (2) delničarjem je bolj pomemben kapitalski dobiček (= porast cene delnic na borzi) kot dividende – preferenca do kapitalskega dobička (dobiček mora podjetje investirati, kar vpliva na rast cene delnic);
- (3) dividendna politika nima nobenega vpliva na ceno delnic – na popolnem trgu je investicijska in finančna politika popolnoma neodvisna od dividend.

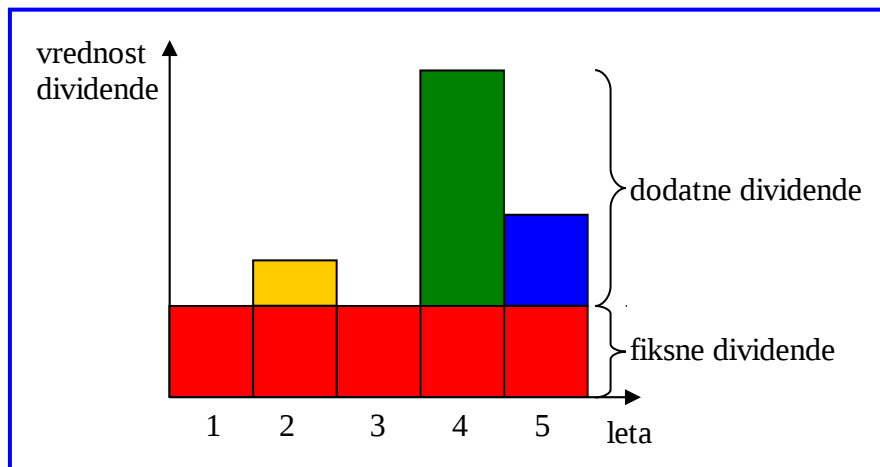
Ključna je stabilnost dividendne politike. V Sloveniji je ne poznamo.

Poznamo **4 GLAVNE VRSTE DIVIDENDNE POLITIKE:**

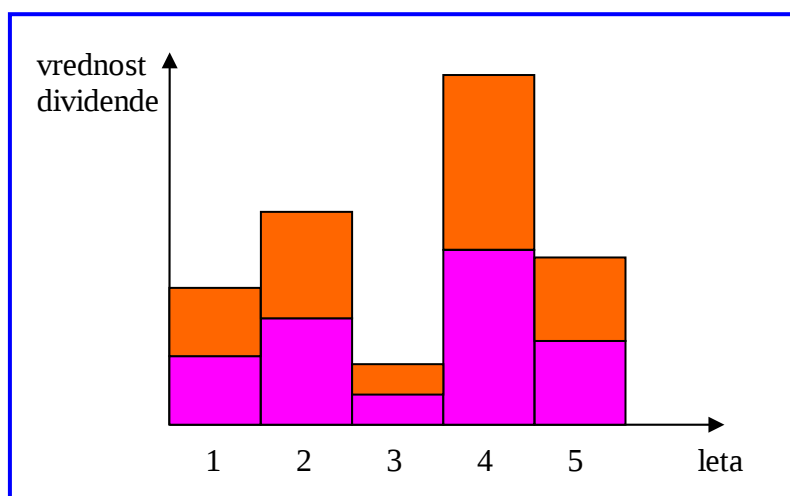
- (1) **politika preostalega dobička** – za dividende se razdeli dobiček, ki ne gre za investicije, investicijska politika ima prednost pred dividendno, zato je izplačilo dividend odvisno od investicijskih možnosti. Model je primeren za podjetja, ki zelo hitro rastejo.
- (2) **politika enakomerne rasti** – dividende enakomerno rastejo. To ne pomeni, da je dobiček vsako leto večji, temveč ga mora v zelo uspešnih obdobjih podjetje prihraniti za enako-merno izplačilo dividend. Model je primeren za uspešna in stabilna podjetja.



- (3) **model fiksnih nizkih in dodatnih dividend** – delničarji dobivajo vedno fiksne nizke dividende, ko pa ima podjetje uspeh, dobijo dodatne dividende. Model je primeren za podjetja, ki nosijo večja tveganja



(4) **politika fiksnega odstotka** – vsako leto se razdeli določen delež dobička.



Podjetje na grafu nameni za dividende vedno 50% ustvarjenega dobička.

Lastniške pravice iz delnice:

- **pravica do dividend** – samo, kadar nadzorni svet sprejme odločitev o izplačilu dividend. Če je sklep o izplačilu dividend sprejet, se v zvezi z njim pojavijo **4 ključni datumi**:
  - datum razglasitve = dan, ko nadzorni svet sprejme odločitev o izplačilu dividend,
  - datum izplačila = dan, ko bodo dividende izplačane,
  - datum zapisa = dan, ko mora biti delničar zapisan v delniški knjigi,
  - datum po dividendi = dan pred datumom zapisa, na kateri ali pred katerim mora delničar kupiti delnico, da je upravičen do dividende.
- **pravica do preostalih sredstev po prenehanju poslovanja** – navadni delničarji imajo pravico do preostalih sredstev podjetja, ko so po prenehanju poslovanja plačane vse obveznosti.
- **pravica do glasovanja** o odločitvah v zvezi s poslovanjem podjetja – glasuje se na zborih delničarjev, ki so 1× na leto in ob izjemnih dogodkih. Odločitve, o katerih se glasuje, so:
  - izvolitev članov nadzornega sveta,
  - določitev revizijskega podjetja,
  - razcepitve delnic,
  - združitve delnic.

V velikih družbah z razpršenim lastništvom je zelo težko preglasovati predloge uprave, zato ima pravica do glasovanja majhen pomen.

- **prednostna pravica** do novih delnic – daje delničarjem določeno obdobje možnost nakupa novih izdaj navadnih delnic, preden so ponujene v odkup na odprtem trgu. Obstoječi delničarji lahko ohranijo obstoječi delež v celotnem lastništvu podjetja, če to želijo in zmorejo. V velikih podjetjih prednostna pravica zavira razvoj podjetja, ker podjetje ne more dovolj hitro prilagajati izdaj novih delnic razmeram na trgu. Zato uprava pogosto predlaga delničarjem, naj se prednostni pravici odrečejo.



- **pravica prenosa** – obstaja sekundarni trg, kjer je delnice možno prodati in kupiti. Ta pravica je pogosto omejena v zaprtih podjetjih, ker skušajo obstoječi lastniki obdržati nadzor nad podjetjem – najbolj običajna omejitev je zahteva, da mora delničar prodajano delnico najprej ponuditi v odkup obstoječim delničarjem (predkupna pravica).

Značilnosti navadnih delnic:

- (1) **nimajo datuma dospetja** – delnice naj bi obstajale, dokler obstaja podjetje (število delnic se lahko zmanjša, če podjetje odkupi lastne delnice);
- (2) **nominalna vrednost nima nobene praktične vrednosti** – nominalna vrednost je le arbitrarно določena vrednost posamezne delnice, ki omogoča knjigovodstvo;
- (3) **možnost obstoja več vrst (razredov) delnic** – najbolj tipična je delitev na:
  - 1) A delnice – izplačujejo dividende v denarju,
  - 2) B delnice – izplačujejo dividende v novih delnicah.

Prednosti in slabosti financiranja z navadnimi delnicami:

- (1) prednosti:
  - 1) **najmanjše omejitve pri poslovanju podjetja** – podjetje ni pogodbeno zavezano k izplačevanju dividend in ni časovno natančno obvezano plačati glavnice;
  - 2) **povečanje sposobnosti podjetja za najemanje kreditov** – podjetje, ki ima večji delež lastniškega kapitala, lažje pride do dodatnih kreditov, kadar jih potrebuje.
- (2) slabosti:
  - 1) **zmanjšanje čistega dobička** – izdaja novih delnic vpliva na zmanjšanje čistega dobička in znižanje cen vseh delnic (zato je treba nove delnice izdajati, ko njihova cena na trgu narašča);
  - 2) **postopna izguba nadzora** – prevelika izdaja novih delnic lahko poslabša položaj obstoječih lastnikov;
  - 3) **stroški izdaje** novih navadnih delnic;
  - 4) **visoka zahtevana donosnost**.

Prednosti so večje od slabosti, zato je takšno financiranje zelo pogosto.

## 1.2. Prednostne delnice

imajo določene posebnosti, ki pomenijo manj ugoden način financiranja.

Lastniške pravice in druge značilnosti: prednostne delnice imajo prednost pred navadnimi delnicami. Za njihove lastnike predstavljajo manjše tveganje. Prednostni delničarji imajo zato pred navadnimi delničarji:

- pravico do vnaprej določenega obsega čistega dobička,
- pravico do vnaprej določenega obsega sredstev pri prenehanju poslovanja podjetja.

**Glasovalne pravice ni** pri prednostnih delnicah. Izjema je pogojna glasovalna pravica, do katere pride, če dividende 1 leto sploh niso bile izplačane ali so bile v 1. letu izplačane le delno, v 2. letu pa niso bile doplačane.

Dividende so določene v fiksnem znesku ali odstotku nominalne vrednosti, če čisti dobiček ali zadržani dobiček iz prejšnjih let omogočata izplačilo dividend. Pogoste so prednostne delnice, pri katerih je višina dividend odvisna od tržnega gibanja obrestnih mer – pri takih delnicah ostaja tržna vrednost blizu nominalni.

**Zbirnost (kumulativnost)** pomeni, da se seštevajo vse pretekle neplačane dividende. Dividende navadnih delnic ne morejo biti izplačane, dokler niso plačane vse dividende na prednostne delnice.

**Udeležba (participativnost)** pomeni, da imajo imetniki prednostnih delnic pravico do dodatnih dividend, če podjetje posluje posebej uspešno. Uspešnost se meri z višino navadnih dividend, ki mora biti relativno višja (v odstotkih) od dividend večine delnic na trgu. Participativne prednostne delnice izdajajo zelo tvegana podjetja.

Možnost odpoklica in odkup – podjetje lahko določi ceno, po kateri odkupi (odpokliče) prednostne delnice v prihodnosti, če to želi. Odpoklic je smiseln, kadar tržna cena naraste nad ceno odpoklica.

Prednosti in slabosti financiranja s prednostnimi delnicami:

- (1) prednosti:
  - 1) **pridobitev kapitala, ki zahteva fiksen donos, pri čemer donos ni pogodbeno obveznost podjetja;**
  - 2) **trajnost pridobljenega kapitala;**
  - 3) **ohranitev nadzora nad poslovanjem podjetja.**
- (2) glavna slabost je **visok strošek financiranja** – prednostne delnice so tvegane, zato imajo visoko zahtevano stopnjo donosa. Problem so davki na dobiček, zaradi katerih mora podjetje ustvariti za

eno denarno enoto prednostnih dividend ustvariti večji dobiček kot za eno denarno enoto plačanih obresti.

### 1.3. Nakupni boni

so vrednostni papirji, ki dajejo pravico nakupa navadne delnice po določeni ceni v določenem časovnem obdobju. Izda in brezplačno se priloži določenemu številu novoizdanih obveznic, da bi bil njihov nakup bolj privlačen in obrestna mera nižja.

Lastnik nakupnega bona bo kupil delnico, če nakupni bon ponuja nižjo ceno od tržne cene delnice. Če v tem primeru lastnik ne bo imel dovolj denarja za nakup delnice, lahko proda nakupni bon, katerega kupec nato kupi navadno delnico.

Če podjetje dobro opredeli prihodnje cene delnic (to je zelo težko), lahko z nakupnimi boni enostavno pride do dodatnega lastniškega kapitala. Cena, ki jo ponuja nakupni bon, ne sme biti pre nizka, drugače podjetje delnice prodaja prepoceni.

### 1.4. Zamenljivi vrednostni papirji (zamenljive obveznice)

se lahko po določenem času zamenjajo v navadne delnice. S tem podjetja dosegajo nižjo zahtevano stopnjo donosa.

Cena zamenjave je število navadnih delnic, ki jih prinese zamenjava določene nominalne vrednosti zamenljivih obveznic. Pogosto podjetja imetnike zamenljivih obveznic prisilijo v zamenjavo – če je tržna cena delnic visoka, podjetje pa nujno potrebuje lastniški kapital. V takšnih primerih se imetnikom zamenljivih obveznic izplača zamenjava.

Takšna strategija je lahko zelo uspešna, če tržne cene delnic naraščajo, ker podjetje doseže stalen priliv lastniškega kapitala ob hkratnih nizkih obrestnih merah za dolgoročno financiranje. Če tržne cene delnic padajo, se strategija ne obnese, ker lastniki obveznic nočejo zamenjati, zato mora podjetje odplačati glavnico ali izdati obveznice z visoko obrestno mero.

## 2. **Viri lastniškega kapitala**

so različni v različnih fazah razvoja podjetja.

### **Faza razvoja:**

0. *Organizacija in načrtovanje*

1. *Ustanovljeno podjetje*

2. *Pretekli podatki o poslovanju*

3. *Faza bistvene širitve*

4. *Zrelo in trdno podjetje*

### **Viri lastniškega kapitala:**

lastnik in neformalni viri

finančne institucije visoko tveganega kapitala,  
neformalni viri

druge finančne institucije

zaprta prodaja lastniških vrednostnih papirjev

zadržani dobički in odprte prodaje

### 2.1. Neformalni viri lastniškega kapitala

niso institucije. Gre za lastnika samega, njegove sorodnike, prijatelje in dobre poslovne znance. Povprečni varčevalec ni pripravljen na tako tvegane naložbe.

Če podjetje ponuja zelo kvaliteten produkt, pogosto dobi lastniški kapital od dobaviteljev ali kupcev.

### 2.2. Formalni viri lastniškega kapitala

so institucije, ki predstavljajo del organiziranega trga kapitala. Veliko institucij je specializiranih za lastniško financiranje podjetij v posameznih fazah razvoja.

Finančne institucije visoko tveganega kapitala (rizični skladi) nalagajo lastniški kapital v nova obetajoča podjetja in se pri tem osredotočajo na določene gospodarske panoge. Zbrani kapital je lahko zasebni ali državni. Pri izboru podjetij so institucije izredno skrbne, zato izberejo majhno število podjetij, ki imajo zelo dobre možnosti za uspeh in sposobno upravo. Pogosto zahtevajo nakupne bone in zamenljive obveznice, da nad bodočimi uspešnimi podjetji pridobijo nadzor.

Lokalni in državni skladi so ustanovljeni z namenom spodbujanja gospodarskega razvoja na določenem področju. Pri nas so to občinski skladi za razvoj, Sklad RS za razvoj malega gospodarstva, Sklad za demografsko ogrožena območja in Sklad za razvoj RS.

Investicijske banke so finančne institucije, ki ponujajo storitev prodaje novih vrednostnih papirjev podjetij. Investicijska banka organizira vse posle v zvezi s prodajo. Pri tem lahko:

- prevzame nase veliko tveganje, ko odkupi vrednostne papirje od podjetja in jih poskuša prodati naprej. Zaradi tveganja investicijska banka pričakuje visok donos in odkupuje nove vrednostne papirje po zelo nizkih cenah. Zaradi visokega tveganja inv. banke to počnejo bolj poredko – če

ocenijo, da imajo podjetje zelo dobre možnosti za uspeh. V tem primeru je vir lastniškega kapitala inv. banka sama.

- nastopa kot komisionar – naredi za podjetje kot svojo stranko vse, da bi prodala vrednostne papirje po čim višji ceni, pri čemer ne zagotavlja, da bo do prodaje sploh prišlo in ne zagotavlja obsega prodaje (komisijska prodaja). Vir lastniškega kapitala je kupec lastniških vrednostnih papirjev, ki ga najde investicijska banka. Najpogostejši kupci so investicijski skladi.

Investicijske banke zaračunavajo visoke stroške posredovanja, zato so njihove storitve praktično nedosegljive za manjša podjetja.

Samostojna zaprta prodaja – podjetje proda lastniške vrednostne papirje investitorjem brez posredovanja inv. banke. S tem se izogne visokim stroškom posrednika (inv. banke). Vendar so takšne naložbe za investitorje zelo tvegane, zato zahtevajo visoko stopnjo donosnosti in so pripravljeni kupiti delnico le zelo poceni.

Večina slovenskih podjetij je neuspešnih, zato pridobivajo lastniški kapital prek nezaželenih lastniških naložb – obveznosti do dobaviteljev in bank se pretvarjajo v lastniške deleže.

## 7. poglavje

# FINANCIRANJE PODJETJA Z DOLGOROČNIM DOLGOM

## 1. Vpliv dolgoročnega dolga

### 1.1. Opredelitev dolgoročnega dolga

Dolgoročni dolg je dolg, ki zapade v plačilo čez več kot 1 leto.

Dolgoročni dolg podjetja je opredeljen kot kapital = DOLŽNIŠKI KAPITAL.

Struktura kapitala je pojem, ki se uporablja za opis dolgoročnega in trajnega financiranja podjetja ter pove, kolikšen delež predstavlja lastniško in kolikšen delež dolgoročno dolžniško financiranje podjetja.

### 1.2. Vpliv financiranja podjetja z dolgoročnim dolgom

Preveliko financiranje z dolgoročnim dolgom lahko povzroči nezmožnost podjetja poravnati pogodbene obveznosti in vodi v stečaj.

Finančni vzvod nam pove, za koliko se spremeni celotni dobiček iz poslovanja (OP), če se spremeni čisti dobiček (= celotni dobiček – obresti) za 1%. Kaže občutljivost celotnega dobička od obresti. Višji finančni vzvod pomeni večje tveganje poslovanja, ker je načrtovanje prihodnjega poslovanja težje in možnost napak večja.

Donosnost naložbe, ki jo podjetje financira z dolgom, mora biti večja od stroškov dolga (obresti).

Na višino finančnega vzvoda vpliva struktura kapitala. Čim večji je delež dolžniškega kapitala, tem višji je finančni vzvod.

Posojilni pogoji – na poslovanje podjetja pomembno vplivajo pogoji, ki jih podjetju postavljajo upniki.

Ključni pogoj je zahtevana obrestna mera. Če se podjetje zadolži po relativno visoki obrestni meri, jo bo moralo plačevati tudi, ko bodo tržne obrestne mere pozneje padle in bo zaradi visokih stroškov obresti manj konkurenčno.

## 2. Faktorji odločitve o dolgoročni zadolžitvi

- (1) VRSTA PODJETJA – stabilni prihodki od prodaje in stroški omogočajo večji delež kapitala v obliki dolgoročnih dolgov (pošta, elektrika, železnice). Zadolžitev prinese višji donos na delnico, zato ima večina podjetij velik delež dolžniškega kapitala (do 80%). Nestabilna podjetja imajo majhen delež dolžniškega kapitala.
- (2) DOBIČKONOSNOST – bolj dobičkonosno podjetje lahko prenese večje breme zadolžitve brez strahu pred nelikvidnostjo. Zato podjetja zmanjšujejo stroške poslovanja, ker se lahko po tem bolj zadolžijo.
- (3) SREDSTVA PODJETJA – najpomembnejša je likvidnost sredstev = podjetje ima v aktivih veliko sredstev, ki jih je možno hitro in brez velikih izgub prodati, če trenutna tržna nestabilnost onemogoča odplačilo dolga iz premajhnega dobička. Takšna podjetja so: rent-a-car podjetja, ki imajo v lasti veliko avtomobilov, letalska podjetja. Kreditodajalci močno upoštevajo likvidnost sredstev, zato zahtevajo zavarovanje kreditov s hipotekami na likvidnih sredstvih. Podjetja, ki imajo v lasti nelikvidna sredstva (= jih je težko prodati), se težje zadolžijo.
- (4) RAZPOLOŽLJIVOST DOLGOROČNIH KREDITOV – ponudba dolgoročnih kreditov je omejena. V določenih gospodarskih obdobjih (ponavadi so to recesije) jih je zelo malo, ker

kreditodajalci ne želijo tvegati. V takšnih situacijah pridobijo dolgoročne kredite le najbolj zanesljiva podjetja.

(5) **STROŠKI DOLGA** obsegajo:

- 1) **obresti**, ki jih mora podjetje plačati,
- 2) stroške izdaje dolžniških vrednostnih papirjev,
- 3) stroške zavarovanja dolga (hipoteke).

Kreditodajalec utemelji zahtevano obrestno mero na kreditni sposobnosti podjetja, ki je odvisna od:

- vrste podjetja,
- pretekle, sedanje in prihodnje dobičkonosnosti,
- obstoječe zadolženosti podjetja, in
- likvidnosti sredstev.

*Kreditna sposobnost* je kombinacija med obsegom dolga in tveganjem kreditodajalca. Večje ko je tveganje kreditodajalca, da ne bo dobil plačanih obresti in vrnjenega kredita, višja je obrestna mera. Nekateri značilnosti dolgov:

- dolgoročni dolg je dražji kot kratkoročni,
- dolg v obveznicah je dražji od dolga pri kvalitetni banki,
- dolg v tuji valuti je zaradi tečajnega tveganja (nihanje tečaja) dražji od dolga v domači valuti.

Pomembno je upoštevati davke – efekt davčnega ščita. Formula:

$$R_T = R_B \cdot (1 - t)$$

$R_T$  = obrestna mera po davku

$R_B$  = bančna obrestna mera (= pred davkom)

$t$  = davčna stopnja davka na dobiček

Zato so stroški dolga nizki v primerjavi s stroški lastniškega kapitala.

Večja zadolženost pomeni zmanjšanje kreditne sposobnosti podjetja, kar pomeni višjo obrestno mero za dodatne kredite. Zelo zadolžena podjetja so nezmožna najemati nove kredite.

### 3. Viri dolgoročnega dolga

#### 3.1. Pridobitev dolžniškega kapitala

je odvisna od faze razvoja podjetja. Najbolj običajni tehniki pridobitve dolgoročnega dolga sta:

- prodaja prenosljivih dolžniških vrednostnih papirjev (obveznic), in
- pridobitev neprenosljivega terminskega kredita.

V obeh primerih podjetje upniku proda obljubo plačila dolga in plačila obresti.

#### 3.2. Zasebni viri

so zadolžitve pri posameznikih in nedržavnih finančnih institucijah.

(1) Neposredna zadolžitev – npr. posameznik proda podjetju nepremičnino na dolgoročni hipotekarni kredit.

(2) Zaprta prodaja obljub plačil finančnim institucijam zajema:

- 1) prodajo dolžniških vrednostnih papirjev finančnim institucijam,
- 2) pridobitev terminskih kreditov od finančnih institucij.

Pri nas je zaprta prodaja največji vir dolžniškega kapitala.

#### 3.3. Javni viri

so odprta prodaja dolžniških VP. Na trgu dolgoročnih dolgov lahko papirje kupi kdorkoli iz javnosti.

Postopek izdaje je podoben postopku prodaje lastniških VP, pri katerem sodeluje inv. banka – oblikuje obveznico (nominalna vrednost) in določi obrestno mero (donosnost glede na nominalno vrednost). Cilj investicijske banke je kupiti obveznice po čim višji obrestni meri in jih prodati po čim nižji, zato od podjetja zahteva zavarovanja (hipoteke).

Podjetja raje pridobijo dolžniški kapital z zaprto prodajo, ker v odprti prodaji inv. banke zelo nizko ocenjujejo kreditne sposobnosti podjetja, da bi iztržile visoko obrestno mero. Za podlago ocenitve pogosto vzamejo prepoznavnost podjetja v javnosti, ki je pri večini podjetij majhna, in ne konkretne analize tržnih rezultatov. Finančne institucije v zaprti prodaji delajo celovite analize poslovanj podjetij in verodostojne kreditne analize ter so bolj fleksibilne glede kreditnih pogojev, ki se razlikujejo od podjetja do podjetja glede na njegove potrebe.

Ker je zaprta prodaja bolj strokovna in preprostejša, se zahteva višja stopnja donosnosti – višja obrestna mera kot pri odprti prodaji.

#### 3.4. Državni viri

Država sodeluje pri pridobivanju dolžniškega kapitala podjetij na 2 načina:

- neposredno kreditiranje določenih podjetij,
- odobravanje garancij in drugih pomoči.

Lokalni razvojni skladi sredstva za takšno pomoč pogosto pridobijo s odprto prodajo lokalnih obveznic.

### 3.5. Zakup

lahko pogojno obravnavamo kot način financiranja podjetja. Podjetja z zakupi pridobivajo osnovna sredstva. Obstajata 2 vrsti zakupa:

- (1) **FINANČNI ZAKUP – je dolgoročna pogodba med lastnikom osnovnega sredstva in zakupnikom, ki ima rok dospelosti ob koncu življenjske dobe zakupljenega sredstva. Možno jo je preklicati le z dogovorom obeh strani. Stroške vzdrževanja osnovnega sredstva nosi zakupnik.** Lastniku zakupnina pokriva stroške vzdrževanja in zahtevani donos. Finančni zakup je alternativa dolgoročni zadolžitvi za nakup osnovnega sredstva
- (2) **POSLOVNI ALI OPERATIVNI ZAKUP – rok zakupa je krajši od življenjske dobe zakupljenega osnovnega sredstva. Pogodbo lahko prekličeta lastnik ali zakupnik kadar-koli. Stroške vzdrževanja osnovnega sredstva nosi lastnika.** Poslovni nakup se uporablja za zakup cenejše opreme – avtomobilov in računalnikov.

Ali naj se podjetje odloči za finančni zakup ali nakup osnovnega sredstva (z dolgoročno zadolžitvijo)?

Faktorji odločitve so:

- pogoji zakupa,
- stroški vzdrževanja (nosi jih zakupnik),
- davčni učinki zakupa,
- vrednost osnovnega sredstva ob koncu življenjske dobe,
- stroški finančnih sredstev, pomembni za nakup osnovnega sredstva.

Podjetje mora oceniti vse stroške in poiskati njihovo sedanjo vrednost.

Prednost finančnega zakupa je, da v računovodstvu ni izkazan v bilanci stanja kot obveznost. Podjetje s finančnim zakupom povečuje svoje obveznosti, vendar to ne zmanjšuje njegove sposobnosti za zadolževanje. Vendar kreditodajalci poznajo takšne mahinacije in upoštevajo obveznosti iz zakupa pri oceni kreditne sposobnosti. Finančni zakup se v praksi izenačuje z zadolžitvami podjetja.

Nakup osnovnih sredstev je naložba, zato velja za davčno olajšavo. Če podjetje nima dovolj investicij za največjo davčno olajšavo, se mu finančni zakup osnovnih sredstev ne izplača. Prav tako se ne izplača nakup osnovnih sredstev podjetju, ki je doseglo najvišjo davčno olajšavo. Če podjetje z visoko davčno olajšavo potrebuje nova osnovna sredstva, so možne povezane mahinacije. Takšno podjetje najde podjetje z nizko stopnjo investicij, ki nima davčne olajšave. To podjetje kupi osnovna sredstva in pridobi davčno olajšavo ter pridobljena sredstva ponudi v finančni zakup podjetju z visoko davčno olajšavo. Tako si podjetji razdelita razliko v davku.

## 8. poglavje

### FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE IN KUPOPRODAJA PODJETJA

#### 1. Tehnike finančnega prestrukturiranja

**PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA je vsaka struktura v spremembi lastništva, virov financiranja in strukturi naložb, ki ni del normalnega poslovnega ciklusa podjetja.**

Prestrukturiranje je možno v:

- **podjetjih v krizi** – potrebni sta:
  - ureditev odnosov z upniki,
  - reprogramiranje dolgov.
- **uspešnih podjetjih** – cilji prestrukturiranja so:
  - povečanje učinkovitosti,
  - koncentracija lastništva,
  - primerna finančna struktura glede na cikel poslovanja,
  - zavarovanje pred prevzemi.

**TEHNIKE FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA so spremembe v bilanci stanja.** Možne so 3 tehnike:

- (1) **tehnike**, ki reorganizirajo **na strani sredstev (aktive)** – to so *odkup* in *zakup* ter *prodaja poslovno nepotrebni sredstev*;
- (2) **tehnike**, ki reorganizirajo **na strani obveznosti do virov sredstev (pasive)** – najbolj pogosta tehnika je *refinanciranje dolga*;
- (3) **tehnike**, ki reorganizirajo **na obeh straneh bilance stanja** – primer je *dokapitalizacija*.

## 2. Prodaja podjetja

### 2.1. Tehnike prodaje (privatizacije) podjetij

- (1) Glede na to, **KAJ se prodaja**, obstajajo naslednje tehnike privatizacije:
  - 1) **javna prodaja delnic** (*public offering of shares*) – delnice se kot finančni instrument prodajajo malim investitorjem,
  - 2) **neposredna prodaja delnic** (*private placement*) – delnice se kot finančni instrument prodajajo:
    - **finančnim institucijam**,
    - **strateškim investitorjem**, ki pridobijo kontrolni delež in s tem nadzor nad podjetjem.
  - 3) **prodaja sredstev** (delno ali v celoti) – s prodajo sredstev se prenese tudi dejanska dejavnost podjetja;
  - 4) **vlaganje sredstev v joint venture s privatnim investitorjem** (*trade sale to strategic investor*) – glavna dejavnost se prenese v hčerinsko družbo, ki jo dokapitalizira zunanji (ponavadi tuji) investitor;
  - 5) **leasing sredstev** – ustanovi se novo podjetje in to podjetje vzame sredstva prejšnjega podjetja v leasing (= finančni zakup);
  - 6) **pogodba o poslovanju** – privatizira se uprava podjetja (primer: Elan);
  - 7) **komercializacija podjetja**.
- (2) Glede na to, **KAKO se prodaja**, obstajajo naslednje tehnike privatizacije:
  - 1) **javna prodaja delnic** vnaprej nepoznanim kupcem (delnice imajo fiksno ceno);
  - 2) **zbiranje** (kompleksnih) **ponudb** od vnaprej poznanih kupcev – iščejo se strateški kupci, ki bodo zagotavljali razvoj podjetja, zato se jim postavljajo dodatni pogoji;
  - 3) **javna dražba (LICITACIJA)** – licitira se samo cena podjetja, posel je sklenjen na dražbi.
- (3) Glede na to, **KOMU se prodaja**, obstajajo naslednje tehnike privatizacije:
  - 1) **prodaja finančnih instrumentov** (= vrednostnih papirjev /delnic/):
    1. **javna prodaja delnic** (*public offering of shares*);
    2. **neposredna prodaja delnic finančnim institucijam** (*private placement*)
  - 2) **prodaja strateških instrumentov** (= kontrola oz. nadzor nad podjetjem, v praksi se prodaja podjetje samo)
    3. **neposredna prodaja strateškim investitorjem** (*direct or trade sale to strategic investor*) – prodaja se zunanjim investitorjem;
    4. **managersko-delavski odkup podjetja** (*MEBO = Management Employee Buy Out*).

### 2.2. Podroben prikaz izbranih tehnik privatizacije

#### (1) **JAVNA PRODAJA DELNIC**

##### 1) **Značilnosti:**

- delnice podjetja se prodajo najširšemu krogu potencialnih investitorjev,
- gre za javno prodajo dolgoročnih vrednostnih papirjev s strani delniške družbe,
- v zahodnem kapitalizmu je javna prodaja primarna (*going public*),
- v privatizacijskih postopkih je javna prodaja primarna.

##### 2) **Postopek:**

- treba je izdati delniški prospekt in razložiti njegov namen,
- pomembna je vsebina prospekta,
- treba je določiti, kdo nosi tveganje prodaje (izdajatelj ali investicijska banka?),
- z javno prodajo se dosega željena struktura lastništva,
- treba je spoštovati pravila prodaje,
- delnice, ki se prodajajo, lahko kotirajo na borzi.

##### 3) **Makroekonomski in institucionalni pogoji za širšo uporabo javne prodaje:**

- makroekonomska in politična stabilnost,

- prebivalstvo mora imeti razpoložljiva sredstva (pri nas so bili to lastniški certifikati),
- kapitalski trgi in ustrezne institucije morajo biti razvite,
- finančne institucije morajo biti razvite,
- informacije o poslovanju podjetij morajo biti zanesljive.

#### 4) **Pogoji na nivoju podjetja:**

- podjetje mora biti veliko in relativno finančno stabilno,
- podjetje mora imeti jasno opredeljeno razvojno vizijo, za katere uresničevanja ne potrebuje strateškega partnerja,
- podjetje mora imeti močan in sposoben poslovodni team,
- podjetje mora imeti zanesljive informacije o svojem poslovanju za zadnjih nekaj let,
- koristno je, če so proizvodi podjetja poznani širši javnosti.

#### 5) **Prednosti javne prodaje delnic:**

- nastanek domačega sloja lastnikov,
- omogočena je udeležba majhnih investitorjev v privatizaciji,
- proces je transparenten in odprt za vse,
- možno je vplivati na lastniško strukturo nad podjetjem (možno je določiti delež domačih in delež tujih investitorjev ter delež velikih in malih investitorjev),
- javnost bolje sprejema javno prodajo od prodaje strateškim kupcem in insiderjem,
- javna prodaja pozitivno vpliva na razvoj trga kapitala.

#### 6) **Slabosti javne prodaje:**

- dosežena je praviloma prenizka cena za delnico,
- postopek je zamuden in relativno drag,
- podjetje ne pridobi aktivnih lastnikov,
- nerazviti trg kapitala lahko vpliva na padec cen delnic neodvisno od poslovanja podjetja,
- v začetnem obdobju je potrebno redno izplačevati dividende.

#### 7) **Odperta vprašanja in problemi:**

- ocenjevanje vrednosti podjetij in cena delnic,
- problem kupne moči na domačem trgu kapitala,
- prestrukturiranje z javno prodajo,
- dokapitalizacija ali prodaja družbenega premoženja,
- regulative na trgu kapitala.

#### 8) **Izkušnje držav v tranziciji:**

- v deželah v razvoju in Vzhodni Evropi so bile možnosti omejene, ker niso bili izpolnjeni institucionalni predpogoji,
- sistem je bil uspešen na Poljskem, Madžarskem, Hrvaškem, Češkem (kuponska privatizacija) in Nemčiji.

## (2) **ZBIRANJE PONUDB ZA NEPOSREDNO PRODAJO PODJETJA STRATEŠKEMU KUPCU**

### 1) **Značilnosti:**

- prodaja **strateškemu investitorju** (dostop do trgov, know-how, tehnologija, novi proizvodi, organizacijske spremembe,...),
- strateški investitor je praviloma konkurent, dobavitelj surovin ali tehnologije, kupec proizvodov podjetja ali kako drugače povezani poslovni partner,
- poleg cene so pomembni še drugi elementi.

### 2) **Postopek zbiranja ponudb:**

- analiza podjetja: pravni, ekološki in ekonomsko-finančni vidiki,
- privatizacijski načrt,
- razpis za zbiranje ponudb z navodili za pripravo ponudbe,
- zbiranje dodatnih informacij s strani potencialnih investitorjev,

- pogajanja z izbranimi ponudniki,
  - sklenitev pogodbe.
- 3) **Makroekonomski in institucionalni pogoji za širšo uporabo tehnike** – možno je uporabiti tehniko tudi v neurejenih razmerah, ker gre za sofisticirane investitorje ter je posebne pogoje možno urediti s pogodbo.
- 4) **Kakšna podjetja so primerna za neposredno prodajo?**  
 Generalno gre za podjetja, ki potrebujejo strateški imput.
- podjetja, ki potrebujejo strateške partnerje,
  - srednje velika podjetja, ki jih ni možno prodati javnosti, finančnim institucijam ali zaposlenim,
  - podjetja, ki potrebujejo prestrukturiranje,
  - možna je kombinacija z javno prodajo delnic ali prodajo delnic finančnim institucijam.
- 5) **Prednosti:**
- zagotavljanje dolgoročnega razvoja,
  - postopek je enostaven in relativno poceni,
  - izziv za kvaliteten management,
  - možnost optimalnih transakcij s širšega vidika (zaposlenost, dodatne naložbe,...),
  - **s konkurenco med ponudniki je možno doseči visoko ceno.**
- 6) **Slabosti:**
- **strateški investitorji so večji in močnejši od prodajanega podjetja**, zato gre praviloma za tuja podjetja,
  - postopek je le delno javen, mnoge podrobnosti iz poslovne pogodbe morajo ostati skrivnost,
  - strateški investitorji so pogosto **tradicionalni partnerji** v podjetju in **imajo prednosti pri pogajanjih**,
  - **management** podjetja je lahko **ogrožen** s strani novih lastnikov,
  - povečana delovna disciplina lahko postane problem za zaposlene.
- 7) **Odperta vprašanja in problemi:**
- **escrow account** je potreben za jamčevanje kupca – ob kršitvi pogodbe se z njega avtomatsko črpa denar,
  - ali naj se sprejme poštena tržna vrednost ali investitorjeva vrednost?
  - kako naj se zagotavlja konkurenca v primeru že obstoječih partnerjev?
  - prodaja sredstev ali prodaja delnic – ali novo podjetje lahko odkupi tudi dolgove?
  - dokapitalizacija (ki prinese kontrolni delež) ali odkup celotnega podjetja?
  - joint-venture (= skupna vlaganja) z matičnim krovnim podjetjem,
  - kakšne naj bodo pravice manjšinskega (= državnega) delničarja?
  - kakšne naj bodo garancije s strani prodajalca (po obligacijskem pravu mora jamčiti za pravne in stvarne napake),
  - kakšne naj bodo garancije kupca glede investicij in zaposlenosti?
  - kdo je lahko dober pogajalec?
  - zahteve tujih investitorjev.
- 8) **Izkušnje držav v tranziciji in Slovenije:**
- tovrstne transakcije prevladujejo v bivših socialističnih deželah,
  - v vzhodni Nemčiji je prišlo do cca 5'000 uspešnih prodaj 100% deleža podjetja, poudarek je bil na zagotavljanju bodočega razvoja podjetja,
  - na Madžarskem prevladujejo delne prodaje, dokapitalizacije in skupna vlaganja,
  - na Češkem je prišlo do velikih transakcij – najbolj znani sta Volkswagnov in Siemensov odkup Škode,



- v Sloveniji so se na takšen način prodale: Tobačna tovarna Ljubljana, Krka Novoterm, Papirnica Količevo, Eta Cerčno, prišlo je do prodaj v projektu sanacije s strani Sklada za razvoj.

### (3) **JAVNA DRAŽBA (LICITACIJA)**

#### 1) **Značilnosti:**

- prodajajo se sredstva ali delnice podjetja,
- ponudniki so v sklepnih fazah izvedbe neposredno udeleženi in si konkurirajo,
- licitira se le cena.

#### 2) **Postopek:**

- najprej se opravi analiza podjetja in ekonomskega okolja,
- nato se pripravi dokumentacija,
- sledi objava javne licitacije in pogojev za pristop,
- v končni fazi se izvede javna licitacija.

#### 3) **Makroekonomski in institucionalni pogoji** – trg mora biti razvit, vladati mora zani-manje in povpraševanje po predmetu prodaje.

#### 4) **Kakšna podjetja so primerna za javno dražbo:**

- podjetja, ki **prodajajo sredstva**,
- enostavna manjša podjetja, katerih vrednost temelji zlasti na nepremičninah in opremi ter imajo nizke obveznosti in skromen goodwill,

#### 5) **Prednosti:**

- postopek je enostaven in relativno hiter,
- ta tehnika je dobro poznana v našem pravnem sistemu (uporablja se v stečajnem postopku in v prometu z nepremičninami).

#### 6) **Slabosti:**

- tehnika je relativno determinirana,
- v postopku ni pogajanj s partnerji,
- tehnika je primerna le za manjša enostavna podjetja.

### (4) **MANAGERSKO-DELAJSKI ODKUP PODJETJA (MEBO)**

#### 1) **Značilnosti:**

- podjetje se proda managerjem in že zaposlenim v podjetju,
- pride do kombinacije med lastniki in zaposlenimi,
- tveganje za posameznika je povečano,
- delavci se poistovetijo (identificirajo) s podjetjem in postanejo bolj motivirani,
- transakcije se izvajajo s pomočjo kreditov, ki so zavarovani s premoženjem podjetja – pri tem prihaja do problema visoke zadolženosti.

#### 2) **Postopki v Sloveniji:**

- interne delnice po Markoviću,
- podjetja si z reorganizacijo in brez družbene kontrole sama ustvarjajo holdinška podjetja, ki imajo vlogo "prijaznega" prodajalca,
- Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je omogočil notranji odkup delnic.

#### 3) **Makroekonomski in institucionalni pogoji za širšo uporabo tehnike:**

- zagotovljeno mora biti financiranje odkupa s pomočjo kreditov, zavarovanih s sredstvi podjetja, ki se odplačujejo iz bodočega denarnega toka podjetja,
- zagotovljeno mora biti financiranje s strani prodajalca (države),
- plačilo mora biti odloženo,
- zaposlenim je treba priznati popuste,
- za odkup morajo biti določene davčne ugodnosti.

#### 4) **Kakšna podjetja so primerna za MEBO:**

- servisne storitve, delovno intenzivna proizvodnja, podjetja, v katerih je pogoj za uspešnost identifikacija zaposlenih s podjetjem,

- srednje velika in majhna podjetja,
  - podjetja, ki imajo sposobno managersko ekipo, ki je pripravljena vložiti lastna sredstva,
  - podjetja, v katerih niso potrebna obsežnejša prestrukturiranja in odpusti delavcev,
  - podjetja, ki imajo dovolj sredstev ali močan denarni tok za odplačilo kreditov.
- 5) **Prednosti:**
- javnost v Sloveniji je najbolj naklonjena takšni obliki lastništva,
  - za mnoga srednje velika in majhna podjetja je to edini način prodaje,
  - zaposleni so aktivni lastniki, ki so motivirani in pogosto tudi sposobni zagotoviti večjo učinkovitost,
  - prehod iz samoupravljanja je naraven, ker so tam zaposleni imeli močna lastniška upravičenja,
  - MEBO je boljši od razdelitve delnic.
- 6) **Slabosti:**
- kratkoročno gledanje (kratek horizont) zaposlenih lastnikov in pritisk na izplačilo visokih plač,
  - težko je zagotoviti dolgoročno financiranje,
  - podjetje se visoko zadolži, zato obstaja nevarnost stečaja,
  - banke nerade financirajo tako tvegane odkupe,
  - težko je opredeliti pošteno ceno za zaposlene,
  - velik problem insiderstva.
- 7) **Odrta vprašanja in problemi:**
- vrednotenje in cena,
  - opredelitev pogojev financiranja s strani prodajalca (ali naj bodo delnice participativne ali neparticipativne?),
  - ali zaposleni predstavljajo zadostno konkurenco drugim potencialnim kupcem,
  - kakšne naj bodo davčne spodbude?
  - kaj se zgodi ob upokojitvi ali odhodu iz podjetja, kako izplačati zaposlene delničarje?
  - ali naj velja ena delnica kot en glas ali en človek kot en glas?
  - kako naj bodo urejene pravice vplačila delnic s strani zaposlenih (po letih, po plačah, brez omejitev,...)?
  - kakšen naj bo prenos delnic?
  - naj zaposleni delničarji glasujejo v bloku ali individualno?

### 3. Prevzem podjetja