

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**OCENJEVANJE INVESTICIJSKIH PROGRAMOV MALIH
PODJETIJ IN SAMOSTOJNIH PODJETNIKOV**

LJUBLJANA, DECEMBER 2004

BOJAN ISKRA

IZJAVA

Študent Bojan Iskra izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Metke Tekavčič in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah in dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.12.2004

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. MALO PODJETJE IN SAMOSTOJNI PODJETNIK	3
2.1. <i>Malo podjetje</i>	3
2.2. <i>Samostojni podjetnik</i>	4
3. INVESTICIJE	5
3.1. <i>Opredelitev investicij</i>	5
3.2. <i>Investicije v Sloveniji</i>	6
4. INVESTICIJSKI PROGRAM KOT OSNOVA VSAKE INVESTICIJE	7
4.1. <i>Namen investicijskega programa</i>	7
4.2. <i>Vsebina investicijskega programa</i>	8
5. OCENJEVANJE INVESTICIJSKIH PROGRAMOV	10
5.1. Analiza preteklega poslovanja investitorja	10
5.1.1. Bilanca stanja	10
5.1.1.1. <i>Stalna sredstva</i>	11
5.1.1.2. <i>Gibljava sredstva</i>	12
5.1.1.3. <i>Kapital</i>	13
5.1.1.4. <i>Dolgovi</i>	13
5.1.1.5. <i>Dolgoročne rezervacije in kratkoročne pasivne časovne razmejitev</i>	13
5.1.2. Lastni deleži, prevrednotovanje ter krediti lastniku	14
5.1.2.1. <i>Lastni deleži</i>	14
5.1.2.2. <i>Posebno prevrednotovanje zaradi okrepitve sredstev (osnovnih sredstev in dolgoročnih finančnih naložb)</i>	16
5.1.2.3. <i>Kredit lastniku podjetja</i>	18
5.1.3. Izkaz poslovnega izida	18
5.1.4. Drugi poslovni prihodki, amortizacija ter rezervacije	20
5.1.4.1. <i>Drugi poslovni prihodki</i>	20
5.1.4.2. <i>Spreminjanje višine obračunane amortizacije med posameznimi leti</i>	21
5.1.4.3. <i>Oblikovanje dolgoročnih rezervacij</i>	21
5.1.5. Posebnosti pri analizi poslovanja samostojnega podjetnika	22
5.1.6. Kreditno tveganje	23
5.2. Predračunska vrednost investicije	28
5.2.1. <i>Vlaganja v osnovna sredstva</i>	28
5.2.2. <i>Vlaganja v trajna obratna sredstva</i>	29
5.2.3. <i>Dokazila za realnost predračunske vrednosti</i>	30
5.3. Viri financiranja investicije	32
5.3.1. Lastni viri financiranja	33
5.3.2. Zunanji viri financiranja	35
5.3.2.1. <i>Dolgoročna bančna posojila</i>	36
5.3.2.2. <i>Skladi</i>	37
5.3.2.2.1. <i>Slovenski podjetniški sklad</i>	37
5.3.2.2.2. <i>Strukturni skladi Evropske unije</i>	38
5.3.2.3. <i>Lizing</i>	40

<i>5.4. Tržna in tehnološka analiza</i>	42
5.4.1. Tržna analiza	42
5.4.2. Tehnološka analiza	44
<i>5.5. Projekcije poslovanja in metode za presojo uspešnosti naložb</i>	45
5.5.1. Statične metode za ocenjevanje investicij	47
5.5.2. Dinamične metode za ocenjevanje investicij	48
5.5.3. Realnost pripravljenih projekcij	53
<i>5.6. Instrumenti zavarovanja dolgoročnih bančnih posojil</i>	55
6. PRAKTIČNA PRIMERA OCENE INVESTICIJSKEGA PROGRAMA	57
6.1. Ocena investicijskega programa za investicijo v novo proizvodno linijo samostojnega podjetnika Janeza Novaka.....	57
6.2. Ocena investicijskega programa za podjetje Projekt d. o. o. za nakup novih poslovnih prostorov	60
7. SKLEP	63
LITERATURA	67
VIRI	68

KAZALO TABEL

Tabela 1: Plačila za investicije in vrednost bruto investicij v Sloveniji (1998–2002).....	6
Tabela 2: Viri financiranja investicij v Sloveniji v obdobju 1998–2001.....	7
Tabela 3: Sredstva EU za strukturne namene v Sloveniji za obdobje 2004–2006 v tekočih milijardah SIT ter v % celotne vrednosti.....	40
Tabela 4: Predvidena struktura virov financiranja.....	57
Tabela 5: Projekcija izkaza poslovnega izida.....	59
Tabela 6: Viri financiranja investicije.....	61
Tabela 7: Projekcija izkaza poslovnega izida.....	62
Tabela 8: Plan odplačila obstoječih in novih dolgoročnih obveznosti.....	62

KAZALO SHEM

Shema 1: Bilanca stanja.....	11
Shema 2: Izkaz poslovnega izida.....	19

1. UVOD

Investicije imajo po svoji kakovosti, količini, strukturi in uspešnosti odločilno vlogo v dolgoročnem razvoju celotnega gospodarstva. Določajo bodočo gospodarsko strukturo in s tem strukturo proizvodnje. Z investicijskimi odločitvami kot dolgoročnimi odločitvami namreč usklajujemo ponudbo s povpraševanjem oziroma proizvodnjo s potrošnjo, ne samo globalno, ampak tudi po strukturi (Stepko, 1980, str. 1).

Investicije so vsak izdatek z namenom povečanja prihodnjega dohodka. To je najsplošnejša opredelitev in omogoča, da med investicije uvrstimo tako materialne kot tudi nematerialne naložbe, ki postajajo vse bolj pomembne (Senjur, 1993, str. 30). Investicije so ene izmed najbolj pomembnih odločitev v podjetju, saj zahtevajo velik obseg denarnih sredstev in dolgoročno vplivajo na poslovanje podjetja. Predvidena ekonomska doba investicije traja lahko tudi več kot deset let, nepravilna odločitev pa lahko obremenjuje obstoječe poslovanje družbe in preprečuje nadaljnjo rast in razvoj.

Dejstvo je, da investitor nima vedno na voljo dovolj lastnih sredstev za financiranje predvidenih investicij, zato si sposodi del manjkajočih sredstev pri drugih financerjih, predvsem bankah. Banke (pa tudi drugi financerji) zahtevajo pred vključitvijo v projekt (financiranjem) predložitev investicijskega programa.

Investicijski program je potreben iz naslednjih razlogov (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 5):

- da investitor uredi in sistematizira podatke in informacije, ki so potrebni za izvedbo projekta;
- da investitor vsaj nekoliko zmanjša tveganje, ki je sicer nujno povezano z investicijskim podvigom;
- da sam zase oceni, ali se mu splača iti v investicijski podvig;
- da prepriča bodoče sofinancerje (vlagatelje trajnega kapitala ali kreditodajalce), da se jim v ta projekt splača naložiti svoj kapital.

Magistrsko delo sem omejil na analizo investicijskih programov malih podjetij in samostojnih podjetnikov. Navedena skupina gospodarskih subjektov predstavlja pomemben delež slovenskega gospodarstva.

Med vsemi družbami, ki so predložile finančne izkaze za leto 2002, je bilo 95,3 % malih, 2,6 % srednjih in 2,1 % velikih družb. V letu 2002 so male družbe zaposlovale 31,6 % vseh delavcev, poslovale z 22,2 % vseh sredstev in ugotovile 25,1 % vseh čistih prihodkov od prodaje (AJ PES, 2003b, str. 9).

V letu 2002 so mali podjetniki zaposlovali 63.202 delavcev, kar je predstavljalo 13,5 % vseh zaposlenih. Nosilci dejavnosti niso vključeni v omenjeni delež. Ob upoštevanju, da je

podatke iz letnih poročil oddalo 53.199 podjetnikov, je število zaposlenih skoraj še enkrat večje (AJPES, 2003a, str. 2).

Mala podjetja in samostojni podjetniki se skoraj vedno soočajo s pomanjkanjem lastnih sredstev za izvajanje investicij in težje pridobivajo denarna sredstva pri banki kot velika. Ta problem se pojavlja posebno takrat, ko je predvidena investicija velika glede na obstoječi obseg poslovanja in akumulacijo podjetja (če gre na primer za bistveno povečanje obsega poslovanja).

Namen dela je analizirati posamezne sestavine, ki jih mora vključevati investicijski program, tudi če gre za investicije manjših vrednosti. Poudarek je na analizi preteklih bilančnih podatkov podjetij, realnosti predračunske vrednosti, finančni konstrukciji investicije in projekcijah poslovanja.

Cilj dela je predstaviti probleme, s katerimi se pri ocenjevanju investicijskih programov srečujemo pri bančni obravnavi. Omenjena tematika se nanaša tako na problematiko nekaterih postavk v finančnih izkazih podjetij, kot tudi na probleme, ki se pojavljajo pri finančni konstrukciji investicije, opredeljevanju predračunske vrednosti ter tržne analize. Izpostavil bom tudi nekatere najpogostejše napake, ki se pojavljajo pri izdelavi projekcij poslovanja investitorja. Prikazal bom praktična primera ocene investicijskega programa za malo podjetje in samostojnega podjetnika.

Magistrsko delo se bo po eni strani opiralo na teoretična spoznanja o finančnih izkazih podjetij in samostojnih podjetnikov ter ocenjevanju investicijskih programov, ki jih zasledimo pri domačih in tujih avtorjih. Ugotovil sem, da je za ocenjevanje investicijskih programov s strani banke obseg literature bolj skromen, saj se pretežni del literature nanaša na oceno investicij s strani investitorjev samih.

Po drugi strani pa bom v magistrsko delo vključil praktične izkušnje, ki sem jih pridobil pri ocenjevanju investicijskih programov pri svojem delu v SKB banki v zadnjih štirih letih. Uporabil bom tudi informacije, ki jih posredujejo različne javne institucije, ki se nanašajo na navedeno tematiko (SURS, AJPES).

Magistrsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. V *prvem delu* bom navedel nekatere bistvene razlike med malim podjetjem in samostojnim podjetnikom, sledila pa bo definicija investicij in njihovega obsega v Sloveniji tudi z vidika razlikovanja v zbranih podatkih s strani različnih institucij, ki te podatke pripravljajo. Četrto poglavje je namenjeno opredelitvi namena in vsebine investicijskega programa. *Osrednji del naloge* predstavlja peto poglavje z naslovom Ocenjevanje investicijskih programov. Omenjeno poglavje zajema opis osnovnih sestavin, ki naj bi jih vsak investicijski program imel. Vključuje analizo preteklega poslovanja investitorja z vidika predstavljenih bilančnih podatkov ter predračunsko vrednost investicije in zapiranje finančne konstrukcije. Vključuje tudi

metode za presojo uspešnosti naložb, kljub temu da so te namenjene predvsem presoji uspešnosti investicij z vidika investorjev. V ta osrednji del naloge je vključeno tudi poglavje o instrumentih zavarovanja bančnih kreditov, ki je pomembno predvsem z vidika banke. ***Ob koncu magistrskega dela*** bom predstavil še praktični primer ocene investicijskega programa za samostojnega podjetnika in malo podjetje. Navedena primera bosta predstavljala bolj »vzorec«, kako naj bi bila ocena videti, saj je skoraj vsak investicijski program »poglavje zase« in se ocene lahko med seboj zaradi različnih osnov (predmet investicije), obsega in značaja investicije bistveno razlikujejo. V zaključnem poglavju bom predstavil sklepe, do katerih bom prišel med izdelavo magistrskega dela.

2. MALO PODJETJE IN SAMOSTOJNI PODJETNIK

V nadaljevanju predstavljam opredelitev malega podjetja in samostojnega podjetnika. Pri obeh vrstah gospodarskih subjektov gre predvsem za različni pravni vidik ureditve, saj imata sicer veliko podobnosti. Z nazadnje sprejetimi računovodskimi standardi so omenjeni subjekti precej poenoteni tudi s tega vidika.

2.1. Malo podjetje

Statistiki in ekonomisti po svetu pri opredeljevanju velikosti podjetja uporabljajo predvsem naslednje lahko merljive kriterije (Frölich, 1994, str. 13):

- število zaposlenih,
- prihodki,
- vrednost sredstev.

Če se upošteva vrednost sredstev, je ta razpon med 50.000 in 500.000 USD v storitvenih dejavnostih in med 100.000 USD in 2 mio USD, kjer je zahtevana bolj sofisticirana opremljenost z delovnimi stroji in napravami.

Opredelitev s številom zaposlenih vključuje v razvitih državah podjetja z manj kot 500 zaposlenimi med mala podjetja, medtem ko je v manj razvitih državah to merilo med 20 in 100 zaposlenimi. V teh državah veliko podjetje pomeni več kot 100 zaposlenih, na Japonskem več kot 200, v razvitih evropskih državah več kot 500 in v ZDA več kot 1000 zaposlenih.

Slovenski zakon o gospodarskih družbah razvršča podjetja na mala, srednja in velika po naslednjih merilih:

- povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu,
- čisti prihodki od prodaje v zadnjem poslovnem letu,
- vrednost aktive ob koncu poslovnega leta.

Majhna družba je družba, ki izpolnjuje dve od naslednjih meril (ZGD, novela F, 2001, 52. člen):

- povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu ne presega 50,
- čisti prihodki od prodaje v zadnjem poslovnem letu so manjši od milijarde tolarjev,
- vrednost aktive ob koncu poslovnega leta ne presega 500 milijonov tolarjev.

Na osnovi novega zakona o gospodarskih družbah so se navedena merila precej spremenila. Na osnovi zadnjih razpoložljivih podatkov (prejšnjega zakona) je veljalo, da za izpolnjevanje meril vključenosti med mala podjetja letni prihodki ne smejo presegati 200 milijonov SIT in povprečna vrednost aktive 100 milijonov SIT (glede povprečnega števila zaposlenih ni bilo sprememb), kar pomeni petkratno povečanje obeh opredeljenih meril. Sprememba meril se kaže tudi v tem, da je kar nekaj podjetij, ki so bila pred novim zakonom vključena med srednja podjetja, postalo malo podjetje.

Zakon o podpornem okolju za podjetništvo opredeljuje tudi mikro podjetja. Mikro podjetje je tisto, ki zaposluje do pet ljudi, njegov letni prihodek pa ne presega 50 milijonov tolarjev. Omenjeni zakon naj bi pomenil tudi podlago za uvajanje ukrepov za olajšano poslovanje mikro podjetij, ki pa jih bo potrebno uvesti s spremembami Zakona o gospodarskih družbah in davčnih predpisov. Sicer pa se ti ukrepi nanašajo na vodenje poslovnih knjig, davčno poslovanje in vodenje poslovnega registra ter obveznosti poročanja podjetij.

Mala podjetja so največkrat organizirana kot družbe z omejeno odgovornostjo, ki spadajo med kapitalske družbe in za katere velja, da je odgovornost družbenikov omejena. Družbeniki odgovarjajo za obveznosti družbe le s svojim vloženim premoženjem. Na temelju vložka in sorazmerno z njegovo vrednostjo v osnovnem kapitalu vsak družbenik pridobi svoj poslovni delež.

2.2. Samostojni podjetnik

Navedena oblika organizacije pomeni predvsem prednost v enostavnosti postopka sprejemanja odločitev in nizkih organizacijskih in operativnih stroškov. Osnovna značilnost je neomejena odgovornost nosilca dejavnosti, kar z vidika poravnave njegovih obveznosti pomeni, da lahko poleg kapitala, vloženega v dejavnost, izgubi tudi ostalo osebno premoženje. Približno 75 % od 21 milijonov gospodarskih subjektov v ZDA posluje v obliki samostojnega podjetnika, ustvarijo pa približno 6 % vseh prihodkov in 27 % vsega dobička gospodarstva ZDA (Block, Hirt, 2000, str. 8).

Samostojni podjetnik posameznik je po določbah ZGD fizična oseba, ki na trgu samostojno opravlja pridobitno dejavnost, in sicer kot svojo izključno dejavnost in odgovarja za obveznosti z vsem svojim premoženjem.

Način vodenja poslovnih knjig in sestavljanje letnega poročila samostojnega podjetnika je za leto 2002 še določal Pravilnik o vodenju poslovnih knjig in sestavljanju letnega poročila za samostojnega podjetnika iz leta 1995. Samostojni podjetniki načeloma vodijo poslovne knjige po sistemu dvostavnega knjigovodstva, v določenih primerih pa je možno vodenje poslovnih knjig tudi po sistemu enostavnega knjigovodstva.

V spremembah Zakona o gospodarskih družbah iz leta 2001 je bilo določeno, da za samostojne podjetnike, katerih obseg poslovanja ustreza merilom velikih ali srednjih podjetij, veljajo enake zahteve glede načina vodenja računov, računovodskih izkazov in letnih poročil kot za takšne gospodarske družbe. Samostojni podjetniki, katerih obseg poslovanja ustreza merilom majhne družbe, lahko enostavno knjigovodstvo uporabljajo še do 31. 12. 2004, če ne presegajo dveh od naštetih meril (ZGD, novela F, 2001):

- povprečno število zaposlenih ne presega 5,
- letni prihodki ne presegajo 25,2 milijona SIT,
- povprečna vrednost poslovnih sredstev ne presega 12,6 milijonov SIT.

Izbira med enostavnim in dvostavnim knjigovodstvom je tako možna le še za pripravo izkazov za leto 2003 in 2004, nato pa bo ta vrsta knjigovodstva za samostojne podjetnike ukinjena.

Za pripravo računovodskih izkazov za samostojne podjetnike za leto 2003 je v veljavi nov slovenski računovodski standard 39, pripravljen s strani Slovenskega inštituta za revizijo. Njegova značilnost je predvsem v tem, da se povečuje obseg informacij, ki jih mora ustreznim organom predložiti samostojni podjetnik. Na osnovi tega so obveznosti podjetja razdeljene na dolgoročne in kratkoročne. Slabost pa je v tem, da so kratkoročne finančne in poslovne obveznosti prikazane v eni postavki, kar še vedno onemogoča poglobljeno analizo. Res pa je, da na takšen način lahko sedaj prikazujejo kratkoročne obveznosti tudi mala podjetja. Poleg tega gre za nekatera nova poimenovanja posameznih bilančnih postavk (na primer podjetnikov kapital namesto obveznosti na lastniškem računu), ki pa vsebinsko ostaja enak in še vedno pomeni le razliko med celotnimi sredstvi samostojnega podjetnika in njegovimi dolgovi.

3. INVESTICIJE

3.1. Opredelitev investicij

Izraz investicije ali naložbe se v literaturi in tudi v poslovni praksi uporablja za različne pojme. Najpogosteje pomeni nakup tistih delovnih sredstev, za katera se obračunava amortizacija, kar pomeni, da gre za naložbe v tehničnem smislu, to so naložbe, ki izboljšujejo tehnično opremljenost dela oziroma opremljenost dela z osnovnimi sredstvi. Vsako povečanje osnovnih sredstev pa ima za posledico tudi povečanje drugih prvin poslovnega procesa (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 1998, str. 308).

Širše gledano so investicije vsak izdatek, ki je izdan z namenom povečanja dohodka v prihodnosti. Po statistični opredelitvi pa so investicije vse, kar se ne porabi (Senjur, 1995, str. 100). Investicije so za podjetje zelo pomembne, saj zahtevajo velik obseg denarnih sredstev in dolgoročno vplivajo na poslovanje podjetja. Običajno je investicija enkratna naložba, ki se je po izvedbi ne da več spreminjati in njena (ne)uspešnost posredno in neposredno vpliva na poslovanje podjetja v daljšem časovnem obdobju. Predvidena ekonomska doba investicije lahko traja tudi več kot deset let in nepravilna odločitev ali izbira investicije bi pomenila, da izpad dohodka obremenjuje obstoječe poslovanje družbe in preprečuje nadaljnjo rast in razvoj.

3.2. Investicije v Sloveniji

V Sloveniji se z zbiranjem podatkov o obsegu investicij na makro ravni ukvarjata Statistični urad Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS) in Agencija za javnopravne evidence Republike Slovenije (v nadaljevanju AJPES). V tabeli 1 so prikazane bruto investicije v nova in rabljena osnovna sredstva v podjetjih, družbah in organizacijah v skupnem znesku v obdobju 1998–2002 s strani SURS-a in plačila za investicije s strani AJPES-a (podatki so v milijonih SIT):

Tabela 1: Plačila za investicije in vrednost bruto investicij v Sloveniji (1998–2002)

<i>Leto</i>	<i>Plačila za investicije (AJPES)</i>	<i>Bruto investicije (SURS)</i>
1998	350.215	555.512
1999	424.135	676.637
2000	447.992	810.344
2001	514.197	833.444
2002	524.626	*

* podatek še ni na voljo

Vir: AJPES in Statistični letopis Republike Slovenije 2003, str. 468

Razlika med obema podatkomoma je vrednostna in vsebinska. Vrednost bruto investicij v osnovna sredstva je dejanska vrednost investicij ob njihovi uresničitvi ne glede na denarna sredstva, ki bodo ali so bila izplačana v ta namen. Podatek AJPES-a (plačila za investicije) pa so denarna sredstva, izplačana v namen investiranja ne glede na čas graditve ali nabave.

Podatki o vrednosti bruto investicij zajemajo naslednje (Statistični letopis Republike Slovenije 2003, stran 466):

- nakupe (fizično ustvarjenih) lastnih osnovnih sredstev (novih in rabljenih) v tekočem letu (dokončane in nedokončane gradnje, izdelava in nakup zgradb, opreme in drugega), ne glede na to, ali so bili v poročevalskem letu plačani ali ne,
- posodobitve, rekonstrukcije in renovacije na že obstoječih osnovnih sredstvih,
- lastno izgradnjo in pridobitev osnovnih sredstev,
- nabavno vrednost osnovnih sredstev v finančnem zakupu (lizing).

Podatki o višini bruto investicij med seboj niso neposredno primerljivi, saj so se dogajale različne spremembe v metodologiji zbiranja podatkov (npr. od leta 2000 so v analizo zajete družbe z omejeno odgovornostjo z več kot 10 zaposlenimi, medtem ko so pred tem vključevali pravne osebe s tremi ali več zaposlenimi). Podatke zbirajo na osnovi vprašalnika.

Statistični Urad zbira tudi podatke o virih financiranja investicij v nova in rabljena osnovna sredstva v podjetjih, družbah in organizacijah, ki so za obdobje 1998–2001 prikazana v naslednji tabeli (podatki so v milijonih SIT):

Tabela 2: Viri financiranja investicij v Sloveniji v obdobju 1998–2001

Leto	Lastna sredstva	Delež v %	Finančni krediti	Delež v %	Sredstva iz namenskih skladov	Delež v %	Združena sredstva in pridobitev OS brez nadomestila	Delež v %	Skupaj	Delež v %
1998	397.450	72%	113.112	20%	33.856	6%	11.093	2%	555.511	100%
1999	449.936	66%	127.977	19%	74.997	11%	23.727	3%	676.637	100%
2000	543.645	67%	173.123	21%	62.409	8%	31.167	4%	810.344	100%
2001	545.754	65%	157.134	19%	104.877	13%	25.678	3%	833.444	100%

Vir: Statistični letopis RS 2003, str. 468

Iz zgornje tabele je razvidno, da je bil pretežni del virov za financiranje investicij v letu 2001 (65 %) zagotovljen iz lastnih sredstev investorjev, 19 % virov so predstavljali finančni krediti.

4. INVESTICIJSKI PROGRAM KOT OSNOVA VSAKE INVESTICIJE

4.1. Namen investicijskega programa

V ekonomski dobi projekta (investicije) moramo priskrbeti sredstva za naslednji investicijski cikel in razširjeni obseg proizvodnje. To ob koncu življenjske dobe pomeni

nov investicijski, tehnološki, proizvodni in tržni cikel. Zato objektivna in temeljita izdelava investicijskega programa zmanjšuje tveganje in povečuje dolgoročno uspešnost družbe.

Investitor, ki se odloča za realizacijo posamezne naložbe, se vsekakor sooči s potrebo po izdelavi investicijskega programa. Ta je potreben zato, da investitor zbere skupaj vse informacije, ki so potrebne za realizacijo investicije oziroma izvedbo projekta in v tem okviru tudi za zmanjšanje tveganja, ki se v okviru takih projektov tudi pojavlja (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 5). Glede na to, da investicije niso vselej oziroma so bolj redko financirane le z lastnimi viri investitorja, je priprava investicijskega programa potrebna tudi za morebitne druge vlagatelje oziroma financerje projekta (tukaj mislimo predvsem na banke, ki so pri nas še vedno najbolj pogost posojilodajalec na dolgoročnem področju).

Temeljni namen investicijskega programa kot orodja je boljše in popolnejše razmišljanje o načrtovanih naložbah, je smerokaz in ogrodje naložbe. Z njim dokazujemo, da je nameravana investicija možna in da je izbrana najboljša možnost.

4.2. Vsebina investicijskega programa

Investicijski program je tehnološko-tehnična in ekonomska osnova za investicijsko odločitev. Obsega povzetke posameznih analitičnih študij ali idejnih projektov, ki so sestavni deli celotne dokumentacijske osnove, in nekatere izvirne podrobne informacije o poslovnih učinkih projekta. Podatki v investicijskem programu morajo biti kar se da natančni in popolni. Za tehtno reševanje nekaterih vprašanj in za prepričljivo utemeljevanje posameznih osnovnih značilnosti nameravane naložbe so potrebne tudi posebne analitične študije, iz katerih črpamo osnove in argumentiramo razvojne razloge za investicijsko odločitev. Glede na specifičnost vsake posamezne naložbe je seveda potrebno število in obseg teh študij in njihov pomen za končno odločitev različno (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 9).

Ponavadi imajo mala podjetja računovodsko službo organizirano zunaj podjetja, poleg tega jim investicijske programe pripravljajo zunanje institucije. Marsikdaj se zgodi, da so menedžerji v teh podjetjih in obratovalnicah predvsem podjetniki in ne finančniki. Na osnovi vsega navedenega je ponavadi težko priti do vseh potrebnih informacij za oceno predvidene investicije. Investicijski programi (bolj pogosto govorimo o prejeti dokumentaciji) so pomanjkljivo pripravljene in ne vključujejo vseh potrebnih sestavin, zato je skoraj vedno potrebno zahtevati dodatne informacije, čeprav gre v bistvu za osnovne informacije. Kakršna koli zahteva po dodatnih informacijah lahko pomeni odvrnitev samostojnega podjetnika ali podjetja od nameravane zahteve po bančnem kreditu (ne razpolaga z ustreznimi pojasnili) oziroma odhod k drugi banki ali finančni ustanovi, kjer naj bi lažje prišli do finančnih sredstev.

Če se osredotočimo na glavne sestavine, ki naj bi jih imel vsak investicijski program, tudi če gre za investicije manjših vrednosti, so te predvsem naslednje:

- *finančni izkazi o preteklem poslovanju investitorja (in podatki o poslovanju v tekočem letu),*
- *opredelitev predračunske vrednosti investicije,*
- *opredelitev virov financiranja investicije,*
- *projekcije poslovanja (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz finančnih tokov).*

Vsebina zahtevanih elementov s strani banke pa tudi s strani investitorja je odvisna predvsem od vrste investicije in njenega obsega (absolutno in relativno glede na obseg poslovanja investitorja). Če gre za investicije večjega obsega je potrebno v program vključiti tudi (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 9):

- raziskavo trga,
- tehnološke študije,
- ekološke študije,
- arhitektonsko gradbene študije,
- lokacijske projekte.

Glede na posebnosti posamezne naložbe, je število posebnih študij in tudi njihov pomen različen. Na primer tržni in tehnološko-tehnični analizi se v primeru širitve obstoječe proizvodnje ni moč izogniti, vendar pa je v tem primeru analiza lokacije manj pomembna kot za novogradnjo, ekološko sporna proizvodnja mora posvetiti posebno pozornost ekološki študiji. Po drugi strani pa na primer nakup že zgrajene stavbe, ki jo bo podjetje uporabljalo za lastne poslovne prostore, ne zahteva posebnih študij, ampak se pri analizi daje poudarek predvsem finančni analizi podjetja in s tem možnosti za zagotovitev predvidenih lastnih virov in sposobnost odplačila predvidenega bančnega kredita.

Čeprav je vsak investicijski program vsebinsko drugačen, pa so njegovi elementi dokaj standardizirani. Vsak program naj bi obravnaval naslednja temeljna vprašanja o naložbi (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 9):

- investitorjeve možnosti in sposobnosti,
- tržne možnosti (prodajne in nabavne),
- tehnološko-tehnične značilnosti,
- probleme lokacije,
- vprašanja zaščite okolja in varstva pri delu,
- organizacijske rešitve,
- finančne elemente,
- oceno upravičenosti,
- oceno zanesljivosti oziroma tveganja in
- zbirno oceno z zaključki.

Obseg in vloga posameznih naštetih poglavij sta za različne projekte različna.

5. OCENJEVANJE INVESTICIJSKIH PROGRAMOV

5.1. Analiza preteklega poslovanja investitorja

Vsak investicijski program mora vključevati izkaz poslovnega izida in izkaz stanja investitorja za pretekla leta (banke ponavadi zahtevajo podatke za pretekla tri leta) in podatke o poslovanju v tekočem letu, če je na primer polovica poslovnega leta ob predložitvi investicijskega programa oziroma obravnave investicije v banki že mimo.

Preverjanje poslovanja v preteklih letih je osnova za dokazovanje bodočih poslovnih možnosti. Preverjanje preteklega poslovanja temelji na podatkih iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida, ki omogoča vpogled v tekoče poslovanje investitorja, medtem ko bilanca stanja predstavlja vpogled v njegovo premoženje in vire njegovega financiranja.

V tem poglavju bo podana podlaga za analizo finančnega položaja podjetja z analizo izkaza stanja in izkaza poslovnega izida. V nadaljevanju bodo opredeljeni tudi nekateri kazalniki, ki so za to analizo ključni. Izkaz finančnih tokov je na osnovi 56. člena ZGD obvezen za velike in srednje delniške družbe, velike družbe z omejeno odgovornostjo, povezane družbe in družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi, medtem ko za majhne družbe ni obvezen. Razlaga postavk temeljnih računovodskih izkazov bo temeljila na Slovenskih računovodskih standardih, sprejetih v decembru 2001 in prvič uporabljenih za pripravo finančnih izkazov v letu 2002. V okviru analize bilance stanja in izkaza poslovnega izida bodo predstavljeni problemi, s katerimi se soočamo na osnovi novih računovodskih standardov.

5.1.1. Bilanca stanja

Bilanca stanja je temeljni računovodski izkaz, ki prikazuje stanje sredstev in obveznosti do virov ob koncu obračunskega obdobja, torej na določen dan. Ureja ga Slovenski računovodski standard 24. Iz bilance stanja je mogoče ugotoviti premoženjsko in finančno zgradbo podjetja na določen dan (ob koncu obračunskega obdobja), saj kaže obseg in kakovost sredstev (stalnih in gibljivih) ter obseg in kakovost njihovega financiranja (z lastniškimi in dolžniškimi viri financiranja). Večjo uporabno vrednost ima analiza dveh zaporednih bilanc stanja, iz katerih lahko vidimo spremembe, ki so se zgodile v obdobju med preseki bilance stanja. Sredstva, izkazana v bilanci stanja, so posledica njihove pridobitve v preteklosti ter pričakovanih koristi v prihodnosti. Kapital je trajen vir lastniškega financiranja sredstev podjetja, ki zapade v plačilo le, če podjetje preneha poslovati. Dolg je sedanja obveznost podjetja. S poravnavo dolga se zmanjšajo sredstva podjetja (Bergant, 1998, str. 12–16).

Razčlenitev izkaza stanja je odvisna od velikosti podjetja. Banke kot osnovo pri analizi uporabljajo statistične podatke iz bilance stanja, katerih prilagojena oblika za mala podjetja

(dodane so samo nekatere analitične postavke, ki so predmet komentarja v nadaljevanju) je prikazan v shemi 1:

Shema 1: Bilanca stanja

Sredstva	Obveznosti do virov sredstev
A. STALNA SREDSTVA	A. KAPITAL
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	I. Vpoklicani kapital
1. Dolgoročno odloženi stroški poslovanja	1. Osnovni kapital
2. Druga neopredmetena dolgoročna sredstva	2. Nevpoklicani kapital
II. Opredmetena osnovna sredstva	II. Kapitalske rezerve
III. Dolgoročne finančne naložbe	III. Rezerve iz dobička
1. Lastni deleži	IV. Preneseni čisti poslovni izid
2. Druge dolgoročne finančne naložbe	V. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja
B. GIBLJIVA SREDSTVA	VI. Prevrednotovalni popravki kapitala
I. Zaloge	1. Splošni prevrednotovalni popravek kapitala
II. Poslovne terjatve	2. Posebni prevrednotovalni popravek kapitala
a) Dolgoročne poslovne terjatve	B. REZERVACIJE
b) Kratkoročne poslovne terjatve	C. FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI
III. Kratkoročne finančne naložbe	a) Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti
IV. Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	b) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti
C. AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	D. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE

Vir: Slovenski računovodski standardi 2001, SRS št. 24

Pri analizi izkaza stanja je smiselno analizirati predvsem izkazana osnovna sredstva, stanje zalog in terjatev iz poslovanja, med viri pa kapital, dolgoročne in kratkoročne obveznosti iz financiranja ter kratkoročne obveznosti iz poslovanja. Ostale postavke v izkazu stanja je smiselno natančneje analizirati le, če po svoji vrednosti predstavljajo znaten delež med sredstvi ali obveznostmi do virov teh sredstev. V nadaljevanju povzemam ključne opredelitve posameznih postavk.

5.1.1.1. Stalna sredstva

Stalna sredstva vključujejo neopredmetena dolgoročna sredstva, opredmetena osnovna sredstva in dolgoročne finančne naložbe. So ožji pojem od dolgoročnih sredstev, saj so dolgoročne terjatve iz poslovanja vključene med gibljiva sredstva.

Neopredmetena dolgoročna sredstva zajemajo naložbe v pridobljene dolgoročne pravice do industrijske lastnine (koncesije, patenti, licence, blagovne znamke), dolgoročno odložene stroške in naložbe v dobro ime prevzetega podjetja.

Opredmetena osnovna sredstva so sredstva v lasti ali finančnem najemu, ki se uporabljajo pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma dajanju v najem ali za pisarniške namene ter se bodo po pričakovanjih uporabljala v več kot enem obračunskem

obdobju. Zajemajo zemljišča, zgradbe, proizvodjalno opremo, drugo opremo, osnovno čredo in večletne nasade.

Dolgoročne finančne naložbe so sestavni del dolgoročnih finančnih instrumentov podjetja in so sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, dolgoročno povečevalo svoje finančne prihodke. Dolgoročne finančne naložbe so večinoma naložbe v kapital drugih podjetij ali finančne dolgove drugih podjetij. Poleg tega vključujejo še odkupljene lastne delnice in deleže, ki so podrobneje opredeljeni v nadaljevanju. Poleg naštetega dolgoročne finančne naložbe vključujejo še finančne naložbe v naložbene nepremičnine, ki so v posesti za trgovanje ali dane v finančni najem, da bi se z njimi dolgoročno dosegali donosi.

5.1.1.2. Gibljiva sredstva

Med gibljiva sredstva vključujemo obratna sredstva (terjatve, zaloge, denarna sredstva in aktivne časovne razmejitve) ter kratkoročne finančne naložbe.

Zaloge so praviloma sredstva v opredmeteni obliki, ki bodo porabljeni pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma pri proizvodnji za prodajo, ali prodana v okviru rednega poslovanja. Stvar v zalogi se v knjigovodskih razvidih in izkazu stanja pripozna, če je verjetno, da bodo pritekale gospodarske koristi, povezane z njo, in je mogoče njeno nabavno oziroma stroškovno vrednost zanesljivo izmeriti.

Terjatve so na premoženjskopравnih in drugih razmerjih zasnovane pravice zahtevati od določene osebe plačilo dolga, dobavo kakih stvari ali opravitev kake storitve. Dolgoročne terjatve se pojavljajo v zvezi s prodajo na up (kredit) z dolgoročnim odplačevanjem, lahko pa tudi kot odložene terjatve za davek ali kot dolgoročne varščine. Vse ostale terjatve se štejejo kot kratkoročne. Terjatve, za katere se domneva, da ne bodo poravnane ob zapadlosti oziroma v celotnem znesku, je treba šteti kot dvomljive, če se je zaradi njih začel sodni postopek, pa kot sporne terjatve (na tej osnovi je potrebno oblikovati ustrezne popravke vrednosti terjatev).

Kratkoročne finančne naložbe so sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, kratkoročno povečevalo svoje finančne odhodke. To so večinoma naložbe v finančne dolgove drugih podjetij, države ali drugih izdajateljev, lahko pa tudi v kapital drugih podjetij. Tukaj so vključeni tudi kratkoročni depoziti pri bankah.

Aktivne časovne razmejitve zajemajo kratkoročno odložene stroške oziroma kratkoročno odložene odhodke ter kratkoročno nezaračunane prihodke. Prvi so ob svojem nastanku zneski, ki še ne bremenijo dejavnosti in še ne vplivajo na poslovni izid. Kratkoročno nezaračunani prihodki pa se pojavijo, če se v poslovnem izidu utemeljeno upoštevajo tudi

prihodki, za katere do takrat še ni bilo prejeto plačilo in ki jih tudi ni bilo mogoče nikomur zaračunati.

5.1.1.3. Kapital

Celotni kapital je njegova obveznost do lastnikov, ki zapade v plačilo, če podjetje preneha obstajati, pri čemer se velikost kapitala popravi glede na tedaj dosegljivo ceno čistega premoženja. Opredeljen je z zneski, ki so jih vložili lastniki, ter z zneski, ki so se pojavili pri poslovanju in pripadajo lastnikom. Z novimi računovodskimi standardi je bil na novo opredeljen in definiran prevrednotovalni popravek kapitala, ki je razčlenjen na splošni in posebni prevrednotovalni popravek. Prvi omogoča izražanje vrednosti osnovnega kapitala, kapitalskih rezerv, rezerv iz dobička in prenesenega čistega dobička (ali čiste izgube) iz prejšnjih let v spremenjeni kupni moči, merjeni na podlagi spremembe vrednosti evra, v kateri so te sestavine kapitala izražene. Opravi se, če se vrednost evra v primerjavi z vrednostjo tolarja v preteklem koledarskem letu poveča za vsaj 5,5 %. Posebni prevrednotovalni popravek kapitala pa je rezultat okrepitve sredstev oziroma oslabitve dolgov. Pojavi se zaradi okrepitve opredmetenih osnovnih sredstev ter dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb in zaradi oslabitve dolgoročnih in kratkoročnih dolgov pred njihovim odplačilom.

5.1.1.4. Dolgovi

Poleg lastnih virov uporablja podjetje za financiranje svojega poslovanja tudi zunanje vire. Zadolži se lahko dolgoročno ali kratkoročno, po vsebini pa ločimo obveznosti iz poslovanja in obveznosti iz financiranja. Dolgoročni dolgovi so pripoznane obveznosti v zvezi s financiranjem lastnih sredstev, ki jih je treba v obdobju, daljšem od leta dni, vrniti oziroma poravnati. Dolgoročni finančni dolgovi so dobljena dolgoročna posojila na podlagi posojilnih pogodb in izdani dolgoročni vrednostni papirji. Dolgoročni poslovni dolgovi so dolgoročni dobaviteljski krediti za kupljeno blago ali storitve, pa tudi dolgovi do najemodajalcev v primeru finančnega najema in obveznosti za odložene davke.

5.1.1.5. Dolgoročne rezervacije in kratkoročne pasivne časovne razmejitve

Dolgoročne rezervacije se oblikujejo za obveznosti, ki se bodo po predvidevanjih na podlagi obvezujočih preteklih dogodkov pojavile v obdobju, daljšem od leta dni, in katerih velikost je zanesljivo ocenjena. Vključujejo dolgoročno odložene prihodke in dolgoročno vnaprej vračunane stroške oziroma odhodke. Med prve prištevamo predvsem dolgoročne rezervacije na račun slabega imena, med druge pa dolgoročne rezervacije za reorganizacijo, za pričakovane izgube iz kočljivih pogodb in za pokojnine.

Dolgoročne rezervacije se v knjigovodskih razvidih in izkazu stanja pripoznavaajo z ustreznim odbitkom od siceršnjih prihodkov ali z vračunavanjem ustreznih stroškov oziroma odhodkov, če je verjetno, da bodo v prihodnosti nastajali takšni stroški oziroma odhodki in je zanje potrebno dolgoročno rezerviranje pokrivanja.

Pasivne kratkoročne časovne razmejitve zajemajo kratkoročno vnaprej vračunane stroške oziroma odhodke (nastajajo na podlagi enakomernega obremenjevanja dejavnosti ali poslovnega izida pa tudi zalog s pričakovanimi stroški, ki se še niso pojavili) ter kratkoročno odložene prihodke (v primeru, če še niso opravljene sicer zaračunane ali celo plačane storitve, vendar zaradi tega ni običajnih obveznosti do kupcev, ki bi se štete kot dobljena predplačila).

5.1.2. Lastni deleži, prevrednotovanje ter krediti lastniku

Novi računovodski standardi so prinesli nekatere spremembe, na katere moramo biti pozorni pri finančni analizi poslovanja.

5.1.2.1. Lastni deleži

Delniška družba lahko odkupi svoje delnice. Lastne delnice so sestavni del delniškega kapitala, ki se izkazuje v finančnih naložbah podjetja v lastni kapital. Lastne delnice nimajo glasovalnih pravic in dobiček se nanje ne razporeja. Družba sme pridobivati lastne delnice le (Odar, 2002, str. 48):

- če je pridobitev nujna, da bi preprečila hudo, neposredno škodo,
- če naj bi se delnice ponudile v odkup njenim delavcem ali delavcem z njo povezane družbe,
- če delnice pridobi zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino,
- če je pridobitev brezplačna,
- da pridobi delnice pri nakupni komisiji,
- na podlagi univerzalnega pravnega naslednika,
- na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po zakonskih določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala,
- na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja 18 mesecev ter določa najnižjo in najvišjo prodajno ceno, pri tem pa družba ne sme pridobivati lastnih delnic izključno za trgovanje.

Ves nominalni znesek pridobljenih lastnih delnic družbe skupaj z obstoječimi lastnimi delnicami, s katerimi družba že razpolaga, ne sme presegati 10 % osnovnega kapitala.

Tako kot delniška družba lahko z določenimi omejitvami kupuje lastne delnice, pa je po 435. členu ZGD dovoljeno družbam z omejeno odgovornostjo, da lahko odkupujejo lastne poslovne deleže. Zakon določa, da družba lahko odplačno pridobi lastne poslovne deleže,

za katere so bili vložki plačani v celoti, vendar jih ne sme plačati, dokler ne oblikuje rezerv za lastne poslovne deleže. Vsebinsko gre za odkup dela kapitala, ki ga eden izmed družbenikov proda družbi in družba namesto njega postane lastnica poslovnega deleža. Pridobitev lastnega poslovnega deleža knjižimo na dolgoročne ali kratkoročne finančne naložbe (odvisno od tega, ali ga nameravamo imeti dolgoročno ali kratkoročno).

V velikosti pridobljenega lastnega deleža moramo kot že rečeno oblikovati tudi vir – rezerve za lastne poslovne deleže. Te rezerve lahko oblikujemo iz drugih rezerv iz dobička, iz prenesenega dobička ali iz statutarnih rezerv. Plačilo družbeniku je možno šele, ko ima družba v bilanci stanja oblikovane rezerve za lastne deleže vsaj v velikosti izplačila.

Rezerve za lastne deleže se v družbi z omejeno odgovornostjo oblikujejo vnaprej (na primer z razporeditvijo bilančnega dobička po sklepu skupščine), lahko pa družba sestavi medletno poročilo (računovodske izkaze) in v njih izkaže rezerve za lastne deleže. Šele ko so te oblikovane, se lastni deleži lahko izplačajo.

Če lastni delež proda fizična oseba, je prodaja obdavčena z davkom od dobička iz kapitala, če je od pridobitve deleža preteklo manj kot 3 leta.

Za pridobivanje lastnih poslovnih deležev v družbi z omejeno odgovornostjo veljajo naslednja osnovna pravila (Odar, 2002, str. 50):

- lastnih poslovnih deležev, za katere vložki niso bili v celoti vplačani, družba ne more pridobiti;
- družbenik prodajalec mora odkup deleža najprej ponuditi v odkup ostalim družbenikom;
- o odplačni pridobitvi lastnega poslovnega deleža odloča skupščina;
- lastni deleži se izvirno vrednotijo po nabavni vrednosti, to je vrednost, po kateri družba odkupuje lastne deleže od izstopajočih družbenikov;
- družba ne more plačati prodajalcu deleža kupnine dokler v bilanci stanja ne oblikuje rezerv za poslovne deleže;
- rezerve za lastne poslovne deleže se oblikujejo najmanj v velikosti odkupljenih lastnih poslovnih deležev;
- družba lahko oblikuje rezerve za lastne poslovne deleže, preden pridobi lastne poslovne deleže;
- lastni poslovni deleži nimajo glasovalne pravice;
- nakup lastnega poslovnega deleža mora družba registrirati v sodnem registru;
- družba lahko lastni delež proda obstoječim ali novim družbenikom, ostane njegova lastnica ali pa zanj zmanjša osnovni kapital.

Pridobitev lastnih delnic v okviru delniške družbe se nam zaradi točno opredeljenih namenov in omejitev ne zdi sporna, kar pa ne velja za odkupe lastnih deležev.

Odkup lastnih deležev pomeni zmanjšanje kapitala družbe. Če je odkup lastnih delnic omejen na 10 % osnovnega kapitala, te omejitve pri družbah z omejeno odgovornostjo ni. Glede na to, da odkup lastnih deležev pomeni zmanjšanje kapitala družbe v znesku, ki je predviden za izplačilo, to dejanje ponavadi tudi bistveno poslabša finančno strukturo podjetja.

V okviru pravil, ki naj bi pri tem veljala, je sicer veliko govora o prodaji deleža enega samega družbenika podjetju. Na osnovi pregledanih bilanc podjetij v zadnjem času gre zelo redko za primere, da se družbenik iz podjetja umakne in proda svoj delež. V glavnem gre za enoosebne družbe, kjer ne vidimo nobenega smisla, da bi edini družbenik prodal delež podjetju in je to početje skregano z vsako ekonomsko logiko, razen mogoče v primeru, da bi podjetje imelo znaten delež osnovnega kapitala, ki bi ga želelo zmanjšati.

Praksa odkupa lastnih deležev je bila v preteklih letih zelo redka, čeprav jo je zakon omogočal. Na osnovi bilančnih podatkov za leto 2002 in z novimi računovodskimi standardi pa se je obseg tega zelo povečal. Za posamezno pravno osebo je ta računovodska operacija zanimiva predvsem z davčnega vidika. Do sedaj je bila poznana in v praksi uporabljena metoda izplačevanja tekočih in zadržanih dobičkov, pri kateri je seveda potrebno plačati davek. Glede na to, da je v glavnem od pridobitve deleža minilo že več kot 3 leta, lastniki v tem primeru v glavnem niso zavezani k plačilu davka.

Ocenjujemo, da bi bilo potrebno predvsem z davčnega vidika odkup lastnih deležev bolj ustrezno in natančno regulirati (kar naj bi se zgodilo z novo davčno zakonodajo), saj z obstoječim sistemom država izgublja svoje davčne prihodke. Poleg tega bi bila bolj natančna regulacija bolj zaželeno tudi z vidika bank, saj gre za izplačilo iz tekočega poslovanja podjetja, kar glede na predvidene zneske in majhnost podjetja lahko bistveno vpliva na njegovo likvidnost, česar se mogoče podjetje sploh ne zaveda. Zaradi izplačila dobička se na primer odloži odplačilo obveznosti do dobaviteljev, kar zahteva najetje dodatnih finančnih virov (ali pa je namen najetja bančnega kredita neposredno izplačilo lastnih deležev, čeprav ta namen ni predstavljen banki). Če banka podjetju kredita ne odobri, to lahko vodi v njegovo nelikvidnost oziroma nesolventnost in v skrajnem primeru pripelje tudi do stečaja.

5.1.2.2. Posebno prevrednotovanje zaradi okrepitve sredstev (osnovnih sredstev in dolgoročnih finančnih naložb)

Prevrednotovanje je sprememba prvotno izkazane vrednosti gospodarskih kategorij. Do prevrednotovanja vodi predvsem spreminjanje tržnih cen. Te se spreminjajo zaradi posebnih in splošnih gospodarskih in družbenih dejavnikov.

Opredmetena osnovna sredstva se okrepijo, če njihova dokazana poštena vrednost presega njihovo knjigovodsko vrednost. Pri zemljiščih, zgradbah in tudi opremi lahko ugotavljajo pošteno vrednost kot čisto prodajno vrednost pooblašteni ocenjevalci vrednosti, pri čemer upoštevajo že pretečeno dobo koristnosti. Pošteno vrednost pa lahko dokaže tudi podjetje samo, če ima v posebnem pravilniku določen način ocenjevanja vrednosti, ki temelji na slovenskih poslovno finančnih standardih (SRS 1).

Prevrednotovalna razlika povečuje neodpisano vrednost teh osnovnih sredstev (to je razliko med nabavno vrednostjo in nabranim kumulativnim amortizacijskim odpisom) in prevrednotovalni popravek kapitala v zvezi z opredmetenimi osnovnimi sredstvi (posebni prevrednotovalni popravek kapitala).

Tukaj pa se pojavi problem. Omenjeno prevrednotovanje ni sporno, če gre za manjše zneske in v primeru, da to delajo podjetja s solidno boniteto in ustrežno finančno strukturo. Problem nastane, če namerava podjetje na takšen način izboljšati strukturo virov financiranja, saj navedena operacija preko povečanja posebnega prevrednotovalnega popravka kapitala poveča tudi njegov celotni kapital in s tem njegov delež med celotnimi obveznostmi do virov sredstev.

V nadaljevanju navajam konkreten primer. Podjetje je na osnovi cenitve s strani pooblaščenega cenilca prevrednotilo zgradbe, ki jih ima v lasti. Tako naj bi bila njena poštena vrednost enkrat večja od knjigovodske. V kakovost cenitve se sicer ne bi spuščal, vendar je banka upravičeno dvomila o realnosti omenjene cenitve glede na to, da niso predstavljeni razlogi, ki naj bi vplivali na večjo vrednost zgradbe. Po drugi strani pa je imelo podjetje pred tem izrazito slabo finančno strukturo (delež kapitala med vsemi viri je znašal manj kot 15 %), z navedeno operacijo pa se je delež povečal na več kot 30 %. Primerjava s tržnimi cenami na navedeni lokaciji ni bila možna, po oceni bančnih analitikov pa ni bilo razloga, da bi prevrednotovanje vplivalo na boniteto podjetja.

Dolgoročne finančne naložbe se zaradi okrepitve lahko prevrednotijo v zvezi z lastniškimi vrednostnimi papirji, dolgoročnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji in drugimi z njimi povezanimi finančnimi instrumenti, če njihova dokazana poštena vrednost pred odštetjem stroškov posla, ki se utegnejo pojaviti ob prodaji ali drugačni odtujitvi, presega njihovo knjigovodsko vrednost. Poštena tržna vrednost je dokazana, če (SRS 3):

- je objavljena cena na delujočem trgu borznih vrednostnih papirjev,
- lahko denarne tokove utemeljeno oceni neodvisna ocenjevalna agencija ali
- obstaja model vrednotenja, pri katerem so vložki podatkov vanj dokazani, ker prihajajo z delujočega trga.

Knjigovodska vrednost takšnih dolgoročnih naložb se lahko poveča do njihove poštene vrednosti. V tem primeru je treba za razliko povečati prevrednotovalni popravek kapitala v zvezi z dolgoročnimi finančnimi naložbami.

Podjetja pa se vselej ne držijo zgoraj omenjenih zahtev, ki določajo, kdaj je prevrednotovanje možno. Včasih se bistveno poveča vrednost dolgoročnih finančnih naložb (za 3-krat glede na preteklo bilanco stanja), kljub temu da podjetje ni pridobivalo (kupovalo) novih deležev. Podjetje pojasni, da je okrepilo svojo dolgoročno naložbo v pridruženo podjetje (delež v kapitalu znaša 25 %). Navedena operacija se je seveda izkazala v precejšnjem povečanju kapitala podjetja in izboljšala njegovo prej zelo slabo finančno strukturo. V omenjenem primeru smo razpolagali tudi z bilancami pridruženega podjetja (ki, mimogrede, posluje s precejšnjo izgubo) in bilancami večinskega, več kot 50-odstotnega lastnika podjetja, ki je izkazovalo prevrednotovalne finančne odhodke kot rezultat čiste izgube v povezanem podjetju (v skladu s sorazmernim deležem). Knjigovodska vrednost deleža večinskega lastnika v povezanem podjetju pa ni dosegala (kljub temu, da njegov delež znaša enkrat več) niti polovice vrednosti dolgoročne finančne naložbe manjšinskega lastnika podjetja. Banka sicer ne more ukrepati glede nepravilno izkazane postavke v bilancah, lahko pa omeji odobritev novega financiranja.

5.1.2.3. Kredit lastniku podjetja

Kredit lastniku podjetja se izkazuje med kratkoročnimi ali dolgoročnimi finančnimi naložbami. Navedena postavka je problematična predvsem takrat, kadar predstavlja znatni del njegovih sredstev in v primeru, da gre za zadolževanje podjetja z namenom financiranja njegovega osebnega premoženja, saj v bistvu pomeni odliv denarja iz podjetja. Kratkoročne finančne naložbe na osnovi SRS so sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, kratkoročno povečevalo svoje finančne prihodke. Kredit lastniku je sporen tudi s tega vidika, ker se velikokrat postavlja vprašanje, če lastnik podjetja (kot fizična oseba) sploh plačuje nadomestilo (obresti) za koriščenje tega vira.

5.1.3. Izkaz poslovnega izida

Izkaz poslovnega izida je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazan poslovni izid za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja. V izkazu poslovnega izida so zabeleženi v določenem vrstnem redu vsi prihodki in odhodki v določenem obračunskem obdobju, razlika med njimi pa pomeni poslovni izid. Izkaz poslovnega izida določa SRS 25. Prikazuje uspešnost poslovanja podjetja v obračunskem obdobju. Računovodska načela zahtevajo, da se odhodki nanašajo na ustvarjene prihodke, kar pomeni, da vsi stroški oziroma izdatki, nastali v obračunskem obdobju, ne vplivajo na poslovni izid, če proizvodi še niso bili prodani in niso ustvarili prihodkov. Prikazuje dinamične kategorije za razliko od bilance stanja, ki je statičen računovodski izkaz. Izkaz poslovnega izida nam daje osnovo za izračun kazalnikov poslovne uspešnosti podjetja, s katerimi ugotovimo učinkovitost in uspešnost podjetja. Povezava bilance stanja in izkaza poslovnega izida je v postavkah kapitala, in sicer v obliki nerazdeljenega čistega dobička poslovnega leta ali izgube poslovnega leta (Bergant, 1998, str. 20–24).

V shemi 2 je prikazan prilagojen izkaz poslovnega izida (posamezne prikazane postavke niso dodatno razčlenjene) po različici I.

Shema 2: Izkaz poslovnega izida

1. Čisti prihodki od prodaje
2. Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje
3. Usredstveni lastni proizvodi in storitve
4. Drugi poslovni prihodki
5. Stroški blaga, materiala in storitev
 - a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala
 - b) Stroški storitev
6. Stroški dela
 - a) Stroški plač
 - b) Stroški socialnih zavarovanj
 - c) Drugi stroški dela
7. Odpisi vrednosti
 - a) Amortizacija in prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih
 - b) Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih
8. Drugi poslovni odhodki
9. Finančni prihodki iz deležev
10. Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev
11. Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev
12. Finančni odhodki za odpise dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb
13. Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti
14. Davek iz dobička iz rednega delovanja
15. Čisti poslovni izid iz rednega delovanja
16. Izredni prihodki
17. Izredni odhodki
18. Poslovni izid zunaj rednega delovanja
19. Davek iz dobička zunaj rednega delovanja
20. Drugi davki, ki niso izkazani v drugih postavkah
21. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja

Vir: Slovenski računovodski standardi 2001, SRS št. 25

Prihodki so povečanja gospodarskih koristi v obračunskem obdobju v obliki povečanj sredstev (na primer denarja ali terjatev zaradi prodaje blaga) ali zmanjšanj dolgov (na primer zaradi opustitve njihove poravnave). Razčlenjujemo jih na poslovne prihodke, finančne prihodke in izredne prihodke.

Odhodki so zmanjšanja gospodarskih koristi v obračunskem obdobju v obliki zmanjšanj sredstev ali povečanj dolgov. Tako kot prihodki so razčlenjeni na poslovne, finančne in izredne odhodke.

Poslovni izid se v knjigovodskih razvidih in računovodskih izkazih ugotavlja s primerjanjem ustreznih pripoznanih prihodkov in odhodkov. Presežek prihodkov nad odhodki je dobiček, presežek odhodkov nad prihodki pa izguba.

Osnova za analizo finančnega poslovanja podjetja je izkaz poslovnega izida, kot je prikazan v shemi 2. Potrebno ga je analizirati ločeno z vidika prihodkov in odhodkov. Pri oceni sposobnosti kreditojemalca za poplačilo predvidenega kredita je potrebno pri odhodkih ločiti med tistimi, ki dejansko pomenijo denarni izdatek, in tistimi, ki so odhodki, vendar niso izdatki (amortizacija).

5.1.4. Drugi poslovni prihodki, amortizacija ter rezervacije

5.1.4.1. Drugi poslovni prihodki

Drugi poslovni prihodki, povezani s poslovnimi učinki so subvencije, dotacije, regresii, kompenzacije, premije in podobni prihodki. Državne podpore, prejete za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev, ostajajo med dolgoročnimi rezervacijami in se prenašajo med poslovne prihodke skladno z amortiziranjem ustreznih opredmetenih osnovnih sredstev. Tukaj so vključeni tudi prevrednotovalni poslovni prihodki, ki se pojavljajo ob odtujitvi opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih dolgoročnih sredstev, ko se povečanje njihove knjigovodske vrednosti zaradi predhodne okrepitve ne zadržuje več v prevrednotovalnem popravku kapitala; takšno naravo ima tudi presežek prodajne vrednosti nad knjigovodsko vrednostjo, zmanjšano za prevrednotovalni popravek kapitala iz naslova predhodne okrepitve sredstva (SRS 18).

Presežek prodajne vrednosti nad knjigovodsko vrednostjo se je na osnovi preteklih računovodskih standardov knjižil med izredne prihodke, kar je, glede na to, da ta postavka ne pomeni redne dejavnosti podjetja, ustrezno. Na osnovi novih računovodskih standardov se presežki prodajnih vrednosti prodanih opredmetenih osnovnih sredstev nad njihovimi neodpisanimi vrednostmi ne štejejo med izredne prihodke, ker so to prevrednotovalni prihodki. Omenjena novost vpliva na to, da podjetje lahko že na prvem preseku izkaza poslovnega izida izkazuje dobiček (iz poslovanja) in se zdi, da njegova osnovna dejavnost posluje pozitivno, čeprav gre pri prodaji osnovnih sredstev za enkratni dogodek, za katerega ni mogoče dovolj natančno oceniti njegovega obsega v prihodnosti. Dejansko lahko (odvisno od višine omenjene postavke) podjetje tukaj izkazuje izgubo.

Glede na to, da zahtevana oblika izkaza poslovnega izida ne razčlenjuje drugih poslovnih prihodkov po posameznih vrstah, je potrebno v primeru, da gre za pomembne zneske, ki lahko vplivajo na analizo poslovanja, pridobiti dodatno razčlenitev te postavke.

5.1.4.2. Spreminjanje višine obračunane amortizacije med posameznimi leti

Pri presoji finančne uspešnosti podjetja je potrebno upoštevati, da je dobiček rezultat politike bilanciranja. Izpostavljen bo vidik povečanja dobička, čeprav je možen tudi obraten proces.

Navedel bom kar konkreten primer. Podjetje je v preteklih ohranjalo nek konstanten obseg poslovanja, kar velja tudi za delež amortizacije v prihodkih iz poslovanja. V zadnjem letu so se prihodki zmanjšali, ustrezno pa je podjetje zmanjšalo tudi višino obračunane amortizacije, ker bi v nasprotnem primeru poslovalo z izgubo (med sredstvi sprememb, ki bi bile lahko osnova za ta korak, ni bilo). Zato v takem primeru čistemu poslovnemu izidu prištejemo amortizacijo in dobimo cash flow oziroma akumulacijo podjetja, ki je manj izpostavljena manipuliranju, saj povečanje čistega poslovnega izida na račun manjše amortizacije nevtraliziramo.

5.1.4.3. Oblikovanje dolgoročnih rezervacij

V preteklosti so bile rezervacije kot odhodki posebna postavka v okviru izkaza poslovnega izida. Nova shema izkaza poslovnega izida je navedeno postavko kot samostojno postavko ukinila, dolgoročne rezervacije naj bi bile vključene med stroške storitev in druge poslovne odhodke. Dolgoročne rezervacije za pokrivanje prihodnjih stroškov materiala in storitev se obravnavajo kot posebna vrsta stroškov znotraj skupine stroškov poslovnih storitev. Med druge poslovne odhodke pa se vpišejo tisti stroški oblikovanja dolgoročnih rezervacij, ki jih podjetje ne sme vključevati ali pa se je samo odločilo, da jih ne bo vključevalo v vrednost zalog gotovih proizvodov in nedokončane proizvodnje. Takšni so stroški oblikovanja dolgoročnih rezervacij za pokrivanje pričakovanih izgub iz kočljivih pogodb in za stroške reorganizacije podjetja pa tudi stroški oblikovanja katerihkoli drugih dolgoročnih rezervacij, ki se jih je podjetje odločilo oblikovati z vnaprejšnjim vračunavanjem odhodkov.

Oblikovanje te postavke je v preteklosti vplivalo na to, da je podjetje na ta način zmanjševalo svoj dobiček in ga povečevalo ob črpanju skozi izredne prihodke (oblikovane rezervacije smo lahko prištevali poleg amortizacije in dobili akumulacijo), za presajo finančne uspešnosti pa je lahko pomenila določeno rezervo z vidika morebitnih financerjev.

Na osnovi novih SRS je sicer povečanje rezervacij vidno med obveznostmi do virov sredstev, ni pa razvidno, če so se omenjene rezervacije povečale skozi oblikovanje v izkazu poslovnega izida ali pa gre za povečanje rezervacije iz drugega naslova (slabo ime). Včasih se je to postavko lahko prištevalo h kapitalu in s tem vplivalo na boljšo finančno strukturo podjetja. Glede na to, kaj je vse dandanes knjiženo pod to postavko, je njeno prištevanje h kapitalu možno le v izjemnih primerih.

5.1.5. Posebnosti pri analizi poslovanja samostojnega podjetnika

Na podlagi podatkov iz poslovnih knjig in opravljenega popisa samostojni podjetnik ob koncu poslovnega leta sestavi letno poročilo, ki obsega izkaz stanja (stanje sredstev in obveznosti do virov sredstev ob koncu poslovnega leta) ter izkaz poslovnega izida, v katerem je resnično in pošteno prikazan poslovni izid za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja.

Na osnovi Slovenskega računovodskega standarda 39 so postavke v računovodskih izkazih samostojnega podjetnika skoraj poenotene s tistimi, ki veljajo za podjetja.

V nadaljevanju opozarjam na vsebino nekaterih postavk, ki se razlikujejo od tistih, ki veljajo za podjetja:

- kratkoročne obveznosti so obveznosti do dobaviteljev, do zaposlenih (razen do podjetnika), do državnih in drugih inštitucij, do financerjev pa tudi morebitne druge obveznosti, ki do konca obračunskega obdobja še niso poravnane;
- stroški dela, kjer so vključeni samo stroški dela zaposlenih, kot so plače, nadomestila plač, stroški socialnih zavarovanj in drugi stroški dela; navedena postavka ne vključuje teh stroškov za samostojnega podjetnika, samostojni podjetnik si svojo plačo obračuna iz svojega dohodka;
- v okviru drugih stroškov pa so poleg drugih stroškov (članarine, štipendije ...) upoštevani prispevki za socialno varnost podjetnika in povračila njegovih stroškov;
- terjatve do podjetnika so razlika med nekapitalskimi obveznostmi do virov sredstev in sredstvi; če omenjena postavka v bilanci stanja obstaja, to pomeni, da upniki samostojnega podjetnika financirajo tudi njegovo gospodinjstvo.

V okviru izkaza poslovnega izida samostojnega podjetnika pa opozarjam predvsem na pojem akumulacije oziroma cash flowa, ki je seštevek podjetnikovega dohodka in amortizacije. Pri poslovanja samostojnega podjetnika celotnega zneska akumulacije ne moremo upoštevati kot prosti denarni tok, saj naj bi si iz svojega dohodka samostojni podjetnik obračunal plačo in plačal iz tega naslova tudi dohodnino. Podjetnikov dohodek v bistvu pomeni edini vir dohodka oziroma njegovo plačo. Stroški dela zajemajo samo plače in druge stroške dela oseb, ki so pri samostojnemu podjetniku zaposleni. Na osnovi te ugotovitve se zdi bolj primeren pojem »razpoložljive akumulacije«, ki jo dobimo tako, da od dejanske akumulacije (vsote podjetnikovega dohodka in amortizacije) odštejemo plačo samostojnega podjetnika. Kot približek lahko odštejemo povprečno neto plačo v Sloveniji za leto, za katerega preučujemo uspešnost poslovanja samostojnega podjetnika, in ki jo objavlja Statistični urad Republike Slovenije, ter tako dobimo razpoložljivo akumulacijo samostojnega podjetnika, ki je vir za odplačilo kreditov oziroma zagotavljanje lastnih sredstev za investicije.

5.1.6. Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do banke (Zakon o bančništvu, 2003, 76. člen). Povezano je z nepravočasno izpolnitvijo obveznosti ali pa z neizpolnitvijo obveznosti do banke, z nepripravljenostjo dolžnika ali nesposobnostjo dolžnika (začasna nesposobnost zaradi nelikvidnosti ali trajna nesposobnost zaradi nesolventnosti), da v dogovorjenem roku izpolni obveznosti. Banka mora tako računati z možnostjo izpada pri vračilu kredita ali pri plačilu obresti. Če je izpad plačila občasen, prizadene likvidnost banke, pri trajnem izpadu pa je prizadeto premoženje, s katerim banka razpolaga. Zato mora banka skrbno nadzirati sprejeto kreditno tveganje, pri čemer izvaja dejavnosti, povezane s presojanjem kreditne sposobnosti morebitnih komitentov, limitranjem kreditne linije, izvajanjem nadzora nad odobrenimi naložbami ter določanjem in spremljanjem ustreznosti zavarovanj naložb.

Osnovna delitev kreditnega tveganja je na splošno in specifično kreditno tveganje. Splošno kreditno tveganje je kreditno tveganje, ki je povezano z naložbami v posojila; delimo ga na tveganje kratkoročnega kreditiranja in tveganje financiranja investicij. Dejavniki, ki opredeljujejo tveganje financiranja investicij, so številni, med pomembnejšimi pa so roki in vrednosti investicijskega projekta in gospodarska stabilnost države. Tveganje je tem večje, čim daljši je rok projekta, čim večja je vrednost projekta, čim zahtevnejša je tehnologija ter čim nižja je gospodarska stabilnost države (Miklič, 1990, str. 5).

Pri odobravanju kreditov bančniki v postopku odločanja uporabljajo tako imenovanih »5 C-jev« (Osteryoung, Newman, Davies, 1997, str. 259):

1. *Capital* (Kapital): Kolikšen del kapitala je zagotovljen s strani podjetja? Ali bo banka vložila več denarja v ta posel kot lastnik podjetja (jasen znak o prevelikem tveganju za banko)? Ali so izračunani kazalniki zadolženosti podjetja primerljivi s tistimi, ki jih imajo podobna podjetja v panogi?
2. *Character* (Značilnost podjetja, dosedanje poslovanje z banko in ostalimi kreditodajalci): Ali podjetje pravočasno odplačuje obstoječa posojila in preostale obveznosti? Ali podjetju lahko zaupamo, da dela tisto, kar pravi?
3. *Collateral* (Zavarovanje): Zavarovanje posojila zagotavlja, da se banka lahko poplača z vnovčenjem zavarovanja v primeru, da podjetje posojila ne more odplačati. Ko se banka odloči, da bo odobrila posojilo, bo poskušala znesek zavarovati z največjim možnim zavarovanjem.
4. *Capacity* (Sposobnost odplačila): Je podjetje sposobno odplačati posojilo? S strani posojilodajalcev so tukaj odločilne projekcije izkaza poslovnega izida in bodoči denarni tok. Ali obstaja visoka verjetnost sposobnosti odplačila obveznosti do banke?
5. *Conditions* (Pogoji poslovanja v okolju, v katerem podjetje deluje): Bančniki posvečajo pozornost pogojem poslovanja, ki veljalo v panogi in gospodarstvu nasploh. Ali panoga raste? Ali je v panogi prevelika konkurenca? V primeru, da ima podjetje malo možnosti za uspeh ali preživetje, banka ne kaže interesa po odobritvi posojila.

Po drugi opredelitvi (Koch, 2000, str. 646–652) poskuša banka odgovoriti na pet temeljnih vprašanj:

1. *Katere so značilnosti jemalca posojila in kakšna je kakovost preloženih informacij?*
Poleg preteklih podatkov o poslovanju so pomembne tudi ostale informacije (poravnavanje obveznosti do banke v preteklosti, udeležba lastnika v stečajnih postopkih v preteklosti ipd.).
2. *Kaj je vzrok za potrebo po dodatnih denarnih sredstvih?*
Podjetje se lahko odloči za investicijo, ki je preobsežna, da bi jo financiralo s trenutno razpoložljivimi denarnimi sredstvi. Do potreb po dodatnih virih pa prihaja tudi v primeru povečanja gibljivega premoženja, kot posledica povečanega obsega poslovanja ali sezonskega oziroma projektnega poslovanja.
3. *Katera je tista višina posojila, ki jo stranka potrebuje?*
Velikokrat posojilojemalci izrazijo željo po višini posojila, preden je jasno, koliko zunanjega financiranja dejansko potrebujejo in koliko lahko zagotovijo iz notranjih virov podjetja.
4. *Kaj bo primaren vir poplačila in kdaj bo posojilo poplačano?*
Ob zapadlosti mora podjetje zagotoviti ustrezna denarna sredstva za poplačilo posojila. Za poplačilo investicijskih posojil naj služi dodatno ustvarjen denarni tok pri poslovni dejavnosti, ki je rezultat izvedbe investicije.
5. *Kaj bo sekundarni vir za poplačilo posojila; katere instrumente zavarovanja lahko podjetje zagotovi?*
Posojilo naj v splošnem ne bi bil odobreno na osnovi samega zavarovanja. V veliko primerih je potrebno v določenih razdobjih ocenjevati kakovost zavarovanja iz razloga, če ta sploh še obstaja, lahko pa se je njegova vrednost v času zmanjšala.

V nadaljevanju navajam nekatere poslovne kazalnike, ki sem jih ocenil kot pomembne pri presoji podjetja glede odobritve dolgoročnih posojil. Pri zahtevi po dolgoročnem financiranju podjetja je pomembno preveriti predvsem naslednje:

1. *strukturo financiranja investitorja, ki nam kaže na stopnjo samofinanciranja podjetja oziroma na stopnjo dolgoročne zadolženosti;*
2. *koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev;*
3. *pokritje kratkoročnih obveznosti s kratkoročnimi sredstvi (brez zalog), ki nam kaže kratkoročno likvidnost;*
4. *primerjati obstoječe dolgoročne obveznosti z višino akumulacije.*

Kazalnik, ki opredeljuje stopnjo samofinanciranja, primerja razmerje med kapitalom in bilančno vsoto. Izračunamo ga na naslednji način:

*Delež kapitala v financiranju = kapital/obveznosti do virov sredstev *100*

Kazalnik prikazuje delež lastnikov med viri financiranja. Ker kapital ne zapade v plačilo, velika vrednost kazalnika izraža konzervativno (varno) finančno politiko podjetja, ki

zmanjšuje tveganje pri poslovanju, dosežena je tudi visoka raven kapitalske ustreznosti. Na drugi strani pa se mora poslovodstvo zavedati, da bo tako težje doseči dobičkonosnost kapitala, ki jo zahtevajo lastniki podjetja. Če je obrestna mera za dolgoročno posojilo nižja od zahtevane dobičkonosnosti kapitala, ki je eden od najdražjih virov financiranja v podjetju, se podjetju bolj splača do neke mere zadolžiti. Poleg tega obresti zmanjšujejo davčno osnovo, dividende pa se izplačujejo iz čistega dobička (Vidic, Zaman, 2000, str. 40).

Temu kazalniku je podoben delež dolga v financiranju, ki je razmerje med dolgom in obveznostmi do virov sredstev. Kaže varnost naložb upnikov v podjetje, kar je zanimivo predvsem za posojilodajalce, za katere je pomembno, da je vrednost tega kazalnika čim manjša. Obresti so namreč stalen odhodek financiranja, zato podjetje pri visoki zadolženosti tvega, da v primeru poslabšanja poslovanja ne bo zmožno odplačevati obresti in glavnice posojila (Vidic, Zaman, 2000, str. 40).

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev nam daje vpogled v dolgoročno likvidnost podjetja (Završnik, 2002, str. 60). Za izračun uporabimo naslednjo enačbo:

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev = (Kapital + dolgoročni dolgovi)/(stalna sredstva + dolgoročne terjatve).

Vrednost tega kazalnika naj bi bila vsaj enaka 1 (zaželeno je, da je večja od 1). Podjetja, ki temu merilu ustrezajo, lahko prevzemajo kreditne obveznosti. Če je kreditna sposobnost manjša od 1, podjetje investicije financira s kratkoročnimi viri, kar ga lahko pripelje v likvidnostne težave (banka mu ob zapadlosti posojila tega ne podaljša, podjetje ga ne more vrniti). Financiranje investicij s kratkoročnimi viri se je v večjem obsegu pojavljalo v začetku in sredini devetdesetih let, ko je bankam primanjkovalo dolgoročnih virov in so podjetjem odobraval kratkoročne kredite z obljubo, da se bodo vsako leto ob zapadlosti obnavljala v zmanjšanem znesku.

Če dolgoročni viri presegajo dolgoročna sredstva, potem banka ugotavlja, kolikšen del kratkoročnih sredstev je financiran s kakovostnimi dolgoročnimi viri. Primanjkljaj pa pove, kolikšen del dolgoročnih sredstev je financiran s kratkoročnimi viri (prelivanje kratkoročnih virov v dolgoročne naložbe). Presežek naj bi imela dejavnost trgovine in proizvodnja, z njim pa naj bi pokrivala del zalog. Kolikšen primanjkljaj dolgoročnih virov si podjetje lahko privošči, da ta ni prevelik, je seveda težko določiti.

Osnova za izračun kazalnikov presoje kratkoročnega finančnega ravnotežja je podbilanca, ki izkazuje kratkoročna gibljiva sredstva in kratkoročne vire. Usklajenost strukture virov in sredstev pa še ne zagotavlja finančne likvidnosti podjetja. Pomembno je stanje denarja in visoko likvidnih sredstev v primerjavi s kratkoročnimi obveznostmi. V okviru analize je predvsem pomemben koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti, ki nam

kaže, ali podjetje zaloge in druga kratkoročna sredstva financira s kratkoročnimi obveznostmi ali tudi dolgoročno. Zaloge so najmanj likvidna oblika kratkoročnih sredstev, kar ima za posledico, da jih je v primeru likvidacije ali stečaja najtežje vnovčiti. Če je vrednost tega kazalnika ena, podjetje poleg dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri financira vse zaloge, če pa je večja od ena, pa z dolgoročnimi viri financira tudi druga kratkoročna sredstva. Kljub temu pa še ni rečeno, da kratkoročne terjatve zapadejo v enakih rokih kot kratkoročni dolgovi in nam tako kazalnik ne kaže nujno realne plačilne sposobnosti podjetja (Bergant, 2000, str. 14–17). Pomembni dejavniki, ki vplivajo na kazalnik, so dejavnost, sezona ter prejeti in dani avansi (ob prejetih avansih je viden nižji koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti, kljub temu da podjetje nima likvidnostnih težav, ampak celo nasprotno). Kazalnik izračunamo po naslednji enačbi:

Pospešena pokritost kratkoročnih obveznosti = (Kratkoročna sredstva – zaloge)/Kratkoročne obveznosti (vključno s PČR).

Naslednji zelo pomemben kazalnik pri odločitvah o dolgoročnem financiranju je primerjava obstoječih dolgoročnih obveznosti z višino akumulacije, ki je seštevek čistega poslovnega izida in amortizacije. Omenjeni kazalnik nam izračuna obdobje, v katerem je podjetje sposobno poravnati obstoječe dolgoročne obveznosti. Če je vrednost nizka, pomeni, da dolgoročna zadolženost podjetja ni visoka, če pa je vrednost 10 in več, je podjetje dolgoročno zelo zadolženo (dobljen rezultat je potrebno primerjati z ročnostjo posameznih odobrenih posojil).

Kadar se z dolgoročnimi posojili financira oprema, potem se predvideva, da se doba amortiziranja ujema z odplačevanjem posojila. Takrat načeloma podjetje (projekt) lahko posluje brez dobička in odplačevanje glavnice ne bo ogroženo (Završnik, 2002, str. 61). V primeru, da je s posojilom financiran nakup nepremičnine, pa je situacija drugačna kot v prejšnjem primeru. Zgradbe zaradi nizke amortizacijske stopnje ne prinašajo toliko prostih sredstev, zato je odplačevanje posojil možno le ob dovolj visokih stopnjah dobička.

Včasih se tudi ugotovi, da je podjetje naložbo v osnovna sredstva je financiralo s kratkoročnimi viri. Naložbe v takšno podjetje so navadno možne le z zamenjavo kratkoročnih virov z dolgoročnimi, seveda ob uspešnem poslovanju in primernem denarnem toku v prihodnosti.

O primernem deležu kapitala glede na dolg je sicer težko govoriti. Niti ena (visoka zadolženost) niti druga skrajnost (samofinanciranje v celoti) nista zaželeni.

Zanimivi so rezultati ankete, ki je bila izvedena med nekaterimi direktorji velikih slovenskih podjetij (Bertoncelj Popit, 2003, str. 18). Odgovori so bili zelo različni, in sicer od »zelo proti« zadolževanju do »zelo za«. Podjetja, ki zadolževanju niso naklonjena, svojo rast financirajo izključno iz lastnih sredstev. Glavni vzrok za to, da podjetja ne

najemajo posojil, je tveganje v primeru recesije, ko podjetje svojih dolgov ne bi moglo odplačati, zanje pa je pomembno dolgoročno poslovanje.

Poznan je tudi primer velikega slovenskega podjetja, katerega ciljni trg so bile predvsem ZDA, kamor je prodalo več kot 50 % svoje proizvodnje. V letu 2000 je beležilo odlične poslovne rezultate in podjetje se je odločilo, da bo v letu 2001 investiralo v nove stroje in opremo, za kar je najelo precej bančnih posojil. V primeru podjetja gre glede na njegovo proizvodnjo za specifično opremo, ki je tudi zelo draga. Po že znanih dogodkih 11. septembra 2001 je začel obseg naročil z najpomembnejšega trga občutno pešati. Podjetje se je sicer takoj odzvalo s poskusom prodora na druge trge (z ustanovitvijo podjetij na teh trgih) in notranjo reorganizacijo, vendar je seveda pot do njihove osvojitve trga dolga in povezana s precejšnjimi stroški. Podjetje je bilo zato prisiljeno zaprositi banke za reprogramiranje svojih dolgov.

Načeloma velja, da je določen obseg zadolževanja smotrno, saj omogoča hitro rast in ker so dolgoročna posojila načeloma cenejša kot lastniški kapital. Odgovori na to, kaj je optimalna zadolženost, se seveda zelo razlikujejo. Delež kapitala naj bi bil nekako med 20 in 50 % bilančne vsote, čeprav je to seveda odvisno od panoge, v kateri se podjetje nahaja, strukture dolga (dolgoročni ali kratkoročni) ipd. Dolgoročna posojila (v razumnih okvirih) so načeloma boljše od kratkoročnih, seveda, če jih je podjetje sposobno odplačevati.

Za večino slovenskih velikih podjetij velja, da imajo veliko kapitala in se lahko dodatno zadolžujejo, če želijo investirati in si s tem zagotoviti višjo donosnost na kapital.

Kaj pa mala podjetja? Velja, da ko se malo podjetje odloči za investiranje, načeloma nima dovolj lastnih virov in si je prisiljeno zagotoviti dodatne vire od zunaj. Ponavadi manjša pa tudi srednja podjetja ne razpolagajo z veliko kapitala, kar pomeni, da so omejeni tudi pri pridobivanju dodatnih zunanjih virov, saj morebitni financerji vedno zahtevajo neko razmerje med lastnimi in tujimi viri, da se zmanjša tveganje oziroma da te institucije – financerji – ne nosijo tveganja v celoti, ampak da svoj del tveganja prevzame tudi investitor. Velikokrat je normalna finančna struktura podjetja pogojena z izkazovanjem določene višine dobička, ki vpliva na povečanje kapitala podjetja. Zaradi izogibanja plačilu davkov prihaja do izkazovanja minimalnih dobičkov podjetja, saj se ta že prej odlije iz podjetja neposredno k lastnikom in na osnovi tega je finančna struktura slaba. Banka velikokrat omogoči oziroma dovoljuje črpanje posojila pod pogojem, da podjetje pred črpanjem poveča svoj osnovni kapital.

Poleg tega pa v zadnjem času mala in srednja podjetja odkrivajo še nove načine za izogibanje plačila davka od dobička (če gre za izplačilo dobička, je potrebno seveda plačati davek). Zato so podjetja »odkrila« odkup lastnih deležev podjetja, kar pomeni, da podjetje odkupi delež v kapitalu od njegovih lastnikov. Z vidika banke to seveda pomeni, da se kapital podjetja zniža in negativno vpliva na odločitev banke o odobritvi posojila podjetju.

Ob pregledu poslovanja podjetja je potrebno posvetiti pozornost tudi ustvarjenemu dobičku podjetja v preteklosti. Samo izračunavanje posameznih kazalnikov in njihove vrednosti, ne omogoča vedno odobritve posojila.

Izrazna moč kazalnikov je poleg kakovosti samih podatkov omejena tudi zaradi njihove parcialnosti (Završnik, 2002, str. 61). Vsak kazalnik omogoča samo delni vpogled v poslovanje, daje sliko podjetja samo v določenem trenutku in se lahko hitro spremeni. Poleg tega so računovodski izkazi zgodovina, iz katerih se lahko napoveduje prihodnost, če je na voljo daljša časovna vrsta in se hkrati predvideva, da se okoliščine in razmere na trgu ne bodo bistveno spremenile.

Poleg izračuna navedenih kazalnikov so pri odobravanju (novih) posojil pomembne še naslednje informacije, če so te na voljo (če gre za novega komitenta, s podatki o preteklem poslovanju ne razpolagamo):

- Kakovost dosedanjega poslovanja med podjetjem oziroma samostojnim podjetnikom in banko, kjer se upoštevajo kot negativni dejavnik predvsem zamude pri poravnavanju podjetnikovih obveznosti do banke. Če gre za manjše in občasne zamude, je nadaljevanje sodelovanja s komitentom možno, v primeru stalnih zamud v višjih zneskih pa je potrebno postopoma zmanjšati obseg poslovanja s komitentom oziroma ga prekiniti.
- Podatek o blokadah transakcijskega računa samostojnega podjetnika. Trenutno še ni vzpostavljena enotna baza teh podatkov, s katerimi bi se oskrbovale vse banke, kot je bilo v primeru Agencije za plačilni promet glede blokad žiro računa.

5.2. Predračunska vrednost investicije

5.2.1. Vlaganja v osnovna sredstva

Osnovna sredstva so vsi tisti deli celotnih sredstev podjetja, ki se za konkretne aktivnosti podjetja dejansko uporabljajo, postopoma trošijo, vendar lahko služijo kot dejavnik procesa proizvodnje v več proizvodnih ciklih oziroma se lahko uporabljajo skozi več let. Njihova osnovna značilnost je torej, da se ne porabijo v enem proizvodnem ciklusu, to pa s stroškovnega vidika pomeni, da postopoma prenašajo svojo vrednost na proizvode (Barbić et al., 1981, str. 325). Značilno je torej, da se osnovna sredstva uporabljajo:

- v daljših časovnih obdobjih,
- v enakih oblikah,
- s postopnim trošenjem in prenašanjem vrednosti na proizvode,
- poleg ostalih tudi v nematerialni obliki kot pravice, raziskave ipd.

Osnovna sredstva v uporabi so tista sredstva, ki se aktivno uporabljajo v poslovnem oziroma proizvodnem procesu.

Pri osnovnih sredstvih v uporabi se pojavljajo tri karakteristične vrednosti, ki imajo terminološki značaj tudi pri načrtovanju investicijskih projektov in to so (Barbić et al., 1981, str. 326):

- a) *nakupna (fakturirana) vrednost,*
- b) *nabavna vrednost,*
- c) *neodpisana vrednost.*

Nakupna ali fakturirana vrednost osnovnega sredstva je vrednost osnovnega sredstva, navedena na računu dobavitelja, to je vrednost, po kateri se osnovno sredstvo kupuje. Ta vrednost je pomembna, ker se uporablja kot osnova na primer za obračun carinskih in drugih uvoznih dajatev.

Nabavna vrednost osnovnega sredstva je nakupna vrednost, povečana za stroške carine, transporta, zavarovanja, montaže in ostalih stroškov, povezanih z aktiviranjem osnovnega sredstva. Nabavna vrednost se uporablja kot osnova za obračun amortizacije.

Neodpisana vrednost osnovnega sredstva je njegova nabavna vrednost, zmanjšana za popravek vrednosti, to je amortizacijo. Ta vrednost nam lahko služi kot ocena vrednosti pri morebitni prodaji osnovnega sredstva oziroma kot element ostanka vrednosti projekta, ki ostane na koncu njegove dobe trajanja.

Vsak investicijski program mora vključevati opredelitev predmeta investicije in seveda realno oceno njene vrednosti. Poleg vlaganj v zemljišča, gradbene objekte in opremo predračunska vrednost lahko vključuje tudi druga vlaganja v osnovno čredo in dolgoročne nasade, materialne pravice, ustanovna vlaganja in ostalo.

5.2.2. Vlaganja v trajna obratna sredstva

Celotne investicijske stroške pa poleg investicij v osnovna sredstva predstavljajo tudi investicije v obratna sredstva. Višino potrebnih obratnih sredstev opredeljujejo tehnično-tehnološki pogoji proizvodnje in pogoji poslovanja (vezave obratnih sredstev). Za pravilno oceno potrebnih obratnih sredstev moramo upoštevati (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 98) :

- obseg, izbor in vrednost proizvodnje (prodajni trg),
- tehnološko-tehnične karakteristike proizvodnje (normativi, materialni vložki),
- komercialne in organizacijske lastnosti nabavnega trga,
- način in pogoje plačevanja za vse obveznosti in terjatve.

Obračun potrebnih obratnih sredstev izdelamo za leto normalnega poslovanja. Najprej je potrebno ugotoviti letne potrebe za vsako posamezno postavko obratnih sredstev, nato jih delimo s koeficienti obračanja, da dobimo potrebna obratna sredstva. Koeficiente obračanja izračunamo iz podatkov za čas vezave posameznih postavk (za novo

produkcijo naj bi upoštevali tiste, ki veljajo za dejavnost, v primeru modernizacij oziroma širitve proizvodnje pa jih utemeljujemo z dosedanjimi).

Glede na predvideno postopno izkoriščenost zmogljivosti je potrebno tudi njihovo višino načrtovati v skladu s tem. Potrebna vlaganja v obratna sredstva v primerih rekonstrukcije ali modernizacije izračunamo iz razlike med vrednostjo potrebnih obratnih sredstev za poslovanje »brez investicije« in višino obratnih sredstev za proizvodnjo »z investicijo« (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 98).

Dinamika in velikost vlaganj v obratna sredstva prikažemo po posameznih letih, in sicer od začetka uvajanja proizvodnje do leta normalnega poslovanja (po tem letu ostaja njihov obseg enak do konca ekonomske dobe projekta). Izračunana povečanja potrebnih obratnih sredstev pomenijo investicijske stroške za obratna sredstva, letni zneski pa njihovo dinamiko.

V okviru omenjene zasnove izračuna obratnih sredstev moramo razlikovati med dobičkonosnostjo in likvidnostjo oziroma denarnim tokom. Dobičkonosnost je računovodska zasnova, ki se nanaša na izkaz poslovnega izida. Likvidnost je način pretvorbe sredstev v denar. Pogosto majhno podjetje lahko poveča svojo dobičkonosnost s podaljšanjem plačilnih rokov kupcem, ki niso sposobni izvesti plačil, kot je bilo prvotno dogovorjeno. V tem primeru mora lastnik oziroma podjetnik majhnega podjetja upoštevati že omenjena dva različna elementa. Osnovno načelo dobrega finančnega upravljanja je maksimizacija dobička ob zagotavljanju minimalne ravni zahtevane likvidnosti (Osteryoung, Newman, Davies, 1997, str. 129).

5.2.3. Dokazila za realnost predračunske vrednosti

S predložitvijo investicijskega programa banki je potrebno predložiti tudi dokazila za predračunsko vrednost investicije. Najbolj pogosto navedena dokazila obsegajo:

1. *predložitev pogodb o nakupu poslovnih prostorov,*
2. *predložitev predračunov oz. pogodb s strani izvajalcev storitev (npr. za gradnjo lastnih poslovnih prostorov),*
3. *predračuni za opremo, ki naj bi bila predmet nabave,*
4. *izračun potrebnih obratnih sredstev s strani investitorja.*

Predračuni in predpogodbe so le okvir, ki nam služi za opredelitev realne vrednosti investicije, medtem ko je pred črpanjem oziroma za črpanje posojila potrebno predložiti izdane račune in podpisane pogodbe.

Če investitor predloži pogodbo kot dokazilo za realnost predračunske vrednosti, je banka pozorna predvsem na vrednost oziroma kupnino, ki iz te pogodbe izhaja. Kupnina mora ustrezati tisti, ki jo je investitor navedel v investicijskem programu. V okviru pogodbe so

opredeljeni tudi morebitni drugi stroški, ki morajo biti plačani, ki kupca oziroma investitorja bremenijo in ki jih mora zajemati predračunska vrednost. Poleg tega je potrebno preveriti, če pogodba vključuje tudi vse glavne sestavine, ki so po zakonu zahtevane. Pomembno je tudi to, do kdaj je potrebno nakazati kupnino, saj v nasprotnem primeru ponavadi preneha veljavnost pogodbe. Če banka v oceno prejme investicijski program in v prilogi tudi pogodbo, na osnovi katere bi morala biti kupnina že plačana, je seveda potrebno predložiti aneks k pogodbi.

Na osnovi svojih dosedanjih izkušenj v nadaljevanju opozarjam na nekatere probleme, ki se pojavljajo pri opredeljevanju predračunske vrednosti:

- 1. prodaja med povezanimi osebami z namenom izboljšanja bilančnih podatkov ali izogibanja plačila davkov,*
- 2. bistveno večja kupnina, ki izhaja iz pogodbe, kot je tržna vrednost oziroma so bile kupnine, ki izhajajo iz preteklih pogodb,*
- 3. nepremičnina, ki je predmet nakupa, je obremenjena s hipoteko,*
- 4. predračunska vrednost ne zajema vseh stroškov, saj na primer namerava investitor po nakupu nepremičnino tudi obnoviti, kar pa ni vključeno v investicijski program,*
- 5. izdajanje predračunov s strani investitorjev samih (v tem primeru gre predvsem za gradbena in storitvena podjetja; s strani banke je ponavadi postavljena zahteva, da se predloži še dodaten neodvisen predračun s strani drugega izvajalca),*
- 6. prodaja nepremičnine v lasti fizične osebe (kot lastnika podjetja) podjetju in bančni kredit kot vir financiranja.*

V nadaljevanju bom opisal nekatere primere, ki se nanašajo na zgoraj omenjene probleme.

Vzemimo primer, da imamo v skupini dve podjetji z različnima dejavnostma, od katerih prvo posluje zelo dobro (s precejšnjim dobičkom), medtem ko so bilančni podatki drugega bistveno slabši (posluje s čisto izgubo), zaradi recesije na najpomembnejšem trgu. Drugo podjetje ima v lasti nepremičnino, ki jo je pred leti kupilo za 10 milijonov SIT, prodaja pa jo prvemu za 20 milijonov SIT (to podjetje bi pretežni del kupnine financiralo z bančnim posojilom). Drugo podjetje bo iz naslova prodaje beležilo prevrednotovalne poslovne prihodke in s tem zmanjšalo izgubo, medtem ko bo prvo uveljavljalo davčno olajšavo za investicijo in s tem plačalo manj davka. Navedeni učinek je seveda računovodsko izničen pri pripravi konsolidiranih bilanc skupine, če jih podjetji seveda pripravljata. Zahteve, kdaj morajo biti pripravljene konsolidirane bilance na osnovi Zakona o gospodarskih družbah, so seveda različne od bančnega pojmovanja povezanih oseb. Povezane osebe so pravno samostojne osebe, ki so med seboj bodisi upravljalško, kapitalsko ali kako drugače povezane tako, da zaradi navedenih povezav skupno oblikujejo poslovno politiko in delujejo usklajeno z namenom doseganja skupnih poslovnih ciljev, oziroma tako, da ima ena oseba možnost usmerjati drugo ali bistveno vplivati nanjo pri odločanju o financiranju in poslovanju oziroma tako, da poslovanje ene osebe oziroma njeni rezultati poslovanja

lahko pomembno vplivajo na poslovanje oziroma rezultate poslovanja druge osebe (Zakon o bančništvu, 2003, 10. člen).

Za povezane osebe po tem zakonu se štejejo zlasti osebe, ki so med seboj povezane:

- kot ožji družinski člani;
- tako, da je ena oseba oziroma osebe, ki se štejejo za povezane po drugih točkah tega člena, skupaj, posredno ali neposredno udeležena v drugi osebi;
- tako, da je v obeh osebah udeležena ista oseba oziroma osebe, ki se štejejo za povezane po drugih točkah tega člena;
- tako, da tvorijo koncern po zakonu o gospodarskih družbah;
- kot člani uprave ali nadzornega sveta oziroma zaposleni na podlagi pogodbe o zaposlitvi, za katero ne velja tarifni del kolektivne pogodbe, z družbo, v kateri opravljajo to funkcijo oziroma v kateri so zaposleni, in ožji družinski člani te osebe.

Omenjen primer se sicer nanaša tudi na drugo točko problemov opredelitve predračunske vrednosti. Vprašanje je, če se je tržna vrednost nepremičnine v zadnjem obdobju povečala za 100 %.

Če je predvidena kupnina na primer za nakup že rabljene opreme višja od tržnih vrednosti, se pojavi sum, da investitor namerava kot vire financiranja v celoti koristiti bančni kredit in da lastnih sredstev, ki so predvidena, ne more zagotoviti, zato je s strani banke vedno postavljena zahteva, da morajo biti lastna sredstva zagotovljena (in dokazana) pred črpanjem kredita.

Če je nepremičnina obremenjena s hipoteko ali drugimi obremenitvami, je z vidika banke preveč tvegano, da take vrste nepremičnin tudi financira, še posebej zato, ker je takšna nepremičnina ponavadi predvidena tudi za zavarovanje posojila. To se v praksi sicer bolj redko dogaja (na primer, če podjetje kupuje nepremičnino od podjetja, ki je v stečaju in ni možnosti, da bi bile predložene izbrisne pobotnice, dokler stečaj ni zaključen). Nekaj možnosti za financiranje omenjenih vrst nepremičnin kljub temu ostaja v primeru, da je s strani investitorja zagotovljeno kakšno drugo zavarovanje za bančno posojilo.

Glede prodaje nepremičnine lastnika podjetju bi bilo posebej takrat, ko finančna struktura podjetja ni najboljša, bolj sprejemljivo, da se z omenjeno transakcijo izvede povečanje osnovnega kapitala družbe kot stvarni vložek, in ne, da se »siromaši« podjetje. Omenjeni način je samo eden od načinov za odliv denarja iz podjetja k njegovemu lastniku.

5.3. Viri financiranja investicije

V investicijski študiji je zagotavljanje virov financiranja eden od njenih najvažnejših delov in zaradi tega mu je potrebno posvetiti posebno pozornost. Tukaj je mišljen predvsem

problem zapiranja finančne konstrukcije z ene strani in dobivanje kvantitativne podlage za obračun pripadajočih obveznosti do tako definiranih virov financiranja na drugi strani.

Zagotavljanje virov financiranja je drugi korak v realizaciji investicije, vendar je zaradi stalno prisotne omejenosti razpoložljive akumulacije v dosedanjem investicijskem obnašanju ekonomskih subjektov postavljen na prvo mesto. Jasno je, da je potrebno v procesu načrtovanja investicijskega projekta nujno najprej opredeliti strukturo in višino potrebnih investicijskih vlaganj, da bi lahko potem na osnovi tega opredelili in zagotovili optimalno strukturo in višino virov financiranja investicije.

Enostavna logika zapiranja finančne konstrukcije nakazuje, da se viri financiranja uskladijo glede na namen in dinamiko uporabe z realnimi investicijskimi vlaganji.

To pomeni, da velja naslednje (Barbič et al., 1981, str. 390):

INVESTICIJSKA VLAGANJA = VIRI FINANCIRANJA

Opredelevanje konkretne finančne konstrukcije za določen investicijski projekt je oteženo z dejstvom, da so vse spremenljivke, ki jo določajo, variabilne. Glede na to, da je temeljna značilnost investiranja tudi »prihodnost«, to je smer in jakost že prej omenjenih spremenljivk, je tu prisotna še negotovost.

Načeloma je finančna struktura opredeljena z naslednjimi elementi (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 107):

- ceno vsakega finančnega vira,
- razpoložljivostjo posameznih virov,
- namenom porabe vsakega vira,
- pričakovano donosnostjo naložbe, ki omejuje najvišjo možno oziroma še sprejemljivo ceno finančnih virov.

5.3.1. Lastni viri financiranja

V okviru predvidenih virov financiranja investicije so lahko zastopani lastni viri podjetja oziroma investitorja in pa tuji viri financiranja.

Pri možnih lastnih virih financiranja ločimo tri temeljne oblike financiranja (Repovž, 2000, str. 2):

- *iz lastnega kapitala,*
- *iz tekočega poslovanja,*
- *iz preteklih naložb in/ali iz projekta (povratno investiranje).*

Financiranje v breme lastnega kapitala in amortizacije predstavlja enega izmed osnovnih in najbolj pogosto uporabljenih virov financiranja. Možnosti financiranja iz tega vira pa so

različne zaradi dveh razlogov. Prvi je velikost, struktura in dinamika ovrednotenja investicij, drugi pa omejenost možnosti financiranja iz lastnega kapitala (kot financiranje iz obstoječega kapitala, kapitala povečanega z emisijo delnic ali skupna vlaganja), dobička in amortizacije.

Črpanje sredstev za financiranje investicij iz lastnega kapitala je odvisno od vrste dejavnikov, med katerimi izstopata politika amortizacije osnovnih sredstev (večja ali manjša obremenitev obračunane amortizacije z bremeni – zadolžitvami iz preteklosti in večja ali manjša usmerjenost amortizacije v zamenjavo ali nabavo novih osnovnih sredstev) ter politika delitve dobička podjetja.

Pri preskrbi lastnih virov podjetja je potrebno omeniti še možnost (predčasne) odprodaje osnovnih sredstev in s tem zagotovitve denarnih sredstev za nove investicije.

Financiranje iz tekočega poslovanja uporabljamo običajno takrat, ko gre financiranje projektov nematerialnih naložb, kot so npr. tehnične izboljšave (uvedba novih dopolnjenih, spremenjenih tehnično-tehnoloških in organizacijskih postopkov v že obstoječem procesu proizvodnje ali poslovanja), in raziskavo trga, ki nimajo značaja investicije v materialna sredstva, temveč značaj financiranja prej omenjenih raziskav kot samostojnih projektov. Značilno za naše razmere je zelo nizko stanje nematerialnih naložb, saj so podjetja večkrat tovrstne naložbe kot stroške sproti poračunavala s prihodki iz tekočega poslovanja.

Že prej omenjeno »povratno financiranje« pa pomeni, da naj bi se vrnjena sredstva iz učinka preteklih investicij uporabljala za financiranja novih investicij oziroma projektov.

Pod notranjimi viri financiranja se pogosto razumejo lastna sredstva, kot ta sredstva pa lahko upoštevamo tudi namenska nepovratna sredstva pridobljena npr. s strani države glede na to, da iz njih načeloma ne izhaja nobena konkretna finančna obveznost.

Ne glede na širši ali ožji pojem je jasno, da imajo notranji viri financiranja naslednje značilnosti (Barbič et al., 1981, str. 388):

- *praviloma so to najcenejši viri financiranja,*
- *to so najbolj zanesljivi in najbolj stabilni viri financiranja,*
- *omogočajo večjo elastičnost tako v finančni kot v poslovnih in razvojnih politikah podjetja,*
- *zagotavljajo večjo samostojnost ekonomskega subjekta v vodenju ne samo finančne, ampak tudi celotne poslovne politike.*

Zaradi navedenih značilnosti so bili ti viri financiranja vedno bolj zaželeni v primerjavi z zunanji.

Poleg že omenjenih prednosti lastnih virov pred tujimi lahko omenimo še krepitev poslovno-finančne samostojnosti in plačilne sposobnosti podjetja. Več lastnega kapitala pa omogoči podjetju tudi najem večjega obsega tujega kapitala.

V okviru investicijskega projekta je seveda najprej potrebno opredeliti višino lastnih sredstev, ki jo je investitor sposoben oziroma pripravljen zagotoviti. Na osnovi različnih virov naj bi bil delež lastnih sredstev zagotovljen vsaj v višini med 20 % in 50 % celotnih virov. Seveda to ni neko pravilo, ki bi stoddstotno veljalo in od katerega ne bi bila možna odstopanja. Če je podjetje minimalno zadolženo ali pa višina njegove pretekle akumulacije na primer zadošča za poplačilo kredita v zelo kratkem obdobju, kar pomeni, da banka oceni, da je tveganje nizko, je možno financiranje z bančnim kreditom v celoti.

Naslednja stvar, ki jo je potrebno omeniti, in je pomembna predvsem z vidika banke kot posojilodajalca, je realnost zagotovitve predvidenih lastnih sredstev. Predvidena lastna sredstva mora podjetje načeloma izkazovati med sredstvi v bilanci stanja; to so sredstva, ki jih je ustvaril s poslovanjem v preteklih letih in v tekočem letu.

Viri so na primer kratkoročne finančne naložbe, ki jih ima investitor med svojimi sredstvi in so visoko likvidne, da jih je možno v kratkem času pretvoriti v denar. Sem prištevamo predvsem kratkoročne bančne depozite in vrednostne papirje. Kot lastna sredstva se upoštevajo tudi sredstva, ki jih vложи lastnik v podjetje z dokapitalizacijo. Kot tretja možnost se upošteva lahko tudi kredit lastnika podjetju. Potrebno je zagotoviti, da je navedena finančna operacija izvedena pred črpanjem bančnega posojila in da je doba odplačila tega posojila daljša od odplačila bančnega posojila. Ponavadi se zahteva s strani lastnika tudi podpis izjave, s katero se zavezuje, da posojilo lastnika ne bo poplačano pred poplačilom bančnega posojila.

Problemi glede zadostnih pojasnil in predložitve dokazil se pojavljajo predvsem pri majhnih podjetjih. Tukaj se kot lastna sredstva pojavljajo predvsem tudi sredstva, s katerimi razpolaga lastnik ali direktor podjetja kot fizična oseba. Gre predvsem za njegove kratkoročne depozite in denar na njegovem računu, medtem ko se vrednostni papirji zelo redko pojavljajo.

Načeloma je zaželeno, da se po pridobitvi podatka o višini depozita (in potrdila s strani banke), ki ga ima investitor kot fizična oseba, zahteva tudi dokapitalizacija podjetja v višini lastnih sredstev predvsem takrat, ko finančna struktura podjetja ni najboljša.

5.3.2. Zunanji viri financiranja

Za razliko od notranjih virov financiranja imajo zunanji viri financiranja načeloma splošno značilnost, da ustvarjajo obveznost vračanja dobljenih sredstev v nekem dogovorjenem

roku za neko dogovorjeno nadomestilo. Zaradi tega je najemanje teh virov manj zaželeno iz naslednjih razlogov (Barbič et al., 1981, str. 389):

- *večja skrb za likvidnost;*
- *fiksne obveznosti ne glede na to, če se ustvarja dohodek za njihovo odplačilo;*
- *težji pogoji za pridobivanje zunanjih virov financiranja – kreditov, glede na to, da je zaradi manjših notranjih virov financiranja manjša tudi kreditna sposobnost;*
- *zaradi nastalih obveznosti je manjša svoboda ekonomskega subjekta pri sprejemanju poslovnih odločitev.*

Ne glede na slabosti zunanjih virov financiranja se pri financiranju projektov v glavnem kombinirajo zunanji in notranji viri.

Poleg že omenjenih virov financiranja podjetja uporabljajo tudi druge vire financiranja, od katerih so najbolj pogosto uporabljeni naslednji:

- razni skladi,
- lizing,
- sovlagatelji,
- drugi viri (npr. dobavitelji).

5.3.2.1. Dolgoročna bančna posojila

Posojilo z obročnim odplačilom je dolgoročni privatno plasiran dolg. S pogodbo o posojilu posojilodajalec – najpogosteje banka – plasira sredstva posojilojemalcu, ki se obvezuje, da bo plačeval obresti in glavnico posojila v skladu z dogovorjeno dinamiko. Dospelost teh posojil je lahko tudi do 30 let, vendar se praviloma giblje v razponu od enega do petnajstih let (Vidučić, 2002, str. 180).

Uporaba dolgoročnega posojila lahko pomeni precejšnjo prednost v poslovanju podjetja, lahko pa v primeru, ko dolgoročni dolg ni smiselno in previdno uporabljen ali če se spremenijo ekonomske razmere, povzroči težave v poslovanju podjetja. Preveliko financiranje podjetja z dolgoročnim dolgom lahko povzroči nezmožnost podjetja, da bi poravnavalo svoje pogodbene obveznosti, kar lahko v skrajnem primeru vodi celo v stečaj. Z vidika bank odobritev dolgoročnega posojila podjetju pomeni večje tveganje, zato je presoja bonitetne sposobnosti podjetja obsežnejša in obrestna mera ponavadi višja kot pri kratkoročnem posojilu (Bobek, 1989, str. 129).

Dolgoročna posojila pa tudi ostali zunanji viri se kvantificirajo po nekaterih vnaprej določenih merilih. Tako pogoji kreditiranja kot doba odplačila in obrestna mera določajo osnovne dejavnike v obračunu anuitetnih obveznosti kot najbolj pogoste oblike kreditno finančnih obveznosti. Razumljivo je, da zaradi primanjkljaja informacij v teku priprave investicijskega projekta ni možno pripraviti podrobne strukture virov financiranja. Vseeno pa je potrebno navesti (Bendeković et al., 1988, str. 90):

- višino kredita,
- dobo odplačila,
- obrestno mero,
- opredelitev interkalarnih obresti (če se te zaračunavajo – plačevanje ali pripisovanje dolgu),
- ostale stroške kredita,
- način odplačila glavnice in plačila obresti.

Banka za odplačevanje dolgoročnih posojil ponuja več možnosti. Prva možnost je, da se posojilo odplačuje obročno v mesečnih, trimesečnih ali šestmesečnih obrokih. Ena izmed možnosti, ki pa je bolj redko uporabljena in velja ponavadi le za velika podjetja z odlično boniteto, je tudi vračilo celotne glavnice ob zapadlosti oziroma tako imenovan »bullet payment«. Druga možnost pa je, da se obresti plačujejo mesečno, medtem ko se glavnica odplačuje trimesečno, šestmesečno ali letno.

Možen je tudi moratorij na odplačilo glavnice, za katerega se banka odloči predvsem takrat, ko podjetju odobri investicijsko posojilo. Dolžina moratorija na odplačilo glavnice pa je odvisna od zaključka naložbe in začetka poslovanja, vendar ponavadi ni daljša od enega leta. Moratorij je ponavadi odobren le za glavnico, medtem ko se obresti plačujejo mesečno.

5.3.2.2. Skladi

Včasih so kot vir financiranja investicije poleg bančnih posojil predvideni tudi viri iz naslova raznih skladov. Načeloma velja, da morajo biti ti viri zagotovljeni (predloženo mora biti dokazilo), preden je bančno posojilo odobreno oziroma vsaj pred črpanjem. Viri iz navedenih skladov so lahko odobreni mimo banke (npr. kredit Ekološkega sklada), medtem ko so po drugi strani posojila raznih skladov povezana z mnenjem banke o predvideni investiciji. Glede na pomembnost za poslovanje malih podjetij in samostojnih podjetnikov v nadaljevanju predstavljam osnovne značilnosti Slovenskega podjetniškega sklada in evropskih strukturnih skladov.

5.3.2.2.1. Slovenski podjetniški sklad

Osnovni cilj delovanja Slovenskega podjetniškega sklada (s sprejetjem Zakona o podpornem okolju za podjetništvo se je sklad preimenoval iz Javnega sklada Republike Slovenije za razvoj malega gospodarstva) je spodbujati finančno okolje za obsežnejše financiranje investicijskih vlaganj malih in srednje velikih podjetij v Sloveniji in s tem zagotoviti večjo učinkovitost vlaganj in razpršenost tveganj posameznih naložb v sektorju malih in srednjih podjetij, predvsem pa omogočiti pridobitev ugodnih finančnih virov tudi za investicijska vlaganja nastajajočih in novih podjetij.

Osrednja naloga sklada je zagotoviti koordiniranje virov za zaporedne kroge vlaganja v mala in srednja podjetja (zagoni kapital, kapital za zgodnjo rast, kapital za hitro rast, kapital za razširitev ...) in s tem zagotoviti podporo za izvajanje zahtevnejših strateških projektov v sektorju malih in srednjih podjetij. Prednost imajo na znanju in inovativnosti temelječi projekti, ki prinašajo visoko dodano vrednost. Sklad razvija in izvaja storitve ter finančne spodbude v skladu s sprejetim programom ukrepov na naslednjih področjih (Zakon o podpornem okolju za podjetništvo, 2004, 13. člen):

- zagotavljanje storitev in začetnega kapitala za hitrejšo nastajanje in zagon novih podjetij z neposrednimi spodbudami za začetno financiranje podjetniških projektov v fazi nastajanja in zagona podjetij;
- zagotavljanje ugodnejših virov financiranja za razvojne naložbe podjetij s subvencijami, ugodnimi kreditnimi viri in garancijami za najete kredite;
- spodbujanje zasebnih vlaganj in financiranja podjetniških projektov v vseh fazah razvoja z lastniškim kapitalom, z zagotavljanjem ugodnih kreditnih virov in garancij za investitorje.

Ponuja ugodnosti v obliki nižjih obrestnih mer za kredite, ugodnejših pogojev odobritve kreditov (nižji stroški, daljša ročnost, moratorij ...) ter odobritev garancij. Najbolj poznana dejavnost je odobravanje posrednih ugodnih kreditov v sodelovanju s slovenskimi bankami. Posredni ugodni kredit ima nižjo obrestno mero od tržne.

Pomembnost sklada se odraža tudi v rezultatih njegovega delovanja, ki so za obdobje 1996–2003 naslednji (Slovenski podjetniški sklad, 2004) :

- 1179 podprtih projektov,
- 23,114 milijard SIT razdeljenih kreditov (112,3 mio EUR),
- 47,320 milijard vloženi v investicije malih in srednjih podjetij,
- 3810 ustvarjenih novih delovnih mest v obdobju 1996-2003 v malih in srednjih podjetjih, ki so prejela kredit,
- v povprečju 3,2 novo ustvarjenih delovnih mest v podjetju, ki je prejelo ugoden kredit.

5.3.2.2.2. Strukturni skladi Evropske unije

Neposredna sredstva iz skladov Evropske unije predstavljajo za slovenska podjetja izjemno pomembno vlogo pri uresničevanju njihovih razvojnih programov. Namenjena so vsem, ki izpolnjujejo razpisne pogoje. Slovenija je od 1. januarja 2004 upravičena do črpanja nepovratnih sredstev iz evropskih strukturnih skladov in kohezijskega sklada. Cilj porabe teh sredstev je doseganje skladnejšega razvoja celotnega teritorija Evropske unije in zmanjševanje razlik med regijami.

Strukturni skladi predstavljajo osnovni instrument izvajanja regionalne politike za financiranje razvojnih programov v posameznih članicah EU. Ti skladi so bili ustanovljeni,

da bi pospeševali razvoj in zmanjševali razlike med regijami in državami EU. Osnovni namen strukturnih skladov je podpirati konkurenčno okolje nenehnega razvijanja in uravnoteženega razvoja, ustvarjanje delovnih mest na celotnem območju EU in spodbujanje izobraževanja za pridobitev kvalificirane delovne sile ter spodbujanje ekonomske in tehnične inovativnosti s pomočjo odpravljanja neenakosti med regijami. Delovanje strukturne politike je določeno kot dopolnjevanje nacionalnega izvajanja regionalne politike članic, saj poteka financiranje projektov s sodelovanjem lokalnih oblasti in države članice. Pomoč je namenjena trem glavnim vidikom razvoja regij in območij: infrastrukturi, razvoju človeških virov in podpori produktivnosti sektorjev (Sistem strukturnih skladov Evropske unije, 2003, str. 2).

Pomoči so namenjene državam oziroma območjem, katerih bruto domači proizvod ne dosega 75 odstotkov evropskega povprečja. Dodeljujejo se po posameznih projektih. Splošna pravila o dovoljenih višinah strukturnih pomoči določajo zgornje omejitve tako za različno razvrščene regije kot za različne projekte.

V obdobju od 2004 do 2006 bo celotna Slovenija upravičena do pomoči skozi štiri strukturne sklade:

- Evropski sklad za regionalni razvoj,
- Evropski socialni sklad,
- Evropski kmetijski usmerjevalni in jamstveni sklad,
- finančni instrument za usmerjanje ribištva.

Posebni sklad v tem sistemu je Kohezijski sklad, ki nudi možnost neposrednega financiranja projektov, ki se navezujejo na okoljsko in transportno infrastrukturo.

Prednostna naloga Evropskega sklada za regionalni razvoj je spodbujanje podjetniškega sektorja in konkurenčnosti (ostali skladi kot pridobitev virov financiranja za mala podjetja niso tako pomembni). Ustanovljen je bil leta 1975 kot prvi finančni instrument, posebej osredotočen na regije, ki zaostajajo v gospodarskem razvoju. Cilj tega sklada je spodbujati naložbe in inovacije v gospodarske dejavnosti ter razvijati infrastrukturo v regijah, ki v EU veljajo za problematične. Glede finančnih sredstev je ta sklad daleč največji med vsemi strukturnimi skladi, saj obsega več kot polovico vseh sredstev skladov.

Pomoč sklada zajema naslednje (Sistem strukturnih skladov Evropske unije, 2003, str. 4):

- vzpostavljanje in modernizacijo infrastrukture za gospodarski razvoj in varstvo okolja;
- pospeševanje razvoja malih in srednje velikih podjetij;
- spodbujanje produktivnih investicij v proizvodnjo, gradnjo tovarn, inovacij, tehnološkega razvoja, investicije v nove dejavnosti in v obnavljanje starih industrijskih lokacij s ciljem dolgoročnega ustvarjanja delovnih mest;
- nadaljevanje pospeševanja lokalnega razvoja – tudi v manjših regijah ustvarjati pogoje za produktivna delovna mesta in razvoj novih dejavnosti;
- investicije v izobraževanje in zdravstvene ustanove;

- tehnične pomoči v obmejnem območju.

V naslednji tabeli so prikazana sredstva, do katerih je upravičena Slovenija v prehodnem obdobju.

Tabela 3: Sredstva EU za strukturne namene v Sloveniji za obdobje 2004–2006 v tekočih milijardah SIT ter v % celotne vrednosti

Sklad	Višina sredstev	Delež v %
Strukturni skladi	57,3	52
Kohezijski sklad	45,9	42
Pobude Skupnosti	7,3	7
Skupaj	110,5	100

Vir: Wostner, 2004, str. 102

Namenska struktura sredstev strukturnih skladov izhaja iz Enotnega programskega dokumenta 2004–2006, ki sta ga Slovenija in Evropska komisija v pogajanjih sprejeli in po katerem je upravičena Slovenija kot celota. Spodbujanju podjetniškega sektorja in konkurenčnosti je namenjeno 51 % vseh sredstev predvsem za spodbujanje razvoja inovacijskega okolja, turizma, razvoja podjetništva ter poslovnih con s pripadajočo infrastrukturo. Ne glede na napoved, da do leta 2006 ne moremo pričakovati vidnejših makroekonomskih rezultatov kot rezultat financiranja iz naslova strukturnih skladov, mora Slovenija v prehodnem obdobju izkoristiti dodeljena sredstva. Na osnovi nekaterih navedb s strani Evropske komisije se Sloveniji za obdobje 2007–2013 obeta okvirno dvainpolkratno povečanje dodeljenih pravic (Wostner, 2004, str. 103).

5.3.2.3. Lizing

Glede na velik obseg tega načina financiranja v zadnjih letih bom njegove glavne značilnosti opisal bolj podrobno, saj postaja resna konkurenca bančnim kreditom. Glede na zadnje razpoložljive podatke je to nedvomno najhitreje rastoča finančna dejavnost v Sloveniji, saj se je njen obseg v zadnjem desetletju podeseteril. Rast trga naj bi znašala kar 30 % letno. Na osnovi podatkov Združenja za lizing se v zadnjih letih krepi predvsem (finančni) lizing nepremičnin, medtem ko lizing premičnin (kjer so mišljena predvsem osebna vozila) upada.

Lizing je posebna oblika zakupa, pri kateri lizingodajalec kupi premičnino ali nepremičnino po izbiri lizingojemalca, ta pa zanj plačuje najemnino. Razlikujemo med

finančnim (finančni najem) in operativnim lizingom (poslovni najem). V Sloveniji prevladuje prva oblika najema (Svetlič, 2002).

Lizing je načeloma dražja oblika financiranja v primerjavi z bančnim posojilom, vendar je za mnoga podjetja pomembna oblika financiranja, saj je ponavadi preprostejša in hitrejša kot pridobitev bančnega posojila. Pri lizingu dodatno zavarovanje (hipoteka) ni nujno potrebna, mora pa biti predmet financiranja tržno in prodajno zanimiv, če pride do odzema in prodaje novemu kupcu.

Glavna razlika med posojilom in lizingom je zlasti v vrednosti lastnih sredstev in preprostejšem zavarovanju. Delež lastnih sredstev, potreben ob nakupu, je pri lizingu manjši. Povprečna udeležba pri najemu nepremičnine je okoli 30 % lastnih sredstev. Druga prednost lizinga je, da ne zahteva hipotekarnega zavarovanja lizingojemalčevega dolga, ki znaša pri običajnem posojilu tudi dvakratni znesek vrednosti odobrenega zneska.

Najbolj priljubljena vrsta lizinga na slovenskem trgu je nedvomno lizing osebnih vozil. Sledijo komercialna vozila in poslovne zgradbe, medtem ko je po obsegu poslov na četrtem mestu lizing strojev in proizvodne opreme.

Večina kupcev se še vedno odloča za najem posojila, med operativnim in finančnim najemom pa se odločajo za drugega. V nadaljevanju omenjam predvsem možnosti financiranja nepremičnin.

Pri nas ni mogoče pridobiti pravega hipotekarnega posojila, saj ga banke in druge finančne ustanove ne ponujajo. Mogoče se mu deloma lahko približa lizing nepremičnin predvsem zaradi lažjega načina pridobitve. Bistvena prednost lizinga pred posojilom naj bi bila v tem, da jemalec lizinga dobi nepremičnino v uporabo takoj, ne da bi moral za to plačati kupnino v celoti. Pomembno pa naj bi bilo tudi zavarovanje. Posojilojemalec mora pri najemu posojila ponuditi zavarovanje v obliki nepremičnine, ki mora biti ponavadi vredna vsaj dvakrat toliko, kolikor je odobrenega posojila (Pinterič, 2002).

Z lizingom se lahko dobi nepremičnino v uporabo in posest takoj, do odkupa je pravni lastnik nepremičnine dajalec lizinga, tako da je v največ primerih dovolj že sam objekt in dodatnih zavarovanj ne zahtevajo.

Pri nas se prevozniki pri nakupu tovornih vozil najpogosteje odločajo za lizing, nekoliko manj za posojilo, saj so pogoji zavarovanja strožji (premičnina ponavadi ni dovolj za zavarovanje posojila). Tudi pri lizingu tovornih vozil je značilno, da se kupci še vedno odločajo predvsem za finančni lizing, veliko manj za operativnega, saj v primeru finančnega lizinga po plačilu zadnjega obroka lastništvo predmeta lizinga preide na jemalca lizinga.

Za države EU je značilno, da je operativni lizing prevladujoča oblika, pri nas pa prevladuje finančni, čeprav ima ta številne pogodbene elemente prvega. Prav tako v EU prevladuje najem strojev in opreme, medtem ko je najem osebnih in komercialnih vozil v zatonu.

Kot zaključek poglavja bom opredelil še »sale & lease back« operacijo oziroma prodajo in ponoven najem. Sale and lease back je socialno tipična in razmeroma nova gospodarsko pravna operacija, na podlagi katere določena oseba (praviloma podjetnik) proda drugi osebi (praviloma banki, finančni organizaciji ali lizing podjetju) vsa ali del svojih osnovnih sredstev (sale) in se hkrati dogovori, da bo prodana sredstva vzela nazaj v lizing, tako da jih bo lahko poslovno izkoristila in nadaljevala proizvodnjo (lease back). Omenjena operacija predstavlja enkratno rešitev za podjetja, ki jim primanjkuje finančnih sredstev za nove naložbe (Varanelli, 2002, str. 1).

5.4. Tržna in tehnološka analiza

5.4.1. Tržna analiza

Trg je nedvomno eden izmed najpomembnejših dejavnikov za odločanje o investiciji in izhodišče vsebini vsake investicije. Prodajne možnosti, ki jih z raziskavo trga ugotovimo, predstavljajo temelj določitvi vsebine in obsega proizvodnih zmogljivosti in s tem tudi osnovo za izbor ustreznih tehnološko-tehničnih rešitev. Opredelitve realnih tržnih možnosti in tehnološko proizvodnih pogojev so podlaga za realen prikaz pričakovane finančne donosnosti investicije oziroma finančnega poslovanja po investiciji in s tem tudi osnova oceni upravičenosti investicije (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 39).

Tržne oziroma prodajne možnosti so osnova vsebine vsake investicije in temeljno izhodišče vsakega razvojnega odločanja. Pri poenostavljenem vrednotenju malih projektov je premišljeno načrtovanje prodaje še posebno odgovorna in zahtevna naloga, ker je ta osnova vsem zaključkom in sklepni oceni o upravičenosti naložbe. Tako je sicer tudi pri večjih projektih, vendar pri njih tržna analiza temelji na posebni analitični študiji, ki je sestavni del investicijskega programa. »Manjši investitorji« pa tržne možnosti navadno utemeljujejo samo v investicijskem programu. Kadar »manjša naložba« pomeni širitev proizvodnje oziroma prodaje ali rekonstrukcijo obstoječe proizvodnje, tržne napovedi temeljijo predvsem na dosedanjih izkušnjah in spoznanjih. V primeru novega ustanavljanja dejavnosti pa je potrebno razmišljanja in sklepanja o možnostih osvajanja trga dobro utemeljiti (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1992, str. 15)

Značaj trga v investicijskem projektu opredeljujejo številni dejavniki, v največji meri pa: vrsta proizvoda, nosilci potreb, način in mesto oblikovanja povpraševanja in ponudbe in podobni. Če izhajamo iz delovanja teh dejavnikov kot specifične vrste projekta in z vidika pristopa in realizacije analize tržišča, lahko investicijske projekte razdelimo na (Barbić et al., 1981, str. 68):

- a) *Investicijski projekti s proizvodnjo za vnaprej neznanega kupca*
- b) *Investicijski projekti s proizvodnjo za vnaprej znanega kupca*

Povpraševanje po proizvodih za vnaprej neznanega kupca se oblikuje in količinsko določa na samem tržišču pod pretežnim vplivom tržnih zakonitosti. To so predvsem investicijski projekti s področja proizvodnje proizvodov široke potrošnje, projekti s področja standardne serijske proizvodnje, proizvodov reprodukcijske potrošnje, ki se ne proizvajajo po naročilu ipd.

Tržni nastop takih proizvodov bo izpostavljen vnaprej neznanim tržnim dejavnikom, ker so mu po pravilu, dolgoročno gledano, nepoznani kupci, obseg prodaje in v glavnem tudi cene, kar pomeni, da so mu neznani osnovni elementi za oceno morebitnega tržnega uspeha načrtovanega investicijskega projekta.

Zaradi tega je v teh primerih potrebna čim bolj popolna analiza tržišča (analitično poglobljena, kompleksna, vseobsežna in razčlenjena). Samo s takim pristopom k analizi bomo zagotovili sprejemljivo stopnjo poznavanja tržišča in zaupanje v rezultate raziskovanja, kar bo vplivalo na zmanjšanje tveganja v oceni tržnih učinkov projekta.

Druga vrsta projektov s proizvodnjo za vnaprej znanega kupca pomeni, da je povpraševanje oz. prodaja teh proizvodov vnaprej zagotovljena na osnovi pogodb. Tukaj so določene prodajne količine in cene ter vsi ostali elementi, ki naj bi jih pogodbe vključevale. V tem primeru seveda ni potrebe po kompleksnih in temeljnih analizah tržišča kot v prvem primeru. Vsekakor pa je tudi v tem primeru treba opredeliti vsaj osnovne značilnosti trga in preveriti boniteto kupcev, s katerimi podjetje sklepa pogodbo.

Tukaj je potrebno opozoriti še na vidik trajanja pogodbe oziroma obdobja, za katerega so te pogodbe podpisane. Če gre za dolgoročne pogodbe, je tveganje bistveno manjše kot v primeru kratkoročnih pogodb. Poleg tega v primerih poslovnega sodelovanja med podjetji ne gre vedno za pogodbe, ampak imamo včasih opravka tudi z bolj ohlapnimi dokumenti, kot so npr. pisma o nameri, pogodbe o sodelovanju brez vseh potrebnih sestavin ipd.

Proizvod je lahko namenjen za končno ali proizvodno porabo. V primeru proizvoda za končno potrošnjo mora biti analiza bolj obširna in poglobljena, glede na to, da je proizvod namenjen velikemu številu potrošnikov z različnimi zahtevami in merili. Pri proizvodni potrošnji je število porabnikov manjše, njihove zahteve in merila pa znani.

Osnovna struktura analize trga mora vključevati naslednje (Barbić et al. 1981, str. 67):

- trg prodaje z analizo in oceno povpraševanja, ponudbe,
- trg nabave z analizo in oceno povpraševanja, ponudbe,
- povzetek rezultatov analize tržišča.

Pri analizi prodajnega in nabavnega trga analiziramo osnovne elemente za oceno položaja investitorja na trgu prodaje (prodaja na različnih trgih, gibanje domačih in izvoznih cen) in trgu nabave (osnovne surovine in repromateriali, izvor nabav, pogoji, cene in morebitne težave pri nabavi).

V okviru tržne prognoze opredelimo, kakšne spremembe lahko pričakujemo v naslednjem obdobju v zvezi z uporabnostjo proizvoda, v zvezi s segmenti uporabe in velikostjo trga, kakšen bo v prihodnosti položaj proizvoda v programu, kateri substituti se lahko pojavijo v naslednjem obdobju, kateri dejavniki bodo vplivali na razvoj povpraševanja po tem proizvodu ipd.

Konkurenca je najmočnejši zunanji dejavnik, ki sili podjetje v investicije, stalne spremembe ter izboljšave in je zato bistveni dejavnik tržnih napovedi podjetja. Zmogljivosti investicije so znane in predstavljajo zgornji nivo obsega prodaje. V kolikšni meri pa bodo v resnici izkoriščene in tako dajale predvidene rezultate, pa je odvisno od konkurence in potreb trga. Ekonomska dogajanja vse bolj povečujejo vlogo konkurence. Posamezne države se vse bolj odpirajo, konkurentov je vse več, zato bi o konkurenci in konkurentih podjetje moralo vedeti čim več.

Glede na dosedanje izkušnje pri ocenjevanju investicijskih programov lahko ugotovim, da je v veliki večini primerov analiza trga predstavljena samo kot povzetek in ne zajema več kot nekaj strani, še pogosteje odstavkov ali stavkov v okviru investicijskega programa.

Kot prvi razlog za to lahko navedemo sam značaj investicij, saj gre v glavnem za dokaj neinovativne investicijske projekte, kjer obširna analiza trga ni potrebna (prevladujejo projekti za nakup in izgradnjo lastnih poslovnih prostorov ter dokaj enostavne opreme manjših vrednosti). Dejstvo je, da v primeru novega proizvoda in novih podjetij ta podjetja lažje dobijo začetni kapital v okviru raznih skladov tveganega kapitala.

Poleg tega velja, da je poglobljena tržna analiza zelo draga predvsem za mala podjetja. Predvsem pri malih podjetjih in projektih z manjšo predračunsko vrednostjo je ta ponavadi omejena z navedbo kupcev in dobaviteljev (včasih tudi s predložitvijo pogodb o sodelovanju) ter navedbe konkurence na trgu.

5.4.2. Tehnološka analiza

Izbor tehnološko-tehnične rešitve je ena najpomembnejših in najtežjih nalog v procesu načrtovanja investicijskega projekta. Za velike in obsežne projekte (nova proizvodnja, nova proizvodna linija ipd.) je predmet posebne analitične študije.

Investitor v tem poglavju predstavi zaključke iz predinvesticijske študije, s tem da opiše tehnično tehnološke rešitve, ki so bile sprejete. Osnovni elementi opisa tehnično tehnoloških rešitev so (Barbić et al., 1981, str. 268):

- kaj namerava proizvajati,
- kako namerava proizvajati oziroma opis tehnično-tehnološke rešitve,
- definirati način proizvodnje (opredeljen že v predinvesticijski študiji),
- izvesti celoten skrajšan opis celotnega procesa.

V okviru tehnološke analize je potrebno navesti predvideno količinsko proizvodnjo posameznih vrst oziroma skupin proizvodov. Oceniti je treba realnost načrtovanega proizvodnega programa na osnovi sedanjega stanja proizvodnje. Pri tem je potrebno dati poseben poudarek dosedanjemu izkoriščanju kapacitet (število obratovalnih dni oziroma ur na leto in število izmen) in oceniti realnost predvidenega izkoriščanja kapacitet (Sodin et al. 1985, str. 22).

Za projekte manjših vrednosti pa je predvsem pomembna definicija namena in cilja naložbe ter kratek opis načrtovanega tehnološkega procesa in tehnične rešitve, in sicer na naslednji način (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1992, str. 17) :

- namen (povečanje izvoza, prodaje, uvajanje nove ponudbe);
- kratek opis tehnološkega postopka (tudi navedba, če je že vpeljan pri nas in v svetu oziroma se pri nas še ne uporablja in pomeni inovacijo, ekološki vidiki z navedbo predvidenih ukrepov za zaščito in varstvo okolja, če so ti potrebni);
- opis tehnične opreme in strojev;
- navedba števila potrebnih delavcev.

Če investicija vključuje tudi izgradnjo objektov, opišemo potrebna gradbena dela, pa tudi vse pogoje v zvezi s pridobitvijo zemljišča in potrebnih soglasij.

Vključitev tehnološke analize v investicijski program in njen obseg sta predvsem odvisna od vrste in same kompleksnosti projekta.

5.5. Projekcije poslovanja in metode za presojo uspešnosti naložb

Na koncu poglavja finančne analize pripravimo sintetične preglednice napovedi poslovanja projekta v vseh letih njegove ekonomske dobe. Ti prikazi oblikovanja in razdelitve prihodkov (izkaz poslovnega izida), prilivov in odlivov (likvidnostni tok) in strukture premoženja (bilanca stanja) so izhodiščne ocene uspešnosti in upravičenosti naložbe.

Pri ocenjevanju prihodnjih poslovnih rezultatov v investicijskem programu uporabljamo nekatere enotne metodološke predpostavke, ki so naslednje (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 10):

1. *Zaprtoost reprocikla* pomeni, da vso načrtovano proizvodnjo tudi prodamo in tako v napovedih ne upoštevamo gibanja zalog (proizvodnja = prodaja).
2. Predpostavka o *(ne)reinvestiranju letnih donosov* pomeni, da posebej ne analiziramo vlaganj načrtovanih letno oblikovanih investicijskih sredstev (amortizacija in del čistega dobička oziroma akumulacija), ampak jih »zbiramo« skozi vsa leta ekonomske dobe projekta in seštevamo. V tem je skrita predpostavka, da bomo s tovrstnimi sredstvi gospodarili vsaj tako dobro, da jim ne bomo zmanjševali realne vrednosti. To sicer predpostavlja, da jih sproti spreminjamo v finančne naložbe, da ohranjamo njihov obseg.
3. *Omejenost življenjske dobe* pomeni, da opazujemo projekt in njegove učinke samo omejen čas, to je v njegovi ekonomski dobi. Ekonomska doba je čas od prvega naložbenega stroška in izgradnje projekta, preko poskusne proizvodnje in polnega koriščenja zmogljivosti do takrat, ko bi proizvodnja začela upadati, če ne bi z novimi naložbami obnovili nekaterih zmogljivosti. Ekonomsko dobo praviloma določa tisti »najslabši« del investicije v stalna sredstva, ki ima najkrajšo življenjsko dobo (ponavadi je to oprema).
4. Kot učinek investicij v rekonstrukcijo, modernizacijo in širitev je potrebno predstaviti *razliko med rezultati poslovanja, ki jih dosegamo z investicijo in poslovnimi rezultati, kakršni bi bili brez investicije*. V takšnih primerih pripravljamo dve poslovni napovedi za ekonomsko dobo projekta:
 - a) *projekcija z investicijo*

Za del proizvodnega programa, v katerega ne investiramo, načrtujemo enake poslovne rezultate, kot so bili v zadnjem letu pred naložbo, za tisti del proizvodnje, ki ga moderniziramo in je predmet investicije, pa načrtujemo poslovne učinke, odvisne od načrtovane tehnologije, tržnih, kadrovskih in vseh drugih pogojev poslovanja, ki so opredeljeni v investicijskem programu. Projekcija z investicijo pomeni skupne poslovne rezultate obstoječega in razširjenega dela proizvodnje.
 - b) *projekcija brez investicije*

Načeloma tukaj upoštevamo poslovne rezultate kot v zadnjem letu pred naložbo, to je konstantno projekcijo za ta del proizvodnje. To je v primeru, ko ima še dovolj tržnih možnosti in zaposluje dovolj sodobne zmogljivosti, da lahko tudi brez naložbe ohranja kakovost dosedanjega poslovanja. Rastoče projekcije brez investicije bodo za tiste vrste proizvodnje, za katero so tržne možnosti še neizkoriščene in proizvodni pogoji ugodni. Padajoča poslovna prognoza pa pomeni nujnost investiranja (visoka stopnja odpisanosti opreme, tehnološka zastarelost opreme in proizvodnega programa, polno izkoriščene proizvodne zmogljivosti).
5. *Stalne cene* omogočajo spremljanje realnih poslovnih učinkov naložbe oziroma gibanja realnega premoženja in kupne moči skozi ekonomsko dobo projekta, pri čemer izključimo vse inflacijske učinke.

Ocena finančne uspešnosti mora dati čim bolj analitičen in obenem kompleksen vpogled v finančni rezultat poslovanja po investiciji. Predvsem mora ocena o finančnih projekcijah dati odgovor, ali je investicija finančno uspešna in bo po svojem zaključku v času obratovanja (gledano v njeni ekonomski dobi trajanja), ustvarjala takšne finančne rezultate, da bo zagotavljala kritje vseh poslovnih, zakonskih in pogodbenih obveznosti, poleg tega pa ustvarjala akumulacijo. Če gre za rekonstrukcijo, modernizacijo in širitev, je potrebno poleg samega projekta oceniti tudi ostali del poslovanja investitorja.

Pri ugotavljanju uspešnosti je treba najprej ugotoviti in preveriti kalkulacije stroškov oziroma realnost izhodišč za izračun finančno-poslovne uspešnosti, ki pogojujejo oblikovanje celotnega prihodka in njegovo delitev (izkoriščenost kapacitet, količine, normativi ipd.).

Ko govorimo o bodočih finančnih rezultatih investicije, lahko le te merimo na temelju statičnih metod, ali na temelju dinamičnih metod.

5.5.1. Statične metode za ocenjevanje investicij

Statična ocena pomeni prvo grobo presojo poslovnih rezultatov projekta. Po mnenju nekaterih avtorjev (Stepko, 1989, str. 6) omenjene metode sploh ne merijo uspešnosti investicij. Statistične metode naj bi zasledovale cilje, ki za nosilce odločitev niso zelo pomembni ali pa vsebujejo nesprejemljiva predvidevanja o koristih investicije, s čimer zanemarjajo bistvene elemente, ki lahko vplivajo na zaželenost različnih investicijskih variant.

Doba vračanja investicijskih sredstev je najstarejša metoda za ocenjevanje investicijskih projektov. Predstavlja tisto časovno obdobje, ki je potrebno, da se investicijski stroški povrnejo z donosi (Stepko, 1980, str. 6). Ponavadi letni donosi niso enaki in dobo vračanja ugotovimo tako, da seštevamo donose posameznih let tako dolgo, dokler njihova vsota ni enaka investicijskim stroškom (v primeru enakih letnih donosov je doba vračanja kvocient med investicijskim stroškom in letnim donosom).

Metoda nam torej odgovori na vprašanje, v kolikšnem času se bodo investirana sredstva povrnila, ne upošteva skupnega donosa, ki ga prinese investicija v svoji celotni življenjski dobi. Uspešnejša je tista investicija, ki ima najkrajšo dobo vračanja. Slabost te metode je predvsem v tem, da ne upošteva časovne razporeditve donosov investicije in investicijskih stroškov ter učinkov investicijskega projekta, ki nastanejo po povrnitvi investicijskih stroškov.

Omenjene slabosti vsaj deloma odpravlja ***diskontirana doba vračanja***. Ta metoda je zelo podobna zgornji z razliko, da se pri tej metodi uporabljajo diskontirani denarni tokovi. Tako je deloma odpravljena slabost prejšnje metode, ki ne upošteva neto prilivov iz

naložbe po končani dobi vračanja, razlik v čistih letnih prilivih in časovne vrednosti denarja.

Diskontirana doba vračanja nam pove število let, v katerih se investicijski stroški pokrijejo z diskontiranimi neto prilivi. Navedena metoda nam daje informacijo o tem, kako dolgo bodo sredstva vezana v obliki investicij. Čim krajša je doba vračanja ob drugih nespremenjenih pogojih, tem bolj je naložba likvidna (Brigham, Gapenski, 1997, str. 398).

Poleg omenjenih metod se kot statične metode uporabljajo še:

- *rentabilnost investicije* (v odstotku izraženo razmerje med donosom investicije in investicijskim stroškom),
- *skupni donos na enoto investicijskih stroškov* (opredeljen kot razmerje med skupnim donosom investicije in investicijskim izdatkom in nam pove, koliko enot skupnega donosa nam daje enota investicijskega izdatka),
- *povprečni letni donos na enoto investicijskih stroškov* (primerjamo povprečni letni donos z investicijskimi izdatki, investicija pa je tem uspešnejša, čim večji je ta koeficient).

5.5.2. Dinamične metode za ocenjevanje investicij

Dinamična metoda opazuje naložbo v vsej njeni ekonomski dobi. Izhodiščne informacije dinamičnemu vrednotenju ponuja likvidnostni tok, ki pomeni pregled vseh poslovnih dogajanj v življenju neke družbe. Ta tok sicer nudi popolno informacijo o naložbi, vendar zaradi množice podatkov na prvi pogled ne omogoča presoje o njeni kakovosti. Zato iz podatkov o likvidnostnem toku izračunamo posamezne kazalce, ki kompleksno ocenjujejo naložbo. Posamezen kazalec ne nudi popolne informacije, zato za celovito presojo naložbe uporabljamo več dinamičnih kazalcev hkrati (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 127).

Osnovo za izračun kazalcev na temelju dinamičnih metod predstavljajo denarni tokovi, ki prikazujejo uspešnost investicije s stališča (Sodin et al., 1985, str. 52):

- *financerjev* (skupni oziroma likvidnostni denarni tok),
- *investitorjev* (finančni ali realni denarni tok).

Glede na različne vidike ločimo:

- *skupni ali likvidnostni denarni tok*, ki zajema vse prilive in odlive, ki se nanašajo na investicijo v času gradnje kot tudi v ekonomski dobi investicije,
- *realni denarni tok*, ki se razlikuje od skupnega v tem, da iz prilivov izločimo vse kredite, iz odlivov pa anuitete in tako dobimo osnovo za izračun neto sedanje vrednosti in interne stopnje donosnosti.

Analiza likvidnosti v času izgradnje projekta sloni na prikazih v tekočih cenah in pomeni zapiranje finančne konstrukcije naložbe. To je v investicijskem programu edina analiza, ki temelji na tekočih cenah, vsem ostalim ocenam so osnova podatki v stalnih cenah.

Tudi za banko kot morebitnega posojilodajalca je ta del analize zelo pomemben. Mogoče ne toliko z vidika same likvidnosti kot z vidika zaprte finančne konstrukcije. Banka vedno zahteva dokazilo, da so predvidena lastna sredstva in morebitni drugi viri financiranja (skladi, nepovratna sredstva) zagotovljeni pred odobritvijo in črpanjem bančnega posojila.

Poseben primer je takrat, ko podjetje prodaja obstoječe poslovne prostore in kupuje nove. Predvidena lastna sredstva predstavljajo izkupiček od prodaje obstoječih poslovnih prostorov. Do takrat, ko za navedene poslovne prostore kupec še ni znan in niso določeni pogoji prodaje na osnovi pogodbe, predvidenih lastnih sredstev ne moremo imeti za že zagotovljena.

Likvidnostni tok v stalnih cenah je podlaga za zagotavljanje likvidnosti v ekonomski dobi. Analiziramo velikost neto prilivov po posameznih letih in ugotovljamo sposobnost izpolnjevanja dospelih finančnih obveznosti v posameznih letih. Pozitiven neto priliv pomeni likvidnost, negativen pa nelikvidnost projekta. Neto priliv v likvidnostnem toku je lahko v posameznem letu tudi negativen, vendar mora biti pokrit s pozitivnimi prilivi v naslednjih letih. Da je projekt ocenjen za likvidnega, mora biti kumulativa vseh neto prilivov v likvidnostnem toku pozitivna. Kadar investicijski program predstavlja rekonstrukcijo, širitev ali modernizacijo, je potrebno predstaviti tudi likvidnostni tok za investitorja z investicijo, saj lahko investicija izkazuje nelikvidnost, investitor pa je likviden in obratno (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 128).

Pomembno vprašanje pri izračunavanju dinamičnih meril uspešnosti investicije je tudi primerljivost njenih učinkov v različnih letih življenja naložbe. Enakih učinkov v različnih letih namreč ne vrednotimo enako. Na splošno so koristi, ki jih pričakujemo v prihodnosti, za nas manjše od enakega obsega koristi, ki jih prejmemo danes. Enako velja tudi za bodoče stroške.

Časovno bolj odmaknjeni učinki predstavljajo torej nižje vrednosti. Postopek, s katerim razvrednotimo prihodnje vrednosti v sedanje, imenujemo diskontiranje. Tesno povezano vprašanje v zvezi z diskontiranjem je vprašanje diskontne mere. V kolikšni meri so posamezni bodoči zneski danes manj vredni je odvisno od tega, kako daleč je realizacija posameznih zneskov časovno odmaknjena ter od diskontne stopnje, ki jo uporabljamo. Čim dlje v prihodnost so odmaknjeni posamezni zneski in čim višja je diskontna stopnja, tem manjša je njihova sedanja vrednost. Splošna enačba za spreminjanje prihodnjih v enakovredne sedanje vrednosti je (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 130):

$$V_s = V_p * 1 / (1 + D_s)^n, \text{ kjer je}$$

V_s = sedanja vrednost,

V_p = prihodnja vrednost,

D_s = diskontna stopnja,

n = čas.

Povsem očitno je diskontna stopnja pri ocenjevanju gospodarske upravičenosti posameznih naložb izrednega pomena. Pri analizi naložbenih možnosti pa ima analitik težko nalogo, da ugotovi, katera diskontna stopnja pravilno odraža vrednost časovno odmaknjenih učinkov.

V izračunih neto sedanje vrednosti diskontno stopnjo najbolje predstavlja tehtani povprečni odstotek stroškov kapitala – WACC (weighted average cost of capital). Ta način daje pravilnejše rezultate, kot če bi za diskontno stopnjo vzeli samo stroške dolgovanega kapitala. Po metodi WACC se stroški kapitala (lastniškega in dolgovanega) za investicijo izračunavajo za vsako vrsto kapital posebej. Stroške kapitala dobimo tako, da izračunamo njihovo tehtano povprečje. Pri tem so uteži (optimalni) deleži posameznih oblik kapitala v celotnem kapitalu (Repovž, 1996, str. 122).

V skladu s teorijo bi moral biti zahtevani koeficient donosnosti pri projektu povprečnega tveganja vsaj tako velik kot stroški kapitala, ki jih ima podjetje.

Denarni tok je za potrebe odločanja o dolgoročnih naložbah opredeljen kot čisti poslovni izid, povečan za nedenarne odhodke. Večji kot je projekt, težje je predvideti tako denarne prihodke kot tudi denarne odhodke, ki so povezani z naložbo. Upoštevati je potrebno tudi oportunitetne stroške in morebitne učinke naložbe na druge programe podjetja. Posebej pa je potrebno upoštevati potrebno povečanje obratnega kapitala (razliko med zahtevanim povečanjem zalog in terjatev in povečanjem kratkoročnih obveznosti, ki pa se povrne po končani življenjski dobi naložbe) (Repovž, 1996, str. 121).

Pri ugotavljanju denarnega toka investicijskega projekta gre za tako imenovani dodatni denarni tok, ki nastane s tem projektom in ga v primeru, da projekta ni, ne bi bilo.

Dinamična naložbena merila torej pomenijo primerjanje diskontiranih oziroma časovno razvrednotenih vrednosti pozitivnih in negativnih učinkov naložbe.

Ta merila so:

- *neto sedanja vrednost*,
- *relativna neto sedanja vrednost*
- *interna stopnja donosnosti*,
- *modificirana notranja stopnja donosnosti*,
- *indeks donosnosti*.

Neto sedanja vrednost je tista vrednost, ki jo dobimo, ko od sedanje diskontirane vsote donosov odštejemo sedanjo diskontirano vrednost investicijskih stroškov (Sodin et al., 1985, str. 53). Enostavno jo lahko opredelimo tudi kot vsoto diskontiranih neto prilivov iz finančnega toka naložbe. Pozitivna neto sedanja vrednost pomeni, da sedanja vrednost celotnega toka koristi presega sedanjo vrednost celotnega negativnega toka stroškov oziroma da je razlika med vrednostjo proizvedenega ali ohranjenega bogastva in vrednostjo porabljenih sredstev pozitivna.

Naložbo sprejmemo, če je njena neto sedanja vrednost večja od nič in jo zavrnemo, če je manjša od 0. Če pa je enaka 0 smo pri odločitvi neopredeljeni ob enakih vseh drugih pogojih. V primeru več naložbenih možnosti izberemo tisto, ki ima najvišjo pozitivno neto sedanjo vrednost (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 132).

Pomanjkljivost te metode je predvsem v tem, da ni uporabna takrat, ko se odločamo med dvema projektoma, ki imata različni življenjski dobi, in takrat, ko dva projekta zahtevata različni nivo stroškov. Kljub temu dvema pomanjkljivostma se ta metoda najpogosteje uporablja kot odločilno merilo za sprejem ali zavrnitev investicije.

Relativna neto sedanja vrednost je razmerje med neto sedanjo vrednostjo denarnega toka v celotni dobi naložbe in sedanjo vrednostjo investicijskih stroškov. Relativna neto sedanja vrednost kaže na akumuliran neto donos, ki ga generira enota investicijskega kapitala (Senjur, 1993, str. 77). Relativna neto sedanja vrednost mora biti večja od 0. Če je enaka 0, velja, da je donosnost projekta enaka diskontni stopnji.

Interna stopnja donosnosti pomeni tisto diskontno stopnjo, pri kateri je neto sedanja vrednost enaka nič. Odločitveno pravilo je, da se sprejmejo samo projekti z višjo interno stopnjo donosnosti, kot je relevantna diskontna stopnja, ki ponavadi predstavlja neko tržno obrestno mero (Lumby, 1991, str. 74). Med več naložbenimi možnostmi navadno izberemo tisto z najvišjo interno stopnjo donosa.

Izračun interne stopnje rentabilnosti pomeni torej ponavljanje izračuna neto sedanje vrednosti pri različnih diskontnih stopnjah oziroma diskontnih dejavnikih toliko časa, da dobimo neto sedanjo vrednost nič. Postopek izračuna ponavadi prepustimo računalniku, saj tako dobimo natančen rezultat. Včasih se je za izračun uporabljala tudi formula, katere natančnost izračuna je bila odvisna od razlike med diskontno stopnjo, pri kateri je bila NSV pozitivna, in diskontno stopnjo, pri kateri je bila NSV negativna.

V primeru, ko ocenjujemo več naložb, se lahko med omenjenima meriloma pojavijo določena protislovja na osnovi različnih predpostavk, ki jih vključujeta. Izračun neto sedanje vrednosti uporablja od posamezne naložbe povsem neodvisno diskontno stopnjo, enako za vse naložbene različice, medtem ko drugi dejanske naložbene inačice neodvisne

diskontne stopnje sploh ne pozna in jo šele ugotavlja. Merilo neto sedanje vrednosti predpostavlja, da je neto donose, ki jih naložba prinaša, mogoče reinvestirati po stopnji donosa, ki je enaka diskontni stopnji, uporabljeni pri diskontiranju. Merilo interne stopnje donosa pa predpostavlja, da je neto donose od naložbe mogoče reinvestirati po obrestni meri, ki je enaka interni stopnji rentabilnosti (Lužnik Pregl, Križaj Bonač, 1991, str. 135).

Visoka interna stopnja donosa pomeni naložbo, ki hitro prinaša koristi, visoka neto sedanja vrednost pa naložbo, ki prinaša velike koristi. Pogosto naložbe z visoko interno stopnjo donosa dosežejo celo nižjo neto sedanjo vrednost kot tiste z nižjo interno stopnjo donosa. Tako lahko naložbe z visoko interno stopnjo donosa ustvarjajo celo oportunitetno izgubo, če bi vzeli le to kot edino odločilno merilo.

Absolutno upravičenost investicije določa torej kazalec neto sedanje vrednosti, vendar po velikosti le te težko primerjamo različne projekte med seboj. Ponavadi namreč projekti z višjo neto sedanjo vrednostjo pomenijo tudi večja investicijska sredstva. Na osnovi tega lahko navedena kazalca kombiniramo še z kazalcem relativne neto sedanje vrednosti, ki meri neto donos na enoto investicijskih stroškov.

Prav zaradi tveganj, povezanih z reinvestiranjem po »optimistično visokih obrestnih merah«, se je v ameriških finančah razvilo še eno merilo oziroma kazalnik, to je ***modificirana (popravljen) interna stopnja donosa, MIRR***, ki upošteva možnost, da se donosi reinvestirajo po drugačni (običajno nižji) obrestni meri, kot pa se uporablja za obrestovanje investitorjeve »pasive«. V teoriji je MIRR pogosto definiran kot diskontna stopnja, pri kateri se sedanja vrednost vseh stroškov projekta izenači s sedanjo vrednostjo zneska, ki ga dobimo, ko vse donose tega projekta naobrestimo za čas njihovega dospelja do izteka življenjske dobe projekta po obrestni meri, ki predstavlja ceno kapitala (Čibej, 2000, str. 10). Če je MIRR večji od diskontne stopnje, je projekt sprejemljiv, v nasprotnem primeru pa nesprejemljiv.

Indeks donosnosti je kot sodilo za sprejem investicijskega projekta različica neto sedanje vrednosti. Izračunamo ga kot razmerje sedanje vrednosti vseh prilivov in sedanje vrednosti vseh odlivov denarnega toka projekta. To je razmerje med sedanjo vrednostjo koristi in stroškov. Sedanja vrednost ne vključuje investicijskih izdatkov (Senjur, 1993, str. 77). Če je indeks donosnosti večji ali vsaj enak 1, je projekt sprejemljiv.

Za banko je predvsem pomembno, da dobi svoja posojena sredstva vrnjena v skladu z načrtom odplačil vključno z obrestmi. Navedena zgornja merila so tako predvsem pomembna z vidika investitorja, da se lahko odloči med različnimi investicijskimi možnostmi oziroma ugotovi rentabilnost posameznega investicijskega projekta.

5.5.3. Realnost pripravljenih projekcij

Ko investitor predloži banki investicijski program, mora ta, kot že večkrat omenjeno, vsebovati tudi projekcije izkaza poslovnega izida, izkaza stanja in izkaza finančnih tokov vsaj za obdobje do poplačila kredita (ponavadi je ekonomska doba daljša od dobe vračila kredita) za projekt in za obstoječe poslovanje vključno s projektom.

Po analizi dosedanjega poslovanja investitorja je potrebno preveriti tudi realnost pripravljenih projekcij z njegove strani.

Dejstvo je, da prej navedena merila uporabljamo samo za ocene posameznih projektov. Velikokrat pa ugotavljamo tudi, da bi lahko podjetje oziroma investitor vsaj del bodočih obveznosti iz naslova dolgoročnih posojil odplačeval iz prostega denarnega toka iz dosedanjega poslovanja (kot že omenjeno je potrebno v primeru rekonstrukcij, širitev in modernizacije upoštevati likvidnost investitorja z investicijo).

Za posamezni projekt je včasih bančnemu analitiku zelo težko določiti realnost posameznih postavk v izkazih, ki jih vključuje, še posebej takrat, ko investitor ne predloži analize trga oziroma ne predstavi natančno predpostavk, na osnovi katerih so bile projekcije pripravljene. Omenjena ugotovitev velja predvsem za mala podjetja. V nadaljevanju navajam dva primera.

V prvem primeru je investitor malo podjetje, ki deluje v avtomobilski dejavnosti, torej prodaja in servisira avtomobile določene znamke. Prodaja je dokaj uspešna, podjetje je eno izmed boljših koncesionarjev za to znamko v prekmurski regiji. Struktura financiranja je trenutno ugodna (pretežni del virov financiranja predstavlja kapital, ki pokriva tudi del zalog, preostali del zalog pa je financiran s kratkoročnimi posojili banke), donosnost je povprečje panoge.

Podjetje se odloči za investicijo v novo dejavnost, in sicer gostinstvo s prenočišči. Pretežni del predračunske vrednosti predstavlja nakup objekta, ki v zadnjih nekaj letih ni obratoval, in njegova obnova. Predračunska vrednost investicije je zelo visoka glede na obseg njegovega dosedanjega poslovanja, med viri predvideva 70 % bančnega kredita in 30 % lastnih virov. Predloži tudi projekcije bilance uspeha in likvidnostni tok, na osnovi katerih bi lahko vračal predvideni bančni kredit vključno z obrestmi. Vendar pa so predvideni prihodki po oceni banke zelo visoki, zato od investitorja zahteva pojasnilo, na kakšnih predpostavkah so ti prihodki načrtovani. Dejavnost kot celota sicer posluje s pozitivno akumulacijo glede na višino prihodkov, tako da bi investitor lahko servisiral posojilo, če bi dosegal povprečje dejavnosti. Pojasnila glede načrtovanih prihodkov s strani investitorja pa so zelo skopa, tako da banka ne verjame v realnost pripravljenih projekcij in posojila ne odobri. Pripravljena je financirati projekt ob zagotovitvi večje lastne udeležbe investitorja, vendar ta z dodatnimi lastnimi sredstvi ne razpolaga.

Drugi primer opisuje podjetje, ki namerava kupiti lastne poslovne prostore (do sedaj je poslovalo v najetih). Glede na dosedanje poslovanje izkazuje stabilnost prihodkov (minimalne rasti na leto), povprečno donosnost in ugodno strukturo virov. Podjetje namerava za nakup najeti bančno posojilo, ki bi predstavljalo 50 % vseh virov financiranja, preostalo namerava financirati z lastnimi sredstvi.

Pripravilo je projekcije poslovanja za dobo odplačila posojila, kjer je upoštevalo precejšnje rasti prihodkov glede na dosedanje brez ustreznih pojasnil. Banka sicer ugotavlja, da so projekcije nerealne, vendar ocenjuje, da bi investitor lahko servisiral predvideno posojilo tudi, če bi dosegal projekcije, primerljive z dosedanjim poslovanjem ob pogoju, da bi stroške najemnine, ki jo je do sedaj plačeval, namenil za odplačilo bančnega posojila.

Z vidika banke je zelo pomembno, da so pripravljene projekcije poslovanja utemeljene, še posebej, če gre za večja odstopanja od dosedanjega poslovanja.

V nadaljevanju navajam najpogostejše napake s strani investitorjev, ki se pojavljajo v projekcijah:

- *pretiravanje glede obsega realizacije v prihodnosti,*
- *podcenjevanje stroškov blaga, materiala in storitev,*
- *podcenjevanje stroškov obresti,*
- *upoštevanje drugih poslovnih prihodkov in izida iz izrednega delovanja.*

Podjetja v projekcijah pogosto načrtujejo prihodke, ki po oceni banke nimajo nobene zveze z realnostjo. Posebej je to vidno pri investicijah v nove poslovne prostore, ki so v zadnjem času med podjetji med najbolj pogostimi (ponavadi sicer tudi z določenimi investicijami v opremo). Podjetje je na primer v preteklih letih povečevalo prihodke vsako leto realno za 5 %, v prihodnje pa je predvidena rast 20 % letno. Če je v ozadju tega povečanja kakršnakoli pogodba z novimi kupci, potem so te rasti lahko upravičene. V nasprotnem primeru banka oceni pripravljene projekcije kot nerealne in ne odobri kredita.

Verjetno obstaja več vzrokov, zakaj so omenjene investicije med najbolj pogostimi. Deloma bi lahko iskali odgovor v tem, da je verjetno znaten del opreme kupljen preko lizinga, kar velja tako za velika kot mala podjetja, velika podjetja pa razen, če ne gre za zelo obsežno investicijo, investicije v naprave in opremo izvajajo postopoma iz obstoječe akumulacije in se za bančne kredite odločajo le v primeru bolj obsežnih investicij.

Pri ocenjevanju pogosto tudi ugotavljamo, da investitor podceni vrednost stroškov blaga, materiala in storitev. Če gledamo z vidika obstoječega poslovanja, vedno preverimo, kolikšen delež prihodkov so predstavljali omenjeni stroški po posameznih preteklih letih. Če je ta delež v prihodkih stalno padal, potem ocenjujemo, da bi se lahko trend nadaljeval tudi v prihodnje (seveda do neke razumne meje).

Drugačna situacija pa je v primeru, če so deleži teh stroškov v preteklosti kot delež prihodka zelo nihali. V nasprotnem primeru je potrebno natančno pojasnilo predvidenega zmanjšanja teh stroškov. Če gre za investicije v novo opremo, je seveda razumljivo, da je ta oprema oziroma so stroji nabavljeni tudi z namenom, da pride tudi do zmanjšanja stroškov (prehod iz butične na maloserijsko proizvodnjo, ekonomija obsega, prihranek pri stroških energije ipd.).

V primeru, da podjetje kupuje poslovni prostor, če je bil do sedaj ta v najemu, je seveda razumljivo, da načrtuje zmanjšanje stroškov storitev (povečali pa naj bi se stroški obresti, če najema bančno posojilo).

Velikokrat je potrebno projekcije prilagoditi tudi zaradi neustreznega obračuna stroškov obresti. Večkrat smo že zasledili, da so predvideni stroški financiranja v prihodnjem letu po najemu novega posojila nižji celo od obstoječih (brez nove zadolženosti). Razlogi za to so lahko različni, saj je investitor lahko pri izračunih upošteval prenizko obrestno mero, po drugi strani pa stroški financiranja ponavadi vključujejo tudi druge postavke poleg bančnih obresti, za katere je investitor ocenil, da jih v projekcijah iz tega ali onega razloga ni potrebno upoštevati.

Poseben problem pa so drugi poslovni prihodki (in odhodki) ter izredni prihodki. Če gre za projekcije za projekt se seveda izid iz tega dela poslovanja ne izkaže. Drugače pa je, če gre za projekcije investitorja z investicijo. V tem primeru se lahko del poslovanja tudi upošteva.

Če je investitor v preteklosti stalno izkazoval druge poslovne prihodke, ga lahko ob ustreznih pojasnilih upoštevamo tudi v prihodnje. Lahko se tudi zgodi, da je vir teh izrednih prihodkov v preteklosti vsakoletna prodaja premoženja: če ima podjetje toliko premoženja, da je lahko prihodek iz tega naslova upravičen tudi v bližnji prihodnosti, ga je seveda potrebno upoštevati. Poleg tega imamo še različna podjetja, katerih precejšnji del prihodka predstavljajo državne subvencije, ki naj bi jih podjetje prejelo tudi v prihodnje.

5.6. Instrumenti zavarovanja dolgoročnih bančnih posojil

Pri vsakem financiranju mora banka računati na to, da posojilo in pripadajoče obresti ne bodo poplačani. Na osnovi tega je potrebno pri sklepanju posojilnih pogodb s strani posojilojemalca zagotoviti ustrezen instrument zavarovanja kredita. Zavarovanje je vedno sekundarni in ne primarni vir poplačila.

Način zavarovanja posojila je odvisen od ugotovljene kreditne sposobnosti posojilojemalca ter namena in ročnosti posojila. V skladu z možnostmi banka izbere tisto obliko zavarovanja, ki je najprimernejša glede na ročnost naložbe in ki za banko pomeni največjo

stopnjo varnosti. Včasih izbere tudi več oblik zavarovanja. Vrednost zavarovanja naj bi bila dovolj velika, da pokrije vrednost posojila in obresti ter morebitne dodatne stroške, ki bi nastali ob postopku vnovčitve zavarovanja.

V splošnem ločimo instrumente osebnega zavarovanja in instrumente stvarnega zavarovanja. Ker se pri odobritvi dolgoročnih posojil zahtevajo predvsem *instrumenti stvarnega zavarovanja*, jih v nadaljevanju tudi podrobneje predstavljam.

Značilnost stvarnih zavarovanj je v tem, da temeljijo na zastavni pravici na določeni stvari, ki je ena od stvarnih pravic na tuji stvari, iz vrednosti katere se upnik lahko poplača, če dolжник posojila v pogodbeno dogovorjenem roku ne vrne. Zastavna pravica je v naši zakonodaji urejena s Stvarnopravnim zakonikom. Zastavijo se lahko *nepremičnine* (hipoteka), *premičnine* (ročna zastava ali neposestna zastavna pravica na premičninah) ter *pravice* (terjatve, vrednostni papirji, druge premoženjske pravice).

Hipoteka je stvarna pravica na tuji stvari, s katero je zavarovana terjatev upnika (Juhart et al., 1995, str. 77). Odplačilo posojila se zavaruje z zastavo nepremičnine, kadar daje zastavnemu upniku prednostno poplačilo neporavnane obveznosti iz vrednosti zastavljene nepremičnine pred drugimi upniki. Višina posojila je vedno nižja od vrednosti zastavljenih nepremičnin. Za nastanek hipoteke je potrebno, da se upnik vpiše v zemljiško knjigo kot hipotekarni upnik na zastavljeni nepremičnini. Iz tega je razvidno, da je nastanek hipoteke povezan z določenimi formalnostmi in stroški, drugače pa je hipoteka nedvomno eno najučinkovitejših stvarnih zavarovanj. Postopek vpisa hipoteke v zemljiško knjigo ureja Zakon o zemljiški knjigi. Pri tem je potrebno izpostaviti problem, da je v Sloveniji še veliko nepremičnin, ki niso vpisane v zemljiško knjigo (Hočevar, 2001, str. 40).

V primeru, ko se posojilo zavaruje z *zastavo premičnin*, dobi banka pravico do poplačila iz vrednosti zastavljene premičnine pred vsemi drugimi upniki, če posojilojemalec ne poravnava svojih obveznosti v skladu s pogodbo. Z ekonomskega stališča je seveda pomembno, da ima stvar premoženjsko vrednost (Hočevar, 2001, str. 40). Zastavna pravica na premičninah se lahko ustanovi na dva načina, in sicer z ročno zastavo ali *pignusom* (v tem primeru upnik premičnino vzame tudi v posest, kar posledično pomeni, da dolжник z njo ne more razpolagati) oziroma kot neposestna zastavna pravica na premičnini. Za to obliko zastavne pravice je potrebna posebna oblika sporazuma v obliki neposredno izvršljivega notarskega zapisa. Ta oblika zastavne pravice je dražja (stroški notarja), vendar pa dolžniku stvar ostane v posesti in jo lahko uporablja.

Posojilojemalec lahko za zavarovanje odplačil obveznosti zastavi tudi tolarska ali devizna sredstva na računih pri banki, ki mu odobrava posojilo. Teh sredstev za čas trajanja kredita ne more dvigniti. Slabost tega instrumenta je omejena likvidnost kreditojemalca.

Banka lahko za zavarovanje posojila sprejeme v zastavo tudi vse vrste vrednostnih papirjev (obveznice, zakladne menice, delnice, blagajniške zapise), ki pripadajo posojilojemalcu ali tretji osebi, ki na to pristane, in jih banka oceni kot ustrezne. Glavna prednost pred zavarovanjem terjatve z zastavno pravico na stvareh je predvsem v tem, da je poplačilo terjatev v primeru neplačila dolžnika ob roku dospelosti, hitrejše in enostavnejše. Poplačilo se izpelje brez sodnega postopka in posebnega zavlačevanja, preprosto s pobotanjem dolga in poplačilom s prodajo na borzi. Slabost pa je predvsem v tem, da so, vsaj za nekatere vrste teh papirjev (delnice) podvržene spremembam njihovih vrednosti na trgu in katerih tveganje nepokritja neplačanih obveznosti do banke se povečuje z daljšo ročnostjo posojila.

Banka lahko zahteva tudi različne kombinacije instrumentov stvarnega zavarovanja z osebnimi (na primer v primeru povezanih oseb lahko zahteva poleg hipoteke še poroštvo povezane osebe). Glede na konkurenco na bančnem trgu v zadnjem času pa tudi na področju dolgoročnih posojil prihaja do tega, da so banke prisiljene komitentom z dobro boniteto (tudi majhnim podjetjem) in v primeru, da doba odplačila posojila ni predolga (do treh let) odobravati posojila na osnovi minimalnega zavarovanja (na primer izdanih menic).

6. PRAKTIČNA PRIMERA OCENE INVESTICIJSKEGA PROGRAMA

6.1. Ocena investicijskega programa za investicijo v novo proizvodno linijo samostojnega podjetnika Janeza Novaka

Predložen je bil investicijski program, bilanca stanja in izkaz poslovnega izida za zadnja 3 leta ter nekaj dodatne dokumentacije (nekatere pogodbe in dokazila so bila še dodatno zahtevana).

Samostojni podjetnik namerava investirati v *novi proizvodni liniji za izdelovanje pohištvenih plošč*. Povečano proizvodnjo naj bi imel v glavnem prodano (novi kupci in povečana prodaja obstoječim kupcem).

Predračunska vrednost opreme naj bi bila 150 mio SIT. Samostojni podjetnik naj bi zagotovil 30 mio SIT lastnih sredstev, preostanek virov pa naj bi predstavljalo dolgoročno bančno posojilo z dobo vračila 5 let. Predvidena struktura virov financiranja je torej naslednja (v mio SIT):

Tabela 4: Predvidena struktura virov financiranja

Vir sredstev	v SIT	Delež
Lastna sredstva	30 mio	20%
Dolgoročno bančno posojilo	120 mio	80%
Skupaj	150 mio	100%

Vir: Investicijski program

Za zavarovanje kredita je predviden vpis hipoteke na proizvodno – mizarsko delavnico, žago s sušilnico in skladiščno proizvodni objekt ter zastavo vrednosti opreme, ki je predmet nakupa. Na osnovi predložene cenitve naj bi vrednost hipotekarnega zavarovanja znašala 194 mio SIT (glede na vrednost osnovnih sredstev v bilanci stanja na dan 31. 12. 2002 ocenjujemo, da samostojni podjetnik ne izkazuje vseh sredstev v bilanci stanja), vrednost zastavljene opreme izhaja iz kupoprodajne pogodbe.

Na osnovi dosedanjega poslovanja ugotavljamo naslednje:

1. *Analiza izkaza poslovnega izida:*

- samostojni podjetnik je v letu 2002 ustvaril čiste prihodke od prodaje v višini 232,5 mio SIT, kar je realno 12 % manj kot v letu poprej (zmanjšali so se že drugo leto zapored),
- podjetnikov dohodek je znašal 7,6 mio SIT in je predstavljal le dobro polovico tistega iz predhodnega leta,
- manjši podjetnikov dohodek je predvsem rezultat bistvenega povečanja stroškov porabljenega materiala in blaga, saj se je glede na leto poprej delež teh stroškov glede na prihodke od prodaje povečal za 8 odstotnih točk (z 38 % na 46 %),
- razpoložljiva akumulacija je znašala 32,3 mio SIT, kar je tudi manj (poleg podjetnikovega dohodka se je zmanjšala tudi višina obračunane amortizacije).

2. *Analiza bilance stanja:*

- struktura financiranja dejavnosti samostojnega podjetnika je bila na dan 31. 12. 2002 dobra, saj je podjetnikov kapital predstavljal skoraj 81 % vseh virov,
- podjetnikov kapital je skoraj v celoti pokrival stanje opredmetenih osnovnih sredstev na dan 31. 12. 2002,
- dolgoročnih finančnih in poslovnih obveznosti samostojni podjetnik na dan 31. 12. 2002 ni izkazoval,
- kratkoročne poslovne terjatve so bile nizke in so predstavljale le četrtno povprečne mesečne realizacije.

Na osnovi povzetka investicijskega programa smo zahtevali naslednja dodatna pojasnila:

- specifikacijo predračunske vrednosti investicije in dokazila za njene posamezne dele (predračuni, računi, pogodbe),

- pojasnilo glede načina zagotovitve lastnih sredstev,
- predložitev pogodb z novimi kupci.

Naknadno je bila prejeta naslednja dokumentacija:

- Dve pogodbi o prodaji osnovnih sredstev s strani samostojnega podjetnika, in sicer domačemu kupcu v vrednosti 10,8 mio SIT (oprema) ter hrvaškemu kupcu, kjer gre za prodajo stroja v vrednosti 34 tisoč EUR (8 mio SIT). Navedena prodaja predstavlja priliv v višini 18,8 mio SIT, ki bo namenjen za nakup nove opreme in predstavlja del lastnih sredstev. Preostali del lastnih sredstev bodo po navedbah samostojnega podjetnika predstavljala denarna sredstva na transakcijskem računu, deloma pa depozit, ki ga ima samostojni podjetnik kot fizična oseba pri banki.
- Več ponudb za nakup opreme s strani različnih domačih in tujih dobaviteljev.
- Enoletna pogodba o prodaji proizvodov (lepljenih plošč) domačemu podjetju, kjer so navedene cene in količine prodanih plošč, kjer naj bi skupni letni obseg prodaje znašal ok. 200 tisoč EUR (47 mio SIT).
- Pogodbo o zastopništvu za italijanski trg, kjer kot zastopnik nastopa tuje podjetje, kjer obseg poslov ni naveden in na osnovi tega ne moremo oceniti bodočih prihodkov samostojnega podjetnika iz tega naslova.
- Dolgoročno pogodbo z domačim podjetjem, ki je tudi komitent banke (z dobro boniteto) za prodajo na trgih Švice in EU. Celoten letni obseg nakupa naj bi znašal ok. 60 mio SIT (pogodba ni bila podpisana s strani kupca, kar mora biti realizirano pred črpanjem kredita).

Samostojni podjetnik je pripravil tudi projekcijo izkaza poslovnega izida, ki jo v prilagojeni obliki povzemam v nadaljevanju (zneski v mio SIT):

Tabela 5: Projekcija izkaza poslovnega izida

	1. leto	2. leto	3. leto	4. leto	5. leto
Prihodki od prodaje	422	443	465	488	513
Amortizacija	52	54	57	62	66
Podjetnikov dohodek	12	15	17	24	28
Razpoložljiva akumulacija	62,3	67,3	72,3	74,3	82,3

Vir: Investicijski program

Na osnovi predloženih projekcij ugotavljamo, da so te zelo optimistično načrtovane. Ne razpolagamo z zadostnimi dokazili za predvideno povečanje prihodkov, saj predvideno povečanje predstavlja 80-odstotno rast glede na zadnje razpoložljive podatke. Glede na obstoječe stanje ocenjujemo, da je po predložitvi dodatne dokumentacije možen največ polovični porast v primerjavi z načrtovanim.

Vir za odplačilo posojila (in plačilo obresti) je razpoložljiva akumulacija. Če bi upoštevali višino razpoložljive akumulacije v letu 2002 in jo primerjali z zahtevano višino posojila (investitor nima drugih dolgoročnih obveznosti), lahko ugotovimo, da bi samostojni podjetnik na tej osnovi lahko posojilo odplačal v 4,7 letih (brez upoštevanja obresti). Na osnovi tega ocenjujemo, da bo iz nove investicije lahko ustvaril dodaten denarni tok, ki mu bo omogočal redno servisiranje glavnice posojila in obresti.

6.2. Ocena investicijskega programa za podjetje Projekt d. o. o. za nakup novih poslovnih prostorov

Investitor je malo podjetje, ki se ukvarja s projektiranjem cestnih in železniških premostitvenih objektov, jeklenih konstrukcij in s projektiranjem in nadzorom nad gradnjo čistilnih naprav, vodovodov in kanalizacijskega omrežja.

Investitor je predložil investicijski program, finančne izkaze za pretekla 3 leta in za obdobje januar–oktober tekočega leta, sklep dražbe ter kupoprodajne pogodbe za obstoječe poslovne prostore.

Predmet investicije je nakup poslovnih prostorov v samostojnem objektu v obsegu 360 m² s stavbnim zemljiščem v obsegu 1.035 m². Podjetje bo nepremičnine kupilo na dražbi od podjetja, ki je šlo v stečaj. Glede na to, da vpis hipoteke na ta objekt pred črpanjem kredita ni možen, saj mora biti kupnina prej v celoti plačana, investitor predlaga za zavarovanje kredita drugi dve nepremičnini v lasti podjetja v skupni vrednosti 62 mio SIT (vrednost izhaja iz kupoprodajnih pogodb). Prva predstavlja poslovne prostore v Ljubljani v obsegu 154 m² in vrednosti 35 mio SIT, druga pa poslovne prostore na sedežu podjetja v vrednosti 27 mio SIT.

Predračunska vrednost celotne investicije je 62 mio SIT. Predračunska vrednost investicije poleg nakupa poslovnih prostorov (56 mio SIT) vključuje še obnovitvena dela na objektu v manjšem obsegu (6 mio SIT), ki naj bi bila izvedena najkasneje v roku šestih mesecev. Podjetje je del kupnine v višini 12 mio SIT že plačalo v skladu z zahtevami dražbe, preostali del pa mora poravnati v roku dveh mesecev.

Podjetje namerava pri banki najeti posojilo v višini 40 mio SIT z dobo vračila treh let s 6-mesečnim moratorijem na odplačilo glavnice (dejanska doba vračila bo 3,5 let), preostanek bodo predstavljala lastna sredstva investitorja.

Predvideni viri financiranja investicije so prikazani v naslednji tabeli:

Tabela 6: Viri financiranja investicije

	v SIT	Delež
Lastna sredstva	22 mio	35%
Bančno posojilo	40 mio	65%
Skupaj	62 mio	100%

Vir: Investicijski program

Kot že omenjeno, je bil delež predvidenih lastnih sredstev v višini 12 mio SIT že plačan. Na osnovi akumulacije podjetja v predhodnem letu ter v obdobju 1–10/03 ocenjujemo, da bo lahko zagotovil tudi preostala predvidena lastna sredstva.

Na osnovi analize dosedanjega poslovanja podjetja ugotavljamo naslednje:

1. *Analiza izkaza stanja na dan 31. 12. 2002:*

- kapital je v strukturi virov financiranja predstavljal dobrih 46 % vseh virov (skupaj z dolgoročnimi rezervacijami 52 % virov),
- dolgoročna zadolženost je v strukturi financiranja in glede na akumulacijo podjetja minimalna,
- dolgoročna sredstva so na dan 31. 12. 2002 skoraj v celoti pokrita z dolgoročnimi viri (podjetje izkazuje minimalen primanjkljaj v višini 730 tisoč SIT),
- glede na zadnji dan predhodnega leta so se precej povečale kratkoročne obveznosti, ki pa so bile pokrite s kratkoročnimi poslovne terjatvami (na osnovi podatkov na dan 31. 10. 2003 so se kratkoročne poslovne terjatve in kratkoročne obveznosti precej znižale, investitor je povečanje ob koncu leta 2002 pojasnil s tem, da se je precej projektov odvijalo v zadnjem četrtletju 2002 in tako vplivalo na višje terjatve in obveznosti).

2. *Analiza izkaza poslovnega izida za leto 2002:*

- čisti prihodki od prodaje v letu 2002 so ostali realno na nivoju preteklega leta (povečanje za 1 %),
- bistveno se je izboljšala donosnost na vseh treh presekih izkaza poslovnega izida, ki je predvsem rezultat zmanjšanje stroškov blaga, materiala in storitev v strukturi stroškov,
- akumulacija je v letu 2002 znašala 23 mio SIT.

Podjetje je predložilo tudi izkaz poslovnega izida za obdobje 1–10/03. V tem obdobju je ustvarilo prihodke v višini 157 mio SIT, kar predstavlja 95 % tistih v celotnem letu 2002 (povprečna mesečna realizacija se je povečala za 14 %). Tudi čisti dobiček je v tem obdobju presegal tistega v celotnem letu 2002, saj je znašal 26 mio SIT. Podjetje je pripravilo projekcijo izkaza poslovnega izida za naslednja 3 leta, ki je naslednja (zneski v 000 SIT):

Tabela 7: Projekcija izkaza poslovnega izida

	2004	2005	2006
Prihodki od poslovanja	178.500	190.000	200.000
Stroški blaga, materiala in storitev	69.800	73.300	74.700
Stroški dela	73.200	80.100	84.000
Amortizacija	7.800	8.100	8.400
Ostali stroški	8.200	8.500	8.700
Rezultat iz poslovanja	19.500	20.000	24.200
Prihodki iz financiranja	0	0	0
Odhodki financiranja	7.300	7.500	7.800
Rezultat iz rednega delovanja	12.200	12.500	16.400
Izredni prihodki	0	0	0
Izredni odhodki	2.600	300	2.300
Poslovni izid	9.600	12.200	14.100
Akumulacija	17.400	20.300	22.500

Vir: Investicijski program

Poleg tega je bil pripravljen tudi plan odplačila obstoječih in novih dolgoročnih obveznosti (v 000 SIT), ki je prikazan v naslednji preglednici:

Tabela 8: Plan odplačila obstoječih in novih dolgoročnih obveznosti

	1. leto	2. leto	3. leto	4. leto
Odplačilo obstoječih dolgoročnih posojil	2.480	1.240	0	0
Odplačilo novih dolgoročnih posojil (za investicijo)	6.660	13.330	13.330	6.660
Odplačila obveznosti iz naslova lizinga	2.800	2.800	2.800	0
Skupaj	11.940	17.370	16.130	6.660

Vir: Investicijski program

Na osnovi dosedanje akumulacije podjetja in akumulacije, ki izhaja iz pripravljene projekcije izkaza poslovnega izida, ocenjujemo, da bo podjetje lahko odplačalo obstoječe in nove dolgoročne obveznosti v skladu s posameznim amortizacijskim načrtom.

7. SKLEP

Za mala podjetja in samostojne podjetnike v okviru odločanja o investicijah velja naslednje:

- soočajo se s pomanjkanjem lastnih sredstev za izvajanje investicij,
- težje pridobivajo denarna sredstva pri banki kot velika posebej takrat, ko je nova investicija velika glede na obstoječi obseg poslovanja.

Ponavadi imajo mala podjetja računovodsko službo organizirano zunaj podjetja, poleg tega jim investicijske programe pripravljajo zunanje institucije. Marsikdaj se zgodi, da so menedžerji v teh podjetjih in obratovalnicah predvsem podjetniki in ne finančniki. Na osnovi vsega navedenega je ponavadi težko priti do vseh potrebnih informacij za oceno predvidene investicije. Investicijski programi (bolj pogosto govorimo o prejeti dokumentaciji) so pomanjkljivo pripravljene in ne vključujejo vseh potrebnih sestavin, zato je skoraj vedno potrebno zahtevati dodatne informacije, čeprav gre v bistvu za osnovne informacije.

Če se osredotočimo na glavne sestavine, ki naj bi jih imel vsak investicijski program, tudi v primeru, da gre za bolj enostavne investicije oziroma investicije manjših vrednosti, so te predvsem naslednje:

- finančni izkazi o preteklem poslovanju investitorja (in podatki o poslovanju v tekočem letu),
- opredelitev predračunske vrednosti investicije,
- opredelitev virov financiranja investicije,
- projekcije poslovanja (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz finančnih tokov).

Na osnovi novega računovodskega standarda za samostojne podjetnike, ki je bil že v veljavi za pripravo računovodskih izkazov za leto 2003, ugotavljam, da razširja obseg informacij, ki jih mora samostojni podjetnik posredovati pristojnim institucijam, s tega vidika pa več informacij že na osnovi samih izkazov pridobijo tudi banke.

Ena izmed posebnosti, ki jo je potrebno izpostaviti pri poslovanju samostojnega podjetnika, je njegova akumulacija. Pri poslovanja samostojnega podjetnika celotnega zneska akumulacije ne moremo upoštevati kot prosti denarni tok, saj naj bi si iz svojega dohodka samostojni podjetnik obračunal svojo plačo. Na osnovi te ugotovitve se zdi bolj primeren pojem »razpoložljive akumulacije«, ki jo dobimo tako, da od dejanske akumulacije (vsote podjetnikovega dohodka in amortizacije) odštejemo njegovo plačo (kot približek izračuna lahko uporabimo povprečno neto plačo v Sloveniji za leto, za katerega preučujemo uspešnost poslovanja samostojnega podjetnika in ki jo objavlja Statistični urad Republike Slovenije). Posledica takšne prilagoditve izračuna je, glede na majhen obseg poslovanja številnih samostojnih podjetnikov, lahko tudi negativna akumulacija.

V okviru analize poslovanja malih podjetij opozarjam predvsem na oblikovanje dolgoročnih finančnih naložb in v okviru te postavke odkup lastnih deležev, ki pomeni zmanjšanje kapitala družbe. Na osnovi bilančnih podatkov za leto 2002 in z novimi računovodskimi standardi pa se je obseg tega zelo povečal. Če je odkup lastnih delnic omejen na 10 % osnovnega kapitala, te omejitve pri družbah z omejeno odgovornostjo ni. Glede na to, da odkup lastnih deležev pomeni zmanjšanje kapitala družbe v znesku, ki je predviden za izplačilo, to dejanje ponavadi tudi bistveno poslabša finančno strukturo podjetja.

Poudaril bi tudi pomen drugih poslovnih prihodkov, povezanih s poslovnimi učinki, kot so subvencije, dotacije, regresi, kompenzacije, premije in podobni prihodki. Tukaj so vključeni tudi prevrednotovalni poslovni prihodki, ki se pojavljajo ob odtujitvi opredmetenih osnovnih sredstev.

Omenjeni prihodki lahko vplivajo na to, da podjetje že iz poslovanja izkazuje pozitiven izid; na osnovi tega se zdi, da njegova osnovna dejavnost posluje z dobičkom, čeprav gre pri prodaji osnovnih sredstev za enkratni dogodek, za katerega ni mogoče dovolj natančno oceniti njegovega obsega v prihodnosti. Dejansko lahko (odvisno od višine omenjene postavke) podjetje tukaj izkazuje izgubo. Ponavadi gre (vsaj pri malih podjetjih, ki ne razpolagajo z velikim premoženjem) za »napihovanje« neke dejanske akumulacije, ki služi za odplačilo kreditov, in se ta del akumulacije iz tega naslova ponavadi v analizi predvidenega poslovanja v prihodnosti, ne upošteva.

V delu investicijskega programa, ki se nanaša na predračunsko vrednost, se lahko pojavijo predvsem naslednji problemi:

1. prodaja med povezanimi osebami, da bi izboljšali bilančne podatke ali se izognili plačilu davkov;
2. bistveno večja kupnina, ki izhaja iz pogodbe, kot je tržna vrednost oziroma so bile prejšnje kupnine, ki izhajajo iz preteklih pogodb;
3. nepremičnina, ki je predmet nakupa, je obremenjena s hipoteko;
4. predračunska vrednost ne zajema vseh stroškov, saj na primer namerava investitor po nakupu nepremičnino tudi obnoviti, kar pa ni vključeno v investicijski program;
5. izdajanje predračunov s strani investitorjev samih (v tem primeru gre predvsem za gradbena in storitvena podjetja; s strani banke je ponavadi postavljena zahteva, da se predloži še dodaten neodvisen predračun s strani drugega izvajalca);
6. prodaja nepremičnine v lasti fizične osebe (kot lastnika podjetja) podjetju in bančno posojilo kot vir financiranja.

Zagotavljanje virov financiranja je drugi korak v realizaciji investicije, vendar je zaradi stalno prisotne omejenosti razpoložljive akumulacije v dosedanjem investicijskem obnašanju ekonomskih subjektov postavljen na prvo mesto. Enostavna logika zapiranja

finančne konstrukcije nakazuje, da se viri financiranja uskladijo glede na namen in dinamiko koriščenja z realnimi investicijskimi vlaganji.

V okviru tega dela investicijskega programa se soočamo predvsem z ugotavljanjem realnosti navedb glede zagotovitve lastnih sredstev. Investitor ponavadi načrtuje določen (večji) del lastnih sredstev, kot ga na osnovi prikazanih podatkov in predloženih dokazil lahko zagotovi. Pogoj je, da investitor pojasni, kako namerava zagotoviti lastna sredstva in predloži dokazila pred odobritvijo bančnega posojila. Predvsem pri malih podjetjih in samostojnih podjetnikih se večkrat pojavi dvom, da nameravajo preko pretirane predračunske vrednosti investicije, to v celoti financirati z bančnim posojilom.

Med viri financiranja se je v zadnjem času povečal tudi obseg poslov lizinga; glede na zadnje razpoložljive podatke je to nedvomno najhitreje rastoča finančna dejavnost v Sloveniji, saj se je njegov obseg v zadnjem desetletju podeseteril. Rast trga naj bi znašala kar 30 % letno. Lizing je načeloma dražja oblika financiranja v primerjavi z bančnim posojilom, vendar je za mnoga podjetja pomembna oblika financiranja. Glede na to, da je to ponavadi preprostejša in hitrejša pot kot pridobitev bančnega posojila, je bolj prilagojena malim podjetjem.

Analiza trga je zelo pomemben del investicijskega programa, saj je od tega odvisno tudi bodoče poslovanje investitorja. Glede na dosedanje izkušnje pri ocenjevanju investicijskih programov lahko ugotovim, da je v veliki večini primerov analiza trga predstavljena samo kot povzetek in ne zajema več kot nekaj odstavkov ali stavkov v okviru investicijskega programa (ponavadi omejena z navedbo kupcev in dobaviteljev ter konkurence na trgu). Kot prvi razlog za to lahko navedemo sam značaj investicij, saj gre v glavnem za dokaj neinovativne investicijske projekte, kjer obširna analiza trga ni potrebna. Poleg tega velja, da je poglobljena tržna analiza zelo draga predvsem za mala podjetja.

Ocena finančne uspešnosti mora dati čim bolj analitičen in obenem kompleksen vpogled v finančni rezultat poslovanja po investiciji. Predvsem mora ocena o finančnih projekcijah dati odgovor, ali je investicija finančno uspešna in bo po svojem zaključku v času obratovanja (gledano v njeni ekonomski dobi trajanja), ustvarjala takšne finančne rezultate, da bo zagotavljala kritje vseh poslovnih, zakonskih in pogodbenih obveznosti, poleg tega pa ustvarjala akumulacijo. Če gre za rekonstrukcijo, modernizacijo in širitev, je potrebno poleg samega projekta oceniti tudi ostali del poslovanja investitorja.

Za banko je predvsem pomembno, da dobi svoja posojena sredstva vrnjena v skladu z načrtom odplačil vključno z obrestmi. Pomemben je likvidnostni tok, saj jih prepričuje v dejstvo, da je projekt »kreditno sposoben«. Velikokrat pa ugotavljamo tudi, da bi lahko podjetje oziroma investitor vsaj del bodočih obveznosti iz naslova dolgoročnih posojil odplačeval iz prostega denarnega toka iz dosedanjega poslovanja.

Za posamezni projekt je včasih zelo težko določiti realnost posameznih postavk v bilancah, ki jih vključuje, še posebej takrat, ko investitor ne predloži analize trga oziroma ne predstavi natančno predpostavk, na osnovi katerih so bile projekcije pripravljene. Omenjena ugotovitev velja predvsem za mala podjetja.

Najpogostejše napake s strani investorjev, ki se pojavljajo v projekcijah poslovanja, so naslednje:

- pretiravanje glede obsega realizacije v prihodnosti,
- podcenjevanje stroškov blaga, materiala in storitev,
- podcenjevanje stroškov obresti,
- upoštevanje drugih poslovnih prihodkov (predvsem prevrednotovalnih) in izida iz izrednega delovanja.

Pri vsaki odobritvi posojila obstaja določeno tveganje glede poplačila posojila in obresti, ki je večje, čim daljša je dospelost posojila. Na tej osnovi mora posojilojemalec zagotoviti ustrezen instrument zavarovanja posojila. Zavarovanje je vedno sekundarni in ne primarni vir poplačila za banko. Pri odobravanju dolgoročnih posojil se zahtevajo predvsem instrumenti stvarnega zavarovanja, od katerih je najbolj pogosta zastavna pravica na nepremičninah ali hipoteka.

Investicijski program investitorju služi za to, da sam oceni ali se splača investirati, oziroma za analizo rezultatov, ki naj bi jih investicija prinesla, in stvari, ki jih je pred realizacijo še potrebno urediti oziroma zagotoviti. Potreben je zato, da investitor zbere skupaj vse informacije, ki so potrebne za realizacijo investicije oziroma izvedbo projekta in v tem okviru tudi za manjša tveganja, ki se v okviru takih projektov tudi pojavljajo. Na tej osnovi tudi financerji pričakujejo, da bo investitor pripravil investicijski program predvsem zase in da ne bo pomenil »nujnega zla« pri potrebi po zunanjem financiranju. Z vidika morebitnih financerjev je predvsem pomembna realnost in zanesljivost vključenih informacij in ne število strani investicijskega programa.

LITERATURA

1. Barbić Jakša et al.: Priručnik za planiranje investicijskih projekata. Beograd : Udruženje banaka Jugoslavije, 1981. 739 str.
2. Bendekovič Dubravko et al.: Priručnik za primjene zajedničke metodologije za ocenjivanje društvene i ekonomske opravdanosti investicija i efikasnosti investiranja u SFRJ. Beograd : Udruženje banaka Jugoslavije, 1988. 196 str.
3. Bergant Živko: Izrazna moč izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 7-8, str. 20-24.
4. Bergant Živko: Finančna analiza podjetja. Ljubljana : INŠEF, 2000. 19 str.
5. Bertoncelj Popit Vesna: Zadolžiti se. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 52(2003), 6, str. 18-24.
6. Block Stanley B., Hirt Geoffrey A.: Foundations of Financial Management. Boston : Irwin/ Mc Graw-Hill, 2000. 682 str.
7. Bobek Dušan: Sodobna banka. Maribor : Obzorja, 1989. 179 str.
8. Brigham Eugene F., Houston Joel F.: Fundamentals of financial management. Orlando : The Dryden Press, 1987. 898 str.
9. Čibej Jože: Metode za presojo donosnosti investicij. Ljubljana : INŠEF, 2000, 21 str.
10. Fröhlich E.A.: Manual for Small Industrial Businesses. Vienna : UNIDO, 1994. 275 str.
11. Hočevar Martina: Zavarovanje obveznosti. Obrtnik – priloga Svetovalec, Ljubljana, 2001, 6, str. 39-41.
12. Juhart Miha et al.: Zavarovanje in utrditev obveznosti. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1995. 303 str.
13. Koch Timothy W., MacDonald S. Scott: Bank management. Forth Worth : The Dryden Press, 2000. 986 str.
14. Križaj Bonač Geraldina: Operativno upustvo za izradu investicijske studije-programa. Beograd : Udruženje banaka Jugoslavije, 1988. 252 str.
15. Lumby Stephen: Investment Appraisal and Financing Decisions. London: Chapman & Hall, 1991. 518 str.
16. Lužnik Pregl Rajka, Križaj Bonač Geraldina: Navodila za izdelavo investicijskega programa manjših naložbenih projektov. Ljubljana : Inštitut za ekonomiko investicij, 1992. 28 str.
17. Miklič Anka: Riziki v bančnem poslovanju. Ljubljana : Banka Slovenije, 1990. 17 str.
18. Odar Marjan : Lastne delnice. Iks, Ljubljana, 2002, 9-10, str. 48-52.
19. Osteryoung Jerome S., Newman Derek L., Davies Leslie George: Small Firm Finance. Forth Worth: The Dryden Press, 1997. 394 str.
20. Pinterič Jan: Financiranje nakupa s posojilom ali lizingom. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 42, str. 87-90.

21. Repovž Leon: Viri financiranja investicij, finančna konstrukcija in finančni inženiring. Ljubljana : INŠEF, 2000, 17 str.
22. Repovž Leon: Kodeks poslovno finančnih načel. Revizor, Ljubljana, 1996, 4, str. 112-142.
23. Senjur Marjan: Gospodarska rast in razvojna ekonomika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 537 str.
24. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 326 str.
25. Sodin Dana, Škapin Boris, Križaj Bonač Geraldina: Ocenjevanje upravičenosti investicij in spremljava investicij. Ljubljana : ČGP Delo, Gospodarski vestnik in Inštitut za ekonomiko investicij, 1985. 179 str.
26. Stepko Draga: Metode za ocenjevanje uspešnosti naložb. Ljubljana : s.n., 1980. 77 str.
27. Stepko Draga: Ekonomika naložb. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1980. 74 str.
28. Svetlič Barbara: Čedalje več ponudnikov lizinga. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 48, str. 64-66.
29. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1998. 620 str.
30. Varanelli Luigi: Pravna operacija »Sale and lease back«. Pravna praksa, Ljubljana, 2002, 35, str. 17-30.
31. Vidic Darjana, Zaman Maja: Računovodski kazalniki v povezavi z zakonom o finančnem poslovanju podjetij. Revizor, Ljubljana, 2000, 6, str. 38-46.
32. Vidučić Ljiljana: Financijski menadžment. Zagreb : RriF plus, 2002. 502 str.
33. Wostner Peter: Sredstva EU za strukturne namene in Slovenija. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 5, str. 101-107.
34. Završnik Franci: Komu banke odobravajo posojila. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 37, str. 60-62.
35. Zupančič Vera: Bilanca stanja-sredstva. Iks, Ljubljana, 2003, 1-2, str. 34-57.

VIRI

1. Informacija o poslovanju gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 2002. Ljubljana : AJPES, 2003b. 39 str.
2. Informacija o poslovanju samostojnih podjetnikov posameznikov v Republiki Sloveniji v letu 2002. Ljubljana : AJPES, 2003a. 18 str.
3. Investicijski program podjetja Projekt d.o.o. Ljubljana, 2003, 24 str.
4. Investicijski program samostojnega podjetnika Janeza Novaka. Ljubljana, 2003, 28 str.
5. Podatki o plačilih za investicije v letih 2000, 2001 in 2002. Ljubljana : AJPES, 2003c. 3 str.

6. Sistem strukturnih skladov Evropske unije. Ljubljana : 2003. Služba Vlade RS za strukturno politiko in regionalni razvoj, 8 str.
7. Slovenski podjetniški sklad. [URL: <http://www.jsmg-sklad.si>], 29.10.2004.
8. Statistični letopis RS 2003. Ljubljana : Statistični urad Republike Slovenije, 2003. 667 str.
9. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 55/2003).
10. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993, 29/1994, 82/1994, 20/1998, 84/1998, 6/1999, 45/2001).
11. Zakon o podpornem okolju za podjetništvo (Uradni list RS, št. 40/2004).