

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POROČANJE O ALTERNATIVNIH MERILIH USPEŠNOSTI  
POSLOVANJA V LETNIH POROČILIH KOTIRAJOČIH DRUŽB**

Ljubljana, december 2020

TANJA GORŠE

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Tanja Gorše, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica magistrskega dela z naslovom Poročanje o alternativnih merilih uspešnosti poslovanja v letnih poročilih kotirajočih družb, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Simonom Čadežem

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programske opreme za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis študentke: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 OPREDELITEV IN VRSTE POROČANJ KOTIRAJOČIH DRUŽB .....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Osnovni pojmi .....</b>	<b>5</b>
<b>1.2 Vrste poročanj.....</b>	<b>6</b>
<b>2 LETNA POROČILA JAVNIH DRUŽB.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 Vsebina letnega poročila .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2 Reglativni okvir letnih poročil.....</b>	<b>11</b>
2.2.1 Zakon o gospodarskih družbah in Zakon o trgu finančnih instrumentov....	14
2.2.2 Računovodski standardi.....	16
2.2.3 Smernice, priporočila in ostali dokumenti.....	17
<b>2.3 Nadzor nad letnimi poročili javnih družb.....</b>	<b>19</b>
2.3.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev .....	22
2.3.2 Evropski organ za vrednostne papirje in trge .....	23
<b>3 ALTERNATIVNA MERILA USPEŠNOSTI POSLOVANJA .....</b>	<b>24</b>
<b>3.1 Najpogosteje uporabljena alternativna merila uspešnosti poslovanja .....</b>	<b>25</b>
<b>3.2 Uporaba alternativni meril uspešnosti poslovanja .....</b>	<b>32</b>
<b>3.3 Smernice – temeljna načela .....</b>	<b>34</b>
<b>4 UPORABA ALTERNATIVNIH MERIL USPEŠNOSTI POSLOVANJA V EU ...</b>	<b>39</b>
<b>5 ANALIZA ALTERNATIVNIH MERIL USPEŠNOSTI POSLOVANJA V SLOVENIJI.....</b>	<b>42</b>
<b>5.1 Nadzor ATVP nad kazalniki AMUP v letnih poročilih javnih družb za poslovno leto 2018.....</b>	<b>42</b>
<b>5.2 Analiza alternativnih meril uspešnosti poslovanja v letnih poročilih javnih družb za poslovno leto 2019 .....</b>	<b>43</b>
5.2.1 Obseg prikazanih alternativnih meril uspešnosti poslovanja .....	44
5.2.2 Najpogosteje navedena alternativna merila uspešnosti poslovanja.....	45
5.2.3 Skladnost alternativnih meril uspešnosti poslovanja s smernicami .....	46
<b>5.3 Primerjava študije ESMA in slovenske raziskave.....</b>	<b>48</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>48</b>
<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>50</b>
<b>PRILOGE.....</b>	<b>55</b>

## KAZALO SLIK

Slika 1: Sestavine letnega poročila javne družbe .....	11
Slika 2: Institucionalni okvir za finančno stabilnost EU .....	21
Slika 3: Načela alternativnih meril uspešnosti poslovanja .....	35
Slika 4: Prikaz najpogosteje uporabljenih kazalnikov AMUP .....	44
Slika 5: Najpogostejši kazalniki AMUP v letnih poročilih javnih družb .....	45
Slika 6: Analiza štirih načel AMUP .....	47

## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam javnih družb na dan 30. 4. 2020 .....	1
Priloga 2: Viri za izdelavo analize .....	3

## SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

**AJPES** – Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve

**AMUP** – Alternativna merila uspešnosti poslovanja

**APM** – (angl. Alternative Performance Measures); Alternativna merila uspešnosti poslovanja

**ATVP** – Agencija za trg vrednostnih papirjev

**CEBS** – (angl. Committee of European Banking Supervisors); Odbor evropskih bančnih nadzornikov

**CEIOPSI** – (angl. Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors); Odbor evropskih nadzornikov za zavarovanja in pokojnine

**CESR** – (angl. Committee of European Securities Regulators); Odbor evropskih nadzornikov trga vrednostnih papirjev

**CRSC** – (angl. The Corporate Reporting Standard Committee); Stalni nadzor za poročanje o družbah

**EBA** – (angl. European Banking Authority); Evropski nadzorni organ za bančni sektor

**EBIT** – (angl. Earnings before interest and tax); Dobiček iz poslovanja

**EBITDA** – (angl. Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization); Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo

**EECS** – (angl. The European Enforces Coordination Session); Usklajevalne seje evropskih organov za nadzor

**EGP** – Evropski gospodarski prostor

**EIOPA** – (angl. European Insurance and Occupational Pension Authority); Evropski nadzorni organ za zavarovalniški sektor

**EPS** – (angl. Earnings per share); Čisti dobiček na delnico

**ESFS** – (angl. European System of Financial Supervisors); Evropski sistem finančnih nadzornikov

**ESMA** – (angl. European Securities and Markets Authority); Evropski nadzorni organ za trg vrednostnih papirjev

**ESRB** – (angl. European Systemic Risk Board); Evropski odbor za sistemska tveganja

**EU** – (angl. European Union); Evropska unija

**GLEFI** – (angl. Guidelines on enforcement of financial information); Smernice o nadzoru finančnih informacij

**IOSCO** – (angl. International Organization of Securities Commissions); Mednarodna organizacija nadzornikov trga vrednostnih papirjev

**KVD** – Knjigovodska vrednost delnice

**MSRP** – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

**P/B** – (angl. Price to Book ratio); Multiplikator knjigovodske vrednosti

**P/E** – (angl. Price to Earnings ratio); Multiplikator čistega dobička

**PSR** – Pravila skrbnega računovodenja

**ROA** – (angl. Return on Assets); Donos na sredstva

**ROE** – (angl. Return on Equity); Donos na kapital

**SEC** – (angl. Securities Exchange Commission); Komisija za vrednostne papirje

**SEOnet** – Sistem elektronskega obveščanja

**SRS** – Slovenski računovodski standardi

**ZGD-1** – Zakon o gospodarskih družbah

**ZTFI-1** – Zakon o trgu finančnih instrumentov



## UVOD

Javne družbe so družbe, ki imajo vrednostne papirje uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali drugi državi članici. Zanje velja, da morajo, na podlagi Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1), Ur. l. RS, št. 77/18, 17/19 – popr. in 66/19, objavljati nadzorovane informacije, ki so točne, celovite in pravočasne informacije o družbi, ki omogočajo investitorjem sprejem investicijskih odločitev. Ena izmed najpomembnejših nadzorovanih informacij je letno poročilo javne družbe. Letno poročilo je skupek informacij, ki so ogledalo družbe in posledično dela uprave oziroma posloводства družbe. Omogoča jasen vpogled v informacije o premoženju in obveznosti javnih družb in njenega finančnega položaja ter poslovnega izida.

Letno poročilo je sestavljeno iz poslovnega in računovodskega dela poročila. Poslovno poročilo postaja vedno pomembnejši del letnega poročila, na kar kaže dejstvo, da je evropska zakonodaja v zadnjih letih na tem področju uvedla dodatne zahteve po razkritjih (npr. politika raznolikosti, izjava o nefinančnem poslovanju družbe).

Javne družbe morajo, pri sestavi letnega poročila upoštevati določbe ZTFI-1 in Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) Ur. l. RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17 in 22/19 – ZPosS. Poleg omenjenih zakonov, ki jih morajo javne družbe upoštevati pri sestavi letnega poročila morajo družbe slediti tudi različnim smernicam, ki jih predpisuje Evropski organ za vrednostne papirje in trge (angl. European Securities and Markets Authority, v nadaljevanju organ ESMA), priporočilom in dobrim praksam, ki veljajo za letno poročanje.

Poleg obveznih oziroma predpisanih sestavin poslovnega dela poročila, lahko javne družbe v svoje letno poročilo vključijo tudi Alternativna merila uspešnosti poslovanja (angl. Alternative Performance Measures – APM, v nadaljevanju kazalniki AMUP).

Kazalniki AMUP so finančna merila pretekle ali prihodnje finančne uspešnosti, finančnega položaja in denarnih tokov, ki niso opredeljena v računovodskih standardih ali zakonu. Najpogosteje so predstavljeni v poročilu uprave oziroma na samem začetku letnega poročila, torej že na začetku pritegnejo pozornost bralca in ustvarijo prvi vtis o poslovanju družbe. Med alternativna merila uspešnosti poslovanja sodijo kazalniki EBITDA, EBIT, ROE, ROA, itd.

Kazalniki AMUP lahko ob ustrezni uporabi dopolnijo informacije, ki jih ponujajo računovodski izkazi ter jim dodajo kakovost in globino, da uporabniki razumejo uspešnost, finančni položaj in denarni tok družbe ter omogočijo boljšo primerljivost med družbami v panogi. Družbe jih uporabljajo za analizo, načrtovanje, poročanje in določanje spodbud glede na preteklo leto. Ob nepravilni uporabi lahko prihaja do neskladnosti pri njihovem

izkazovanju oz. izračunavanju in posledično možnemu zavajanju vlagateljev, analitikov in druge zainteresirane javnosti.

Organ ESMA je, z namenom, da ne bi prihajalo do nepravilne uporabe kazalnikov AMUP, oktobra 2015 izdal Smernice Alternativna merila uspešnosti poslovanja (v nadaljevanju Smernice AMUP). Smernice AMUP določajo okvir za predstavitev kazalnikov AMUP, katerih cilj je spodbujanje njihove koristnosti in preglednosti. Na podlagi Sklepa o uporabi smernic in priporočil Evropskega organa za vrednostne papirje in trge ESMA (Sklep o uporabi smernic), Ur. l. RS, št. 11/17, 22/17, 31/17, 68/18, 83/18 in 46/19, se uporabljajo tudi v Sloveniji.

Smernice AMUP se uporabljajo pri razkritjih alternativnih meril uspešnosti poslovanja, ki jih izdajatelji vključijo v:

- Informacije, ki so predpisane z Uredbo (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (v nadaljevanju Uredba o zlorabi trga) in Direktivo 2004/109/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembah Direktive 2001/34/ES. Omenjena direktiva je v Sloveniji prenesena v ZTFI-1.
- Prospekte za ponudbo vrednostnih papirjev javnosti ali njihovo uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu v skladu z Uredbo (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (v nadaljevanju Prospektna Uredba).

Kazalniki AMUP so v največjem obsegu običajno vključeni v letno poročilo javne družbe, zato je osrednja tema magistrske naloge razkritje kazalnikov AMUP v letnih poročilih javnih družb, čeprav se, kot že omenjeno zgoraj, uporabljajo tudi pri razkrivanju notranjih informacij, polletnih poročilih, kratkih objav posloводства o uspešnosti poslovanja ter informacij, ki so del prospekta.

Splošni cilj kazalnikov AMUP je uporabnikom računovodskih izkazov zagotoviti informacije, koristne za odločanje, zato morajo javne družbe pri njihovi uporabi slediti Smernicam AMUP.

V Sloveniji nadzor nad poročanjem javnih družb oziroma nad celotnim kapitalskim trgom vrši Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), kar pomeni, da je pristojna tudi za nadzor nad razkritji alternativnih meril uspešnosti poslovanja v letnih poročilih javnih družb. ATVP svoje naloge uresničuje z izvajanjem nadzora in spremljanjem poslovanja subjektov na trgu finančnih instrumentov ter z opravljanjem drugih nalog in pristojnosti, določenih s predpisi, ki urejajo ravnanje subjektov na tem trgu.



Namen magistrskega dela je pojasniti kaj so kazalniki AMUP in kako morajo biti predstavljeni v letnem poročilu družbe ter analizirati uporabo kazalnikov AMUP v letnih poročilih slovenskih javnih družb.

Cilji magistrskega dela so:

- predstaviti kazalnike AMUP,
- analizirati uporabo kazalnikov AMUP v letnih poročilih 34 javnih družb v obdobju poslovnega leta 2019 v Sloveniji in
- primerjati prakso v drugih državah Evropske unije (v nadaljevanju EU) in identificirati težave družb pri soočanju z razumevanjem Smernic AMUP.

Raziskovalna vprašanja magistrskega dela so:

- V kolikšnem obsegu in kam so slovenske javne družbe v letnih poročilih za leto 2019 vključile kazalnike AMUP?
- Kateri kazalniki AMUP so najpogosteje prikazani v letnih poročilih slovenskih javnih družb?
- Ali so kazalniki AMUP v letnih poročilih slovenskih javnih družb predstavljeni v skladu s predpisanimi Smernicami?

Metoda dela, ki jo bom uporabila za uresničitev namena in izpolnitev ciljev magistrskega dela bo temeljila na strokovnih in teoretičnih podlagah strokovne in znanstvene literature domačih in tujih avtorjev. Uporabljala bom teoretične metode, in sicer pregled tako domače kot tuje literature, zakonov in predpisov v Republiki Sloveniji kot tudi evropskih uredb, direktiv in smernic, znanstvenih člankov in obravnavanih aktualnih tem tega področja. Prav tako bom analizirala letna poročila javnih družb in povzela bistvene probleme in morebitne spremembe, ki se pripravljajo na ravni Evrope glede kazalnikov AMUP. V magistrsko delo bom vključila tudi svoje znanje s tega področja in znanje, ki sme ga pridobila v času študija.

Magistrsko delo je sestavljeno iz petih poglavij, ki so razdelana v podpoglavja. V prvem poglavju so opredeljeni osnovni pojmi in predstavljene vse pomembnejše informacije, ki jih morajo javne (kotirajoče) družbe javno objaviti.

Drugo poglavje je namenjeno letnim poročilom javnih družb. Predstavljena je vsebina letnih poročil v skladu z zakonodajo, smernicami, priporočili ter ostali dokumenti, ki veljajo za letno poročanje. Pojasnjeno je, da je letno poročilo sestavljeno iz poslovnega in računovodskega dela. Poslovni del letnega poročila vsebuje nefinančne informacije, ki dopolnjujejo finančne informacije, ki so del računovodskega poročila. Poglavje zaključujem s predstavitvijo ATVP, ki z nadzorom nad trgom finančnih instrumentov zagotavlja varen, pregleden in učinkovit trg finančnih instrumentov ter s predstavitvijo organa ESMA, katerega vloga je ohranjanje stabilnosti finančnega trga EU.

Tretje poglavje je namenjeno Alternativnim merilom uspešnosti poslovanja (AMUP). Predstavljen je namen kazalnikov AMUP in njihova uporaba. Največji poudarek pa sem v poglavju namenila Smernicam AMUP, ki s predpisanimi načeli predstavljajo evropski pravni okvir za razkrivanje kazalnikov AMUP.

V četrtem poglavju predstavim študijo, ki jo je izvedel organ ESMA na vzorcu 123 evropskih izdajateljev. Študija je sestavljena iz dveh sklopov. V prvem sklopu so razkrite ugotovitve pri kakšnih vrstah informacij so izdajatelji uporabljali kazalnike AMUP, v drugem sklopu pa kako so pri tem sledili smernicam AMUP. Poglavje zaključujem s priporočili organa ESMA, ki so namenjena izdajateljem kot pomoč pri doseganju skladnosti s Smernicami AMUP.

V zadnjem poglavju najprej predstavim analizo kazalnikov AMUP, ki jo je opravila ATVP pri nadzoru nad letnimi poročili za poslovno leto 2018, v nadaljevanju pa analizo, ki sem jo opravila s pregledom letnih poročil javnih družb za poslovno leto 2019. Pri analizi najprej predstavim kje v letnem poročilu javne družbe najpogosteje prikazujejo kazalnike AMUP, nadaljujem s predstavitvijo najpogosteje prikazanih kazalnikov in opisom njihovih značilnosti. V podpoglavju predstavim skladnost uporabljenih kazalnikov AMUP s štirimi načeli Smernic AMUP, in sicer ali javne družbe v Sloveniji pripoznajo kazalnike AMUP, ali so kazalniki pravilno opredeljeni oziroma ali so navedeni njihovi sestavni deli, ali je družba pojasnila njihovo uporabo, da uporabniki razumejo njihovo pomembnost in zanesljivost ter ali so kazalniki primerljivi oziroma prikazani za ustrezna obdobja. Na koncu poglavja je predstavljena primerjava študije, ki sem jo opravila s študijo organa ESMA na primeru skladnosti štirih načel Smernic AMUP.

Sledi sklepno poglavje kjer sem povzela ugotovitve, ki izhajajo iz pričujočega magistrskega dela in zapisala zaključno misel.

## **1 OPREDELITEV IN VRSTE POROČANJ KOTIRAJOČIH DRUŽB**

Kotirajoče delniške družbe so ene izmed najpomembnejših subjektov na finančnem trgu, zato je za njihovo dobro upravljanje in komuniciranje z javnostjo potrebna regulacija v obliki zakonov, uredb, pravil, priporočil, smernic in podobno.

Za učinkovito delovanje kotirajočih delniških družb je zelo pomembna komunikacija oziroma razkrivanje informacij javnosti. Informacije morajo biti pravočasne, poštene, kvalitetne in hitro ter enostavno dostopne celotni javnosti oziroma zagotovljena mora biti nediskriminatornost. Če je časovna komponenta objave informacije različna, kar pomeni, da niso vsi vlagatelji istočasno seznanjeni z informacijo, lahko le-to privede do arbitraže na trgu, zaradi česar asimetrija informacij na organiziranem trgu ni dopustna. Točne in

pravočasne informacije so pomembne za varnost vlagateljev in ta varnost zagotavlja učinkovit kapitalski trg. Lahko povzamem, da je učinkovito razkrivanje informacij eden od stebrov zaupanja v kapitalske trge.

Namen obveščanja oziroma poročanja s strani kotirajočih delniških družb je v zagotavljanju transparentnosti trga. Transparentnost je ključnega pomena za učinkovit trg kapitala. Z zagotavljanjem ustreznih informacij družba skrbi za svojo transparentnost, preglednost informacij ter prepoznavnost in s tem odprtost družbe do delničarjev, vlagateljev, analitikov, nadzornikov in ostale zainteresirane javnosti. Komuniciranje z različno javnostjo poviša ugled družbe in posledično zviša ceno vrednostnega papirja družbe.

Zaradi pomembne vloge razkrivanja informacij oziroma poročanja kotirajočih delniških družb je potrebno, da je to področje regulirano in ustrezno nadzorovano s strani pristojnih organov.

## 1.1 Osnovni pojmi

Kotirajoča družba je družba, ki ima svoje vrednostne papirje uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu. Za opredelitev takšne družbe se bom uprla na določbo 123. člena ZTFI-1, ki uporablja izraz javna družba. V magistrskem delu bom za javno družbo uporabljala tudi izraza izdajatelj ali družba.

**Javna družba** je izdajatelj, katerega vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali drugi državi članici.

**Organizirani trg** finančnih instrumentov je regulirani trg in pomeni večstranski sistem, ki ga vodi ali upravlja določena oseba in ima naslednje značilnosti:

- v tem sistemu in v skladu z vnaprej določenimi pravili se povezuje ali omogoča povezovanje interesov glede prodaje ali nakupa finančnih instrumentov več tretjih oseb tako, da se sklenejo pravni posli v zvezi s finančnim instrumentom, ki je uvrščen v trgovanje po njegovih pravilih oziroma sistemih tega trga,
- ima dovoljenje pristojnega nadzornega organa in
- deluje redno in v skladu s pogoji iz ZTFI-1.

V Sloveniji organizirano trgovanje poteka preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Ljubljanska borza), in sicer preko borznega trga in prostega trga.

**Vrednostni papirji** so v ZTFI-1 opredeljeni kot prenosljivi vrednostni papirji (delnice, obveznice in drugi vrednostni papirji, ki dajejo imetniku določeno upravičenje) in instrumenti denarnega trga (zakladne menice, potrdila o denarnem depozitu in komercialni zapisi, katerih zapadlost je enaka ali daljša od 12 mesecev).

Izdajatelji, ki imajo status javne družbe, so dolžni zagotavljati bistvene informacije o svojem poslovanju, načrtih glede prihodnjega poslovanja, o tveganjih, idr. Te informacije pomagajo investitorjem da lažje sprejmejo odločitve o svojih naložbah v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Vlagatelji ravnajo v skladu z informacijami, ki so jim na voljo v zvezi s posameznimi vrednostnimi papirji. Kadar je vrednost delnice na trgu manjša ali vsaj enaka vrednosti, ki jo vlagatelji pripisujejo delnici, se odločijo za nakup delnice. V nasprotnem primeru pa se odločijo za prodajo delnice (Brigham & Daves, 2004, str. 160). V slednjem primeru vlagatelji ocenijo, da je delnica na trgu vredna več kot jo cenijo sami. Vsekakor je razkrivanje informacij bistvena prednost, ki jih, v primerjavi z neorganiziranimi trgi, zagotavljajo organizirani trgi.

Učinkovitost razkrivanja informacij je eden od stebrov zaupanja v kapitalske trge. Vlagatelji morajo biti prepričani, da imajo na voljo enake informacije, kot jih imajo ostali, da se odločijo za investiranje v posamezne vrednostne papirje na podlagi skrbne, na podlagi točnih informacij postavljene ocene, ki bo omogočala visoko transparentnost trgov, povečevala likvidnost in zagotavljala, da nihče nima nepoštenih prednosti, ki bi izhajale iz notranjih informacij (Morela, 2004, str. 7). Notranje informacije so informacije z natančno določenimi lastnostmi, ki niso javne in se posredno ali neposredno nanašajo na enega ali več izdajateljev ali na enega ali več finančnih instrumentov ter ki bi, če bi postale javne, verjetno znatno vplivale na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov (7. člen Uredbe 596/2014) in predstavlja en del širšega nabora nadzorovanih informacij, o katerih morajo poročati javne družbe.

Iz letnega poročila ATVP za leto 2019 (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2020a, str. 31) izhaja, da je imelo konec leta 2019 status javne družbe 39 družb izdajateljic.

## **1.2 Vrste poročanj**

Informacije, ki jih morajo javne družbe razkrivati javnosti lahko razdelimo v več sklopov:

- Periodične informacije so informacije, ki so jih javne družbe zavezane periodično objavljati in izražajo poslovanje izdajatelja za periodo, na katero se nanašajo. So najpomembnejše informacije, kajti iz njih lahko vlagatelji razberejo kako je javna družba poslovala v preteklosti in hkrati na teh podatkih slonijo napovedi za prihodnje poslovanje. Govorimo o letnih in polletnih poročilih.

Med najpomembnejše informacije, ki jih morajo objaviti javne družbe sodi letno poročilo družbe. Je dokument, ki je ogledalo družbe in zbir informacij, ki so nastale v celem letu. Podrobneje bom o letnih poročilih javnih družb pisala v 2 poglavju magistrske naloge.

- V drugem sklopu so informacije o pomembnih deležih javnih družb, ki razkrivajo medsebojna kontrolna razmerja v družbi in možnosti vplivanja na vodenje družbe. Javne družbe morajo razkrivati pomembne lastnike oziroma osebe, ki imajo možnost izvrševati pomemben delež glasovalnih pravic v družbi (5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 % ali 75 % vseh glasovalnih pravic). V družbah z veliko razpršenostjo lastništva lahko že relativno majhen delež glasovalnih pravic posamezne družbe pripelje do obvladovanja poslovanja take družbe. Družba podatke o glasovalnih pravicah pridobi od oseb, ki so upravičene te pravice uresničevati. Na podlagi objavljenih informacij o spremembah pomembnih deležev v družbi, javne družbe, vlagatelji in delničarji pridobijo informacije o morebitni koncentraciji lastništva v javni družbi.
- Na stanje v družbi in ceno vrednostnih papirjev vplivajo tudi informacije, ki jim pravimo notranje informacije za katere je značilno, da so informacije z natančno določenimi lastnostmi, ki niso javne in se posredno ali neposredno nanašajo na enega ali več izdajateljev ali na enega ali več finančnih instrumentov ter ki bi, če bi postale javne verjetno znatno vplivale na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov. Navedeno pomeni, da mora izdajatelj nemudoma objaviti vsako informacijo, ki bi jo morebitni vlagatelj upošteval pri prodaji ali nakupu vrednostnega papirja oziroma bi informacija lahko vplivala na ceno vrednostnega papirja.
- V zadnji četrti sklop pa uvrščamo še vse druge informacije, ki jih ne moremo uvrstiti v nobeno izmed zgoraj omenjenih skupin. Gre za informacije, ki so prav tako pomembne za vlagatelje (spremembe vsebine pravic iz vrednostnih papirjev, informacije za imetnike delnic in dolžniških vrednostnih papirjev).

## **2 LETNA POROČILA JAVNIH DRUŽB**

Letno poročilo je najpomembnejša listina komuniciranja posloводства družbe z lastniki in drugimi interesnimi skupinami družbe. Besedilo, številke in oblika skupaj dajejo vtis resnosti in zanesljivosti vodstva in družbe kot celote. Letno poročilo ne le poroča, temveč tudi razlaga ozadje preteklih dogajanj in namene za prihodnost (Horvat, 2002, str. 57). Je ogledalo družbe, uprave in posloводства družbe. Prav zaradi tega je pomembno, da je letno poročilo sestavljeno pregledno in skrbno. Izkazovati mora resničen in pošten prikaz premoženja in obveznosti javne družbe, njen finančni položaj in poslovni izid.

Letno poročilo vsebuje pomembne informacije o finančnem položaju družbe in uspešnosti poslovanja družbe. Te informacije pomagajo različnim interesnim skupinam (lastniki, vlagatelji, kupci, javnost, itd.) pri sprejemanju odločitev. Zelo pomembna, predvsem za lastnike družbe, je primerjava z načrtovanim poslovanjem. S primerjanjem dobijo odgovor ali so dosegli zastavljene cilje in ali so bili pri delu uspešni. Primerjalne informacije jim

pomagajo tudi pri sprejemanju novih odločitev, ki bodo izboljšale poslovanje družbe (Mohor, 2018).

Letno poročilo predstavlja uporabnikom komunikacijo z družbo. Uporabnikov je veliko in vsak izmed njih išče drugačne informacije v letnem poročilu. Pričakovanja uporabnikov so si torej različna in včasih tudi nasprotna. Družba mora vzpostaviti ustrezno ravnovesje, ki zadovolji potrebe in pričakovanja posamezne skupine in hkrati ne škoduje drugim uporabnikom. Horvat (2003) tako ravnovesje imenuje enotna komunikacijska podlaga.

Informacije iz letnega poročila so namenjene različnim skupinam uporabnikov. Odar (2013) uporabnike razdeli na sedanje in možne vlagatelje, zaposlence, posojilodajalce, dobavitelje, kupce, vlado in njene organe ter javnost. Vsaka izmed naštetih skupin ima drugačne zahteve po računovodskih informacijah. Skupne zahteve vseh uporabnikov letnih poročil so kakovost dela uprave in nadzornega sveta družbe. Sedanje in možne vlagatelje zanimajo predvsem politika delitve čistega dobička in dolgoročna donosnost družbe, slednja zanima tudi zaposlence in glavne stalne kupce. Posojilodajalce zanima predvsem sposobnost družbe za redno odplačevanje posojil. Država in državni organi želijo zagotovila glede stabilnosti delovnih mest in položaja, ki so povezani z dajatvami državi. Poleg omenjenih skupin so pomembni tudi tekmeci družbe, ki se zanimajo za nakup družbe in po drugi strani iščejo informacije kakšna je verjetnost, da so prevzeti oni. Javnost želi vedeti ali v kraju, kjer družba deluje, poslovanje družbe ogroža človekovo okolje in kakšne so možnosti družbe za pomoč pri reševanju krajevnih problemov, npr. v zvezi z zaposlovanjem (Odar, 2013).

Horvat (2000) uporabnike letnih poročil razdeli na primarne, sekundarne in terciarne uporabnike. Primarni uporabniki so delničarji družbe in morebitni novi vlagatelji. Med sekundarne uporabnike uvršča dobavitelje, kupce, zaposlene, posojilodajalce in državo. Gre za skupino, ki je deležna neposrednih ekonomskih posledic podjetja. Terciarni uporabniki so ostali uporabniki informacij iz letnega poročila. Sem spadajo borzni posredniki, mediji, odvetniki in ostala javnost, ki so kakorkoli povezani z družbo.

Letna poročila morajo sestaviti vse gospodarske družbe, in sicer v roku treh mesecev po koncu poslovnega leta družbe, konsolidirano letno poročilo pa v roku štirih mesecev po koncu poslovnega leta družbe. Konsolidirano letno poročilo morajo sestaviti družbe, ki so obvladujoče eni ali več družbam s sedežem v Republiki Sloveniji ali zunaj nje (odvisne družbe). Družba je obvladujoča v drugi družbi, če ima večino glasovalnih pravic v drugi družbi, pravico imenovati ali odpoklicati večino članov posloводства ali nadzornega sveta druge družbe in je hkrati družbenik te družbe, pravico do prevladujočega vpliva nad drugo družbo na podlagi podjetniške pogodbe ali drugega pravnega temelja, če je družbenik v drugi družbi in če na podlagi pogodbe z drugimi družbeniki te družbe nadzoruje večino glasovalnih pravic v tej družbi ali ima prevladujoči vpliv nad drugo družbo oziroma ga dejansko izvaja ali si podredi vodenje te družbe.

Pri sestavi letnega poročila morajo družbe upoštevati ZGD-1, Slovenske računovodske standarde (v nadaljevanju SRS) ali Mednarodne standarde računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP). Družbe, ki so zavezane h konsolidaciji, morajo sestaviti konsolidirano letno poročilo v skladu z MSRP. Poleg teh družb, pa je v ZGD-1 določeno, da morajo računovodska poročila v skladu z MSRP sestaviti tudi banke, zavarovalnice in druge družbe, če tako odloči skupščina družbe, vendar najmanj za pet let.

Letno poročilo družbe pošljejo Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES), le ta pa jih objavi na svoji spletni strani.

ZGD-1 predpisuje, da morajo letna poročila velikih in srednjih kapitalskih družb ter dvojnih družb pregledati revizorji in pri tem upoštevati zakon, ki ureja revidiranje. Revizorjevo delo je, da revidira računovodsko poročilo in preveri ali je vsebina poslovnega poročila v skladu z drugimi sestavinami letnega poročila. Revizor tudi preveri, ali poslovno poročilo vsebuje izjavo o upravljanju družbe in izjavo o nefinančnem poslovanju ter pregleda njuno formalno popolnost, vsebinsko pa se v mnenju omeji na pregled podatkov o glavnih značilnostih sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja. V primeru, da je družba zavezana k uporabi Zakona o prevzemih preveri tudi podatke o pomembnem neposrednem in posrednem imetništvu vrednostnih papirjev družbe, podatke o posebnih kontrolnih pravicah, o omejitvah glasovalnih pravic, o pravilih družbe o imenovanju ter zamenjavi članov organov vodenja ali nadzora, in spremembah statuta ter pooblastilih članov posloводства, zlasti pooblastilih za izdajo ali nakup lastnih delnic. Vse to velja tudi za konsolidirana letna poročila.

Javne družbe morajo na podlagi ZTFI-1 v roku štirih mesecev po koncu poslovnega leta revidirano letno poročilo predložiti ATVP in ga javno objaviti. Vse javne družbe v Sloveniji objavijo letna poročila na portalu SEOnet, ki je javno dostopen portal. Predložitev ATVP pomeni, da javne družbe letno poročilo predložijo v centralni sistem INFO-HRAMBA, kjer so na voljo vsem uporabnikom spleta vse informacije o javnih družbah, torej poleg letnega poročila tudi vse informacije, ki so jih javne družbe objavile na podlagi veljavne zakonodaje in so opisane v prejšnjem poglavju.

Sestava letnega poročila je v pristojnosti posloводства družbe, ki ga nadalje predloži v sprejem organom nadzora. Pristojnost sprejemanja letnega poročila je odvisno od načina upravljanja družbe. Družba lahko izbere dvotirni sistem upravljanja z upravo in nadzornim svetom ali enotirni sistem upravljanja z upravnim odborom. V primeru dvotirnega sistema upravljanja, letno poročilo družbe sestavi uprava, potrdi oziroma sprejme pa ga nadzorni organ. V primeru enotirnega sistema upravljanja družbe pa letno poročilo sestavi, preveri in potrdi upravni odbor družbe oziroma lahko tudi skupščina, če je tako določeno v statutu družbe.

Namen letnega poročila je podati zainteresiranim uporabnikom ekonomske informacije, podatke in kazalnike o poslovanju družbe. Namen letnega poročila ni zgolj poročanje, temveč tudi razlaga preteklih dogodkov in prihodnjih načrtov (Horvat, 2000).

Informacije in podatki morajo biti v letnem poročilu zanesljivi, bistveni, primerljivi in podani razumljivo, ker le taki dosežejo svoj namen. Zanesljivi pomeni, da v navedbah ni pomembnih napak ali pristransko navedenih stališč, prav tako pa zanesljivost zagotovimo tudi z revidiranjem letnih poročil. Bistvenost je odvisna od uporabnika letnega poročila. Kar je za nekega uporabnika bistvenega pomena, ne pomeni, da je tudi za drugega. Primerljivost informacij nam omogoča primerjavo informacij v različnih časovnih obdobjih ali med različnimi poslovnimi subjekti (Odar, 2013). Pojem razumljiv pomeni, da jih uporabniki razumejo brez težav in dodatnih vprašanj.

## **2.1 Vsebina letnega poročila**

Letno poročilo javne družbe mora biti v prvi vrsti sestavljeno v skladu z določbami ZGD-1 in ZTFI-1. Poleg omenjenih dveh zakonov pa morajo družbe pri pripravi letnega poročila slediti tudi smernicam, ki jih oblikuje organ ESMA. Poleg zakonodaje, ki ji javne družbe pri sestavi letnega poročila morajo slediti, pa imajo javne družbe na razpolago tudi določena priporočila, dokument vprašanja in odgovori, okrožnice, itd. s strani organa ESMA in ATVP, ki niso predpisana, so pa lahko v veliko pomoč javnim družbam pri sestavi letnih poročil.

Javne družbe lahko v letnem poročilu objavijo tudi informacije, ki niso predpisane, vendar je pri tem pomembno, tako kot pri predpisanih informacijah, da le-te niso zavajajoče.

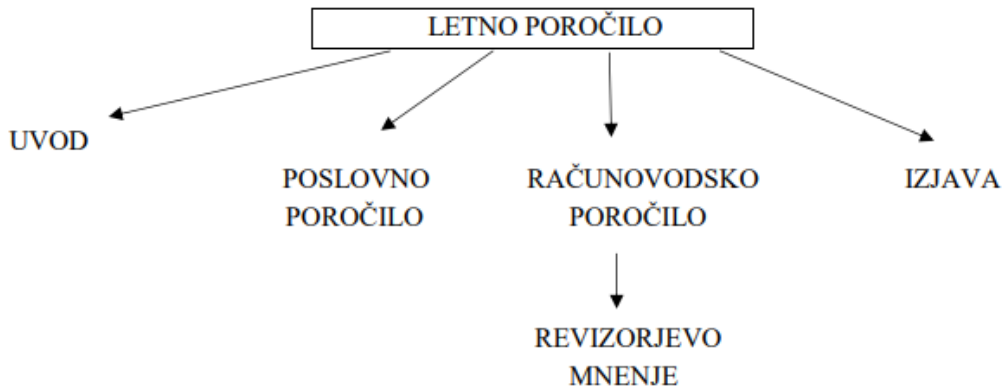
V grobem lahko letno poročilo razdelimo na štiri dele (slika 1):

- Uvod mora biti pregleden in razumljiv in naj bi bralcu na kratko podal informacijo o stanju družbe v preteklem letu. Sestavljen je iz kratke predstavitve družbe, pisma uprave, pisma nadzornega sveta, pomembnejših podatkov iz poslovanja družbe, ki so zaznamovali poročevalsko leto ter ostale informacije, ki so bile za družbo pomembne.
- Poslovno poročilo je opisni del letnega poročila, ki mora biti sestavljen v skladu s 70. členom ZGD-1.
- Računovodsko oziroma finančno poročilo je sestavljeno iz temeljnih računovodskih izkazov s pojasnili, pojasnil računovodskih usmeritev in revizorjevega mnenja, ki ga je podpisal revizor odgovoren za revidiranje letnega poročila družbe. Natančna določila računovodskega dela letnega poročila so zapisana v ZGD-1.
- Izjava, da je računovodsko poročilo sestavljeno v skladu z ustreznim okvirom računovodskega poročanja ter daje resničen in pošten prikaz sredstev in obveznosti, finančnega položaja in poslovnega izida družbe in morebitnih drugih družb, vključenih v konsolidacijo kot celote, in da je v poslovno poročilo vključen pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom



bistvenih vrst tveganja, ki so jim družba in morebitne druge družbe, vključene v konsolidacijo, kot celota izpostavljene. Izjavo podpišejo člani posloводства družbe in druge osebe javne družbe, ki so odgovorne za sestavo letnega poročila.

*Slika 1: Sestavine letnega poročila javne družbe*



*Vir: lastno delo.*

Zakonodajne zahteve o izdelavi letnega poročila so jasne in zelo obsežne. Ne smemo pa pozabiti tudi na promocijski vidik letnega poročila, podprt z ustrezno celostno podobo in komunikacijskimi kanali. Letno poročilo je odlično promocijsko informativno gradivo, tako za prihodnje kot tudi sedanje deležnike (Kunšek, 2019).

## 2.2 Regulativni okvir letnih poročil

Temeljni predpis, ki ureja področje letnih poročil v Sloveniji je ZGD-1, ki v osmem poglavju I. dela določa splošna pravila o letnem poročilu, računovodskih izkazih in prilogah k izkazom, določbe poslovnega dela letnega poročila, pravila o revidiranju in javni objavi letnih poročil. ZTFI-1 pa je osnovni predpis, ki ureja področje razkrivanja nadzorovanih informacij in dodatno določa zahteve po razkritjih v letnem poročilu javnih družb.

Nadzorovana informacija po ZTFI-1 je vsaka informacija, ki jo razkrije javna družba ali druga oseba, ki je zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe:

- po 3. poglavju ZTF-1,
- kot notranjo informacijo v skladu s 17. členom Uredbe 596/2014/EU ali
- po predpisih druge države članice, sprejetih zaradi prenosa Direktive 2004/109/ES v pravni red te države članice ali na podlagi prvega odstavka 3. člena Direktive 2004/109/ES.

V 3. poglavju ZTFI-1 je določeno, da je nadzorovana informacija tudi letno poročilo javne družbe. ZTFI-1 pri sestavi letnega poročila javnih družb napotuje na spoštovanje določb osmega poglavja I. dela ZGD-1. Hkrati pa morajo javne družbe upoštevati tudi določbe ZTFI-1. O podrobnejših informacijah, ki jih morajo javne družbe razkriti v letnih poročilih in način kako to storijo, je podrobneje opisano v nadaljevanju naloge.

Države članice EU, med katere sodi tudi Republika Slovenija, morajo glede zakonov slediti evropski zakonodaji. Direktiva je zakonodajni akt, ki ga morajo vse države članice EU prenesti v svoj zakonodajni okvir, pri čemer država članica sama sprejme odločitev kako bo ta cilj dosegla. V Republiki Sloveniji se vsebino direktiv prenaša v področne zakone, kjer lahko zakonodajalec podrobneje uredi področja, ki jih direktiva zahteva. Uredba pa je neposredno pravno zavezujoč akt, ki ga morajo v celoti upoštevati vse države članice EU in ne dopušča nobenih izjem oziroma odstopanj. Tako so za vso EU postavljena enaka pravila oziroma harmoniziran sklop finančnih predpisov. V izogib napačnemu razumevanju enotnih predpisov, organ ESMA določena področja trga finančnih instrumentov dopolnjuje z regulativnimi tehničnimi standardi ter dodatno pojasnjuje z izdajanjem različnih smernic.

Organ ESMA je pristojen izdajati smernice z namenom vzpodbujanja nadzorniške konvergence na notranjem EU trgu finančnih instrumentov. Cilj je vzpostavitev uspešnih, doslednih in učinkovitih nadzornih praks ter zagotovitev enotne, skupne in usklajene uporabe prava EU. Smernice se nanašajo na udeležence trga finančnih instrumentov in na pristojne nadzorne organe držav članic EU. Vsi uporabniki si prizadevajo spoštovati smernice in priporočila. Splošno pravilo je, da mora vsak pristojni nadzorni organ države članice v roku 2 mesecev po izdaji smernic ali priporočil organu ESMA sporočiti ali ravna oziroma namerava ravnati v skladu s smernicami. V primeru da smernic ne upošteva in jih tudi ne namerava, mora navesti vzroke zakaj je temu tako in o tem obvestiti organ ESMA (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2020b).

V Republiki Slovenije postanejo smernice zavezujoče, ko ATVP s sklepom določi ali bo smernice spoštovala delno ali v celoti. Ima pa tudi ATVP možnost, da v primeru utemeljenih razlogov smernic ne spoštuje.

S področja obveščanja javnih družb oziroma s področja transparentnosti sta v Republiki Sloveniji pravno zavezujoči dve smernici:

- Smernice organa ESMA o nadzoru finančnih informacij in
- Smernice Alternativna merila uspešnosti poslovanja.

ATVP je omenjeni smernici sprejela s Sklepom o uporabi smernic, kar pomeni, da so pravno zavezujoče in jih javne družbe morajo spoštovati pri sestavi letnih poročil, prav tako pa jim mora spoštovati ATVP pri svojem nadzoru.

Poleg omenjenih smernic, ki se nanašata na poročanje o letnih poročilih in so pravno zavezujoče, je potrebno omeniti še Smernice za nefinančno poročanje, ki jih je izdala Evropska komisija. To so nezavezujoče smernice, kar pomeni, da ne določajo novih pravnih obveznosti, temveč je njihov namen družbam olajšati ustrezno, skladno in primerljivo razkrivanje nefinančnih informacij. Te smernice niso tehnični standard, zato družbe v svojih izjavah o nefinančnem poslovanju ne smejo izjavljati, da so le-te skladne s smernicami o nefinančnem poročanju Smernice za nefinančno poročanje, Ul. l. EU, št. 2017/C 215/01.

Smernice za nefinančno poročanje določajo metodologijo za poročanje o nefinančnih informacijah v poslovnem delu letnega poročila in so nezavezujoče, vendar kljub temu velja priporočilo, da naj jih javne družbe v čim večji meri upoštevajo pri svojem poročanju. Pomembno je, da so informacije enotne, ustrezne in primerljive, kajti le take lahko pripomorejo k konkurenčnosti izdajateljev v EU (Bratina & Primec, 2017).

Smernice so v pomoč predvsem pri sestavi izjave o nefinančnem poslovanju, ki je obvezni del letnega poročila subjektov javnega interesa, katerega povprečno število zaposlenih v poslovnem letu je na bilančni presečni dan večje od 500. Med subjekte javne interesa poleg javnih družb spadajo še banke in zavarovalnice. Seveda pa lahko tudi izdajatelji, ki niso zavezani k izjavi o nefinančnem poslovanju, v svoje letno poročilo vključijo informacije o nefinančnem poročanju in pri tem sledijo omenjenim smernicam, kajti so koristen vir informacij za vlagatelje pri presoji tveganj in učinkov, povezanih s poslovanjem družbe.

Organ ESMA redno objavlja in posodablja dokument Vprašanja in Odgovori ESMA (v nadaljevanju dokument V&O). V tem dokumentu najdemo interpretacijo predpisov (direktiv in uredb), razlag, pojasnil ter neke vrste napotke oziroma dodatno pomoč pri izvajanju spoštovanja predpisov in smernic tako izdajateljem, potrošnikom, vlagateljem in potencialnim vlagateljem. Namen dokumenta V&O je pravilno izvajanje načel Smernic AMUP in spodbujanje skupnih nadzorniških pristopov in praks pri njihovi uporabi (European Securities and Markets Authority, 2020).

Na tem mestu je potrebno omeniti tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), ki so ga oblikovali Ljubljanska borza, d. d., Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje Manager. Kodeks narekuje priporočila za upravljanje, nadzor in vodenje javnih delniških družb, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg vrednostnih papirjev v Sloveniji po načelu »spoštuj ali pojasni«. Pri oblikovanju Kodeksa je upoštevana slovenska zakonodaja, smernice in priporočila EU, etična načela poslovne kulture, notranji akti in mednarodni standardi. Kodeks omenjam zato, ker morajo javne družbe, na podlagi ZGD-1 v svoje letno poročilo vključiti izjavo o upravljanju, katere del je Kodeks. Uporaba Kodeksa za družbe ni obvezna, obvezno pa je razkriti razloge za njegovo neuporabo. Prav tako je potrebno za vsa načela Kodeksa pojasniti razloge zakaj jih družba ne spoštuje (Ljubljanska borza & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016).

Ljubljanska borza je za izdajatelje, ki imajo delnice uvrščene v najvišji segment borznega trga (prva kotacija) oblikovala Priporočila javnim družbam za obveščanje (v nadaljevanju Priporočila). K spoštovanju Priporočil so se zavezale vse slovenske družbe iz prve kotacije, kot pripomoček pa je lahko tudi vsem drugim družbam, ki želijo biti odgovorne do svojih delničarjev in vzpostaviti korekten ter odprt odnos do investicijske javnosti.

Vsebina Priporočil je sestavljena iz veljavne slovenske in evropske zakonodaje s področja transparentnosti, dobre domače (okrožnice, opozorila in pojasnila s strani ATVP) in tuje prakse ter tovrstnih priporočil iz drugih držav članic EU (Ljubljanska borza, 2019).

## 2.2.1 Zakon o gospodarskih družbah in Zakon o trgu finančnih instrumentov

ZGD-1 postavlja osnovni okvir letnega poročila. V ZGD-1 so v osmem poglavju določene obvezne sestavine, ki jih mora letno poročilo vsebovati. ZTFI-1 se na določbe ZGD-1 glede same vsebine tudi sklicuje, zato bom ta dva zakona združila pri predstavitvi obveznih sestavin letnega poročila. Prav tako na tem mestu omenjam, da so v ZGD-1 in ZTFI-1 prenesene vse evropske direktive, ki se nanašajo na transparentnost poročanja, na računovodske izkaze in ostalo.

Letno poročilo je sestavljeno iz revidiranega računovodskega poročila, poslovnega poročila in izjave članov posloводства in drugih oseb javne družbe, ki so odgovorni za sestavo letnega poročila. Del letnega poročila je tudi revizorjevo mnenje.

Računovodsko poročilo je sestavljeno iz izkaza finančnega položaja, izkaza poslovnega izida, izkaza denarnih tokov, izkaza gibanja kapitala, izkaza vseobsegajočega donosa ter prilog s pojasnili k izkazom. Izkazi morajo biti sestavljeni v skladu s SRS ali MSRP. V ZGD-1 je določeno, da morajo družbe, ki so zavezane h konsolidaciji, banke in zavarovalnice ter družbe, če tako določi skupščina, sestaviti konsolidirano letno poročilo v skladu z MSRP. Informacije, vsebovane v računovodskem delu letnega poročila, imajo pomembno vlogo za številne uporabnike. Najpomembnejši med njimi so vsekakor investitorji, sledijo pa jim posojilodajalci, kupci, dobavitelji in drugi, ki informacije potrebujejo za sprejemanje svojih poslovnih odločitev. Finančno uspešnost in položaj izdajatelja lahko predstavimo z jasnimi, razumljivimi in preglednimi informacijami.

Računovodsko poročilo prikazuje preteklo delovanje družbe in ne govori o prihodnosti družbe, kar pa tudi zanima uporabnike letnih poročil. O načrtih za prihodnost zato govori poslovni del letnega poročila (Horvat, 2003). V poslovnem delu letnega poročila so razkrite tako finančne kot tudi nefinančne informacije (Odar, 2014). Oblika računovodskega poročila in pojasnila, ki jih družbe razkrivajo je predpisana in tako zagotavlja, da so računovodski podatki družb med seboj primerljivi (Bajuk Mušič, 2016).

Pomemben del letnega poročila je poslovno poročilo, ki mora biti sestavljeno jasno in razumljivo ter sestavljeno po načelu »več je manj«. V poslovnem poročilu morajo biti informacije povezane z informacijami, ki jih družba navaja v računovodskem poročilu (Bajuk Mušič, 2016). Poslovni del letnega poročila postaja vedno bolj pomemben, kar kaže tudi dejstvo, da je evropska zakonodaja v zadnjih letih na tem področju predpisala kar nekaj zahtev po dodatnih razkritjih (npr. politika raznolikosti, izjava o nefinančnem poslovanju družbe).

Poslovno poročilo naj bo jasno ločeno od preostalega dela letnega poročila. Dobro poslovno poročilo vsebuje informacije tako glede uspešnega kot tudi manj uspešnega poslovanja družbe. Pri tem je zlasti smiselno sklicevanje na zneske v računovodskih izkazih, dodatna pojasnila ter opredelitev konkretnih ukrepov glede odprave morebitnih tveganj. S tako uravnoteženo vsebino poslovnega poročila javne družbe dosežajo višjo stopnjo zaupanja vlagateljev. Pomembno je, da poslovno poročilo odseva resnično poslanstvo (to je namen in smisel obstoja) družbe in da je mogoče zaznati napredek družbe. Zlasti je to pomembno za varstvo in ohranitev zaupanja vlagateljev.

V ZGD-1 je zapisano, da mora poslovno poročilo vsebovati pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena. Pošten prikaz mora tako biti uravnotežena in celovita analiza razvoja ter izidov poslovanja družbe in njenega finančnega položaja. Ta analiza mora vsebovati ključne računovodske, finančne in druge kazalnike ter informacije, povezane z varstvom okolja in delavci. V analizo se ustrezno vključi sklice na zneske v računovodskih izkazih in potrebna dodatna pojasnila. Poslovno poročilo mora zajemati vse pomembnejše poslovne dogodke, ki so nastopili po koncu poslovnega leta, pričakovani razvoj družbe, aktivnosti družbe na področju raziskav in razvoja in obstoj podružnic družbe ter izjavo o upravljanju družbe. V izjavo o upravljanju družbe mora javna družba vključiti:

- navedbo, ali družba pri svojem poslovanju uporablja kakšen kodeks, navedbo tega kodeksa, njegovo javno dostopnost ter navedbo posameznih določb kodeksa, ki jih družba ni upoštevala, in sicer z utemeljitvijo,
- opis glavnih značilnosti sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja,
- podatke o neposrednem in posrednem imetništvu vrednostnih papirjev družbe,
- podatke o delovanju skupščine družbe in njenih ključnih pristojnostih ter opis pravic delničarjev in načinu njihovega uveljavljanja,
- podatke o sestavi in delovanju organov vodenja ali nadzora ter njihovih komisij,
- opis politike raznolikosti, ki se izvaja v zvezi z zastopanostjo v organih vodenja in nadzora družbe z vidika spola in drugih vidikov, kot so na primer starost ali izobrazba in poklicne izkušnje, in navedba ciljev, načina izvajanja ter doseženih rezultatov politike raznolikosti v obdobju poročanja. Pomembno je, da se navedejo merila raznolikosti, ki jih družba uporablja, in razlogi za izbiro teh meril. Izjavo o upravljanju lahko družba

- objavi kot ločeno poročilo, skupaj z letnim poročilom, vendar mora v letnem poročilu navesti kje je izjava dostopna,
- družbe, ki so zavezane k uporabi Zakona o prevzemih (družbe katerih delnice so uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu) morajo v poslovno poročilo uvrstiti tudi podatke po stanju na zadnji dan poslovnega leta in vsa potrebna pojasnila o strukturi osnovnega kapitala družbe, o omejitvah prenosa delnic, o imetništvu vrednostnih papirjev družbe, o delniški shemi za delavce, itd.,
  - informacijo o prejemkih članov organa vodenja ali nadzora skupaj s politiko prejemkov članov organa vodenja ali nadzora posebej in mora biti razčlenjena vsaj na fiksne in variabilne prejemke, udeležbo v dobičku, opcije in druge nagrade, povračila stroškov, zavarovalne premije, provizije in druga dodatna plačila. Informacija mora vsebovati tudi prejemke, ki so jih člani organa vodenja ali nadzora pridobili z opravljanjem nalog v odvisnih družbah.

Javne družbe, ki imajo povprečno število zaposlenih na bilančni presečni dan večje od 500, morajo v poslovni del letnega poročila vključiti tudi izjavo o nefinančnem poslovanju. V izjavi o nefinančnem poslovanju morajo biti razkrite informacije o okoljskih, socialnih in kadrovskih zadevah, spoštovanju človekovih pravic ter zadevah v zvezi z bojem proti korupciji in podkupovanju ter glede njih oblikovati ustrezne politike. Na podlagi teh informacij mora bralec letnega poročila razbrati razumevanje razvoja, uspešnosti in položaja družbe ter učinka njegovih dejavnosti. Nefinančno poročanje lahko javne družbe izkoristijo tudi kot priložnost, da o svojih prizadevanjih in uspehih obveščajo javnost, s čimer pridobivajo ugled in so na dolgi rok tudi poslovno uspešnejše.

Na podlagi ZTFI-1 je določeno, da mora biti letno poročilo podpisano s strani posloводства in oseb, ki so odgovorne za sestavo letnega poročila. Z izjavo odgovorne osebe potrdijo, da je računovodsko poročilo sestavljeno v skladu z ustreznim okvirom računovodskega poročanja ter daje resničen in pošten prikaz sredstev in obveznosti, finančnega položaja in poslovnega izida družbe in morebitnih drugih družb, vključenih v konsolidacijo kot celote, in v poslovno poročilo vključen pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih vrst tveganja, ki so jim družba in morebitne druge družbe, vključene v konsolidacijo, kot celota izpostavljene.

## 2.2.2 Računovodski standardi

Zbrana pravila o strokovnem ravnanju s področja računovodenja se imenujejo računovodski standardi. Vsebina računovodskih standardov zajema določila, usmeritve, metode, pojasnila o računovodskem spremljanju in izkazovanju posameznih gospodarskih kategorij (Igličar, Hočevar & Zaman Groff, 2013). Na podlagi ZGD-1 lahko družbe v Republiki Sloveniji pri predstavitvi računovodskih izkazov uporabijo SRS ali MSRP. Izjeme so družbe, ki so zavezane h konsolidaciji in katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organizirani

trg katerekoli države članice, banke, zavarovalnice in druge družbe, če tako določi skupščina, ki morajo računovodske izkaze sestavljati v skladu z MSRP.

SRS so pravila o strokovnem ravnanju na področju računovodenja, ki jih oblikuje Slovenski inštitut za revizijo. SRS temeljijo na ZGD-1 in v slovenski pravni red prenašajo vsebino Direktive 2013/34/EU. Standardi pravila in zahteve računovodenja podrobneje razčlenjujejo, pojasnjujejo in določajo način njihove uporabe. SRS predstavljajo združitev domače računovodske teorije z mednarodnimi zahtevami, zlasti MSRP in direktivami EU. SRS dopolnjujejo Pravila skrbnega računovodenja (v nadaljevanju PSR), ki so bila prej njihov sestavni del, sedaj pa niso več. PSR niso obvezna pravila, se pa njihova uporaba priporoča predvsem pri notranjem poročanju (Slovenski inštitut za revizijo 2016a). SRS v uvodu omenja štiri kakovostne značilnosti računovodskih izkazov in s tem tudi celotnega računovodenja. To so razumljivost, ustreznost, zanesljivost in primerljivost. Za sestavo kakovostnega letnega poročila je potrebno upoštevati vse značilnosti (Slovenski inštitut za revizijo, 2016b).

MSRP so pravila o strokovnem ravnanju na področju računovodenja, ki jih razvija, sprejema in pojasnjuje Odbor za mednarodne računovodske standarde (ang. International Accounting Standards Boards) s sedežem v Londonu. Pod pojmom MSRP moramo vedeti, da gre za skupek Mednarodnih standardov računovodskega poročanja, Mednarodnih računovodskih standardov in pojasnil Odbora za pojasnjevanje mednarodnih standardov (Novak, 2007).

Leta 2002 je bila sprejeta Uredba (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in sveta z dne 19. junija 2002 o uporabi MSRP, ki se je začela neposredno uporabljati v vseh državah članicah EU hkrati. Njen namen je doseči visoko stopnjo preglednosti in primerljivosti računovodskih izkazov, kar naj bi vodilo k učinkovitem delovanju kapitalskega in notranjega trga. Takrat so bili MSRP sprejeti kot obvezni računovodski standardi za pripravo konsolidiranih računovodskih izkazov za tiste družbe, katerih vrednostni papirji imajo dovoljenje za trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev katerekoli države članice EU. Poleg omenjenih družb ZGD-1 določa, da morajo tudi banke, zavarovalnice in druge družbe, če tako odloči skupščina družbe, vendar najmanj za obdobje petih let, sestaviti letno poročilo v skladu z MSRP. Prav tako kot SRS tudi MSRP poudarjajo štiri temeljne značilnosti računovodskih izkazov, to so: razumljivost, zanesljivost, pomembnost in primerljivost (Novak, 2007).

### 2.2.3 Smernice, priporočila in ostali dokumenti

Poleg zakonodaje, ki predpisuje določbe o letnem poročilu javnih družb, ki so opisane v prejšnjem poglavju, so vodilo odgovornim za pripravo letnih poročil tudi smernice, priporočila in drugi napotki, ki jih pripravljajo strokovnjaki po svetu. Predvsem so omenjeni dokumenti nujno potrebni, da ne prihaja do različne uporabe zakonodajnih pravil v praksi ali njihovemu različnemu razumevanju. V nadaljevanju navajam nekaj najpomembnejših

dokumentov, ki se nanašajo na letna poročila javnih družb in so pomembni tako za izdajatelje, vlagatelje, kot tudi za pristojni nadzorni organ ATVP.

**Smernice organa ESMA o nadzoru finančnih informacij** (angl. ESMA Guidelines on enforcement of financial information – GLEFI; v nadaljevanju Smernice GLEFI) so namenjene vzpostavitvi uspešne, dosledne in učinkovite nadzorne prakse ter zagotavljanje enotne in usklajene uporabe veljavne zakonodaje EU. Le tako se lahko v vseh državah članicah EU doseže ustrezen nadzor, ki bo utrdil zaupanje vlagateljev v finančne trge in preprečil regulativno arbitražo. Smernice naj bi uporabljale vse države članice EU, ki so pristojne za izvajanje nadzora finančnih informacij. Nadzor finančnih informacij je v Smernicah GLEFI opredeljen kot (European Securities and Markets Authority, 2014):

- pregled skladnosti informacij z ustreznim okvirom računovodskega poročanja,
- ustrezno ukrepanje pri kršitvah, ki so odkrite med nadzorom in
- sprejemanje drugih ukrepov za namen nadzora.

Smernice GLEFI so sestavljene iz 18 smernic, ki bi jih morali pristojni organi za izvajanje nadzora finančnih informacij upoštevati, s tem da jih vključijo v svoje nadzorne prakse. Vsi pristojni organi držav članic EU so morali organ ESMA obvestiti ali smernice upoštevajo oziroma ali jih nameravajo upoštevati in navesti razloge za neupoštevanje smernic. ATVP jih je v skladu s Sklepom o uporabi smernic in priporočil ESMA (Ur. l. RS, št. 11/17, 22/17, 31/17, 68/18, 83/18 in 46/19) v slovenski pravni red vnesla 9, in sicer smernice, ki se nanašajo na:

- nadzor finančnih informacij izdajateljev iz tretjih držav,
- zadostne človeške in finančne vire, ki omogočajo učinkovit nadzor finančnih informacij,
- zagotovitev neodvisnosti od vlade, izdajateljev, revizorjev, drugih udeležencev na trgu in upravljalcev organiziranih trgov,
- model izbire nadzornih subjektov, ki mora temeljiti na mešanem modelu, pri katerem je pristop, ki temelji na tveganju, povezan z vzorčenjem ali/in rotacijo,
- najučinkovitejši način nadzora, in sicer neomejeni in osredotočeni pregled finančnih informacij,
- ukrepe, ki jih nadzorni organ sprejme v primeru odkritja napačne navedbe,
- oceno pomembnosti za nadzor finančnih informacij, ki mora biti v skladu z ustreznim okvirom računovodskega poročanja,
- zagotavljanje nadzornega organa, da izdajatelji nadzorne ukrepe upoštevajo in
- redno poročanje organu ESMA o dejavnostih nadzora nad finančnimi informacijami.

Organ ESMA vsako leto pripravi tudi poročilo o skupnih prednostnih nalogah nadzora finančnih informacij v dokumentu Evropske nadzorniške prioritete za letna poročila za tekoče poslovno leto in ga objavi na svoji spletni strani. Dokument vsebuje področja za



katere organ ESMA priporoča, da jim evropski nadzorni organi pri nadzoru namenijo večjo pozornost. ATVP pravilom prioritete prevzame in o njih predhodno obvesti tudi vse izdajatelje.

### **Smernice o nefinančnem poročanju**

Direktiva 2014/95/EU Evropskega parlamenta in Sveta (Ul. l. 330, 15. november 2014, str. 1) o razkritju nefinančnih informacij in informacij o raznolikosti nekaterih velikih podjetij in skupin je začela veljati konec leta 2014, družbe pa so jo morale začeti uporabljati leta 2018, in sicer v zvezi z informacijami za poslovno leto 2017. Direktiva je bila v Sloveniji prenesena v ZGD-1.

Zahteve o razkritju nefinančnih informacij veljajo za subjekte javnega interesa (družba, s katere vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, banke in zavarovalnice) z več kot 500 zaposlenimi, saj bi lahko bili stroški, povezani z obvezno uporabo zahtev za mala in srednja podjetja, višji od koristi.

Ustrezno razkrivanje nefinančnih informacij je bistven element trajnostnega financiranja. Družbe razkrivajo koristne informacije, ki so potrebne za razumevanje njihovega razvoja, uspešnosti, položaja in učinka njihovih dejavnosti.

Evropska komisija je leta 2017 pripravila nezavezujoče smernice o metodologiji za poročanje o nefinančnih informacijah, da pomagajo družbam pri pripravi ustreznih, koristnih in zgoščenih izjav o nefinančnem poslovanju. V smernicah so vključeni tudi nefinančni kazalniki uspešnosti, ki družbam lahko olajšajo ustrezno, uporabno in primerljivo razkrivanje nefinančnih informacij.

Namen smernic je pomagati družbam pri razkrivanju ustreznih, kakovostnih in koristnih nefinančnih informacij, v zvezi z okoljskimi in družbenimi vprašanji ter vprašanji upravljanja. Prav tako naj bi bil njihov namen zagotoviti primerljivost med družbami.

**Smernice Alternativna merila uspešnosti poslovanja** so namenjene in zavezujoče za družbe, ki pri svojem poročanju uporabljajo oziroma v svoja poročila vključujejo kazalnike AMUP. Kazalniki AMUP so vsi kazalniki, ki niso opredeljeni ali določeni v veljavnem okviru računovodskega poročanja, vendar pa so sestavljeni iz postavk v računovodskih izkazih in izraženi v denarni enoti. To je osrednja tema magistrske naloge, zato je temu področju namenjeno celotno tretje poglavje.

### **2.3 Nadzor nad letnimi poročili javnih družb**

Nadzor nad finančnim trgom znotraj evropskega prostora se je poenotil z implementacijo evropskih direktiv v pravni red držav članic EU. Leta 2005 so bili na podlagi Direktive

Evropskega parlamenta in sveta 2005/1/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve ustanovljeni trije organi, in sicer Odbor evropskih nadzornikov trga vrednostnih papirjev (angl. Committee of European Securities Regulators, v nadaljevanju CESR), Odbor evropskih bančnih nadzornikov (angl. Committee of European Banking Supervisors, v nadaljevanju CEBS) in Odbor evropskih nadzornikov za zavarovanja in pokojnine (angl. Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors, v nadaljevanju CEIOPSI). Odbori so bili ustanovljeni z namenom, da se z njihovo pomočjo izboljša koordinacija med evropskimi nadzorniki, in sicer s svetovanjem in nudenju pomoči pri pravočasni implementaciji zakonodaje. Njihova naloga je bila tudi izvajanje nadzora nad finančnimi institucijami. Slovenski nadzorni organi (Agencija za trg vrednostnih papirjev, Banka Slovenije in Agencija za zavarovalni nadzor) so z navedenimi evropskimi organi sodelovali na podlagi informacijskega sodelovanja pri spreminjanju nadzorniških praks.

Med finančno krizo v letih 2007 in 2008 so se pokazale pomanjkljivosti pri finančnem nadzoru finančnega sistema kot tudi pomanjkljivosti na področju sodelovanja, usklajevanja in zaupanja med nacionalnimi nadzorniki. Zato je Evropski parlament pred in v času finančne krize pozval k bolj povezanemu evropskemu nadzoru, ki bi zagotovil enake konkurenčne pogoje vsem udeležencem na ravni EU in povezanost finančnih trgov v EU. Potrebno je bilo okrepiti evropsko nadzorno ureditev z namenom boljše zaščite državljanov in vzpostavitev ponovnega zaupanja v finančni sistem.

V ta namen sta se leta 2010 ustanovila Evropski sistem finančnih nadzornikov (angl. European System of Financial Supervisors, v nadaljevanju ESFS) za nadzor posameznih finančnih institucij in Evropski odbor za sistemska tveganja (angl. European Systemic Risk Board, v nadaljevanju ESRB). ESFS je zadolžen za mikroekonomsko stabilnost, in sicer za varno in skrbno poslovanje institucij finančnega sektorja. ESFS sestavljajo nacionalni finančni nadzorniki, evropski nadzorni organ ESMA, evropski nadzorni organ za bančni sektor (angl. European Banking Authority, v nadaljevanju EBA) in evropski nadzorni organ za zavarovalniški sektor (angl. European Insurance and Occupational Pension Authority, v nadaljevanju EIOPA). Slika 2 prikazuje institucionalni okvir za finančno stabilnost EU. Navedeni organi so nastali s preoblikovanjem obstoječih odborov CESR, CEBS in CEIOPSI.

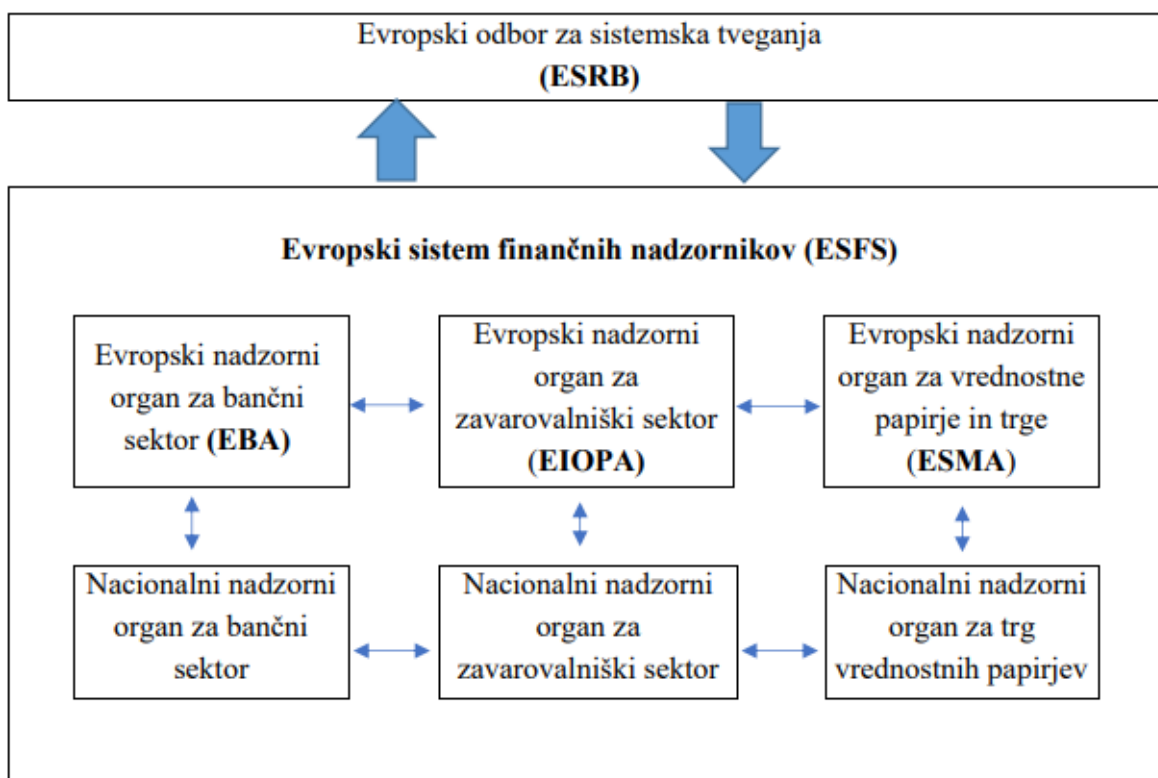
Slovenski nadzorni organi aktivno sodelujejo z mednarodnimi nadzornimi organi in s posamičnimi sorodnimi in drugimi organizacijami. Gre za izmenjavo informacij o zakonski ureditvi določenih področij finančnega trga, odgovarjanje na različne vprašalnike za potrebe študij delovnih skupin združenj in drugih evropskih nadzornikov z namenom delitve nadzorniške prakse (Agencija za trg vrednostnih papirjev, brez datuma a).

Odbor nadzornikov ESMA je ustanovil Stalni odbor za poročanje o družbah (angl. The Corporate Reporting Standard Committee, v nadaljevanju CRSC), ki je dejaven na področju

regulativnega razvoja na področju računovodstva in revizije, periodičnega poročanja ter usklajevanja dela nadzornikov pri uveljavljanju skladnosti z MSRP. CRSC izdaja priporočila, tehnične standarde in smernice.

CRSC je ustanovila skupino Usklajevalne seje evropskih organov za nadzor (angl. The European Enforcers Coordination Session, v nadaljevanju EECS), ki je stalna delovna skupina kjer vsi evropski nacionalni organi izmenjujejo mnenja in razpravljajo o izkušnjah z uveljavljanje zahtev s področja finančnega poročanja. EECS o svojih ugotovitvah poroča CRSC.

Slika 2: Institucionalni okvir za finančno stabilnost EU



Vir: High-Level Group on Financial Supervision in EU (2009).

Osrednji pristojni organ za nadzor nad revidiranimi letnimi poročili javnih družb v Republiki Sloveniji, je ATVP. Njena pristojnost je določena z ZTFI-1. Po prehodu na enoten pravni red znotraj EU je ATVP redna članica organa ESMA in mora na podlagi ZTFI-1 pri opravljanju svojih nalog z njim sodelovati na način, kot to določa Uredba 2010/1095/ES.

V nadaljevanju je na kratko pojasnjena vloga ATVP in organa ESMA pri nadzoru nad letnimi poročili javnih družb.

### 2.3.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev

ATVP je bila ustanovljena 13. marca 1994 na podlagi Zakona o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS, št. 56/99, 31/00 – Z-PL, 52/02 – ZJA, 86/04, 28/06 in 114/06 – ZUE). Je pravna oseba javnega prava, zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2020a) Pri izbiri pravnoorganizacijske oblike ATVP se je zakonodajalec zgledoval po ureditvi položaja v drugih evropskih državah, zlasti Franciji, Nizozemski in Danski (Mramor, 2000, str. 136–137).

ATVP je glavni regulator trga (Štiblar, 2013, str. 26). Njeno delovanje je urejeno v 13. poglavju Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), Ur. l. RS, št. 108/10 – uradno prečiščeno besedilo, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K, 30/16, 9/17, 77/18 – ZTFI-1 in 66/19 – ZTFI-1A.

ATVP je pri opravljanju svojega dela neodvisna in samostojna. Njeno temeljno poslanstvo je zagotavljanje varnega, preglednega in učinkovitega trga finančnih instrumentov. Z izvajanjem nadzora ustvarja pogoje za učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov. ATVP izdaja dovoljenja in opravlja nadzor nad bankami, ki opravljajo investicijske posle in storitve, borznoposredniškimi družbami, javnimi družbami, družbami za upravljanje, upravljavci alternativnih investicijskih skladov, investicijskimi skladi, vzajemnimi pokojninskimi skladi in delniškimi družbami, za katere se uporablja Zakon o prevzemih (Agencije za trg vrednostnih papirjev, brez datuma b).

ATVP nadzore opravlja na podlagi rednega letnega programa, pritožb strank in rednih pregledov informacij, ki jih morajo nadzorovani subjekti bodisi predložiti ATVP, bodisi javno objaviti.

V primeru ugotovljenih nepravilnosti, ATVP ukrepa v okviru svojih pristojnosti, ki so zakonsko urejene v ZTFI-1. Nekatere nadzore ATVP na podlagi Pravilnika o medsebojnem sodelovanju nadzornih organov opravi skupaj z Banko Slovenijo in Agencijo za Zavarovalni nadzor.

ATVP pri nadzoru nad letnimi poročili javnih družb upošteva dva ključna dokumenta, ki jih je izdal organ ESMA, in sicer Smernice GLEFI, ki jih je ATVP sprejela s Sklepom o uporabi smernic ter Evropske nadzorniške prioritete v zvezi z letnimi poročili, ki jih organ ESMA objavi vsako leto. Z upoštevanjem teh dveh dokumentov so vse države EU bližje nadzorniški konvergenci.

Splošni cilj EU je doseči visoke, dosledne standarde nadzora po vsej EU. Nadzorniška konvergenca je dosledno izvajanje in uporaba istih pravil, ki uporabljajo podobne pristope v vseh državah članicah EU. Namen spodbujanja nadzorne konvergence v vseh državah članicah EU je zagotoviti enake konkurenčne pogoje za kakovostno regulacijo in nadzor

brez regulativne arbitraže. Usklajeno izvajanje in uporaba pravil ščiti vlagatelje in zagotavlja urejene trge ter v končni fazi zagotavlja varnost finančnega sistema. Nadzorno zблиževanje pomeni izmenjavo najboljših praks in uresničevanje izboljšanja učinkovitosti tako za nacionalne pristojne organe kot za finančno industrijo (European Securities and Markets Authority, 2020).

### 2.3.2 Evropski organ za vrednostne papirje in trge

Nadzorni organi posamezne države članice so po prehodu na enoten pravni red znotraj EU združeni v enoten evropski organ za vrednostne papirje in trge ESMA.

Organ ESMA je neodvisni organ EU, ki s svojimi aktivnostmi prispeva k ohranjanju stabilnosti finančnega sistema EU, in sicer z zagotavljanjem transparentnosti, učinkovitosti, celovitosti in urejenega delovanja finančnih trgov. Prav tako pa s tem prispeva k zaščiti investitorjev (European Securities and Markets Authority, brez datuma).

Učinkovit nadzor nad finančnimi trgi je zapletena naloga, vendar s pomočjo enotnega evropskega nadzornega organa obstajajo možnosti za večjo konvergenco nadzornih praks in pristopov med pristojnimi nacionalnimi organi.

Med najpomembnejšimi nalogami organa ESMA je utrjevanje nadzorniške konvergence, tako med nadzorniki finančnih trgov držav članic EU, kot tudi med sektorji, kar pomeni, da organ ESMA sodeluje z ostalima dvema evropskima finančnima agencijama, to sta EBA in EIOPA (European Securities and Markets Authority, brez datuma).

Za doseganje temeljnih ciljev organa ESMA, kot so učinkovito izvajanje pravil, olajšanje izmenjave izkušenj med pristojnimi nacionalnimi organi, usklajevanje nadzornih dejavnosti, razvoj učinkovitih nadzornih pristopov, ocena nadzora pristojnih nacionalnih organov s strokovnimi pregledi in prepoznavanje ovir za konvergentni nadzor, ima organ ESMA zastavljen program, ki obsega:

- izdajanje smernic, mnenj ter vprašanj in odgovorov,
- spodbujanje tesnejšega dialoga med nadzorniki po vsej EU,
- izvajanje medsebojnih strokovnih pregledov za oceno nacionalnih nadzornih praks,
- posredovanje med nacionalnimi pristojnimi organi in
- ukrepanje glede kršitev prava EU.

Splošni cilj organa ESMA je doseči visoke, dosledne standarde nadzora po vsej EU.

### 3 ALTERNATIVNA MERILA USPEŠNOSTI POSLOVANJA

V svetu, ki je vedno bolj medsebojno povezan in globaliziran, družbe redno komunicirajo z delničarji, vlagatelji in drugo zainteresirano javnostjo o svojem poslovanju, o svojih rezultatih in svojih uspehih.

Pri komuniciranju o uspešnosti poslovanja, družbe največkrat uporabijo kazalnike AMUP. Ti kazalniki so finančno merilo pretekle in prihodnje finančne uspešnosti družbe, njenega finančnega položaja in denarnega toka (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017). Ti podatki se običajno izračunajo na podlagi računovodskih izkazov, pripravljenih v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja (ali temeljijo na njih), večinoma tako, da se številkam, navedenim v računovodskih izkazih, prištejejo ali odštejejo zneski.

Uspešnost družbe lahko merimo na različne načine. Analitiki, vlagatelji in delničarji ter druge zainteresirane strani v praksi uporabljajo različna merila uspešnosti pri sprejemanju svojih odločitev (Brouwer, 2013).

Čeprav so računovodski izkazi ključnega pomena za računovodsko poročanje vsake družbe, predstavljajo le eno od poročil, ki jih družbe uporabljajo za sporočanje koristnih informacij. Družbe pogosto najdejo ključ uspešnosti, ki presegajo tiste, ki so navedeni v računovodskih izkazih in so dodana vrednost za uporabnike, zlasti za izboljšanje sposobnosti uporabnikov za napovedovanje prihodnosti in pridobitev zaslužka. Družbe v svojih analizah aktivno uporabljajo kazalnike AMUP in so tako pomemben vidik finančnega komuniciranja (Ernst & Young, 2018).

International Financial Reporting Standards Foundation (2015, februar) so v članku zapisali zakaj vlagatelji menijo, da so kazalniki AMUP koristni:

- Vlagatelji pridejo do informacij o uspešnosti družbe, ki morda ni razvidna iz MSRP (ali drugih računovodskih standardov). Sami računovodski izkazi ne prikažejo dovolj informacij, da bi lahko razumeli položaj ali uspešnost družbe.
- Iz kazalnikov AMUP lahko vlagatelji razberejo kaj je za poslovodstvo »jedro« družbe.
- Kazalniki nudijo informacije, ki jih vlagatelji ocenjujejo kot koristne pri ocenjevanju značaja vodstva.

Družbe uporabljajo kazalnike AMUP, da bi povedale svojo zgodbo in predstavile svoj lasten pogled na družbo. Kazalniki AMUP dopolnjujejo računovodske izkaze in vlagateljem zagotavljajo dodatne informacije, ki so lahko koristne pri oceni poslovanja družbe (PricewaterhouseCoopers, 2019).

Kazalnike AMUP bi lahko razdelili v dve skupini, in sicer:

- Podatki, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, ki so pripravljani v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja (npr. operativni dobiček, gotovinski dobiček, dobiček pred enkratnimi stroški, EBITDA, itd.) in podobni izrazi, ki označujejo prilagoditve postavk izkaza poslovnega izida, bilance stanja ali izkaza denarnega toka.
- Kazalniki uspešnosti, ki odražajo poslovno aktivnost, projekcijo prihodnjih denarnih tokov ali kazalniki prihodnosti.

V nadaljevanju so predstavljeni kazalniki AMUP, ki jih družbe v letnih poročilih najpogosteje uporabljajo za prikazovanje pomembnih informacij o svoje poslovanju. Kazalniki AMUP niso predpisani, kar pomeni, da jih lahko družbe same oblikujejo in to je razlog za veliko različnih kazalnikov. Prav zaradi slednjega pa je potrebno, da so kazalniki opredeljeni, smiselno označeni, usklajeni z računovodskimi izkazi, prav tako pa mora biti pojasnjena njihova ustreznost in zanesljivost.

### 3.1 Najpogosteje uporabljena alternativna merila uspešnosti poslovanja

**EBITDA ali dobiček iz poslovanja pred amortizacijo** je pokazatelj poslovne uspešnosti podjetja, ki upošteva fiktivno naravo amortizacije kot računovodske kategorije. Amortizacija je računovodski poseg (knjižba), ki nima nobenega vpliva na denarni tok podjetja, zato se pri izračunavanju EBITDA prišteva nazaj k dobičku iz poslovanja.

EBITDA, poleg amortizacije, izključuje tudi učinke financiranja, izrednih dogodkov ter drugih morebitnih nedenarnih računovodskih posegov, ter pokaže »golo« uspešnost poslovanja družbe. Je dober približek denarnemu toku družbe, ki ga le-ta ustvari s svojim poslovanjem. Pri primerjanju z drugimi podjetji ali drugimi panogami je zelo koristen pokazatelj dobičkonosnosti. Uporablja se tudi kot osnova pri kreditni analizi oziroma ocenjevanju plačilne sposobnosti podjetja (Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, brez datuma).

Izračun kazalca EBITDA je opredeljen z enačbo (1):

$$EBITDA = \text{dobiček iz poslovanja (EBIT)} + \text{amortizacija} \quad (1)$$

V praksi je več metodologij izračunavanja EBITDA, kajti podatek ni zahtevan s strani računovodskih standardov, zato lahko družba v izračun EBITDA vključuje različne računovodske postavke. To je predvsem odvisno od osebnih preferenc poročajočega podjetja oziroma analitika, ki izvaja analizo.

Izračun EBITDA z upoštevanjem celotne odpise vrednosti (2):

$$EBITDA = \text{dobiček iz poslovanja (EBIT)} + \text{odpisi vrednosti} \quad (2)$$

Ne glede na to, katero metodologijo izračunavanja izbere družba morajo biti rezultati smiselni, jasni in morajo omogočiti primerljivost med podjetji. Pravzaprav je naloga družbe, da kazalnik prilagodi na način da je primerljivost med družbami zagotovljena.

**Donos na kapital ali ROE** (angl. Return on Equity) je finančni kazalnik, ki primerja ustvarjeni dobiček s kapitalom podjetja. Z njegovo pomočjo se izračuna delež čistega dobička v kapitalu družbe, in je izražen v odstotkih. Donosnost kapitala služi kot indikator učinkovitosti podjetja pri ustvarjanju dobička s sredstvi, ki so jih lastniki investirali v družbo oziroma pokaže koliko denarnih enot podjetje ustvari za vsako denarno enoto lastniškega kapitala. Povedano drugače, ROE meri koliko denarja družba ustvari glede na investirana sredstva v družbi. Pokaže nam, kako uspešno je poslovanje družbe pri povečevanju vrednosti družbe (Donos na kapital, brez datuma).

Donosnost kapitala je za lastnike družbe ena najbolj pomembnih in najbolj uporabnih mer dobičkonosnosti. Nekateri analitiki ga imenujejo »Mati vseh kazalnikov« (angl. Mother of all ratios), kajti kazalnik prikazuje ali družba lahko ustvari pozitivno vrednost (dobiček). Če je ROE večji kot je strošek kapitala govorimo o ustvarjanju pozitivne vrednosti.

Izračun kazalnika ROE je opredeljen z enačbo (3):

$$ROE = \text{Čisti dobiček} / \text{Kapital} \quad (3)$$

V števcu je naveden čisti dobiček ustvarjen v tekočem letu (npr. 2020), v imenovalcu pa povprečje kapitala v dveh obdobjih (npr. 2019 in 2020). V postavki kapital je zajet osnovni kapital in vse druge postavke kapitala (npr. zadržani dobiček, rezerve, itd.).

Naraščajoči ROE pomeni, da je družba sposobna ustvariti dobiček brez potrebe po dodatnem vplačilu kapitala oziroma poslovanje učinkovito uporablja lastniški kapital, ki ga ima na voljo.

Vlagatelji s pomočjo kazalnika ROE spremljajo kako je z njihovo investicijo. Večji kot je kazalnik ROE, višji donos je dosegel vlagatelj vložek in nasprotno. Padajoči kazalnik ROE predstavlja problem za investicijo.

Višina kazalnika vpliva tudi na ceno delnice družbe in prav zaradi tega je pomemben za nove potencialne vlagatelje oziroma investitorje. V stabilnem gospodarskem okolju velja nepisano pravilo, da je donosnost kapitala nad 12 % izredno dobra.



Pomembno je vedeti, da se donos na kapital povečuje, če se kapital zmanjša. Odpisi ali odkupi lastnih delnic lahko umetno povečajo kazalnik ROE. Prav tako lahko visok delež dolga v strukturi financiranja prikaže visok kazalnik, saj je raven lastniškega kapitala nizka. Zaradi omenjenih razlogov je včasih potrebno kazalnik, s pomočjo Dupont analize, razčleniti na več delov. Z analizo pridobimo popolnejšo sliko o vzrokih za povečanje ali zmanjšanje kazalnika.

Primerjanje družb na podlagi kazalnika ROE je smiselno le za družbe iz iste panoge, kajti donos na kapital je med panogami različen.

**Donos na sredstva oziroma ROA** (angl. Return on Assets) je finančni kazalnik, ki prikazuje razmerje med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi, ki jih podjetje uporablja pri svojem poslovanju. Z njegovo pomočjo izračunamo delež čistega dobička v celotnih sredstvih družbe. Izražen je v odstotkih.

Donosnost sredstev služi kot indikator kako učinkovito podjetje uporablja svoja sredstva, ki jih ima na voljo za ustvarjanje dobička. Namen sredstev je ustvarjati prihodke in dobiček, zato kazalnik pomaga tako poslovodstvu kot lastnikom in upnikom razumeti kako uspešno poslovodstvo upravlja s sredstvi, ki jih ima na voljo, ter koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je izkazanih na vsako denarno enoto sredstev (Donos na sredstva, brez datuma).

Izračun kazalnika ROA je opredeljen z enačbo (4):

$$ROA = \text{Čisti dobiček} / \text{Sredstva} \quad (4)$$

V števec je vključen čisti dobiček, ki je ustvarjen v določenem obdobju (npr. v letu 2020), v imenovalcu pa je upoštevano povprečje sredstev dveh obdobjih (npr. 2019 in 2020).

Večja vrednost kazalnika pomeni, da je poslovanje družbe uspešnejše in učinkovitejše. V primeru izkazane izgube je vrednost kazalnika negativna. Kazalnik je koristno primerjati med leti in biti pozoren na spremembe.

Kazalnik je zelo uporaben pri primerjanju uspešnosti družbe z drugimi družbami v panogi. Primerjanje je, zaradi različno velikega obsega sredstev v različnih panogah, smiselno le za družbe v isti panogi. Pogosto ga uporabljajo banke pri svojih kreditnih analizah in vlagatelji, ki želijo pred svojo naložbeno odločitvijo oceniti finančno uspešnost družbe.

Višja donosnost sredstev pomeni učinkovitejšo uporabo sredstev, ki jih ima družba na voljo. Pri tem je treba biti previden, saj je kazalnik lahko visok tudi zaradi višje amortiziranosti sredstev. V primeru, da družba ne investira v sredstva, se lahko dobiček zaradi zastarelosti sredstev v prihodnosti zmanjša in je posledično kazalnik nižji. Kazalnik ROA le delno

upošteva zadolženost družbe. Kadar družba z zadolževanjem financira in povečuje svoja sredstva in ustvarjeni dobiček temu ne sledi, bo kazalnik ROA nižji.

Razlika med kazalnikoma ROE in ROA je, da kazalnik ROE meri donos ustvarjen iz kapitala, ki so ga vplačali lastnik, kazalnik ROA pa meri donos ustvarjen iz sredstev, ki so bila kupljena z denarjem iz vplačanega kapitala.

**EBIT ali dobiček iz poslovanja** (angl. Earnings before Interest and Tax, Operating income) je eden ključnih pokazateljev poslovne uspešnosti podjetja, ki nam pokaže kako je podjetje poslovalo v določenem obdobju. Kazalnik je indikator dobičkonosnosti družbe na njegovi operativni ravni (izločeni so učinki enkratnih dogodkov ter finančnih obveznosti) in prav zato ga imenujemo tudi operativni dobiček, operativni zaslužek oziroma poslovni izid iz rednega delovanja (Dobiček iz poslovanja, brez datuma).

Izračun kazalnika EBIT je opredeljen z enačbo (5):

$$EBIT = \text{poslovni prihodki} - \text{poslovni odhodki (stroški)} \quad (5)$$

Kazalnik EBIT je izračun razlike med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki. Če so poslovni odhodki večji kot prihodki, potem je kazalnik negativen in govorimo o izgubi iz poslovanja. In seveda obratno, če so prihodki večji od odhodkov je kazalnik pozitiven in govorimo o dobičku iz poslovanja.

Kazalnik je zelo pomemben, ker se osredotoča zgolj na sposobnost družbe ustvarjati dobiček pri svojih osnovnih poslovnih aktivnostih, neodvisno od kapitalske strukture družbe ter davčnih obveznosti, ki jih ima družba. Razkriva učinkovitost podjetja na operativni ravni, neodvisno od tega kako je podjetje financirano, kar je pomembno za bodoče vlagatelje.

S kazalnikom EBIT si lahko odgovorimo na več vprašanj, in sicer:

- Ali je družba učinkovita pri obvladovanju stroškov?
- Ali družba morda prodaja nekonkurenčne ter pomanjkljive produkte?
- Ali je družba tehnološko zastarela?

Kazalnik EBIT pa lahko postane še bolj uporaben oziroma nam prikaže pomembne informacije, če ga združimo z drugimi finančnimi podatki (npr. EBIT marža, neto dolg / EBIT, itd.) in ga primerjamo z družbami v isti panogi in tako dobimo informacijo kako uspešna je družba v primerjavi z drugimi družbami v panogi.

**Neto dolg na EBITDA** (angl. Net Debt to EBITDA) je finančni kazalnik, ki primerja višino neto zadolženosti družbe ter njen ustvarjeni dobiček iz poslovanja pred amortizacijo. Kazalnik v smiselno razmerje postavi zadolženost in dobičkonosnost družbe z namenom

ocenjevanja zmožnosti družbe poravnati svoje finančne dolgove v prihodnosti, in sicer ob predpostavki, da družba ohrani isti obseg poslovanja in dobička. Višji kazalnik pomeni manjšo sposobnost družbe odplačevati dolgove ter obenem višjo mero tveganja za vlagatelja. Kazalnik je postal sinonim za tveganost družbe, zato ga večina družb objavlja v svojih četrtletnih in letnih poročilih (Neto dolg / EBITDA, brez datuma).

Kazalnik Neto dolg / EBITDA najpogosteje uporabljajo banke pri kreditni analizi, ker učinkovito ponazarja kreditno sposobnost družbe, saj v razmerje postavi obstoječe dolgove in dober približek denarnemu toku družbe, ki sta dva najpomembnejša podatka pri ocenjevanju bonitete posojilojemalca.

Kazalnik Neto dolg na EBITDA je opredeljen z enačbo (6):

$$\text{Neto dolg na EBITDA} = \text{Neto dolg} / \text{EBITDA} \quad (6)$$

Velja splošno načelo, da kadar vrednost kazalnika preseže 4 ali 5, obstaja velika verjetnost, da bo imela družba v prihodnje težave s poravnavanjem finančnih obveznosti ter hkrati ne bo zmožna pridobivati novih finančnih virov, ki so nujni za rast in razvoj družbe. Seveda pa moramo vedeti, da je višina kazalnika povsem različna med panogami, kar je potrebno upoštevati pri finančni analizi (pri defenzivnih panogah z manjšim obsegom konkurenčnosti lahko podjetja izkazujejo višji kazalnik, ne da bi imelo to negativne posledice za njihovo boniteto ter pridobivanje novih dolžniških finančnih virov).

Ob predpostavki, da bo družba za odplačilo finančnih dolgov namenila celoten dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA), nam omenjeni kazalnik prikaže tudi koliko let bo družba dolgove odplačevala.

**Neto dolg** (angl. Net debt) je seštevek vseh finančnih obveznosti družbe zmanjšan za njena denarna sredstva. Kazalnik pokaže splošno zadolženost družbe ter sposobnost poravnati vse finančne dolgove, v primeru takojšnje zapadlosti dolgov (Neto dolg, brez datuma).

Izračun kazalnika Net dolg je opredeljen z enačbo (7):

$$\text{Neto dolg} = \text{Dolgoročne finančne obveznosti} + \text{Kratkoročne finančne obveznosti} - \text{Denarna sredstva} \quad (7)$$

Iz obstoječih finančnih dolgov se odštejejo denarna sredstva zaradi predpostavke, da družba v primeru nepričakovanih dogodkov lahko denarna sredstva izkoristi za takojšnje poplačilo finančnih dolgov.

Neto dolg je v razmerju z drugimi finančnimi podatki lahko zelo koristen kazalnik. Eden najpogostejših kazalnikov, kjer je vključen tudi neto dolg je kazalnik, ki sem ga predstavila v enačbi 6 (neto dolg / EBITDA).

**Kazalnik finančnega vzvoda** je razmerje med dolgovi in kapitalom družbe in razkriva občutljivost družbe pri dodatnem zadolževanju. Predstavlja osnovo za analizo strukture kapitala družbe. Večji kot je kazalnik, večji je delež dolgov med viri financiranja. Če ima družba preveč dolgov, je tveganje za nelikvidnost družbe večje, kar lahko privede tudi do stečaja. V nasprotnem primeru, ko pa je dolgov premalo, kar pomeni da se družba financira z lastnim kapitalom pa pomeni, da družba težje doseže željeno stopnjo donosnosti kapitala (Mitkova Blajevitch, 2010).

Izračun kazalnika finančnega vzvoda je opredeljen z enačbo (8):

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda} = \text{dolgovi} / \text{kapital} \quad (8)$$

**EBITDA marža** (angl. EBITDA margin) je merilo dobička iz poslovanja podjetja, kot odstotek njegovih prihodkov. Kazalnik nam pove, kolikšen je dobiček družbe, ko se od ustvarjenih poslovnih prihodkov odštejejo poslovni odhodki zmanjšani za amortizacijo. Kazalnik omogoča primerjavo dejanske uspešnosti družbe z drugimi družbami v njeni panogi.

Izračun kazalnika EBITDA marža je opredeljen z enačbo (9):

$$\text{EBITDA marža} = \text{EBITDA} / \text{Poslovni prihodki} \quad (9)$$

Pri izračunu kazalnika družbe so v imenovalcu navedeni čisti prihodke od prodaje ali pa celotni prihodki iz poslovanja. Pomembno je, da je način izračunavanja konsistenten skozi različna poslovna obdobja oziroma da vse primerjalne družbe upoštevajo enak imenovalec.

Kazalnik je eden izmed najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov, ki jih družbe uporabljajo pri finančnem in kreditnem analiziranju ter pri napovedih rezultatov družbe za prihodnja leta. Kazalnik se uporabi pri primerjanju uspešnosti poslovanja družbe z drugimi družbami v panogi. Višja kot je marža, uspešnejša in dobičkonosnejša je družba od drugih družb v panogi (Marža iz poslovanja, brez datuma).

**Knjigovodska vrednost delnice oziroma KVD** je vrednost kapitala delniške družbe, deljena s skupnim številom izdanih delnic družbe.

Izračun kazalnika KVD je opredeljen z enačbo (10):

$$\text{KVD} = \text{Lastniški kapital} / \text{Število izdanih delnic} \quad (10)$$

KVD se običajno razlikuje od tržne cene delnice, ki kotira na organiziranem trgu, kajti tržna cena odraža tudi pričakovanja vlagateljev o prihodnjih donosih delnic (Alta, brez datuma).

**P/E kazalnik ali multiplikator (večkratnik) čistega dobička** (angl. Price to Earnings ratio) štejemo med najpomembnejše tržne kazalnike s katerim ocenjujemo vrednost družbe in njenih delnic na trgu. Je razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico (angl. Earnings per Share, v nadaljevanu EPS).

Izračun kazalnika P/E je opredeljen z enačbo (11):

$$P/E = \text{Tržna cena delnice} / \text{Dobiček na delnico} \quad (11)$$

Izračun kazalnika Dobiček na delnico (EPS) je opredeljen z enačbo (12):

$$EPS = \text{Čisti dobiček} / \text{Število izdanih delnic} \quad (12)$$

Kazalnik P/E nam pove, koliko denarnih enot so vlagatelji na trgu v določenem trenutku pripravljeni plačati za vsako denarno enoto dobička družbe (Multiplikator čistega dobička, brez datuma).

**P/B kazalnik ali multiplikator (večkratnik) knjigovodske vrednosti** (angl. Price to Book ratio) je, poleg P/E kazalnika, najpomembnejši ter najbolj pogosto uporabljeni tržni kazalnik s katerim ocenjujemo vrednost družbe in njenih delnic na trgu.

Kazalnik povezuje tržno (zadnji zaključni tečaj delnice na borzi) in knjigovodsko ceno delnice ter prikaže v kakšnem razmerju sta ta dva parametra (Multiplikator knjigovodske vrednosti, brez datuma).

Izračun kazalnika P/E je opredeljen z enačbo (13):

$$P/B = \text{Tržna cena delnice} / \text{Knjigovodska vrednost delnice} \quad (13)$$

Kazalniki AMUP vlagateljem zagotavljajo dodatne informacije, ki jim omogočajo boljše razumevanje finančnih rezultatov družbe in njene strategije. Seveda pa je to mogoče le, če so kazalniki pravilno uporabljeni in pravilno predstavljeni. Težava nastane, če so kazalniki neustrezno opredeljeni ali se uporabljajo nedosledno in na tak način prikrivajo finančne rezultate družbe, ki so razvidni iz računovodskih izkazov, zavajajo javnost glede uspešnosti družbe, njenega finančnega položaja ali predstavijo neuravnoteženo oceno uspešnosti, finančnega stanja in denarnih tokov družbe (osredotočijo se na pozitivne stvari v družbi, zanemarijo pa negativne) in prav zaradi tega lahko namerno ali nenamerno prihaja do neresničnih informacij o posamezni družbi (Irish Auditing and Accounting Supervisory Authority, 2017).

### 3.2 Uporaba alternativni meril uspešnosti poslovanja

Uporaba kazalnikov AMUP se je znatno povečala ob koncu prejšnjega in začetku tega stoletja in je postala stalna praksa v mnogih državah EU. Prav slednje je sprožilo veliko razprav o motivih družb za poročanje o svojem poslovanju preko AMUP. Predmet razprav so bili dvomi ali kazalniki AMUP predstavljajo ustrezne informacije družbe, ali gre zgolj za zavajajoče informacije z namenom prikriti neuspešnost oziroma prikazati družbo uspešnejšo, kot je v resnici (Moscariello & Pizzo, 2020). Razprave so se začele v Združenih državah Amerike in pridobile na veljavi tudi v EU, kot posledica sprejetja MSRP v letu 2005 po vsej EU. Pomanjkanje podrobnih računovodskih izkazov v MSRP, v primerjavi z obstoječimi EU zahtevami je privedlo do zmanjšanja primerljivosti finančnih informacij in zato večje uporabe kazalnikov AMUP. Mnogi so uporabi kazalnikov nasprotovali iz razloga, da so te informacije največkrat zavajajoče. Med nasprotniki so bili tudi U.S. Securities Exchange Commission (SEC) in Mednarodna organizacija nadzornikov trga vrednostnih papirjev (angl. International Organization of Securities Commissions, v nadaljevanju IOSCO) (Brouwer, 2013).

IOSCO je na pomembnost pravilne uporabe kazalnikov AMUP opozorila že leta 2002 in spodbudila družbe, vlagatelje in druge uporabnike finančnih informacij k skrbni pripravi in ustrezni uporabi kazalnikov AMUP.

Kasneje leta 2005 je organ ESMA (prej CESR) na podlagi opozorila organa IOSCO objavila Priporočila za predstavitev kazalnikov AMUP (Dainelli & Bini, 2011). Priporočilo je bilo namenjeno družbam, ki so imele vrednostne papirje uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu in katerih cilj je bil, da za vlagatelje, delničarje in drugo zainteresirano javnost objavijo čimbolj pregledne in nedvoumne informacije o uspešnosti poslovanja družbe.

**Priporočilo 1** (spoštovanje načel mednarodnih računovodskih standardov za vse vrste finančnih informacij). Priporočilo je, da naj družbe upoštevajo štiri značilnosti, ki so najpomembnejše in najprimernejše za uporabnika. To so razumljivost, ustreznost, zanesljivost in primerljivost. Priporočilo je bilo, da lahko družbe vedno sledijo tem štirim načelom, ne glede na to ali pripravljajo računovodske izkaze v skladu v mednarodnimi ali državnimi nacionalnimi standardi.

**Priporočilo 2** (opredelitev kazalnika AMUP). Družbe morajo opredeliti uporabljeno terminologijo in osnovo za izračun kazalnika AMUP. Jasno razkritje je ključnega pomena za razumljivost kazalnika. Kjer je primerno, mora razkritje izračuna vključevati navedbe o uporabljenih hipotezah ali predpostavkah. Vlagatelje je potrebno seznaniti, da kazalniki AMUP niso pripravljani v skladu z računovodskimi standardi, ki se uporabljajo za revidirane računovodske izkaze, kar pomeni, da so lahko izpuščena določena pripoznavanja, merjenja in predstavitve zahtev teh standardov. Kazalniki morajo bit poimenovani tako, da odražajo njihovo osnovo za pripravo, da se izognemo zavajajočim informacijam.

**Priporočilo 3** (predstavitev AMUP s predpisanimi kazalniki in razlikovanje med njimi). To priporočilo se nanaša na kazalnike AMUP, ki so podobni postavkam iz predpisanih računovodskih izkazov. Kadar je mogoče bi morali biti kazalniki AMUP predstavljeni v kombinaciji s predpisanimi postavkami z uskladitvijo števil, da bi vlagateljem zagotovili dovolj informacij za popolno razumevanje finančnega položaja družbe. Prav tako bi morali izdajatelji pojasniti razlike med prikazanimi informacijami.

**Priporočilo 4** (primerjalni podatki). Izdajatelj mora zagotoviti primerljive podatke tudi za druga obdobja. Število zajetih obdobj bi moralo ustrezati številu obdobj, ki jih zajemajo revidirani računovodski izkazi.

**Priporočilo 5** (dosledna časovna predstavitev). Opredelitev in izračun kazalnikov bi morali biti skladni skozi čas, s čimer bi preprečili odločitev vlagateljev sprejetih na napačnih predpostavkah. V izjemnih okoliščinah, ko izdajatelj na novo opredeli kazalnik AMUP je to potrebno temeljito obrazložiti skupaj s primerjalnimi podatki.

**Priporočilo 6** (pomembnost predstavitve meril, ki izhajajo neposredno iz računovodskih izkazov v primerjavi s kazalniki AMUP). Kazalniki AMUP ne smejo biti prikazani z več pozornosti, poudarka ali pooblastila kot merila, ki neposredno izhajajo iz računovodskih izkazov.

**Priporočilo 7** (razlogi za uporabo kazalnikov AMUP). Izdajatelji, ki uporabljajo kazalnike AMUP za merjenje in nadzor nad donosnostjo in finančnim položajem družbe, morajo to ustrezno obrazložiti, da vlagatelji razumejo ustreznost teh informacij.

Priporočila organa CESR niso bila zavezujoča in posledično je prišlo pri prikazovanju informacij o uspešnosti poslovanja velikokrat do zavajajočih informacij. Predvsem je bilo zaslediti, da kazalniki, ki se uporabljajo na tak način, predstavljajo zmedeno ali preveč optimistično sliko delovanja družbe in velikokrat zavajajo, če so nepravilno izračunani ali predstavljeni. Družba sama je lahko določala katere informacije bo razkrivala, v kakšni obliki in kdaj oziroma koliko časa jih bo razkrivala. Zaradi tega je pogosto prihajalo do zavajajočih informacij, ki so jih vlagatelji in ostali udeleženci na trgu prejeli o družbi. Zaradi tega se je leta 2014 organ ESMA odločil da bo priporočila nadomestil s Smernicami AMUP (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017).

Cilj Smernic AMUP je spodbuditi evropske izdajatelje k objavljanju preglednih, nepristranskih in primerljivih informacij o njihovih finančnih rezultatih in omogočiti uporabnikom boljše razumevanje njihove uspešnosti (European Securities and Markets Authority, 2015a).

Smernice AMUP določajo načela, ki jih morajo izdajatelji upoštevati pri predstavitvi kazalnikov AMUP in temeljijo na zahtevah, ki se uporabljajo za računovodske izkaze ter se v veliki meri nanašajo na njihovo označevanje, izračun, predstavitev in primerljivost.

Njihov namen je izboljšati preglednost in primerljivost finančnih informacij, ki jih objavljajo izdajatelji. Kazalniki predstavljeni na primeren način, lahko zmanjšajo nesimetričnost informacij med uporabniki računovodskih izkazov. Smernice AMUP se dosledno uporabljajo v celotni EU, kar prispeva k vzpostavitvi zaupanja v natančnost in uporabnost finančnih informacij in izboljšanju zaščite vlagateljev (PricewaterhouseCoopers, 2017). Zavezujoče so za vse izdajatelje vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranih trgih in prikazujejo uspešnost družbe s pomočjo kazalnikov AMUP ter za vse pristojne organe EU.

Smernice AMUP so namenjene:

- spodbujanju uporabnosti in preglednosti AMUP,
- izboljšanju primerljivosti, zanesljivosti in/ali razumljivosti AMUP in
- skupnemu pristopu k uporabi AMUP.

Namenjene so izdajateljem, ki so opredeljeni kot fizične ali pravne osebe, za katere velja zasebno ali javno pravo, razen držav, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na organiziranem trgu in ki morajo objaviti predpisane informacije, kot je opredeljeno v Transparentni direktivi in osebam, odgovornim za pripravo prospekta v skladu s 6. členom Prospektne Direktive, ki jo je nadomestila Prospektna Uredba.

Smernice se uporabljajo za alternativna merila uspešnosti poslovanja, ki jih razkrijejo izdajatelji ali osebe, odgovorne za pripravo prospekta, ko objavijo predpisane informacije in prospekte. Predpisane informacije so poročila uprave, ki so razkrita na podlagi ZGD-1, priložnostna razkritja, finančnih rezultatov, razkritja v skladu z Uredbo o zlorabi trga itd.

Ne uporabljajo se za merila, ki so, na podlagi veljavnega računovodskega okvira, razkrita v računovodskih izkazih. Zaradi tega se ne uporabljajo za merila, vključena v prospekte, kot so napovedi dobička, ocene dobička,časne finančne informacije, transakcije povezanih strank, izjave o giblјivih sredstvih ter kapitalizacija in zadolženost, za katere veljajo posebne zahteve pri obveznostih glede prospekta. Prav tako se Smernice ne uporabljajo za bonitetne ukrepe, vključno z ukrepi, opredeljenimi v Uredbi 575/2013 in Direktivi 2013/36/EU – CRR/CRD IV (European Securities and Markets Authority, 2015b).

### **3.3 Smernice – temeljna načela**

Organ ESMA je dne 5. oktobra 2015 objavil Smernice AMUP. Smernice so začele veljati leta 2016 in predstavljajo evropski okvir, ki ga morajo izdajatelji upoštevati in spoštovati pri

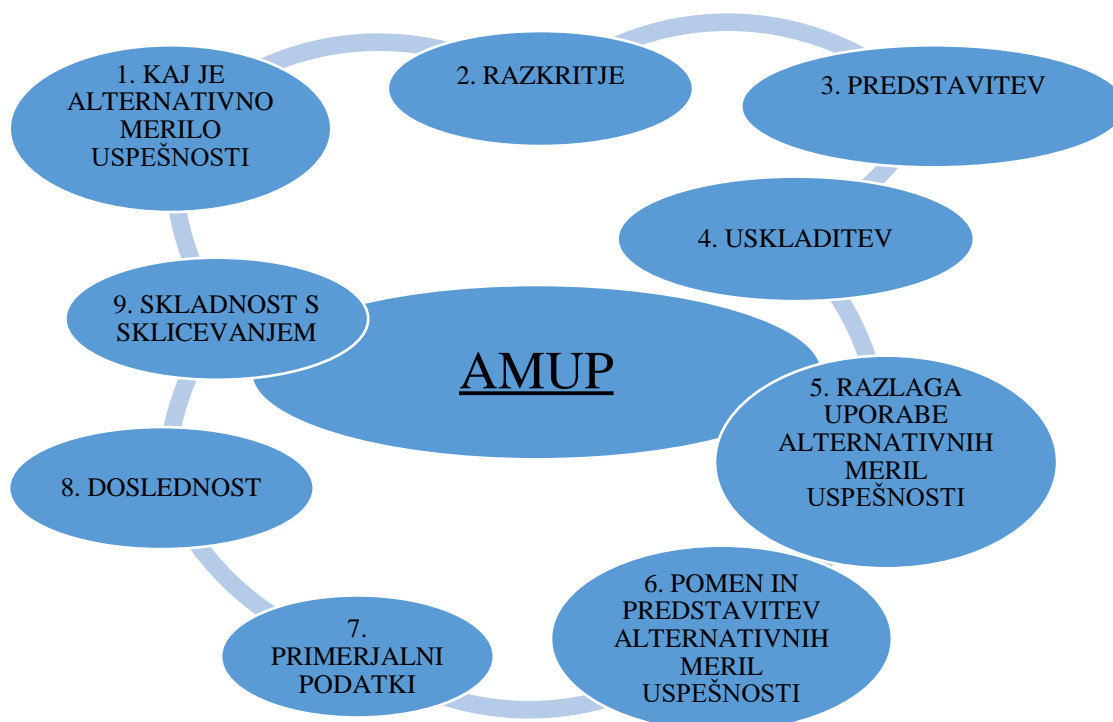


razkrivanju kazalnikov AMUP, ko objavijo predpisane informacije (npr. poročila uprave) v skladu z ZTFI-1, razkritja izdana v skladu z Uredbo o zlorabi trga, na primer ad hoc razkritja, vključno z rezultati finančnih zaslužkov in ko objavijo prospekte v skladu z Uredbo o prospektih. Z dosledno uporabo, izboljšano primerljivostjo, zanesljivostjo in razumljivostjo finančnih informacij izdajatelji prispevajo k zaščiti vlagateljev. Poleg omenjenega pa Smernice AMUP predstavljajo skupno podlago za nadzor nad kazalniki AMUP za vse Evropske nadzorne organe.

Udeleženci trga finančnih instrumentov v Republiki Sloveniji morajo na podlagi drugega odstavka 3. člena Sklepa o uporabi smernic v celoti upoštevati določbe omenjenih smernic in priporočil. ATVP je pristojna za nadzor nad spoštovanjem Smernic AMUP.

Organ ESMA pripravlja in redno posodablja dokument V&O v katerem so zbrana vprašanja, ki jih organu ESMA postavljajo nadzorni organi ali izdajatelji, ko objavijo predpisane informacije. Ta dokument zagotavlja odgovore na vprašanja splošne javnosti in pristojnih organov glede praktičnih vprašanj uporabe Smernic AMUP. Vsebina dokumenta je namenjena pristojnim organom na podlagi različnih uredb in direktiv, da bi se nadzorni postopki v vseh evropskih državah čimbolj poenotili, prav tako pa je vsebina dokumenta namenjena izdajateljem kot pomoč pri pravilnem izvajanju načel Smernic. Lahko rečemo, da je dokument pripomoček, ki daje usmeritve glede uporabe Smernic AMUP.

Slika 3: Načela alternativnih meril uspešnosti poslovanja



Vir: lastno delo.

V nadaljevanju so podrobneje predstavljena načela Smernic AMUP (slika 3). Pri nekaterih načelih je zaradi lažjega razumevanja podana tudi vsebina iz dokumenta V&O, ki posamezno načelo pojasni ali naveden primer iz prakse.

### **Načelo 1 (Kaj je alternativno merilo uspešnosti?)**

AMUP je finančno merilo pretekle ali prihodnje finančne uspešnosti, finančnega položaja ali denarnih tokov, razen finančnega merila, opredeljenega ali določenega v veljavnem okviru računovodskega poročanja.

V Smernicah so navedeni tudi nekateri primeri AMUP, in sicer operativni dobiček, gotovinski dobiček, dobiček pred enkratnimi stroški, dobiček pred obrestmi, davki, amortizacijo (EBITDA), neto dolg, avtonomna rast ali podobni izrazi, ki pomenijo prilagoditev vrstičnih postavk izkazov vseobsegajočega donosa, izkazov finančnega položaja ali izkazov denarnih tokov.

AMUP se izračunajo na podlagi računovodskih izkazov, pripravljenih v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja (ali temeljijo na njih), večinoma tako, da se številkam, navedenim v računovodskih izkazih, prištejejo ali odštejejo zneski.

Načelo določa, da se Smernice ne uporabljajo za:

- merila opredeljena ali določena v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja (na primer Slovenskimi računovodskimi standardi ali Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja), kot so prihodki, dobiček, izguba ali dobiček na delnico,
- fizična ali nefinančna merila, kot je število zaposlenih, število naročnikov, prodaja kvadratnega metra (kadar so podatki o prodaji pridobljeni neposredno iz računovodskih izkazov), emisije toplogrednih plinov ter razčlenitev delovne sile glede na vrsto pogodbe ali glede na geografsko lokacijo,
- informacije o pomembnih deležih, o pridobitvi ali odsvojitvi lastnih delnic in o skupnem številu glasovalnih pravic in
- informacije o pojasnitvi skladnosti s pogoji iz sporazuma ali zakonodajne zahteve, kot so posojilne zaveze ali osnova za izračun plačila za direktorja ali vodstvene delavce.

V dokumentu V&O št. 3 je pojasnjeno, da se za AMUP opredeljujejo tudi finančni kazalniki, ki so izračunani izključno na osnovni finančnih meril, ki izhajajo neposredno iz računovodskih izkazov. Seveda pa se ti kazalniki ne štejejo kot AMUP, če so določeni in opredeljeni v ustreznem okviru računovodskega poročanja ali pa so ti kazalniki razkriti v skladu z veljavno zakonodajo.

V&O št. 12 kot primer AMUP navaja tudi katerokoli finančno merilo, ki izhaja neposredno iz računovodskih izkazov, prilagojeno za učinek tečajnih razlik (z namenom izolacije učinka tečajnih razlik na finančno merilo).

V&O št. 13 kot primer AMUP navaja tudi finančno merilo, ki je predstavljeno v skladu z ustreznim računovodskim okvirom, vendar izračunan na drugačni podlagi (npr. večina meril prikazanih v skladu z MSRP8).

## **Načelo 2 (razkritje)**

Drugo načelo v Smernicah določa, da je za vsak uporabljen kazalnik AMUP potrebno:

- opredeliti uporabljen AMUP in njihove sestavne dele ter sprejeto podlago za uporabljen izračun,
- vključiti podrobnosti o morebitnih uporabljenih pomembnih hipotezah ali predpostavkah in
- navesti ali se AMUP nanaša na (pričakovano) uspešnost prejšnjega ali prihodnjega obdobja poročanja.

## **Načelo 3 (predstavitve)**

- opredelitev kazalnikov AMUP mora biti jasna in razumljiva,
- kazalniki morajo biti v poročilih smiselno označeni z navedbo vsebine in podlage za izračun,
- pri navajanju kazalnikov AMUP se ne sme uporabljati preveč optimistične ali pozitivne oznake, kot je »zagotovljen dobiček« ali »zajamčeni donos«,
- ne sme se uporabljati oznak, naslovov ali opisov ukrepov, opredeljenih v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja, ki bi bili enaki ali toliko podobni, da bi to povzročilo zmedo in
- ne sme se napačno označiti neponavljajočih, redkih ali neobičajnih postavk. Postavke, ki so vplivale na pretekla obdobja in bodo vplivale na prihodnja obdobja, bodo na primer redko obravnavane kot neponavljajoče, redke ali neobičajne (stroški prestrukturiranja ali izgube zaradi slabitve).

## **Načelo 4 (uskladitev)**

- razkrije se uskladitev kazalnika AMUP z najbolj neposredno združljivo vrstično postavko ter vmesno ali skupno vsoto, predstavljeno v računovodskih izkazih za ustrezno obdobje, pri čemer so ločeno opredeljene in pojasnjene bistvene postavke za uskladitev in

- predstavi se tudi najbolj neposredno združljivo vrstično postavko ter vmesno ali skupno vsoto, predstavljeno v računovodskih izkazih za zadevni kazalnik AMUP.

V načelu je podrobneje pojasnjeno kdaj in kakšna uskladitev je potrebna:

- usklajevanje ni potrebno, kadar je na podlagi računovodskih izkazov mogoče neposredno opredeliti kazalnik AMUP (primer: AMUP je skupni ali vmesni znesek, predstavljen v računovodskih izkazih),
- kadar postavke za uskladitev ni mogoče neposredno pridobiti iz računovodskih izkazov, mora biti iz uskladitve razviden izračunan znesek in
- ocene dobička, prihodnje napovedi ali napovedi dobička, so primeri kazalniki AMUP, ki niso združljivi, ker ne izhajajo iz računovodskih izkazov. V tem primeru je potrebno, da se zagotovi razlago o skladnosti zadevnega kazalnika AMUP z računovodskimi politikami, ki jih uporablja izdajatelj v računovodskih izkazih, pripravljenih v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja.

#### **Načelo 5 (razlaga uporabe alternativnih meril uspešnosti)**

- pojasniti je potrebno uporabo kazalnika, da bi uporabniki razumeli njihovo uporabnost in zanesljivost,
- pojasniti je potrebno zakaj kazalnik zagotavlja koristne informacije v zvezi s finančnim položajem, denarnimi tokovi ali finančno uspešnostjo in
- pojasniti namen, za katerega se uporablja kazalnik AMUP.

#### **Načelo 6 (pomen in predstavitev alternativnih meril uspešnosti)**

- kazalniki AMUP ne smejo biti prikazani z več pozornosti, poudarka ali pooblastila kot merila, ki neposredno izhajajo iz računovodskih izkazov in
- predstavitev teh kazalnikov ne bi smela odvrniti pozornosti uporabnikov od predstavitev meril, ki neposredno izvirajo iz računovodskih izkazov.

#### **Načelo 7 (primerjalni podatki)**

- kazalnik AMUP morajo spremljati primerjalni podatki za ustrezna prejšnja obdobja,
- kadar se nanašajo na napovedi ali ocene, morajo biti primerjalni podatki povezani z zadnjo preteklo informacijo, ki je na voljo in
- predstaviti je potrebno uskladitve za vse predstavljene primerjalne podatke.

#### **Načelo 8 (doslednost)**

- opredelitev in izračun kazalnikov AMUP bi morali biti skladni skozi čas,

- če se kazalnik preneha razkrivati, se mora obrazložiti, zakaj se meni, da zadevno merilo ne zagotavlja več relevantnih informacij,
- v izrednih okoliščinah, kadar se določen kazalnik ponovno opredeli, je zahtevano, da se pojasni spremembe, obrazloži, zakaj te spremembe zagotavljajo zanesljive in relevantnejše podatke o finančni uspešnosti in da se zagotovi ponovno navedene primerjalne podatke in
- prav tako je potrebno, kadar kazalnik AMUP nadomesti drugo merilo (drug AMUP), ki bolje dosega iste cilje, pojasniti, zakaj nov kazalnik AMUP zagotavlja zanesljivejše in relevantnejše informacije v primerjavi s prejšnjim uporabljenim kazalnikom.

### **Načelo 9 (skladnost s sklicevanjem)**

- načelo razkritja (glej načelo 2), je mogoče nadomestiti z neposrednim sklicevanjem na druge predhodno objavljene dokumente, ki vsebujejo ta razkritja o kazalnikih AMUP ter so preprosta in takoj na voljo uporabnikom,
- ocena skladnosti s smernicami se presoja tako, da se oba dokumenta bere skupaj in
- skladnost s sklicevanjem ne sme prevladati nad drugimi načeli.

Dodatno se pojasnjuje, da

- preprost in takojšnji dostop do dokumentov pomeni, da ni potrebna registracija vlagatelja na spletnih straneh, ni treba plačati provizije za dostop do teh informacij ali iskati teh dokumentov z iskalnikom ali dostopati do njih prek več povezav,
- bi sklicevanja morala napotiti uporabnike na informacije neposredne povezave na dokumente, kjer so na voljo informacije in sklic mora biti dovolj natančen (navedba določene strani, dela ali poglavja dokumentov, kjer so te informacije na voljo) in
- kazalniki AMUP morajo spremljati primerjalni podatki za ustrezna prejšnja obdobja, kar pomeni, da ni dovoljena odstranitev primerjalnih podatkov in njihova nadomestitev s sklicevanji.

## **4 UPORABA ALTERNATIVNIH MERIL USPEŠNOSTI POSLOVANJA V EU**

Organ ESMA je decembra 2019 objavil Poročilo o uporabi AMUP in o skladnosti s Smernicami ESMA za AMUP (angl. Report On the use of Alternative Performance Measures and on the compliance with ESMA's APM Guidelines; v nadaljevanju Študija). V nadaljevanju povzemam rezultate študije.

V študiji je bilo v vzorcu 123 evropskih izdajateljev (tudi 2 slovenska izdajatelja) iz 27 držav EGP, pri katerih je organ ESMA s pomočjo vprašalnika prišel do podatkov, ki jih je potreboval pri študiji.

Študija je razdeljena na dva sklopa:

### **1. Uporaba AMUP v poslovnem delu letnega poročila, v ad hoc informacijah in v primarnih računovodskih izkazih:**

- Študija je pokazala, da vsi izdajatelji uporabljajo kazalnike AMUP v svojih komunikacijah z javnostjo, in sicer je število AMUP vključenih v primarne računovodske izkaze bistveno nižji od števila AMUP vključenih v poslovodna poročila in v ad hoc informacijah.
- Večina kazalnikov AMUP, ki jih izdajatelji iz vzorca uporabljajo, se nanaša na izkaz poslovnega izida, ki mu sledi izkazi finančnega stanja in denarnih tokov. Izdajatelji niso razkrili nobenih AMUP na drugi vseobsegajoči donos.
- Najpogosteje uporabljeni kazalniki AMUP so v študiji prikazani ločeno za bančni in nebančni sektor. Ugotovitve so, da so najpogosteje uporabljeni kazalniki AMUP v nefinančnem sektorju EBIT, poslovni rezultati, EBITDA in neto dolg. Čisti obrestni dohodek, razmerje med stroški in dohodkom in ROE pa so najpogosteje uporabljeni AMUP v finančnem sektorju.

### **2. Skladnost izdajateljev s Smernicami AMUP v poslovnem delu letnega poročila**

V študiji je bilo v vzorcu 123 izdajateljev, pri katerih so preverjali skladnost kazalnikov AMUP s Smernicami. Samo 16 izdajateljev (13 % vseh izdajateljev vključenih v vzorec) jih izpolnjuje vsa načela Smernic. Organ ESMA v študiji ugotavlja, da so vsi preostali izdajatelji delno upoštevali Smernice AMUP bodisi z upoštevanjem vseh načel, vendar ne v zvezi z vsemi AMUP ali z upoštevanjem nekaterih načel v zvezi z vsemi AMUP. Take rezultate ESMA pripisuje nerazumevanju, kaj so AMUP.

Pri analizi skladnosti s Smernicami je organ ESMA na splošno opazil dobro raven skladnosti z načelom 2 (razkritja), načelom 3 (predstavitev), načelom 6 (pomen in predstavitev AMUP), načelom 7 (primerjalni podatki) in načelom 8 (doslednost). Na drugi strani pa je bilo opaziti pomanjkljivosti (manj kot polovica izdajateljev) pri načelu 1 (Kaj je AMUP?), načelu 4 (uskladitev) in načelu 5 (razlaga uporabe AMUP).

Na podlagi študije je organ ESMA pri posameznem načelu objavil priporočila za izdajatelje, kot pomoč pri doseganju skladnosti s Smernicami. V nadaljevanju so ta priporočila na kratko predstavljena:

- Organ ESMA opozarja, da če sta kazalnika EBIT in EBITDA prikazana v računovodskih izkazih in hkrati zunaj računovodskih izkazov, jih je potrebno opredeliti kot AMUP in pri njihovi predstavitvi slediti Smernicam.
- Pri načelu razkritij ESMA opozarja, da je pomembno opisati sestavine iz katerih je sestavljen kazalnik AMUP. Še posebej ESMA poudarja, da je to potrebno tudi pri običajnih splošno znanih kazalnikih EBITDA ali EBIT.
- Pri označevanju imen kazalnika, naj ime odraža njegovo vsebino.
- Pri načelu uskladitve je pomembno, da je vidna povezava med številkami v računovodskih izkazih in uporabljenim kazalnikom. ESMA izdajatelje vzpodbuja, da prikazujejo usklajevanja v tabelah.
- Organ ESMA opozarja izdajatelje, da Smernice AMUP zahtevajo pojasnila za prav vse uporabljene kazalnike AMUP, vključno s tistimi splošno znanimi, kot tudi tistimi, ki jih izdajatelj uporablja več let. V primerih kadar gre za kazalce, ki so vključeni v pismu uprave, v nadaljevanju pa jih izdajatelji, ko govorijo o svoji uspešnosti ne omenjajo več in kadar izdajatelji uporabljajo več podobnih kazalnikov ter kadar izdajatelji ne morejo pojasniti kako in zakaj menijo, da je kazalnik uporaben za vlagatelje oziroma za njihov postopek odločanja, organ ESMA poziva izdajatelje naj proučijo njihovo uporabo.
- Pri načelu pomena in predstavitve ESMA opozarja na previdnost in kot pomoč napotuje izdajatelje na dokument V&O št. 9, kjer je napisanih nekaj primerov kako se uskladiti z omenjeni načelom.
- Pri načelu primerjalnih podatkov organ ESMA ni podal priporočil.
- Pri načelu doslednosti opozarja na dosledno uporabo kazalnikov v prospektih in letnih poročilih.

ESMA meni, da je cilj Smernic AMUP povečati preglednost informacij družbe in spodbujati zaščito vlagateljev. Glede na zapisano ESMA spodbuja izdajatelje, da kazalnike AMUP uporabi ne samo v letnih poročilih, prospektih in ad hoc informacijah, temveč tudi pri ostali komunikaciji z zainteresirano javnostjo (predstavitev za analitike, reklame, itd.). Čeprav Smernice ne zahtevajo vseh razkritij glede AMUP na enem mestu, organ ESMA svetuje, da družbe razmislijo o tem, kajti tako bi vlagatelji hitreje prišli do informacij in komunikacija bi bila učinkovitejša. Prav tako pa bi vključitev razkritij v enem poglavju/odstavku/oddelku olajšalo skladnost s sklicevanjem, kot je to določeno v Smernicah.

Organ ESMA pričakuje, da bodo izdajatelji pri pripravi kazalnikov AMUP upoštevali ugotovitve te študije. Tudi ATVP je vse javne družbe v okrožnici opozorila na omenjeno študijo in jo priporočila v branje tako izdajateljem kot tudi revizorjem.

## **5 ANALIZA ALTERNATIVNIH MERIL USPEŠNOSTI POSLOVANJA V SLOVENIJI**

Na podlagi določb 164. člena ZTFI-1 je ATVP pristojna in odgovorna za nadzor nad izpolnjevanjem obveznosti, določenih v 3. poglavju ZTFI-1 (obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij) v zvezi z javnimi družbami, glede katerih ima Republika Slovenija položaj matične države članice javne družbe.

Smernice AMUP se uporabljajo od 3. julija 2016 dalje. V Sloveniji so se Smernice AMUP začele uporabljati na podlagi Sklepa o uporabi smernic in priporočil, ki jih je izdal organ ESMA (Ur. l. RS, št. 11/2017) 4. marca 2017.

ATVP pa ima poleg vloge nadzornega organa tudi vlogo obveščanja, kajti ima najboljši vpogled v področje poročanja javnih družb, prav tako pa redno spremlja zakonodajne zahteve s tega področja. ATVP javne družbe redno seznanja z novostmi z zakonodajnega področja, opažanji pridobljenimi tekom nadzora, predvidenimi bodočimi nadzori in razlagami različnih vsebin za katere ocenjuje, da bodo v pomoč javnim družbam pri razumevanju njihovih obveznosti poročanja.

Ena izmed novosti, ki jih je ATVP izpostavila v svoji okrožnici leta 2016, je bila obveznost uporabe Smernic AMUP, v primeru da javna družba v letnem poročilu te kazalnike uporablja. ATVP je javne družbe nadalje o uporabi Smernic AMUP pri poročanju o kazalnikih opozorila v okrožnici leta 2017 (pred pripravo letnih poročil za leto 2017).

V okrožnici konec leta 2018 je ATVP javnim družbam napovedala, da bo pri nadzoru nad letnimi poročili za poslovno poročilo 2018 pozornost posvetila poročanju o AMUP, predvsem opredelitvi in obrazložitvi posameznega kazalnika. Izsledki te analize so podrobneje opisani v naslednjem podpoglavju.

### **5.1 Nadzor ATVP nad kazalniki AMUP v letnih poročilih javnih družb za poslovno leto 2018**

ATVP je v okrožnici dne 19. decembra 2019 (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2019) razkrila izsledke nadzora nad uporabo kazalnikov AMUP v letnih poročilih javnih družb za leto 2018 (ATVP uporablja angleško kratico APM za Alternativna merila uspešnosti poslovanja):

- »Večina javnih družb kazalnike APM prikazuje v poslovnem delu letnega poročila, kot pomembne finančne informacije strnjene v tabeli oz. so kazalniki APM vključeni v nagovor uprave družbe. Agencija je pri nadzoru ugotovila, da vse družbe niso pripoznale vseh kazalnikov APM, ki jih sicer uporabljajo, in posledično niso sledile Smernicam



APM (10 % javnih družb APM v svojih letnih poročilih sploh ni vključilo, od 90 % javnih družb, ki pa APM predstavljajo, jih je 70 % le te pravilno prepoznalo, 30 % torej ne). Agencija poudarja, da so APM vsi kazalniki, ki niso določeni v skladu z veljavnim okvirom računovodskega poročanja (SRS, MSRP). Že same Smernice navajajo primere kazalnikov, Agencija pa navaja najbolj običajne oz. kazalnike ki so jih javne družbe najpogosteje uporabile v letnih poročilih, in sicer: ROA, ROE, EBITDA marža, stopnja lastniškosti financiranja, koeficient kapitalske pokritosti sredstev, itd.

- Za vsak posamezni kazalnik APM je potrebno pojasniti sestavne dele, ki so osnova za njegov izračun (sestavni deli morajo izhajati iz računovodskih postavk) – 20. odstavek Smernic APM (Od javnih družb, ki uporabljajo APM in so jih pravilno prepoznale, jih je zgolj polovica navedlo posamezne sestavne dele, vključene v izračun). Navedeno pomeni, da mora biti jasno navedeno iz česa je posamezni kazalnik APM sestavljen oz. kako se ga izračuna (enačba), da lahko vsak uporabnik s pomočjo računovodskih izkazov družbe omenjeni kazalnik izračuna tudi sam (ter ga s tem bolje razume/preveri). Agencija je pri nadzoru ugotovila, da večina javnih družb v tem delu ni sledila Smernicam APM.
- Agencija je ugotovila, da je v letnem poročilu zelo malo družb pojasnilo namen uporabe določenega kazalnika APM (zgolj 20 % družb od 70 %, ki APM uporabljajo in so jih pravilno prepoznale, je navedlo namen njihove uporabe oz. njihov pomen za bralca). Smernice APM v 33. in 34. odstavku zahtevajo, da mora izdajatelj pojasniti zakaj meni, da kazalnik APM zagotavlja uporabne informacije v zvezi s finančnim stanjem, finančno uspešnostjo ali denarnimi tokovi izdajatelja, kot tudi namen uporabe določenega kazalnika APM.
- Agencija je ugotovila, da imajo družbe v svojih letnih poročilih za leto 2018 kazalnike APM prikazane primerjalno s podatki preteklega obračunskega obdobja, kot to določa 37. odstavek Smernic APM (zadevno se torej ni izkazalo kot problematično, saj je 95 % javnih družb, od 70 %, ki APM uporabljajo in so jih pravilno prepoznale, te predstavilo s primerjavo v preteklem obračunskem letom).«

## **5.2 Analiza alternativnih meril uspešnosti poslovanja v letnih poročilih javnih družb za poslovno leto 2019**

Raziskovalna vprašanja magistrskega dela se glasijo:

- V kolikšnem obsegu in kam so slovenske javne družbe v letnih poročilih za leto 2019 vključile kazalnike AMUP?
- Kateri kazalniki AMUP so bili najpogosteje prikazani v letnih poročilih javnih družb za leto 2019?
- Ali so kazalniki AMUP v letnih poročilih slovenskih javnih družb predstavljeni v skladu s predpisanimi Smernicami?

V vzorec so bile vključene vse javne družbe, ki so imele ta status na dan 30. 4. 2020, to je 34 javnih družb (priloga 1).

### 5.2.1 Obseg prikazanih alternativnih meril uspešnosti poslovanja

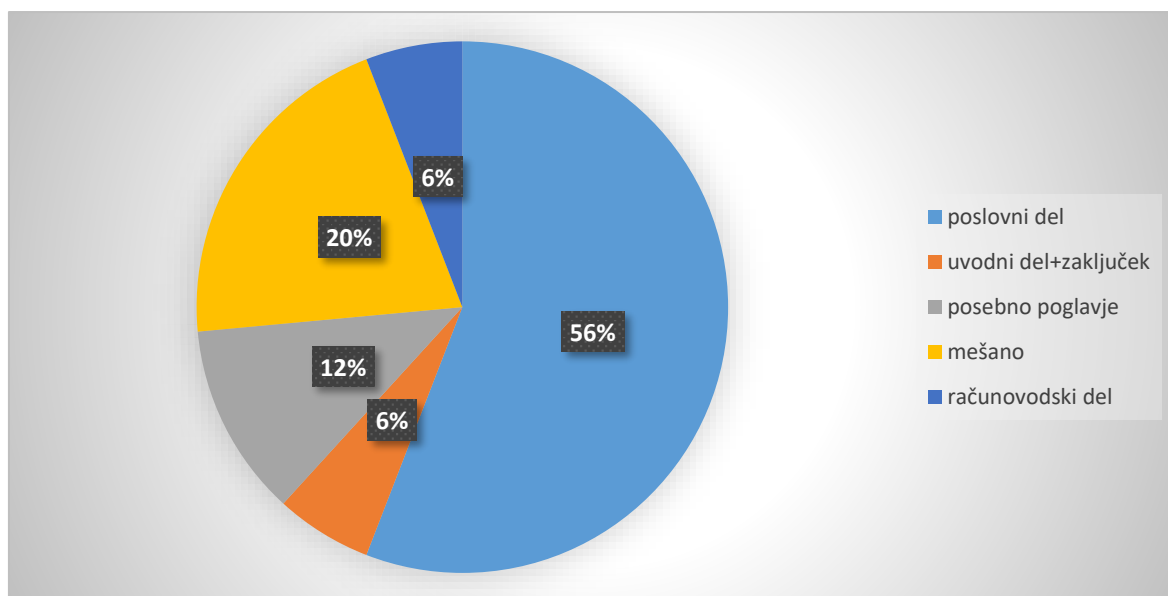
Pri obravnavi prvega vprašanja sem želela odgovoriti na vprašanje koliko javnih družb v Sloveniji v svoja letna poročila vključuje kazalnike AMUP in kam v letnih poročilih so jih uvrstile. Pregledala sem letna poročila vseh javnih družb, ki so zavezane k objavi letnega poročila in sicer sem pregledala letna poročila za poslovno leto 2019.

Vse javne družbe (34) so v svoje letno poročilo vključile kazalnike AMUP, ena izmed njih je sicer v letnem poročilu zapisala, da kazalnikov ne uporablja, vendar sem pri analizi ugotovila, da temu ni tako. Torej lahko zaključimo, da so vse javne družbe v letnem poročilu za leto 2019 uspešnost svojega poslovanja prikazale tudi s pomočjo kazalnikov AMUP.

Seveda pa je toliko bolj pomembno, da družba v letno poročilo vključi kazalnike pravilno, torej v skladu s Smernicami, kajti le takšni imajo pravo vrednost za vlagatelje in drugo zainteresirano javnost.

Glede na to, da lahko javne družbe kazalnike prikazujejo kjerkoli v letnem poročilu, torej bodisi v uvodu, poslovnem delu ali računovodskem poročilu, slika 4 prikazuje kje slovenske javne družbe najpogosteje prikazujejo kazalnike AMUP.

Slika 4: Prikaz najpogosteje uporabljenih kazalnikov AMUP



Vir: lastno delo.

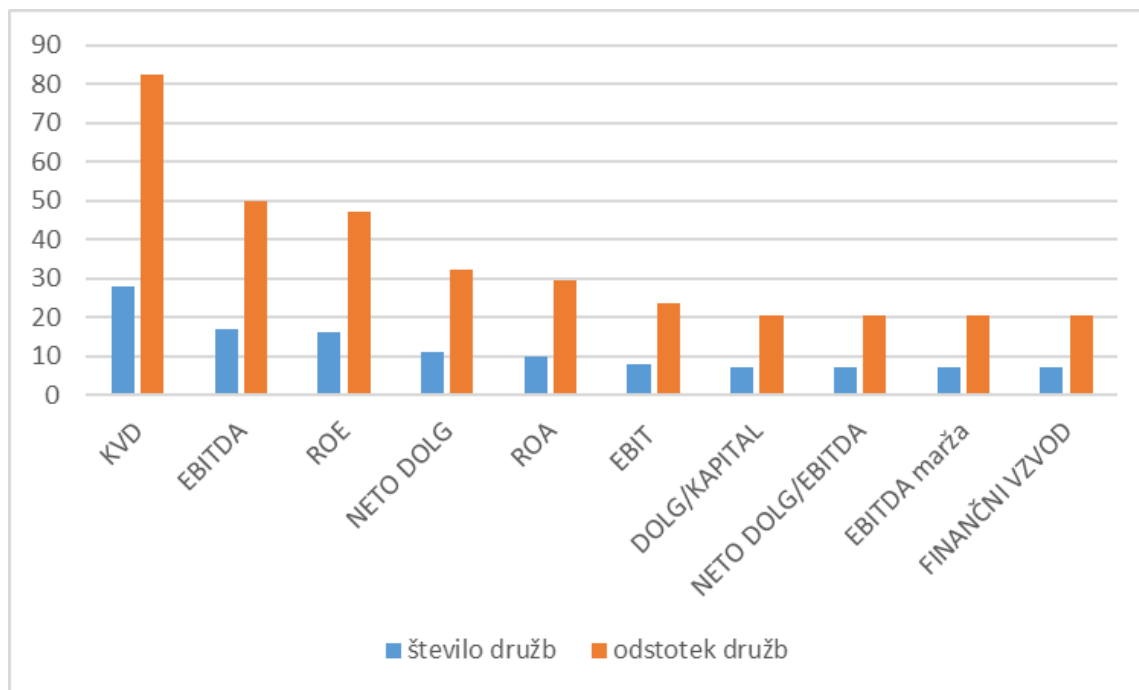
Iz slike 4 je razvidno, da javne družbe najpogosteje o AMUP govorijo v poslovnem delu letnega poročila, in sicer najpogosteje so kazalniki uvrščeni v tabele, kjer družbe predstavljajo ključne informacije o svojem poslovanju. Javne družbe torej v večini (90 %) s kazalniki prikazujejo poslovanje svoje družbe že na začetku letnega poročila oziroma lahko rečemo v poslovnem delu letnega poročila. V računovodskem delu je tega zelo malo (zgolj 3 %), prav tako na koncu letnega poročila.

Zgornja analiza nam pove, da je za javne družbe pomembno, da kazalnike AMUP, s katerimi pokažejo ključne informacije o svojem poslovanju, predstavijo na začetku letnega poročila, kar pomeni, da se jim zdijo podatki, ki jih kazalniki AMUP sporočajo pomembni. In prav zaradi tega morajo biti kazalniki AMUP predstavljeni na način, ki omogočajo bralcu letnega poročila pridobiti resnično sliko o javni družbi. Z dosledno uporabo kazalnikov AMUP javne družbe izboljšajo primerljivost, zanesljivost in razumljivost finančnih informacij, s čimer prispevajo tudi k zaščiti vlagateljev.

### 5.2.2 Najpogosteje navedena alternativna merila uspešnosti poslovanja

Pri obravnavi drugega vprašanja me je zanimalo katere kazalnike AMUP slovenske javne družbe najpogosteje uporabljajo. Pri pregledu najpogosteje uporabljenih kazalnikov AMUP je na sliki 5 prikazanih TOP10 kazalnikov, ki so jih javne družbe prikazale v svojih letnih poročilih za leto 2019.

Slika 5: Najpogostejši kazalniki AMUP v letnih poročilih javnih družb



Vir: lastno delo.

Iz zgornje slike je razvidno, da so največkrat uporabljeni kazalniki AMUP v letnih poročilih sestavljeni iz podatkov razvidnih iz izkaza poslovnega izida (EBITDA, ROE, ROA, EBIT), med kazalniki, ki se nanašajo na izkaz finančnega izida so najpogostejši kazalniki KVD, neto dolg, neto dolg/EBITDA in dolg/kapital. Največ javnih družb (28 družb) v svojih letnih poročilih prikazuje kazalnik KVD, 17 družb prikazuje kazalnik EBITDA in ROE, sledita pa kazalnika neto dolg in ROA.

Pri pregledu letnih poročil javnih družb za leto 2019 sem ugotovila, da 6 javnih družb (skoraj 19 % vseh javnih družb) v svojem letnem poročilu navaja kazalnike, ki so bili do leta 2016 obvezni del SRS in je bila njihova uporaba obvezna, po letu 2016 pa so ti kazalniki del PSR.

PSR so torej stopila v veljavo leta 2016 s prenovljenimi SRS. Pred tem so bila del SRS, torej je bila njihova uporaba obvezna, sedaj pa SRS zgolj dopolnjujejo. Pravilo PSR št. 8 govori o računovodskih kazalnikih, ki se uporabljajo pri analiziranju računovodskih podatkov in oblikovanju računovodskih informacij kot podlage za odločanje. Ti kazalniki so lahko izraženi kot deleži, koeficienti ali indeksi. Kazalnike glede na objektivne možnosti merjenja in posebnosti svojega poslovanja izbere družba sama. Pravila navajajo temeljne računovodske kazalnike po posameznih področjih (Slovenski inštitut za revizijo, 2016a):

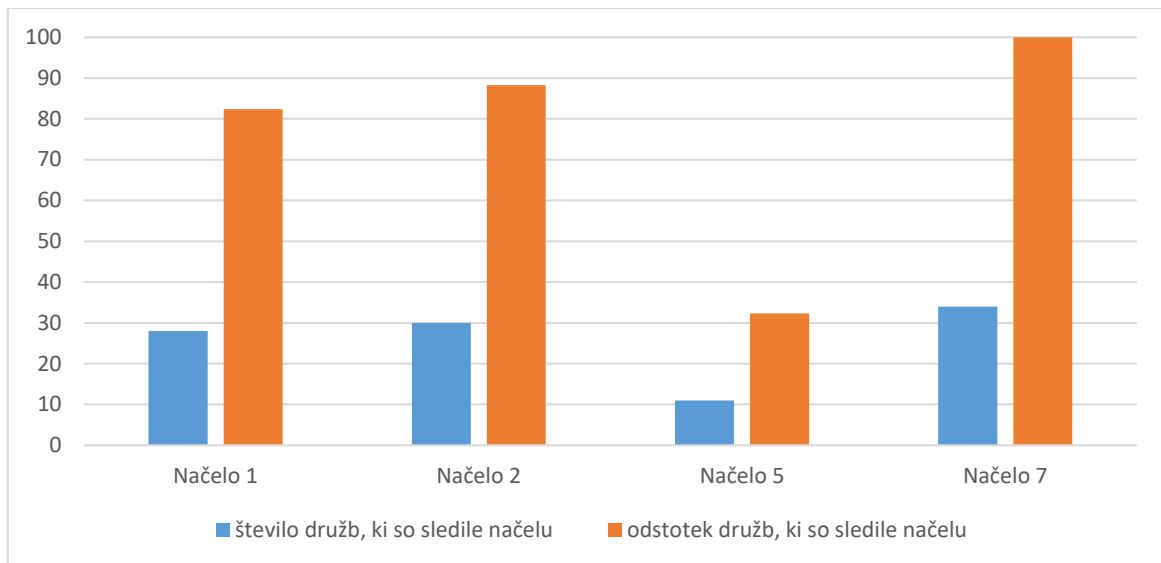
- kazalniki financiranja,
- kazalniki investiranja,
- kazalniki vodoravne finančne sestave,
- kazalniki gospodarnosti,
- kazalniki dobičkonosnosti,
- kazalniki obračanja,
- kazalniki donosnosti,
- kazalniki dodane vrednosti in
- kazalniki denarnega izida.

Glede na dejstvo, da omenjeni kazalniki niso več predpisani, torej niso določeni v veljavnem okviru računovodskega poročanja, bi jih javne družbe morale pripoznati kot kazalnike AMUP in pri njihovi predstavitvi v letnem poročilu slediti Smernicam AMUP. Več o teh ugotovitvah v naslednjem podpoglavju.

### 5.2.3 Skladnost alternativnih meril uspešnosti poslovanja s smernicami

V vzorcu je bilo 34 javnih družb, ki so letno poročilo za poslovno leto 2019 objavile in v letnem poročilu poslovanje družbe predstavile s pomočjo različnih kazalnikov. Pri pregledu letnih poročil javnih družb za poslovno leto 2019 sem se osredotočila na štiri načela, ki sem jih preverjala (slika 6):

Slika 6: Analiza štirih načel AMUP



Vir: lastno delo.

– **Ali javne družbe v Sloveniji pripoznajo kazalnike AMUP (načelo 1)?**

Analiza je pokazala, da šest javnih družb v svojih letnih poročilih ni pripoznalo kazalnikov. Gre za družbe, ki so v svoja letna poročila vključile kazalnike, ki so bili do leta 2016 obvezni in predpisani v SRS (o teh kazalnikih je več napisanega v prejšnjem poglavju).

– **Ali družbe sledijo načelu 2, ki določa, da je potrebno opredeliti kazalnike AMUP ter prikazati njegove sestavne dele?**

Analiza je pokazala, da samo 4 javne družbe niso predstavile izračuna kazalnikov, kar pomeni da je 87,5 % družb pri predstavitvi kazalnikov AMUP sledilo načelu 2.

– **Ali so družbe pri prikazovanju kazalnikov AMUP pojasnile njihovo uporabo, da uporabniki razumejo zakaj jih družba prikazuje (načelo 5)?**

Ugotovitev iz analize je, da je samo ena tretjina javnih družb opisala namen uporabe določenega kazalnika. Razlog predpisujem dejstvu, da družbe v večini prikazujejo kazalnike, ki se že od nekdaj uporabljajo in se družbe ne zavedajo, da niso del računovodskih izkazov oziroma niso predpisane in da so to kazalniki AMUP (primer: kazalnik EBITDA).

– **Nazadnje pa sem preverjala ali so kazalniki AMUP prikazani za ustrezna prejšnja obdobja (načelo 7)?**

Analiza je pokazala, da so vse javne družbe sledile načelu in so prikazala primerjalne podatke.

### 5.3 Primerjava študije ESMA in slovenske raziskave

V tem poglavju je prikazana primerjava med obema raziskavama, torej med študijo ESMA in analizo, ki sem jo opravila. Splošna ugotovitev je, da sta raziskavi prinesli podobne rezultate. V nadaljevanju povzemam podobnosti in razlikovanja med obema analizama.

- **Kje v letnem poročilu družb se kazalnike AMUP najpogosteje prikazuje?** Študija ESMA in moja raziskava sta pokazali, da družbe najpogosteje uporabljajo kazalnike AMUP v poslovnem delu letnega poročila.
- **Na katere izkaze se kazalniki AMUP najpogosteje nanašajo?** Obe raziskavi kažeta, da se kazalniki AMUP največkrat nanašajo na izkaz poslovnega izida, finančnega stanja in denarnih tokov.
- **Najpogosteje uporabljeni kazalniki AMUP?** Javne družbe v Sloveniji najpogosteje uporabljajo enake kazalnike AMUP kot ostali evropski izdajatelji (EBITDA, ROA, ROE, neto dolg, itd.).
- **Skladnost izdajateljev s Smernicami AMUP?** Moja analiza obsega štiri najpomembnejša načela (načelo 1, 2, 5 in 7), zato je v nadaljevanju prikazana primerjava teh štirih načel.

Prav tako kot je bilo ugotovljeno v študiji ESMA, je tudi iz analize zaznati pomanjkljivosti pri načelu razlage (načelo 5) in dobro usklajenost pri načelu 7 (primerjani podatki). V nasprotju z ugotovitvijo organa ESMA, analiza kaže na dobro raven skladnosti z načelom 1 (Kaj je AMUP?) in načelom 2 (razkritje).

## SKLEP

Družbe, ki imajo vrednostne papirje uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu v Sloveniji ali drugi državi članici EU, pridobijo poseben status – status javne družbe.

Javne družbe so dolžne zagotavljati bistveno več informacij, kot ostale gospodarske družbe, ki svojih vrednostnih papirjev nimajo uvrščenih v trgovanje na organiziranem trgu. Zagotavljati morajo bistvene informacije o svojem preteklem poslovanju, rednem poslovanju, o svojih načrtih za prihodnost, o tveganjih, ki so jim izpostavljene itd. Pri poročanju se morajo držati predpisanih pravil, kajti le tako se lahko zagotovi enaka

obravnava delničarje, vlagateljev in druge zainteresirane javnosti in ne prihaja do arbitraže na trgu.

Transparentnost informacij je področje, ki daje bistveno prednost organiziranim trgom pred neorganiziranimi trgovi, zato je poudarek na transparentnosti zelo velik. Namen transparentnosti poročanja javnih družb je, da investitorji lažje sprejmejo odločitve o svojih naložbah v vrednostne papirje družbe.

Zaradi pomembnosti razkrivanja informacij in zagotavljanja zaščite vlagateljev ter varnost finančnega sistema je potrebno, da je področje poročanja javnih družb regulirano in da nad spoštovanjem izvajanja predpisov bdijo neodvisne organizacije, ki nadzirajo izvajanje teh predpisov in v primeru kršitev izrekajo ustrezne sankcije. V Sloveniji je to ATVP.

Letno poročilo je najobsežnejši in najpomembnejši dokument javne družbe, ki ga družba javnosti predstavi enkrat letno. Lahko bi rekli, da je ogledalo družbe. V njem so zajete vse bistvene in pomembne informacije o preteklih dosežkih družbe, o načrtih za prihodnost, o pomembnejših dogodkih, ki so v tistem letu zaznamovali družbo itd. Letno poročilo je povzetek dogajanj družbe v preteklem letu in oris prihodnosti družbe.

V Sloveniji so letna poročila javnih družb predpisana z ZTFI-1 in ZGD-1 ter Smernicami AMUP, če družba v svojem letnem poročilu prikazuje uspešnost poslovanja s kazalniki AMUP.

Družbe v letnem poročilu govorijo predvsem o svojih uspehih, dosežkih in pozitivni viziji za prihodnost, kar lahko prikažejo tudi s kazalniki AMUP. Kazalnik so merila, ki niso del računovodskih izkazov in torej niso predpisana, vlagatelju pa zagotavljajo dodatne informacije, ki omogočajo boljše razumevanje finančnih rezultatov družbe. Da pri tem ne bi prihajalo do prikrivanja finančnih rezultatov družbe, in s tem do zavajanja javnosti, je potrebno pri prikazovanju uspešnosti poslovanja preko kazalnikov AMUP spoštovati načela, ki so predpisana v Smernicah AMUP. Smernice se uporabljajo oziroma so praviloma zavezujoče za vse države članice EU, kar pripomore k vzpostavitvi zaupanja v natančnost in uporabnost teh informacij in izboljšanju zaščite vlagateljev.

Analizirane družbe v magistrski nalogi so vse družbe, ki so imele status javne družbe in so objavile letno poročilo družbe za poslovno leto 2019. Takih družb je bilo 34, kar pomeni, da je bil pregledanih 34 letnih poročil za poslovno leto 2019.

Iz analize je razvidno, da slovenske javne družbe v večini, pri izkazovanju uspešnosti družbe, uporabljajo kazalnike AMUP. Analiza je pokazala tudi, da velika večina družb kazalnike AMUP predstavi na začetku letnega poročila, bodisi v uvodu, pismu uprave ali poslovnem delu letnega poročila. To pomeni, da se družbe zavedajo pomembnosti poročanja s pomočjo kazalnikov AMUP.

Najpogosteje uporabljeni kazalniki AMUP v letnih poročilih javnih družb za poslovno leto 2019 so KVD, EBITDA in ROE, sledijo pa jim neto dolg ROA in EBIT. Seveda pa je zelo pomemben podatek ali javne družbe pri prikazovanju kazalnikov sledijo načelom, ki so predpisana v Smernicah.

Pri analizi štirih načel smernic (opredelitev kazalnikov, razkritja, uporabnost in primerljivosti) so bile zaznane predvsem pomanjkljivosti pri načelu razlage kazalnikov, se pravi, da družbe premalo pozornosti posvečajo pojasnjevanju kazalnikov oziroma ne navedejo razlogov zakaj kazalniki zagotavljajo koristne informacije za družbo. Podobni rezultati so razvidni tudi iz omenjene študije, ki je opisana v petem poglavju magistrskega dela, ki je bila izvedena s strani organa ESMA in je zajemala 123 evropskih izdajateljev, med njimi tudi 2 slovenska.

Moja ugotovitev pri analizi kazalnikov AMUP je, da so Smernice AMUP pomanjkljive oziroma veliko načel je zapisanih nerazumljivo, kar je razvidno tudi iz študije ESMA. V sled temu je na ravni EU v pripravi akcijski načrt za izboljšanje uporabe smernic in izvajanje nadzora njenih določb.

Kazalniki uspešnosti poslovanja so pomemben del informacij, ki jih javne družbe posredujejo javnosti in prav zato morajo biti prikazane z največjo skrbnostjo in poštenostjo, kar pa je mogoče le z ustrezno regulacijo. S smernicami AMUP je bilo veliko že narejenega. Potrebno pa jih je izboljšati, da bodo še koristnejše, tako za izdajatelje pri predstavljanju uspešnosti družbe, kot tudi za delničarje, potencialne vlagatelje in drugo zainteresirano javnost.

## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma a). *Mednarodno sodelovanje*. Pridobljeno 9. junija 2020 iz <https://www.a-tvp.si/mednarodno-sodelovanje/mednarodno-sodelovanje-atvp>
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma b). *O Agenciji*. Pridobljeno 5. junija 2020 iz <https://www.a-tvp.si/predstavitev-agencije/predstavitev-naloge-in-pristojnosti>
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2019). *Okrožnica javnim družbam*. Pridobljeno 20. avgusta 2020 iz [https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/priporocila/Okroznice/Okroznica\\_za\\_javnim\\_druzbam18122019.pdf](https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/priporocila/Okroznice/Okroznica_za_javnim_druzbam18122019.pdf)
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2020a). *Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2019*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2020b). *Priročnik za izdajatelje*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz: [https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/Prirocnik\\_za\\_izdajatelje.pdf](https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/Prirocnik_za_izdajatelje.pdf)



6. Alta. (brez datuma). *Izobraževalne vsebine*. Pridobljeno 6. oktobra 2020 iz <https://www.alta.si/sl-si/nalozbena-akademija/izobrazevalne-vsebine/51/vrednost-delnice>
7. Bajuk Mušič, A. (2016). *Poslovno poročilo*. Pridobljeno 21. avgusta 2020 iz <https://www.revijaiks.si/2016/03/Racunovodstvo/clanek/273594/poslovno%20porocilo?h=kazalnik%20poslovanja>
8. Bratina, B. & Primec, A. (2017). Izdelava poslovnih poročil, izjav o upravljanju ter izjav o nefinančnih informacijah v konsolidiranih letnih poročilih in letnih poročilih posameznih gospodarskih družb. *Podjetje in delo*, 43(6/7), 977–988.
9. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial management* (8. izd.). Ohio, South-Western: Mason.
10. Brouwer, A. J. (2013). *Profit, performance, perception': a research into the use of alternative performance measures in the European Union*. Pridobljeno 15. maja 2020 iz <https://dare.uva.nl/search?identifier=8814aea3-b3ad-4c67-8345-d152e31128bb>
11. Dainelli, F. & Bini, L. (2011). *The Informational Capacity of Financial Performance Indicators in European Annual Reports*. Maggioli Editore.
12. Dobiček iz poslovanja. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. september 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/dobicek-iz-poslovanja-ebit.html>
13. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. september 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/ebitda.html>
14. Donos na kapital. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/donos-na-kapital-ROE.html>
15. Donos na sredstva. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/donos-na-sredstva-ROA.html>
16. Ernst & Young Global Limited. (2018, oktober). *Alternative Performance Measures*. Pridobljeno 10. maja 2020 iz [https://www.ey.com/en\\_gl/ifrs-technical-resources/applying-ifrs-alternative-performance-measures](https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/applying-ifrs-alternative-performance-measures)
17. European Securities and Markets Authority. (brez datuma). *About ESMA*. Pridobljeno 9. junij 2020 iz <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>
18. European Securities and Markets Authority. (2014, 28. oktober). *Smernice organa ESMA o nadzoru finančnih informacij*. Pridobljeno 6. maja 2020 iz [https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/smernice-esma/Smernice\\_nadzor\\_FI\\_prevod2017.pdf](https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/smernice-esma/Smernice_nadzor_FI_prevod2017.pdf)
19. European Securities and Markets Authority. (2015a). *Final Report ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*. Pridobljeno 5. maj 2020 iz [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1057\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_alternative\\_performance\\_measures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1057_final_report_on_guidelines_on_alternative_performance_measures.pdf)
20. European Securities and Markets Authority. (2015b). *Smernice Alternativna merila uspešnosti poslovanja*. Pridobljeno 9. maja 2020 iz [https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/smernice-esma/Smernice\\_ESMA\\_Alternativna\\_merila\\_uspesnosti\\_poslovanja.pdf](https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/zakonodaja/smernice-esma/Smernice_ESMA_Alternativna_merila_uspesnosti_poslovanja.pdf)

21. European Securities and Markets Authority. (2020, 17. april). *Questions and answers ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures (APMs)*. Pridobljeno 2. maja 2020 iz [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-51-370\\_qas\\_on\\_esma\\_guidelines\\_on\\_apms.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-51-370_qas_on_esma_guidelines_on_apms.pdf)
22. High-Level Group on Financial Supervision in EU. (2009). *Report*. Belgium: Brussels.
23. Horvat, T. (2000). Priprava letnega poročila za komuniciranje z interesnimi skupinami podjetja. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*.
24. Horvat, T. (2002). *Kritična analiza razkritij v letnih poročilih slovenskih podjetij* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Horvat, T. (2003). Priprava razkritij v letnem poročilu gospodarske družbe. Ljubljana: *Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije*.
26. International Financial Reporting Standards Foundation. (2015, februar). *Disclosure Initiative. Principle of Disclosure-Alternative Performance Measures*. Pridobljeno 16. maja 2020 iz <https://www.ifrs.org/-/media/feature/meetings/2015/february/iasb/disclosure-initiative/ap11b-pod-alternative-performance-measures.pdf>
27. Irish Auditing and Accounting Supervisory Authority. (2017). *Alternative Performance Measures – Thematic survey*. Pridobljeno 15. marca 2020 iz [https://www.iaasa.ie/getmedia/1fd03585-c071-45a6-bc01-cca56ca8925e/2017\\_09\\_05-APM-Thematic-final-for-publication.pdf?ext=.pdf](https://www.iaasa.ie/getmedia/1fd03585-c071-45a6-bc01-cca56ca8925e/2017_09_05-APM-Thematic-final-for-publication.pdf?ext=.pdf)
28. Igličar, A., Hočevnar, M. & Zaman Groff, M. (2013). *Uvod v računovodstvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Kunšek, M. (2019, 9. januar). *Letno poročilo je ogledalo podjetja*. Pridobljeno 2. junija 2020 iz <https://www.findinfo.si/medijsko-sredisce/v-srediscu/234410>
30. Ljubljanska borza, d. d. (2019). *Priporočila javnim družbam za obveščanje*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d.
31. Ljubljanska borza, d. d. & Združenje nadzornikov Slovenije. (2016). *Slovenski kodeks upravljanja javnih delniških družb*, Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d., Združenje nadzornikov Slovenije.
32. Magli, F., Nobolo, A. & Ogliari, M. (2017, 20. november). *Alternative Performance Measures and ESMA Guidelines: Improving Stakeholders' Communication.. International Journal of Business and Management (Vol. 12)*.
33. Marža iz poslovanja. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/ebit-marza-iz-poslovanja.html>
34. Mitkova Blajevitch N. (2010). *Analiza konkurenčnih podjetij z računovodskimi kazalniki* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*.
36. Mohor, M. (2018). *Zakaj je letno poročilo pomemben odraz vašega podjetja?* Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://mladipodjetnik.si/novice-in-dogodki/novice/zakaj-je-letno-porocilo-pomemben-odraz-vasega-podjetja>
37. Morela, J. (2004). *Trgovanje na podlagi notranjih informacij* (magistrsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.

38. Moscariello, N. & Pizzo, M. (2020). *Reporting Non-GAAP Financial Measures: A Theoretical and Empirical Analysis in Europe*. Cambridge Scholars Publishing.
39. Multiplikator čistega dobička. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/pe-kazalnik.html>
40. Multiplikator knjigovodske vrednosti. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. Septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/pb-kazalnik.html>
41. Neto dolg. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. septembra 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/neto-dolg.html>
42. Neto dolg / EBITDA. (brez datuma). *Finančni slovar*. Pridobljeno 5. september 2020 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/neto-dolg-ebitda.html>
43. Novak. A. (2007). Glavne značilnosti računovodskega poročanja na podlagi MSRP. *Management*, 2(4), 345–361.
44. Odar, M. (2013). Splošno o letnem poročilu. *IKS*, 40(1), 17–27.
45. Odar, M. (2014). Splošno o letnem poročilu. *IKS*, 40(1), 18–27.
46. PricewaterhouseCoopers. (2017, junij). *An alternative picture of performance*. Pridobljeno 6. maja 2020 iz <https://www.pwc.co.nz/pdfs/an-alternative-picture-of-performance.pdf>
47. PricewaterhouseCoopers. (2019, oktober). *Non-GAAP measures and the ongoing dialogue: What you should know*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/in-the-loop/non-gaap-measures.pdf>
48. Slovenski inštitut za revizijo. (2016a). *Pravila skrbnega računovodenja*. Pridobljeno 20. avgusta 2020 iz <https://si-revizija.si/datoteke/standardi/1508/psr-2016.pdf>
49. Slovenski inštitut za revizijo. (2016b). *Slovenski računovodski standardi (2016)*. Pridobljeno 2. septembra 2020 iz <https://si-revizija.si/datoteke/standardi/1533/srs-2016-www.pdf>
50. Štiblar, F. (2013), *Stebri finančnega sistema samostojne Slovenije. Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli*. Ljubljana: ZRC SAZU



## **PRILOGE**



**Priloga 1: Seznam javnih družb na dan 30. 4. 2020**

	<b>NAZIV</b>	<b>ULICA</b>	<b>KRAJ</b>
1	CETIS, grafične in dokumentacijske storitve, d. d.	Čopova ulica 24	Celje
2	CINKARNA Metalurško-kemična industrija Celje, d. d.	Kidričeva 26	Celje
3	DATALAB Tehnologije, d. d., Ljubljana	Koprska ulica 92	Ljubljana
4	DELO PRODAJA družba za razširjanje in prodajo časopisov, d. d.	Dunajska 5	Ljubljana
5	DRUŽBA ZA AVTOCESTE V REPUBLIKI SLOVENIJI, d. d.	Ulica 14. Divizije 4	Celje
6	DZS, založništvo in trgovina, d. d.	Dalmatinova 2	Ljubljana
7	HRAM HOLDING, finančna družba, d. d.	Vilharjeva 29	Ljubljana
8	IMPOL 2000 družba za upravljanje d. d.	Partizanska ulica 38	Slovenska Bistrica
9	INTEREUROPA, Globalni logistični servis, d. d.	Vojkovo nabrežje 32	Koper
10	ISTRABENZ, holdinška družba, d. d.	Ulica Zore Perello Godina 2	Koper
11	KD, finančna družba, d. d.	Celovška 206	Ljubljana
12	KD GROUP, finančna družba, d. d.	Celovška 206	Ljubljana
13	KOMPAS SHOP, trgovina, d. d.	Šmartinska cesta 52	Ljubljana
14	KRKA, tovarna zdravil, d. d., Novo mesto	Šmarješka cesta 6	Novo Mesto
15	KS NALOŽBE, finančne naložbe d. d.	Dunajska 9	Ljubljana
16	LUKA KOPER, pristaniški in logistični sistem, d. d.	Vojkovo nabrežje 38	Koper
17	M1, finančna družba, d. d., Ljubljana	Vojkova 58	Ljubljana
18	MELAMIN kemična tovarna, d. d., Kočevje	Tomšičeva ulica 9	Kočevje
19	NAMA Trgovsko podjetje, d. d.	Tomšičeva 1	Ljubljana
20	NIKA investiranje in razvoj d. d.	Trg izgnancev 1a	Brežice
21	NOVA LJUBLJANSKA BANKA, d. d.	Trg republike 2	Ljubljana
22	PETROL, Slovenska energetska družba, d. d., Ljubljana	Dunajska cesta 50	Ljubljana
23	POSLOVNI SISTEM MERCATOR, d. d.	Dunajska cesta 107	Ljubljana
24	POZAVAROVALNICA SAVA, d. d.	Dunajska cesta 56	Ljubljana
25	SALUS promet s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi, d. d., Ljubljana	Litostrojska cesta 46 A	Ljubljana
26	SIJ-Slovenska industrija jekla, d. d.	Gerbičeva ulica 98	Ljubljana

	<b>NAZIV</b>	<b>ULICA</b>	<b>KRAJ</b>
27	SKUPINA PRVA, zavarovalniški holding, d. d.	Ameriška ulica 8	Ljubljana
28	SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.	Mala ulica 5	Ljubljana
29	TELEKOM SLOVENIJE, d.d.	Cigaletova 15	Ljubljana
30	TERME ČATEŽ d. d. Čatež ob Savi	Topliška cesta 35	Čatež ob Savi
31	UNION HOTELI, d. d.	Miklošičeva cesta 1	Ljubljana
32	UNIOR, d. d.	Kovaška cesta 10	Zreče
33	VIPA HOLDING d. d.	Lokarjev drevored 1	Ajdovščina
34	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d.d.	Miklošičeva 19	Ljubljana

*Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2020).*



## Priloga 2: Viri za izdelavo analize

1. Letno poročilo družbe CETIS, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
2. Letno poročilo družbe CINKARNA CELJE, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
3. Letno poročilo družbe DARS, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
4. Letno poročilo družbe DATALAB, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
5. Letno poročilo družbe DELO PRODAJA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
6. Letno poročilo družbe DZS, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
7. Letno poročilo družbe HRAM HOLDING, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
8. Letno poročilo družbe IMPOL 2000, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
9. Letno poročilo družbe INTEREUROPA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
10. Letno poročilo družbe ISTRABENZ, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
11. Letno poročilo družbe KD, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
12. Letno poročilo družbe KD GROUP, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
13. Letno poročilo družbe KOMPAS SHOP, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
14. Letno poročilo družbe KRKA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
15. Letno poročilo družbe KS NALOŽBE, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
16. Letno poročilo družbe LUKA KOPER, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
17. Letno poročilo družbe M1, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
18. Letno poročilo družbe MELAMIN, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
19. Letno poročilo družbe NAMA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
20. Letno poročilo družbe NIKA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
21. Letno poročilo družbe NLB, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
22. Letno poročilo družbe PETROL, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
23. Letno poročilo družbe POSLOVNI SISTEM MERCATOR, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
24. Letno poročilo družbe POZAVAROVALNICA SAVA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
25. Letno poročilo družbe SALUS, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
26. Letno poročilo družbe SIJ, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
27. Letno poročilo družbe SKUPINA PRVA, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
28. Letno poročilo družbe SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
29. Letno poročilo družbe TELEKOM, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
30. Letno poročilo družbe TERME ČATEŽ, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
31. Letno poročilo družbe UNION HOTELI, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
32. Letno poročilo družbe UNIOR, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
33. Letno poročilo družbe VIPA HOLDING, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).
34. Letno poročilo družbe ZAVAROVALNICA TRGILAV, d. d. za poslovno leto 2019 (2020).