

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV RAZVOJNEGA FINANCIRANJA NA POSLOVANJE
IZBRANEGA PODJETJA V ČASU GLOBALNE FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, september 2012

GAŠPER MAHKOVIC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Gašper Mahkovic, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Vpliv razvojnega financiranja na poslovanje izbranega podjetja v času globalne finančne krize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem docentom dr. Matejem Marinčem.

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

S svojim podpisom zagotavljam, da

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 BANČNO FINANCIRANJE PODJETIJ V ČASU GLOBALNE FINANČNE KRIZE	5
1.1 Vloga in funkcija poslovnih bank.....	5
1.1.1 Problem sodelovanja podjetij z bankami in asimetričnost informacij.....	6
1.1.2 Prednosti tesnejšega sodelovanja podjetij z bankami.....	7
1.2 Globalna finančna kriza.....	8
1.3 Poslovanje bančnega sektorja v času krize.....	10
1.3.1 Prilagajanje pasivne strani bilance stanja bank	12
1.3.2 Prilagajanje aktivne strani bilance stanja bank.....	15
1.4 Poslovanje podjetij v času krize	18
2 RAZVOJNO FINANCIRANJE INVESTICIJ S Poudarkom NA NEPOVRATNIH SREDSTVIH KOT OBLIKI LASTNEGA VIRA FINANCIRANJA PODJETJA.....	21
2.1 Finančne institucije za opravljanje spodbujevalnih in razvojnih nalog.....	21
2.2 Razvojno financiranje v obliki nepovratnih sredstev iz naslova kohezijske politike.....	24
2.3 Evropski sklad za regionalni razvoj predstavljen v okviru strukturnih skladov.....	26
2.4 Cilji kohezijske politike EU v obdobju 2007–2013	27
2.5 Postopki in pogoji za pridobitev nepovratnih sredstev iz naslova strukturnih skladov in nadzor nad porabo teh sredstev	29
2.6 Kohezijska politika v Sloveniji v obdobju 2007–2013	33
3 PRIKAZ BANČNIH VIROV FINANCIRANJA PODJETJA IZ SREDSTEV POSLOVNE BANKE IN SREDSTEV EVROPSKE INVESTICIJSKE BANKE	36
3.1 Viri financiranja kreditojemalca iz sredstev poslovne banke.....	37
3.1.1 Viri in cene zadolževanja poslovne banke	38
3.1.1.1 Metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih bank, primerljivih s poslovno banko, ki financira investicijo izbranega podjetja	39
3.1.1.2 Metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa	43
3.1.1.3 Sklepne ugotovitve primerjav predstavljenih metodologij izračuna kreditnega pribitka	45
3.1.2 Cenovna politika poslovne banke.....	47
3.2 Viri financiranja iz sredstev Evropske investicijske banke	50
3.2.1 Način financiranja projekta iz sredstev EIB	51
3.2.2 Splošni pogoji financiranja.....	51
3.2.3 Lastna sredstva in izposojena sredstva banke.....	52

3.2.4	Cenovna politika financiranja projekta iz sredstev Evropske investicijske banke	54
4	PRIKAZ UČINKOV RAZVOJNEGA FINANCIRANJA NA IZBRANO PODJETJE NA PODLAGI NEPOVRATNIH SREDSTEV IN EVROPSKE INVESTICIJSKE BANKE.....	56
4.1	Predstavitev izbranega podjetja.....	56
4.2	Poslovanje izbranega podjetja na osnovi primerjave med razvojnim financiranjem in izključno bančnim financiranjem investicije	58
4.2.1	Primerjava kazalnikov financiranja.....	60
4.2.2	Stopnja kapitalizacije in stopnja zadolženosti.....	63
4.2.3	Analiza finančne stabilnosti	64
4.2.4	Analiza plačilne stabilnosti	65
4.3	Ocena vrednosti izbranega podjetja na osnovi bančnega financiranja.....	67
4.4	Ocena vrednosti izbranega podjetja na osnovi razvojnega financiranja	70
4.4.1	Omejitev ocenjevanja vrednosti	70
4.4.2	Način ocenjevanja vrednosti izbranega podjetja.....	71
4.4.3	Gospodarske razmere, razmere v turistični panogi in opis konkurence izbranega podjetja	72
4.4.4	Povzetek uporabljenih predpostavk	74
4.4.5	Izračun ocene vrednosti izbranega podjetja	80
4.5	Ključne izvedbene aktivnosti za namen uspešnega dolgoročnega poslovanja in povečevanja vrednosti izbranega podjetja.....	81
4.5.1	Zvišanje ciljnih prihodkov iz poslovanja hotela	82
4.5.2	Doseganje kapitalske ustreznosti s pomočjo dokapitalizacije.....	83
4.5.3	Pridobitev strateškega partnerja	84
4.5.4	Prestrukturiranje kreditov.....	84
4.5.5	IPO kot vir financiranja.....	86
	SKLEP.....	87
	LITERATURA IN VIRI.....	90
	PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: Medletna stopnja rasti bilančne vsote in kapitalske ustreznosti slovenskih bank (v %)	12
Slika 2: Povprečni stroški lastniškega in dolžniškega kapitala bank (v %)	13
Slika 3: Odstotek pokritja posojil nebančnemu sektorju z obveznostmi do tujih bank, depoziti nebančnega sektorja in izdanimi vrednostnimi papirji bank (v %)	14
Slika 4: Povprečni stroški financiranja slovenskih bank (v %)	15
Slika 5: Medletne stopnje rasti posojil nebančnemu sektorju, podjetjem in gospodinjstvom (v %)	16
Slika 6: Povprečna ročnost novoodobrenih posojil pri slovenskih bankah za dolgoročna posojila (v letih) in za kratkoročna posojila (v mesecih)	17
Slika 7: Delež lastniškega kapitala podjetij (v %) in razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij (v %)	20
Slika 8: Primerjava zadolženosti podjetij z evrskim območjem (v %)	21
Slika 9: Grafični prikaz vsebinskega področja delovanja razvojnega financiranja in RFI	22
Slika 10: Kohezijska politika	25
Slika 11: Gibanje kreditnega pribitka po posameznih obdobjih	41
Slika 12: Podatki o donosih bančnih obveznic za skupino bank z bonitetno oceno A neposredno iz infomacijskega sistema Bloomberg na dan 7. maja 2012	45
Slika 13: Gibanje eno letne tržne obrestne mere Euribor in kreditnih pribitkov za obdobje 2006–2012 (v %)	47
Slika 14: Struktura oblikovanja pasivne oziroma aktivne obrestne mere	48

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava slovenskih obrestnih mer z obrestnimi merami v evrskem območju (v %)	18
Tabela 2: Pregled nacionalnih ukrepov držav EU kot odgovorov na finančno in gospodarsko krizo	23
Tabela 3: Delitev sredstev EU v novi finančni perspektivi 2007–2013 glede na cilj (v milijarde EUR)	27
Tabela 4: Finančna preglednica dodeljenih evropskih sredstev Sloveniji	34
Tabela 5: Črpanje sredstev kohezijske politike na dan 31. decembra 2011 po operativnih programih	35
Tabela 6: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 7. maja 2012	41
Tabela 7: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 6. marca 2012	42
Tabela 8: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 6. junija 2011	42
Tabela 9: Prikaz kreditnega pribitka po metodologiji Bloombergove tržne krivulje donosa za skupino bank z bonitetno oceno A na dan 7. maja 2012	44
Tabela 10: Variabilne obrestne mere za podjetja iz virov poslovne banke	50

Tabela 11: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 17. julija 2012.....	54
Tabela 12: Variabilne obrestne mere za podjetja iz virov EIB in primerjava z viri poslovne banke	55
Tabela 13: Osebna izkaznica izbranega podjetja	56
Tabela 14: Prikaz strukture razvojnega financiranja.....	58
Tabela 15: Prikaz strukture bančnega financiranja	59
Tabela 16: Izračun kazalnikov financiranja med letoma 2011 in 2012 in primerjava s ciljnimi optimalnimi letoma 2020	62
Tabela 17: Stopnja zadolženosti in stopnja kapitalizacije med letoma 2011 in 2012 in primerjava s ciljnimi optimalnimi letoma 2020	63
Tabela 18: Izračun kazalca finančne stabilnosti med letoma 2011 in 2012 in primerjava s ciljnimi optimalnimi letoma 2020	65
Tabela 19: Izračun kazalca plačilne stabilnosti med letoma 2011 in 2012 in primerjava s ciljnimi optimalnimi letoma 2020	66
Tabela 20: Zagotavljanje likvidnosti na osnovi razvojnega financiranja, in sicer za obdobje od leta 2012 do obdobja natančnega napovedovanja, to je do leta 2020	67
Tabela 21: Zagotavljanje likvidnosti na osnovi bančnega financiranja, in sicer za obdobje od leta 2012 do obdobja natančnega napovedovanja, to je do leta 2020	68
Tabela 22: Planirane sestavine kapitala v bilanci stanja na dan 31. decembra 2012 do 31. decembra 2015 v primeru bančnega financiranja (v EUR).....	69
Tabela 23: Povzetek primerjave kazalcev slovenske konkurence izbranega podjetja v letu 2011 (v 000 EUR)	73
Tabela 24: Investicije v obratni kapital po posameznih letih (v EUR)	75
Tabela 25: Prosti denarnik tok po posameznih letih (v EUR).....	78
Tabela 26: Povzetek vrednotenja izbranega podjetja	80
Tabela 27: Ocena dejavnikov stopnje tržljivosti za izbrano podjetje.....	80
Tabela 28: Izračun odbitka za pomanjkanje tržljivosti	81

UVOD

Globalna finančna kriza je vplivala na spremembo regulatornih predpisov, ki zahtevajo ostrejši kapitalski režim in uvajanje harmoniziranih okvirov poslovanja na področju likvidnosti bank. To vključuje več likvidnih naložb, stabilne in drage dolgoročne vire ter več lastniškega kapitala. Pričakujemo lahko, da bodo banke stroške uvajanja novih regulatornih pravil poskušale vsaj delno prevaliti na svoje komitente. To bo neugodno vplivalo na že tako oslavljen finančni položaj posojilojemalcev, njihovo konkurenčnost ter kreditno sposobnost. Povečal se bo delež slabih aktiv, znižale se bodo donosnost in najverjetneje bonitetne ocene bank, povečali se bodo stroški financiranja, kar pa lahko vodi v spiralo začaranega kroga (Lowenstein, 2008, str. 4–8). Če višjih kapitalskih standardov ne bi mogli doseči s povečanjem kapitala (bodisi iz javnih bodisi iz zasebnih virov), jih lahko banke dosežejo le še z zniževanjem kreditne izpostavljenosti, kar pa lahko prek kreditnega krča prav tako negativno vpliva na realno gospodarstvo (Laeven & Valencia, 2010, str. 3–35).

Kljub krizi poslovne banke še vedno igrajo zelo pomembno vlogo pri financiranju malih in srednje velikih podjetij in velikih podjetij, saj je podjetnikom bančni vir financiranja za zdaj najbolj dostopen. Mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP) so nasploh ključni vir zaposlovanja, poslovne dinamike in inovacij v evropskem gospodarstvu, kar je pomembno dejstvo tudi z vidika slovenske perspektive. Vpliv globalne finančne krize je razviden na razlikah v konkurenčnosti med temi podjetji v najbolj in najmanj razvitih državah članicah Evropske unije (v nadaljevanju EU). Neenakosti v stopnji razvoja in življenjskega standarda so obstajale že prej, z začetkom krize in z vstopom novih držav iz srednje in vzhodne Evrope pa so se ta nesorazmerja še povečala. Vzporedno s poglobljanjem razlik in vključevanjem novih članic je posledično pridobila veljavo kohezijska politika, ki predstavlja pomembno področje politik EU in daje močno podporo enakomernemu in trajnostnemu razvoju podjetjem v vseh članicah EU in predvsem njenih regij (Čebular, 2005, str. 106–110).

Kohezijska politika se izvaja prek strukturnih skladov in kohezijskega sklada, ki predstavljajo vir razvojnega financiranja, saj so bili ustanovljeni z namenom pospeševanja razvoja in zmanjševanja razlik med regijami in državami v EU (Brezigar-Masten, Coricelli & Masten, 2008, str. 295–313). Sredstva iz strukturnih skladov so namenjena zlasti posodabljanju infrastrukture, razvoju človeških virov in produktivnosti vseh sektorjev. Za uravnotežen in neprekinjen razvoj podjetij v EU in za uresničevanje kohezijske politike skrbi tudi Evropska investicijska banka (v nadaljevanju EIB). EIB financira predvsem projekte, ki pospešujejo evropsko integracijo ter ekonomsko in socialno kohezijo. Naložbe EIB pripomorejo k boljšemu življenjskemu standardu ljudi, to pa pomeni večjo blaginjo in večji gospodarski razvoj. Prednost imajo na znanju in inovativnosti temelječi projekti, ki prinašajo visoko dodano vrednost, zato je osnovni namen te finančne institucije poleg zagotavljanja ugodnejših finančnih virov tudi spodbujanje poslovnih bank k večji odprtosti

za financiranje projektov in s tem doseganju sinergijskih učinkov (Skupina Evropske investicijske banke, 2011).

Namen magistrskega dela je primerjava med bančnim financiranjem v okviru poslovne banke in razvojnim financiranjem v okviru kohezijske politike. Podjetja se namreč od leta 2008 z začetkom globalne finančne krize srečujejo z zelo selektivni pogoji financiranja, hkrati pa tudi z zelo dragim zadolževanjem (Santomero, 2008, str. 25–32). Področje financiranja podjetij v času krize sem raziskal skozi financiranje konkretne investicije izbranega podjetja. Pojavlja se vprašanje, ali lahko v današnjih razmerah mala oziroma srednje velika podjetja, ki predstavljajo ključno komponento pri razvoju gospodarstva, za razvoj pridobijo ustrezna finančna sredstva, ob tem pa so sposobna zagotavljati takšen likvidnostni tok, na osnovi katerega redno in v celoti poravnava vse svoje obveznosti. Ob tem se podjetja pri financiranju svojega poslovanja srečujejo z omejevalnim dejavnikom, kot je neustrezna finančna konstrukcija, ki posledično lahko povzroči kapitalsko neustreznost in visoko zadolženost podjetja. V strukturi finančnih obveznosti slovenskih podjetij namreč prevladuje dolžniško financiranje (Banka Slovenije, 2012a, str. 28). Naslednja omejitev, ki bistveno vpliva na poslovanje podjetja, so visoki stroški zadolževanja, ki bremenijo končni poslovni rezultat podjetja in povzročajo negativen vpliv na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja. Pogoji, pod katerimi se podjetja zadolžujejo, so v veliki meri odvisni od cene zadolževanja poslovnih bank. Zaradi globalne finančne krize in nezaupanja med udeleženci finančnih trgov banke plačujejo za dolgoročne vire, najete na mednarodnih finančnih trgih, višje obrestne mere, ki izhajajo iz naslova kreditnega tveganja. Ceno najetih dolgoročnih virov poslovne banke odraža kreditni pribitek (Santomero, 2006, str. 25–32). V zvezi s tem sem prikazal najbolj primerni metodi določanja kreditnega pribitka, in sicer na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih poslovnih bank in na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa izdanih obveznic evropskih bank. Na osnovi metode donosnosti izdanih obveznic EIB sem prikazal tudi stroške zadolževanja te razvojne finančne institucije. Pridobljene rezultate teh metod sem apliciral na oblikovanje obrestne mere poslovne banke in EIB, in sicer za namen zadolževanja izbranega podjetja.

Ugotovitve iz raziskave področja financiranja podjetij s poudarkom na financiranju konkretne investicije izbranega podjetja služijo kot prikaz, da je razvojno financiranje ključnega pomena za dolgoročno likvidnost, kapitalsko ustreznost in navsezadnje tudi za obstoj podjetja.

Naloga je sestavljena iz štirih poglavij. Tako sem v prvem poglavju predstavil problematiko bančnega sektorja v času krize s poudarkom na razmerah v Sloveniji, kjer sem izpostavil vse težje dostopnost do bančnih virov financiranja, hkrati pa zaradi nezaupanja na medbančnem trgu tudi vse dražje zadolževanje bank. V tem poglavju sem prav tako izpostavil probleme realnega sektorja v času krize s poudarkom na neustreznosti

strukturi financiranja podjetij, kjer primanjkuje lastniškega kapitala, medtem ko tuji vir predstavlja zelo visok delež obveznosti do virov financiranja podjetij.

V drugem poglavju sem predstavil razvojno financiranje podjetij, ki v okviru kohezijske politike dopolnjuje bančno financiranje podjetij z nepovratnimi sredstvi in ugodnejšimi viri zadolževanja. Prav tako razvojno financiranje omogoča državam EU odpravo velikih ekonomskih in socialnih razlik v razvitosti in realizaciji njihovega trajnostnega razvoja. Kot dopolnjevanje in pomoč poslovnim bankam sem prav tako predstavil vlogo finančnih institucij za opravljanje spodbujevalnih in razvojnih nalog, ki pomembno prispevajo k uspešnemu poslovanju podjetij.

V tretjem poglavju sem na osnovi analize donosnosti izdanih obveznic evropskih poslovnih bank predstavil, pod kakšnimi pogoji se zadolžujejo banke na medbančnem trgu in kako to vpliva na oblikovanje obrestnih mer za namen zadolževanja izbranega podjetja. V povezavi s tem sem predstavil tudi pogoje zadolževanja EIB, ki predstavlja vejo kohezijske politike, s pomočjo katere je podjetjem omogočeno bistveno cenejše zadolževanje, kot pa je značilno za poslovne banke. Ponudba kreditov iz sredstev EIB je namreč najugodnejša ponudba v poslovni banki in ena ugodnejših ponudb na trgu nasploh.

V četrtem poglavju sem podrobno prikazal financiranje investicije izbranega podjetja, ki je deležno spodbude EIB in strukturnih skladov na osnovi črpanja nepovratnih sredstev. Narejena je podrobna primerjava financiranja izbranega podjetja na osnovi razvojnega in izključno bančnega financiranja investicije. V tem poglavju so predstavljene tudi ključne izvedbene aktivnosti za namen uspešnega dolgoročnega poslovanja in povečevanja vrednosti izbranega podjetja.

Magistrsko delo sem zaključil s sklepom, v katerem sem strnil vse ugotovljene rezultate.

Cilji magistrskega dela, ki sledijo iz njegovega namena, so naslednji:

- opredeliti problematiko zadolževanja bank in podjetij v času globalne finančne krize in predstaviti vlogo razvojnih finančnih institucij za opravljanje spodbujevalnih in razvojnih nalog;
- predstaviti razvojno financiranje iz naslova kohezijske politike s poudarkom na nepovratnih sredstvih in v sklopu tega razdelati pogoje in postopke za pridobitev teh sredstev ter prikazati možnosti črpanja sredstev;
- proučiti oblike virov financiranja konkretne investicije izbranega podjetja na osnovi poslovne banke in EIB kot oblike razvojne finančne institucije in v sklopu tega prikazati oblikovanje cenovne politike omenjenih bank;
- na osnovi oblikovanja cenovne politike obravnavanih bank skozi finančno analizo prikazati primerjavo med razvojnem in izključno bančnim financiranjem konkretne

investicije in posledično prikazati ključni vpliv razvojnega financiranja na dolgoročno plačilno sposobnost, vrednost in obstoj izbranega podjetja;

- na osnovi pridobljenih rezultatov iz primerjalne finančne analize podati ustrezne rešitve za namen izboljšanja poslovanja izbranega podjetja.

Hipoteze so naslednje:

- za izbrano podjetje je financiranje prek razvojnih skladov in EIB cenejše kot financiranje izključno prek poslovne banke;
- financiranje prek razvojnih skladov je z vidika administrativnega dela za podjetja zelo zahtevno;
- financiranje prek razvojnih skladov in EIB omogoča lažje prestrukturiranje izbranega podjetja in vpliva na njegovo vrednost.

Na področju raziskave financiranja podjetij in bank sem uporabil diskripcijsko metodo, natančneje predvsem pregled literature, spoznanj, stališč, prispevkov in člankov z najnovejšimi teoretičnimi spoznanji. V nalogo so vključene tudi informacije pristojnih institucij kohezijske politike, informacije, pridobljene iz strokovnih poročil in iz internetnih virov poslovne banke. Uporabljal sem tudi podatke in informacije iz kredibilnih virov zunanjih finančnih institucij in s strani izbranega podjetja in jih v modelu ocenjevanja vrednosti izbranega podjetja upošteval kot kredibilne.

Pri določanju kreditnega pribitka, ki odraža ceno najetih dolgoročnih sredstev poslovne banke, sem naletel na problem, da v trenutnih razmerah podatkov o cenah zadolžitev ni, zato sem izhajal iz podatkov o gibanju donosnosti obveznic. V okviru analize določanja kreditnega pribitka so možne različne metode, ki vsebinsko sicer primerno določajo velikost kreditnega pribitka, vendar sem analizo izvedel le na podlagi najbolj primernih. Hkrati sem poleg primernosti in natančnosti izračuna kreditnega pribitka upošteval tudi možnost spremljanja podatkov v prihodnje in njihovo morebitno ali vsaj delno, avtomatizacijo. Analizo določanja kreditnega pribitka sem izvedel na osnovi donosnosti izdanih obveznic evropskih poslovnih bank in EIB in na osnovi analize Bloombergove tržne krivulje donosa izdanih obveznic evropskih poslovnih bank. Podatke o donosnosti izdanih obveznic posameznih bank sem pridobil iz informacijskega sistema Thomson Reuters in Bloomberg. Metoda, ki temelji na analizi Bloombergove tržne krivulje donosa, je zasnovana s pomočjo optimizacijskih modelov, ki natančno prikazujejo strukturo krivulj, kar omogoča osredotočenje na tiste sektorje, ki jih podrobneje proučujem. Omenjena krivulja donosa je v celoti izvedena v informacijskem sistemu Bloomberg, ki končne podatke izračuna in hkrati služi kot merilo vrednosti dolžniških vrednostnih papirjev evropskih poslovnih bank po posameznih bonitetnih skupinah.

V delu magistrskega dela, ki se nanaša na primerjavo razvojnega in izključno bančnega financiranja investicije izbranega podjetja, sem s pomočjo komparativne metode temeljito

razdelal učinke na poslovanje podjetja. Na osnovi izbranega načina financiranja sem oblikoval specifikacijo odplačevanja finančnih obveznosti, projekcijo izkaza poslovnega izida in bilanco stanja izbranega podjetja, ki so tudi priloge magistrskega dela.

V okviru analitične metode sem pri ocenjevanju vrednosti izbranega podjetja uporabil metodo diskontiranega denarnega toka, v okviru katere je na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja teoretično najbolj korekten način. V praksi je ta način tudi največkrat uporabljen, saj upošteva tok donosov, ki jih lastnik sredstev pričakuje v prihodnosti, časovni razpored prejemanja teh donosov ter tveganje, ki ga nosi lastnik sredstev. Podatke, ki so pomembni za namen ocenjevanja vrednosti izbranega podjetja, sem pridobil iz spletne aplikacije GVIN, spletne strani profesorja Damodorana, spletne strani Bloomberg, Ibbotson in Banke Slovenije ter iz člankov tujih avtorjev.

V magistrsko delo sem vključil vse ugotovitve in spoznanja ter lastno znanje in izkušnje, pridobljene z opravljanjem poklica v poslovni banki in med študijem na magistrskem programu.

1 BANČNO FINANCIRANJE PODJETIJ V ČASU GLOBALNE FINANČNE KRIZE

1.1 Vloga in funkcija poslovnih bank

V gospodarstvu predstavljajo poslovne banke pomemben kanal financiranja podjetij, tako neposredno kot posredno. Poslovne banke so verjetno v vseh tržnih gospodarstvih najpomembnejše institucije, ki zbirajo finančne presežke, saj tako pridobljen finančni potencial omogoča večje in širše poslovanje banke. Finančna osnova posredniške funkcije poslovnih bank so torej finančni suficiti, ki nastajajo v nefinančnem sektorju narodnega gospodarstva. Finančni suficiti so presežek finančnih sredstev v določenem trenutku oziroma v določenem razdobju nad potrebnimi finančnimi sredstvi. Banke med drugim plasirajo te presežke med svoje komitente. S plasiranjem sredstev ustvarjajo prihodke, s katerimi zagotavljajo kritje stroškov zbiranja sredstev s ciljem ustvarjanja dobička zase in za delničarje (Mramor, 1993, str. 67–69). Pri pridobivanju virov mora banka oblikovati takšno obrestno mero za depozite, ki bo kar najnižje možna, vendar še vedno dovolj spodbudna za varčevalce. Za plasirana sredstva pa mora banka določiti takšno obrestno mero, ki bo prinesla največji dohodek, vendar se povpraševanje po finančnih sredstvih ne bo znižalo pod ponudbo zbranih finančnih sredstev. Pri cilju ustvarjanja bančnih dobičkov se vzpostavlja tržna disciplina, kjer investitorji kaznujejo banke za prevzemanje večjega tveganja z zahtevo po večjem donosu na svoje terjatve. Slednje se lahko manifestira v povečanju obrestnih mer ali pa v umiku vlagateljvih sredstev iz banke. Tržna disciplina je pomembna zato, ker banke lahko postanejo naklonjene moralnemu hazardu, saj zbirajo depozite tudi zato, da bi jih investirale v tvegano aktivo (kredite). Da bi se banke zavarovale pred nesolventnostjo, pri tem oblikujejo določen kapital, ki jih bo ščitil pred

neugodnimi rezultati poslovanja. Vendar ni nujno, da bodo banke pri zasledovanju svojih internih ciljev solventnosti in profitabilnosti upoštevale tudi interese vlagateljev ali družbe kot celote, kar se v svoji najosnovnejši obliki pokaže prav pri prevzemanju prevelikih tveganj. S tega vidika se kaže pomembnost tržne discipline tudi v prevzemanju velikega dela odgovornosti nadzornikov (Crnkovič, 1989, str. 3–6).

1.1.1 Problem sodelovanja podjetij z bankami in asimetričnost informacij

Myers (1984, str. 575–592) verjame, da mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP) pokrivajo svoje finančne potrebe najprej z uporabo notranjega lastniškega kapitala, ki mu sledijo posojila bank in morebiti uporaba zunanjega lastniškega kapitala. Financiranje je eden najbolj zapletenih izzivov, s katerimi se soočajo MSP. Mnoga propadejo zaradi nezadostnega kapitala in nelikvidnosti (Peel & Bridge, 1998, str. 848–856).

Temeljni problem pridobivanja finančnih sredstev MSP je asimetričnost informacij. Drugače od obravnave velikih podjetij banke v primeru MSP pogosto ne razpolagajo z zadostno količino informacij o podjetju, na osnovi česar bi lahko oblikovale takšne finančne instrumente, s katerimi bi zmanjšale tveganje financiranja na sprejemljivo raven (Cull, Davis & Lamoreaux, 2006, str. 3017–3042). Posledica asimetričnosti informacij je, da je odobritev kredita MSP za banko bolj tvegana kakor odobritev velikim podjetjem, zato je prošnja MSP za bančni kredit bolj verjetno zavrnjena kot prošnja za kredit, ki jo vloži veliko podjetje (Stiglitz & Weiss, 1981, str. 393–410). To velja tudi v primeru, če so MSP pripravljena plačati vse cenovne in necenovne elemente kreditne pogodbe (Freixas & Rochet, 1999, str. 137). Fiksni stroški pridobitve bančnega kredita (banke običajno zahtevajo podjetniški načrt, poročilo o poslovanju in investicijski elaborat) na denarno enoto pridobljenega kredita so za manjša podjetja večji. Zlasti mala podjetja običajno tudi nimajo zadostnih človeških resursov za pripravljanje poročil in rednega komuniciranja z bankami, s čimer bi zmanjšala asimetričnost informacij (McMachom, 2003, str. 29–53). Najpomembnejši izziv bančno-podjetniškega sodelovanja je zato izboljšanje informacijskega toka med bankami in podjetji za namen lažjega dostopa do zunanjega vira financiranja (Wilson, 2004, str. 20).

Zmanjšanje finančnih omejitev MSP sicer omogoča intervencionizem vlad s pomočjo ukrepov, kot so garancijske sheme in subvencioniranje obrestne mere, vendar pa ti ukrepi ne zmanjšujejo razsežnosti temeljnega izvora finančnih omejitev podjetij, tj. informacijskega problema. Vladni ukrepi morajo biti usmerjeni predvsem v zmanjševanje asimetričnosti informacij med bankami in MSP, spodbujanju izmenjave podatkov o bančnih komitentih med bankami in uporabi informacijske tehnologije, ki izboljšuje dostop do podatkov in izdelavo bolj zanesljivih ocen kreditnega tveganja (Jappelli & Pagano, 2002, str. 2017–2045).

Banke del večjega kreditnega tveganja pri MSP pokrivajo z višjo obrestno mero, del pa z zavarovanjem kredita (zastava nepremičnin in premičnin, zavarovanje dolga pri zavarovalnici, zastava prvovrstnih vrednostnih papirjev, pobot s sredstvi na poslovnem računu, poroštvom pravne osebe ali zasebnika, zastavo terjatev). Če bi banka lahko natančno ocenila tveganje odobrenih kreditov, zavarovanje ne bi bilo potrebno, saj bi kredite z visokim tveganjem nevrčila izločila z dovolj visoko obrestno mero. Ker pa je identifikacija kreditnega tveganja pogojena s kvaliteto informacij o komitentu in njihovo obdelavo ter z izdelavo ocene tveganja specifičnega kredita, je tudi problem zavarovanja kredita v bistvu problem pomanjkanja (asimetričnosti) informacij (Wagner & Marsh, 2006, str. 173–193). Z vidika samega kredita je kredit MSP običajno bolj tvegan, vendar pa portfelj kreditov MSP ni nujno bolj tvegan kakor portfelj kreditov velikim podjetjem. Velika podjetja so ob poslabšanju gospodarskih razmer vpeta v obstoječe tehnologije in organizacijsko strukturo, majhna podjetja pa so bolj fleksibilna, zaradi česar je sistematično tveganje pri portfelju kreditov velikim podjetjem večje kot sistematično tveganje pri kreditih MSP (Beck, Demirgüç Kunt & Maksimovic, 2008, str. 467–487).

Kreditne institucije imajo gledano posamično lahko precejšnjo izpostavljenost do velikih podjetij. S tem se ustvarja neprostovoljna soodvisnost, ko so kreditne institucije nehotе prisiljene zagotavljati refinanciranje takšnih dolžnikov. Gre torej za obliko mehke prisile, saj kreditna institucija lahko ob propadu takšnega dolžnika veliko izgubi, zato se pogosto raje odloči za poskus premostitve trenutnih slabših razmer (Rouse & Jayawarna, 2006, str. 388–400). Glede na trenutne razmere, lahko pričakujemo, da bodo banke z omejenimi sredstvi predvsem refinancirale večja podjetja, do katerih so bolj izpostavljena, manjša podjetja pa bodo prikrajšana. Negativne učinke z daljšim sodelovanjem med podjetjem in banko (angl. *relationship banking*) je tako možno zmanjšati predvsem s sodelovanjem z več bankami. *Relationship banking* ni prevladujoč način poslovanja med podjetji in bankami, saj je povezan s stroški tako na strani bank (stroški monitoringa, potencialno napačnih odločitev o dolgoročnih perspektivah poslovanja komitentov), kot tudi podjetij (De la Torre, Soledad Martinez Perla & Schmukler, 2010, str. 2280–2293). Banke pa imajo kar nekaj prostora, da s spremenjenim odnosom in načini poslovanja začnejo učinkoviteje servisirati MSP, pri čemer še vedno trajajoča globalna finančna kriza ni nujno ovira (Sussangkarn & Vichyanond, 2007, str. 100–118). Pogost praktičen nasvet MSP podjetjem je torej ta, da naj sodelujejo z več bankami (Davis, 2003, str. 112).

1.1.2 Prednosti tesnejšega sodelovanja podjetij z bankami

Prednosti tesnejšega sodelovanja, ki se običajno razvije z daljšim sodelovanjem med podjetjem in banko, so večja pripravljenost posredovanja tržno občutljivih privatnih informacij (na primer računovodski podatki o uspešnosti poslovanja, podatki o načrtovanih spremembah v menedžmentu ipd.), ponudba bančnih storitev, ki bolj ustreza potrebam komitenta, saj banka s trajanjem odnosa spoznava specifičnosti poslovanja podjetja, večja fleksibilnost v sklepanju kreditnih pogodb z banko in povečanje ugleda podjetja, saj

sposobnost pridobivanja bančnih kreditov trgu signalizira plačilno sposobnost in pričakovano donosnost poslovanja podjetja. Tesna navezava podjetja na banko zmanjšuje problem škodljive selekcije in moralnega hazarda ter povečuje razpoložljivost kredita v gospodarstvu. Tesnejše osredotočanje na eno banko po drugi strani poveča pogajalsko moč banke (Rajan, 1992, str. 87), saj banki omogoča, da veže podjetje nase. Banka razpolaga s privatno informacijo o komitentu in tako razvije asimetričnost informacij med banko in preostalim finančnim trgom ter tako zasluži monopolni dobiček (Sharpe & Alexander, 1990, str. 463). Vezava bančnega komitenta banki omogoča, da dobičke in izgube iz poslovanja z določenim komitentom (podjetjem) skozi daljše obdobje izravna. S tem lahko odobri tudi bolj tvegane kredite, če kasneje pričakuje, da se bo poslovanje podjetja toliko izboljšalo, da bo iz kasnejših kreditov komitentu pokrilo tudi izgubo iz prejšnjih kreditov. Zmanjša se tudi napor, ki ga kreditojemalec vloži v upravljanje podjetja, saj takšna banka ne izvaja nadzora nad kreditojemalcem tako intenzivno kot banka, ki dolgoročnega sodelovanja s podjetjem nima (Berger & Udell, 2002, str. 32–53). Velika podjetja lažje izkoristijo prednosti tesnejšega sodelovanja z bankami:

- ker so finančni javnosti bolj znana, zato so napor in stroški podjetja, da zmanjša asimetričnost informacij v kreditnem odnosu, manjši. Visoka raven zaupnosti med banko in podjetjem se tako lahko hitreje razvije;
- pogajalska moč podjetij je s tem večja, saj lahko hitreje prestopijo k drugi banki (kadar so finančno zdrava in sposobna po tržni ceni plačati kredit) kot mala podjetja, ki so na trgu neznana in so vlagala relativno večji napor in stroške v razpoznavnost pri svoji glavni banki.

1.2 Globalna finančna kriza

Do danes se je navedlo že nešteto različnih vzrokov za krizo, saj ima vsak ekonomist, gospodarstvenik, politik itd. svoj pogled na dogajanje v svetu. Kot najpogostejši vzroki za globalno finančno krizo pa se omenjajo obnašanje posojilodajalcev, posojilojemalcev in posrednikov pri drugorazrednih hipotekarnih posojilih v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), rating agencije, slaba regulacija, težnja bank po dobičku, splošna makroekonomska globalna neravnovesja ter številni drugi vzroki. Vse dosedanje bančne krize so sledile velikim cenovnim balonom na kapitalskem in nepremičninskem trgu ter močnemu zadolževanju države, podjetij ali gospodinjstev. Zgodovina finančnih kriz v svetu kaže skorajda popolnoma identične razloge za krizo kot tudi zelo podobne posledice kriz. Pri sedanji finančni krizi gre za okužbo svetovnega finančnega sistema, znaki za to pa so visoka zadolženost ter problemi z likvidnostjo in solventnostjo (Turner, 2010, str. 82).

Globalno finančno krizo opisuje tudi Miskyjev kreditni cikel (v Strašek, Jagrič & Špes, 2009, str. 2, 3), kjer gre za napihovanje mehurčka s cenovno neopravičljivimi prevzemi in množičnimi emisijami tveganih obveznic. Na samemu vrhu ciklusa se pojavijo nepremičninski, hipotekarni, dolžniški in borzni mehurček. Pok balona v prvi fazi

prizadene nepremičnine in drugorazredne hipoteke, v drugi fazi se razširi na trg prvovrstnih hipotek, trg drugorazrednih kreditnih kartic in avtomobilskih posojil. Tretjo fazo pa predstavlja močno kreditno zmanjšanje v sektorju prevzemov in na podjetniškem kreditnem trgu. Vsi ti omenjeni učinki pa lahko vodijo v ekonomski zastoj in recesijo.

Kriza je pokazala, kako lahko zaradi izgube zaupanja v delovanje finančnega trga določeni segmenti finančnega trga hitro prenehajo delovati in sunkovito prekinajo pretok finančnih sredstev od posojilodajalcev k posojilojemalcem. Če se to zgodi na segmentu mednarodnega trga, od katerega je določena država nad proporcionalno odvisna, so posledice finančne krize za to državo zelo neugodne. Na finančnih trgih, ki so v zadnjem času dosegli rekordne stopnje integriranosti, je prepletenost različnih segmentov trga izjemno tesna ter po strukturi zelo kompleksna. Zaradi tega lahko visoka tveganja na določenem segmentu trga, na primer bančnem, ogrozijo delovanje celotnega finančnega trga (Guiso, Jappelli, Padula & Pagano, 2004, str. 523–577). Z vidika vključevanja v evropsko integracijo se je tudi Slovenija močneje vključila v mednarodne finančne tokove. Tesna medsebojna povezanost mednarodnih tokov kapitala in finančnih kriz je namreč značilna tako za industrijsko razvite države kot za manj razvite države. Globalizacija sicer po eni strani deluje kot pomemben stimulator mednarodne menjave med državami, po drugi pa tudi kot potencialni kanal okužbe. Nadpovprečna gospodarska rast je zahtevala tudi dovolj finančnih virov in zajeten del tega je bil zadovoljen s strani pritoka kapitala iz tujine. Povečana ponudba finančnih virov, ki se je pokazala v pospešenem finančnem poglobljanju, je pozitivno vplivala na gospodarsko rast. Tako Slovenija kot tudi druge države so bile vključene v izobilje kapitalskih tokov in imele od tega ekonomske koristi. Mednarodna finančna integracija je prispevala h gospodarski rasti tako neposredno kot posredno, pri čemer se je posredni vpliv vršil prek stimulacije razvoja finančnih trgov in večjo in boljšo ponudbo finančnih sredstev (Brezigar Masten, Coricelli & Masten, 2008, str. 295–313).

Dejavnike mednarodnih kapitalskih tokov običajno delimo na dejavnike ponudbe in dejavnike povpraševanja. Na strani povpraševanja po mednarodnih finančnih virih je tako kot v preostalih razvijajočih se gospodarstvih tudi v Sloveniji pomembno vlogo igrala visoka stopnja makroekonomske stabilnosti. V teh razmerah je imela Slovenija visoko investicijsko dejavnost tako z vidika klasičnih podjetniških investicij kot investicij v gradbeništvu. Poleg tega je bila močan dejavnik povpraševanja tudi finančna investicijska dejavnost. Slovenija je močno povečala svoje portfeljske investicije v tujino, obenem pa je tudi proces lastniške konsolidacije v podjetjih zahteval obsežna finančna sredstva. Domačega varčevanja je bilo za financiranje te investicijske dejavnosti premalo. Ta varčevalno-investicijska vrzel je iz praktično uravnotežene pozicije v letu 2001 vseskozi naraščala in v kriznem letu 2008 dosegla svojo rekordno vrednost reda velikosti šestih odstotkov bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) (Banka Slovenije, 2009, str. 46).

V času globalne finančne krize so dejavniki ponudbe in povpraševanja po mednarodnih finančnih virih delovali popolnoma nasprotno. Največja povojna finančna kriza v razvitih državah je delovala kot negativen dejavnik ponudbe v smislu, da je več dejavnikov na največjih finančnih trgih sveta vodilo k umiku kapitala s tujih trgov. Investitorji so reagirali z izrazitim povečanjem nenaklonjenosti tveganju, kar je povečalo razmike med netveganimi in tveganimi vrednostnimi papirji. Zaradi lastniških težav je mnogo mednarodnih finančnih institucij odprodajalo svoja sredstva z namenom izboljšanja likvidnosti in zmanjšanja finančnega vzvoda (Mishkin, 2009, str. 32–38). Na strani negativnih dejavnikov povpraševanja je na dlani, da je globalna finančna kriza močno prizadela gospodarstva razvijajočih se držav. Posledično tako za Slovenijo kot druge razvijajoče se države velja, da se na mednarodnih finančnih trgih soočajo z zaostrenimi razmerami. Slovenija se tako na finančnem področju sooča s potrebo po zmanjšanju povprečnega finančnega vzvoda v gospodarstvu. Naša nefinančna podjetja so namreč glede na primerljiva podjetja v evrskem območju nadpovprečno zadolžena, v strukturi dolga pa je nadpovprečen delež kratkoročnih dolžniških virov (Banka Slovenije, 2012a, str. 32).

1.3 Poslovanje bančnega sektorja v času krize

Zelo pomembno vprašanje za banke v trenutni zaostreni gospodarski situaciji, ki jo spremlja proces razdolževanja do tujine, in ob zatečenih prevelikih izpostavljenostih je vprašanje upravljanja zaseženih naložb. To so predvsem zaseženi veliki deleži v podjetjih, ki jih ni mogoče brez velikega negativnega vpliva na ceno prodati na organiziranem trgu, in nepremičnine, od katerih levji delež predstavljajo še nedokončane nepremičnine, ki potrebujejo še finalizacijo del in pridobitev nekaterih dovoljenj. Reševanje tega vprašanja bo naporno ob pešanju kreditnega potenciala in slabšanju kreditnih ocen podjetij (Goodhart, 2010, str. 165–186). Če za banke v normalnih časih velja, da se preveč osredotočajo na zavarovanja in premalo presojuje poslovne modele posojilojemalcev, bo to osredotočanje v prihodnje premalo za uspešno poslovanje. Banke bodo z aktivno vlogo morale pomagati podjetjem doseči podobno razdolževanje, tudi z odprodajo nekaterih naložb, kot ga morajo same opraviti v relaciji do tujih finančnih trgov. Zainteresiranost bank je tu očitna, saj v primeru, da se ta proces ne bo zgodil, bančni kapital ne bo zadostoval, gospodarstvo pa posledično ne bo dobivalo virov za poslovanje (Laeven & Valencia, 2010, str. 3–35).

Slovenske banke so se s težavami soočile kasneje od bank iz držav z razvitejšimi finančnimi sistemi, ki predstavljajo pomemben del bančnega sistema Evropske monetarne unije (v nadaljevanju EMU). Zamik je predvsem posledica dejstva, da slovenske banke niso bile izrazito izpostavljene naložbam, povezanim z drugorazrednimi hipotekarnimi vrednostnimi papirji. Negotovost se je v slovenski bančni sistem prenesla predvsem s sekundarnimi učinki nižje likvidnosti na mednarodnih finančnih trgih in širjenjem neugodnih gibanj tudi na druge sektorje gospodarstva. Sprva so se negativni vplivi mednarodne finančne krize kazali predvsem v nekoliko manjši razpoložljivosti virov, šele

z zamikom pa so pričeli močnejše vplivati tudi na kakovost bančnih naložb in s tem na slabše rezultate poslovanja bank.

Dejavnike tveganja za stabilnost slovenskega bančnega sistema lahko delimo na zunanje in notranje dejavnike tveganja. Med zunanje dejavnike štejemo vpliv Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB), ki je umaknila operacijo dolgoročnega refinanciranja, s katero je od decembra 2011 praktično neomejeno zagotavljala likvidnost z ročnostjo enega leta. Banke bodo zato primorane poiskati dodatna sredstva na medbančnih trgih, kar bo povzročilo večje povpraševanje in s tem težjo dostopnost do zunanjih virov financiranja, zlasti za manjše in manj uveljavljene banke. Večji pomen kot v preteklosti bi lahko za slovenske banke predstavljalo tudi dolgoročnejše financiranje (v primerjavi z medbančnimi krediti) z izdajo obveznic, kjer pa poleg bank na tem segmentu okrepljeno nastopa tudi zadolževanje držav. Pod kakšnimi pogoji se bodo banke lahko zadolževale na mednarodnih finančnih trgih, bo precej odvisno tudi od bonitetne ocene in pogojev zadolževanja, pod katerimi se zadolžujejo matične države. Ob izbruhu globalne finančne krize so večje tveganje za stabilnost slovenskega finančnega sistema predstavljali zunanji dejavniki, z njenim vztrajanjem pa vse bolj v ospredje prihajajo notranji dejavniki. Ti so povezani predvsem z visoko kreditno aktivnostjo podjetij in nefinančnih institucij v preteklih letih in veliko izpostavljenostjo do dejavnosti, ki so bile med bolj prizadetimi v finančni krizi. Nekoliko manjše, a ne zanemarljivo tveganje se pojavlja tudi pri zadolževanju prebivalstva in je povezano predvsem z gibanji na trgu dela in deviznih trgih.

Na učinke finančne krize na domači bančni sistem se je z ukrepi za njihovo zniževanje Slovenija odzvala že takoj jeseni 2008. Cilji ukrepov so bili usmerjeni v ohranjanje zaupanja in stabilnosti finančnega sistema in ohranjanja dostopa do financiranja. Skladno s prakso večine držav je bil kot prvi ukrep jamstvo za bančne vloge, ki je bil namenjen preprečitvi potencialnega navala na banke, saj je že v osnovi bil zgolj psihološke, ne materialne narave. Drugi ukrep je jamstvo države za obveznosti bank do tujine, ki sicer ni neomejeno. Državna garancija za obveznosti do tujine je omogočila zadolževanje po bistveno nižjih cenah, kot bi se realizirale sicer (Majcen & Pollick, 2010, str. 30–35). Tretji ukrep na tem segmentu je bil depozit države v bančni sistem. Ta ukrep je bil potreben, ko je postalo jasno, da se predvsem bankam v večinski domači lasti v času viška finančne krize ne bo uspelo normalno refinancirati na mednarodnih trgih. Država je na ta način delovala kot posrednik na mednarodnem finančnem trgu in absorbirala premijo za tveganje, ki bi jo sicer morale plačati banke. Z vidika upravljanja z obveznostmi in viri bank ta ukrep, ki je začasne narave, kupuje čas bankam za znižanje previsokega razmerja med posojili in vlogami. Zadnji pomemben ukrep države na področju zagotavljanja virov bank je bil sklop t.i. jamstvenih shem. Njihov osnovni namen je bil delitev kreditnega tveganja pri na novo odobrenih posojilih med državo in bankami v razmerju, ki se licitira na avkcijah. Ta ukrep je bil z implementacijskega vidika najtežji in se je izkazal tudi za najbolj problematičnega. Najprej so nastopile težave pri natančni formulaciji in zakonski

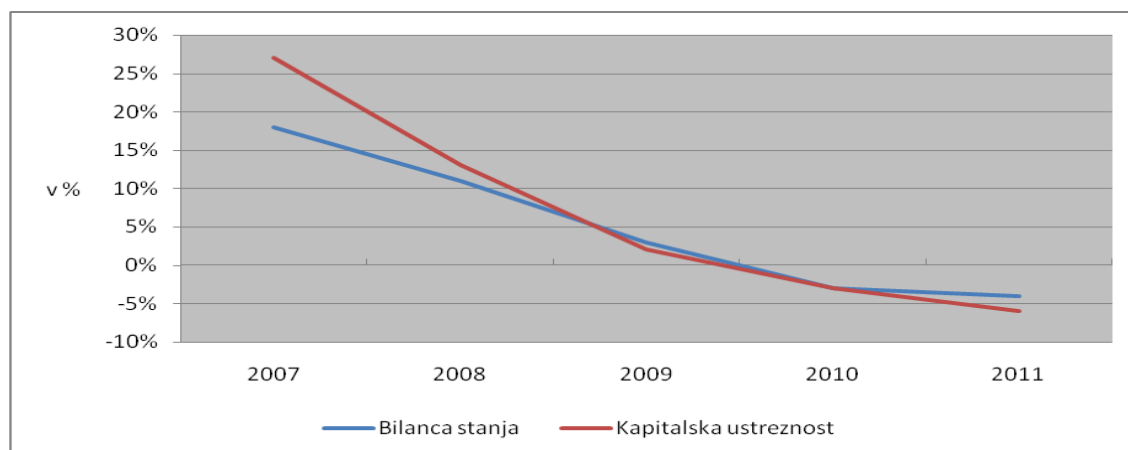
implementaciji, ki so rezultirale v zelo poznem sprejetju tega ukrepa proti prvi polovici leta 2009.

1.3.1 Prilagajanje pasivne strani bilance stanja bank

Kapitalska moč slovenskih bank se je v letih 2010–2012, predvsem zaradi poslabšanja kvalitete kreditnega portfelja in zniževanja cen različnih premoženjskih oblik, opazno znižala. Zanimiva je tudi septembra 2011 objavljena analiza, da bi naš bančni sistem (vključno z bankami v tuji lasti) v primeru neugodnega makroekonomskega scenarija potreboval še enkrat več kapitala, kot ga imajo danes vse slovenske banke. Ocena je bila izdelana na podlagi stresnega scenarija, ki bi vodil v povečanje deleža nedonosnih posojil na raven 25 odstotkov, s tem da bi ciljali referenčno vrednost količnika kapitala 1. reda v višini 10 odstotkov in stopnjo pokritosti slabih posojil z oslabitvami v višini 80 odstotkov (Miles, Yang & Marcheggiano, 2011, str. 35–55).

Krčenje posojil v Sloveniji nebančnemu sektorju je bila posledica zniževanja medletne stopnje kapitalske ustreznosti bank in je vplivalo tudi na krčenje bilančne vsote bank, kar prikazuje Slika 1. Ob visokih stroških slabitev in rezervacij je pričakovati slab poslovni rezultat slovenskih bank, s tem pa nizko sposobnost notranjega generiranja kapitala. Vrednost slabitev in rezervacij je do februarja 2012 narasla na 3,3 milijarde EUR, nanje pa vpliva tudi razvrednotenje premoženja, s katerim so banke zavarovale posojila. Po navedbah Banke Slovenije se v letu 2012 nadaljuje zmanjševanje bilančne vsote bank v Sloveniji. Veljavni okvir za kapital bank, ki ga je pripravil Baselski odbor za bančni nadzor, namreč zahteva večji in kakovostnejši kapital, s katerim bi banke zagotovile večjo finančno stabilnost, bolj trdne poslovne modele in boljše bilance stanja (Banka Slovenije, 2012a, str. 52–54).

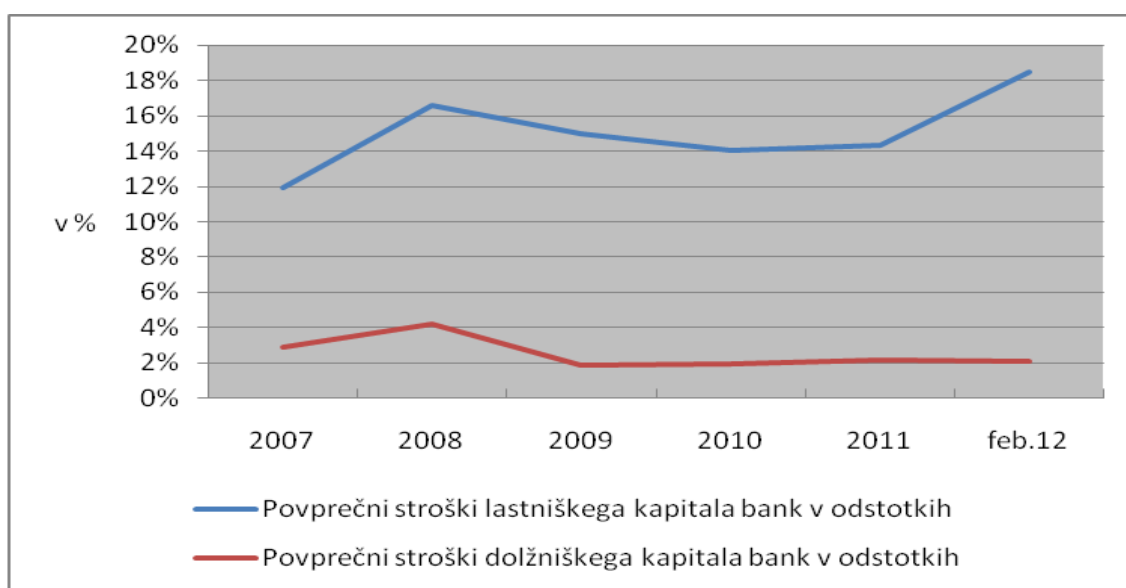
Slika 1: Medletna stopnja rasti bilančne vsote in kapitalske ustreznosti slovenskih bank (v %)



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 53, slika 5.4.

Banke so tako primorane med svojimi naložbami posedovati več likvidnih naložb (ki so manj donosne), več dolgoročnih virov financiranja (ki so dražji) in več lastniškega kapitala (kar znižuje njegovo donosnost, saj je lastniško financiranje najdražje). Slika 2 prikazuje, da so stroški lastniškega financiranja bank v letu 2011 v povprečju znašali 14,3 odstotka. Od zadnjih mesecev 2010 do februarja 2012 so se povečali in na koncu presegli 18 odstotka, kar je bila posledica padca cen delnic. Povprečni stroški dolžniškega kapitala zajemajo gibanje dolžniških virov, med katerimi so v letu 2012 najdražji dolžniški vrednostni papirji s 3,3 odstotka, sledijo jim vloge nebančnega sektorja z 2,3 odstotka in viri tujih bank z 2,0 odstotka (Banka Slovenije, 2012a, str. 57).

Slika 2: Povprečni stroški lastniškega in dolžniškega kapitala bank (v %)



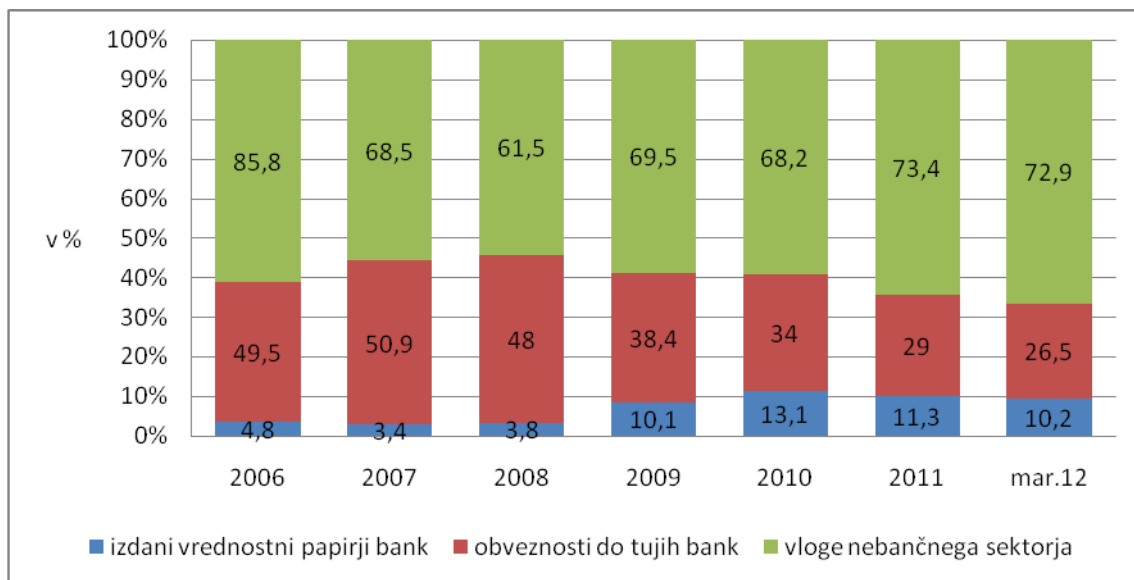
Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 57, slika 5.11.

V letu 2011 se je zmanjšal delež relativno dražjih virov v strukturi financiranja bank, kar prikazuje tudi Slika 3. Z razdolževanjem bank na grosističnih finančnih trgih so se namreč znižali delež izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in obveznosti do tujih bank med viri. Razvidno je, da so ob razmahu krize v letu 2008 kar 48 odstotkov pokritja posojil nebančnemu sektorju predstavljale obveznosti do tujih bank. Zaradi visoke stopnje zadolženosti na tujih posojilnih trgih sta krčenje finančnega posredništva v tujini ter povečanje nezaupanja med bankami na mednarodnih finančnih trgih onemogočila normalno refinanciranje zapadlih obveznosti slovenskih bank v tujini (Rednak & Mihajlović, 2009, str. 7). Visoka odvisnost od uspešnosti refinanciranja na tujih, neaktivnih finančnih trgih, ki so bili pripravljeni posojati samo še na kratek rok, je z vsakim mesecem podaljševanja finančne krize bolj bremenila naše banke. Banke so v obdobju od oktobra 2008 do marca 2012 zadolženost pri bankah v tujini zmanjšale za 8,1 milijarde EUR (Banka Slovenije, 2012a, str. 58).

Banke so morale nadomeščati prejšnje relativno dolgoročne vire z zelo kratkoročnimi viri, kar je zelo omejilo tudi dostop podjetij do virov financiranja. Te razmere so vodile v večjo bitko bank za depozite in zviševanje pasivnih obrestnih mer, kar pa je po drugi strani tudi dodatno prispevalo k rastočemu nezaupanju varčevalcev v bančni sistem. Zaradi izjemno agresivnih naložb v delnice in povečane privlačnosti bančnih depozitov se je sestava prihrankov gospodinjstev izrazito nagnila v korist depozitov kot naložbene kategorije (Simoneti, 2010, str. 120–128), kar je tudi razvidno v letu 2008–2012, in sicer v rasti vlog nebančnega sektorja. Rast bančnih vlog leta 2009–2011 je bila sicer manjša, na kar je pomembno vplival tudi slabši ekonomski položaj prebivalstva zaradi naraščajoče brezposelnosti.

Vse to kaže na nujnost nadaljevanja procesa prestrukturiranja virov financiranja bank. Povečati se mora delež vlog in dolžniških vrednostnih papirjev ob hkratnem zmanjšanju deleža financiranja s posojili, najetimi pri bankah v tujini. Spremenjena struktura financiranja bo le počasi zmanjševala še vedno zelo visoko odvisnost slovenskih bank od financiranja v tujini in s tem visoko občutljivost na nestabilne razmere na mednarodnih finančnih trgih, kar pa posledično vpliva tudi na stroške financiranja bank (Banka Slovenije, 2012a, str. 55–57).

Slika 3: Odstotek pokritja posojil nebančnemu sektorju z obveznostmi do tujih bank, depoziti nebančnega sektorja in izdanimi vrednostnimi papirji bank (v %)

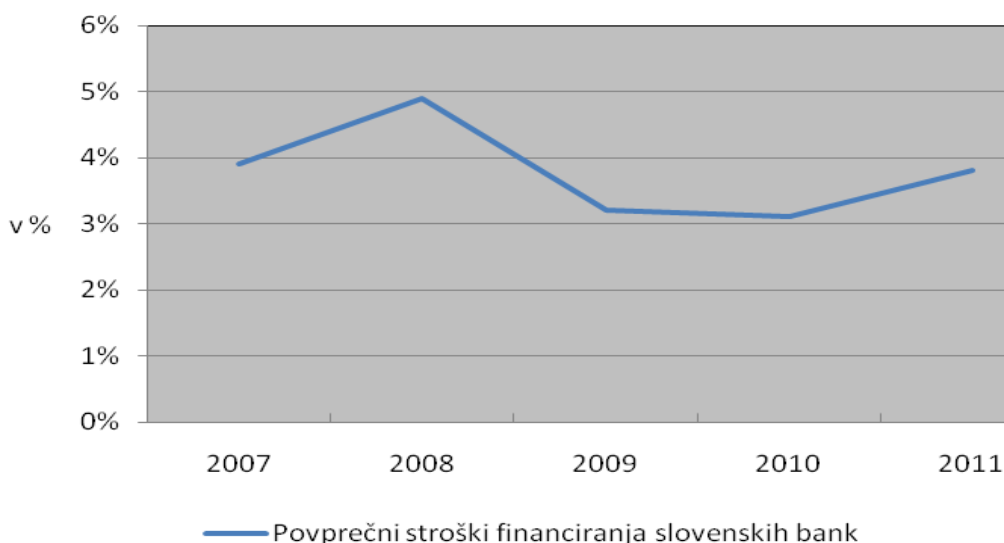


Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 56, slika 5.10.

Slika 4 prikazuje, da so povprečni stroški financiranja slovenskih bank konec leta 2011 znašali 3,8 odstotka obveznosti bank. Stroški financiranja so se zviševali do konca leta 2011, na kar je vplivalo zviševanje tržnih obrestnih mer in samo v manjši meri spreminjanje strukture financiranja bank. Po znižanju ključne obrestne mere ECB 9.

novembra 2011 so se tržne obrestne mere na mednarodnih finančnih trgih pričele zniževati (Banka Slovenije, 2012a, str. 57).

Slika 4: Povprečni stroški financiranja slovenskih bank (v %)



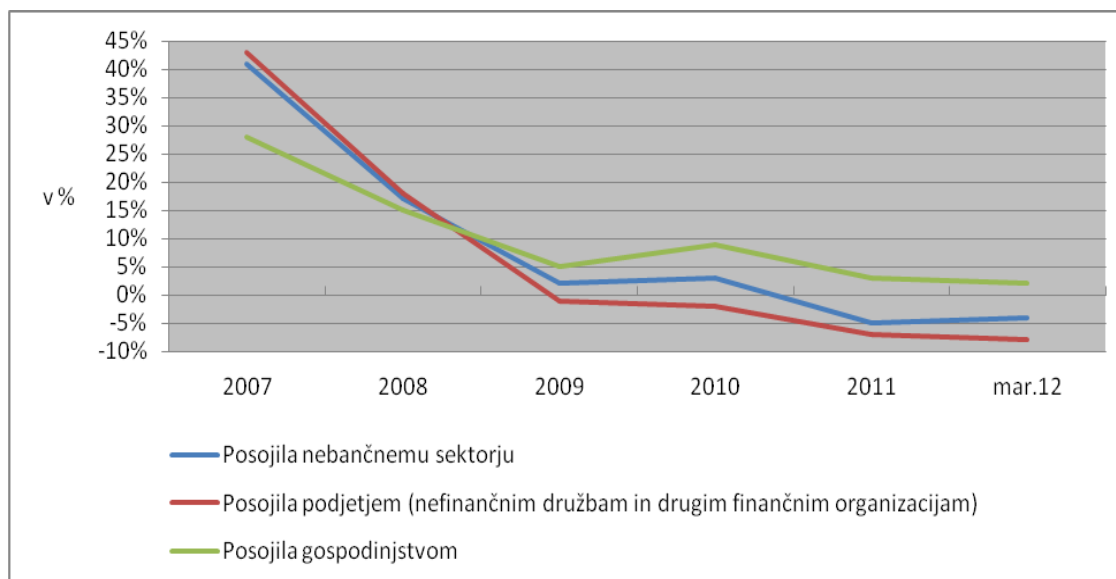
Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 57, slika 5.11.

1.3.2 Prilagajanje aktivne strani bilance stanja bank

Pomoč držav bankam, da posojila pridobijo na evrotrgu kapitala, zvišuje stroške financiranja. Pri ceni ne gre prezreti likvidnostnega tveganja, ki je pogosto pomembnejše od kreditnega tveganja in je najbolj vplivalo na dvig obrestne marže. Element, ki vpliva na višino marže finančnega posredništva in je bistveno spremenjen, so tudi stroški, povezani z dolžniško zamudo v obliki različnih rezervacij. Ti so se v zadnjih letih zelo povečali. Končni učinek pri ponudbi bančnih kreditov se kaže tudi v strožjih merilih pri presoji novih naložb (Santomero, 2008, str. 25–32).

Krčenje posojil vsem subjektom v Sloveniji se nadaljuje tudi v letu 2012, kar prikazuje Slika 5. Kreditno sposobnost podjetij še naprej omejujeta prevelika zadolženost realnega sektorja in prepočasno zniževanje finančnega vzvoda s povečevanjem lastniškega kapitala (Nuredini, 2009, str. 22). Če gospodinjstva za zdaj še ostajajo relativno redni plačniki obveznosti do bank, pa nizka rast razpoložljivega dohodka in rast brezposelnosti tudi med njimi napovedujeta povečanje deleža neplačnikov (Svenšek, 2012, str. 22).

Slika 5: Medletne stopnje rasti posojil nebančnemu sektorju, podjetjem in gospodinjstvom (v %)



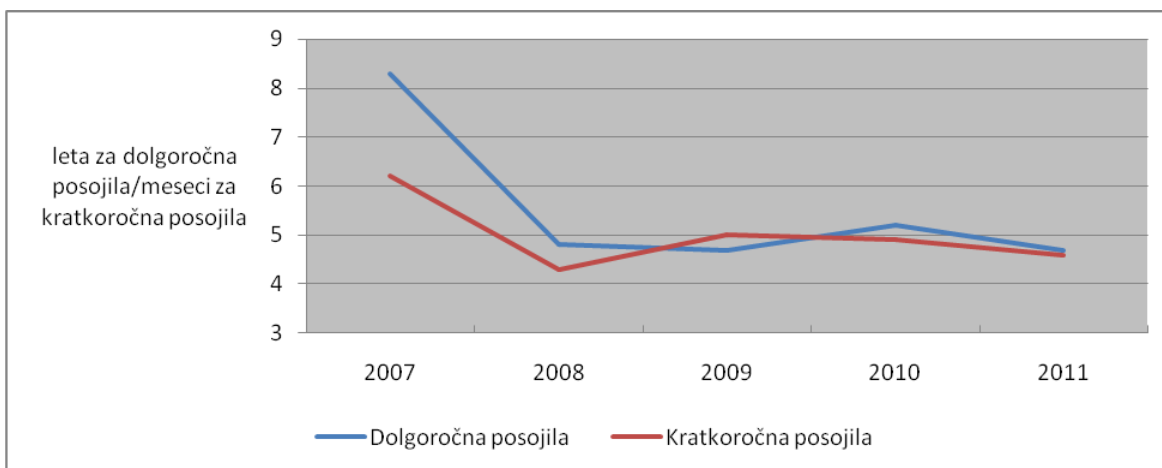
Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 53, slika 5.4.

Neugodne gospodarske razmere, visoka zadolženost podjetij, povečana plačilna nesposobnost in še vedno visoki pribitki na referenčne obrestne mere zmanjšujejo sposobnost podjetij za servisiranje obstoječega dolga, povečujejo zadržanost pri investicijskih odločitvah, zmanjšujejo kreditno sposobnost podjetij in jim onemogočajo načrtovanje predvidljivih denarnih tokov (Levine, 1997, str. 705–716). Vse to se odraža tudi v manjšem povpraševanju podjetij po posojilih. Slovenske banke lahko v letu 2012 pričakujejo tudi manjše povpraševanje po posojilih prebivalstva oziroma gospodinjstev. Napovedani varčevalni ukrepi bodo dodatno prizadeli segment prebivalstva, najbolj v javnem sektorju, vendar bodo ukrepi socialne politike prizadeli tudi druge skupine prebivalstva (Svenšek, 2012, str. 22). Pomemben dejavnik, ki vpliva na večjo kreditno rast, bodo tako razmere v gospodarstvu in izboljšanje denarnega toka podjetij, ki bi jim omogočal redno odplačevanje posojil.

Slika 6 prikazuje, da so s prihodom globalne finančne krize slovenske banke kot prvi ukrep skrajšale ročnosti posojil podjetjem. Že od sredine leta 2007 se vsem podjetjem skrajšuje ročnost bančnih posojil, in to ravno v času večjih potreb po financiranju zaradi spodbujanja prodaje s financiranjem kupcev. Krajšanje ročnosti posojil je posledica težav bank pri financiranju v tujini z dolgoročnimi viri. Enega izmed pomembnejših razlogov bi lahko iskali tudi v načinu financiranja pretekle visoke kreditne aktivnosti bank. Banke so zaradi omejenih domačih virov, ki niso sledili povečani kreditni aktivnosti, pomemben del financirale s tujimi krediti, ki so krajših ročnosti od drugih virov financiranja (izdaja obveznic, depozitov gospodinjstev in pridobivanje dodatnega kapitala). Tako so bile tudi same najprej prisiljene posojati po krajših ročnostih (Košak, 2009, str. 10–12). S

poglabljanjem krize v realnem sektorju se kot dodaten dejavnik skrajševanja ročnosti pojavlja negotovost pri ocenjevanju dolgoročne kreditne sposobnosti podjetij. Krajši roki financiranja, skupaj s podaljševanjem plačilnih rokov pri kupcih in dobaviteljih, tako prispevajo k poglabljanju likvidnostnih težav v podjetjih in zavirajo normaliziranje njihove poslovne aktivnosti.

Slika 6: Povprečna ročnost novoodobrenih posojil pri slovenskih bankah za dolgoročna posojila (v letih) in za kratkoročna posojila (v mesecih)



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 27, slika 3.6.

Kot drugi ukrep so slovenske banke dvignile obrestne mere oziroma pribitke na referenčno obrestno mero. Obstajajo razlike med obrestnimi merami slovenskih bank in bank evrskega območja, kar je prikazano v Tabeli 1. Razlike v obrestnih merah so posledica tega, da so domače banke v letih pred globalno finančno krizo obsežno kreditirale dejavnosti, povezane z gradbeništvo in prevzemnimi aktivnostmi, ki so se v času krize izkazale za tvegane dejavnosti in so bile med najbolj prizadetimi. Slovenska podjetja so razmeroma bolj zadolžena od povprečja podjetij evrskega območja, kar zmanjšuje njihovo kreditno sposobnost. Posledično se je kakovost bančne aktive zato pričela postopoma slabšati, banke pa so pričele realizirati izgube in breme večjega obseg dodatnih oslabeitev pokrivati z večjimi pribitki.

Naslednji vzvod višjih obrestnih mer je, da so podjetja dolgoročne projekte neustrezno financirala, in sicer z zadolževanjem krajših ročnosti. Pri tem so pričakovala, da se bodo kratkoročni krediti ob zapadlosti nadomeščali z novimi krediti. Zaradi poslabšanja razmer na kreditnih trgih, pa so banke dobile še dodaten vzvod, za višje obrestne mere. Razlog za visoke obrestne mere bi lahko iskali tudi v pomanjkanju domačih ustrezno kakovostnih projektov, ki bi se lahko financirali po nižjih obrestnih merah (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2010, str. 12). Naslednji razlog je tudi, da domače banke skušajo zaradi omejene dostopnosti do virov v tujini povečati vloge nebančnega sektorja, prav tako to poskušajo tudi banke v večinski tuji lasti. Povečana konkurenca za vloge nebančnega

sektorja povzroča hitrejšo zviševanje obrestnih mer vlog in posledično posojilnih obrestnih mer.

Tabela 1: Primerjava slovenskih obrestnih mer z obrestnimi merami v evrskem območju (v %)

	Obrestna mera ECB	Posojila							
		Gospodinjstvom				Podjetjem			
		Stanovanjska		Potrošniška		do 1 milijon EUR		nad 1 milijon EUR	
		EMU	SLO	EMU	SLO	EMU	SLO	EMU	SLO
december 06	3,50	4,6	5,9	7,6	6,4	5,1	5,1	4,5	4,5
december 07	4,00	5,3	6,5	8,1	7,2	6,1	6,4	5,3	6
december 08	2,50	5,1	6,3	8,1	6,9	5,4	6,4	4,3	5,9
december 09	1,00	2,7	3,4	6,4	5	3,3	5,6	2,2	4,6
december 10	1,00	2,8	3,3	5,2	4,7	3,5	5,6	2,6	5,1
januar 11	1,00	2,9	3,3	5,1	4,7	3,5	5,5	2,5	4,7
februar 11	1,00	3	3,4	5,4	4,9	3,6	5,7	2,6	4,8
marec 11	1,00	3	3,5	5,4	4,9	3,7	5,7	2,6	5
april 11	1,25	3,1	3,6	5,2	5	3,8	5,7	2,8	5
maj 11	1,25	3,2	3,7	5,3	5,1	3,9	5,8	2,8	5
junij 11	1,25	3,3	3,7	5,4	5,2	3,9	5,8	2,9	4,9
julij 11	1,50	3,3	3,8	5,1	5,2	4,1	5,8	3	5,4
avgust 11	1,50	3,5	3,8	5,3	5,2	4,1	5,9	2,9	5
september 11	1,50	3,4	3,9	5,8	5,2	4,2	5,9	2,9	5
oktober 11	1,50	3,4	3,9	5,6	5,2	4,3	6,1	3,1	5,1
november 11	1,25	3,4	3,9	5,7	5,2	4,3	6	2,9	5,1
december 11	1,00	3,5	3,9	5,3	5,3	4,5	5,8	3,1	5,1
januar 12	1,00	3,5	3,8	5,6	5,3	4,4	5,8	2,8	4,5
februar 12	1,00	3,4	3,7	5,6	5,3	4,6	6	2,6	4,3

Vir: Banka Slovenije, Finančna stabilnost 2012b, str. 3, tabela 4.

Povečanje pribitkov nad referenčno obrestno mero je prizadelo vsa posojila, ne samo bolj tvegana. Ti pribitki bodo kasneje povečevali breme servisiranja dolga, ko se bo variabilni del obrestne mere znova pričel dvigovati s sedanje nizke ravni. Banke bi se rade znebile slabih plačnikov, zato tem plačnikom povečujejo obrestne mere na posojena sredstva. Banke pa svojim najboljšim strankam ne povečujejo posojilnih obrestnih mer, saj želijo povečati obseg poslovanja z njimi. S tem onemogočijo slabe plačnike in selekcionirajo posojila k boljšim plačnikom (Hren & Svenšek, 2009, str. 17).

1.4 Poslovanje podjetij v času krize

Pred izbruhom globalne finančne krize je bilo v Sloveniji tipično tranzicijsko gospodarstvo, ki je uživalo pozitivne učinke relativno hitre in stabilne rasti v njenih najpomembnejših trgovinskih partnericah. Poleg močnega učinka izvoza je k hitri gospodarski rasti prispevalo tudi močno investicijsko povpraševanje države, ki v dobrih letih ni učinkovito vodila politike proračunskih presežkov. V letih pred globalno finančno krizo so na močnejšo gospodarsko rast dodatno vplivali še visoka likvidnost domačih kapitalskih trgov in finančnih posrednikov ter ugodne obrestne mere za zadolževanje v

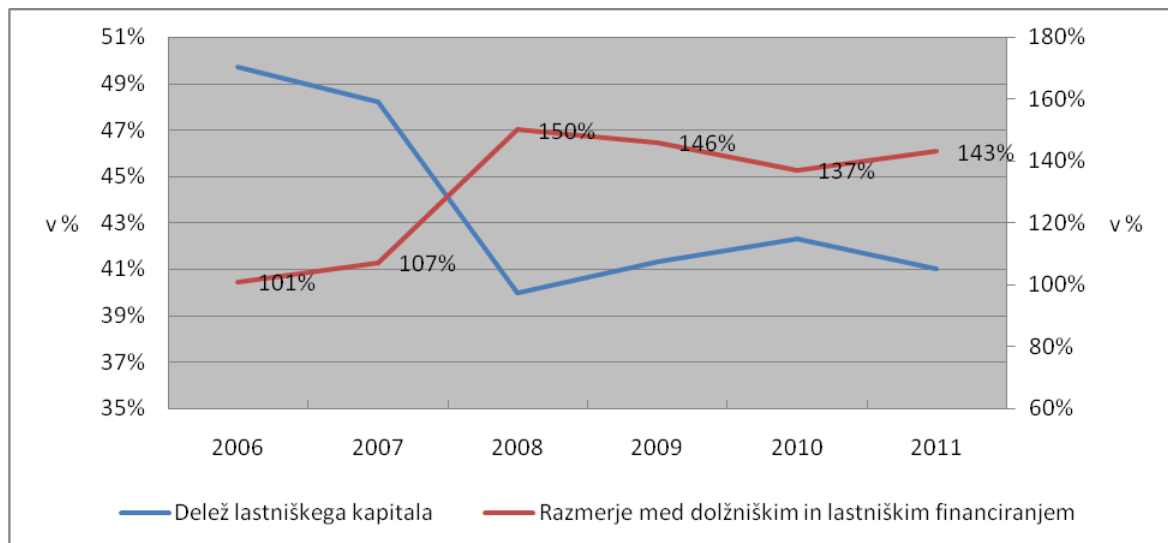
tujini. Slovenske banke so v razmerah ugodne likvidnosti ter obrestnega diferenciala videle priložnost za povečanje dobičkov ter so sodelovale pri spodbujanju poslov s podjetji, ki so razmere nekritično ocenjevala kot priložnost za zunanjo rast oziroma širjenje.

Tako kot v razvitih državah tudi s strani slovenskih regulatorjev ni prišlo do opozoril in ukrepov, ki bi preprečili zadolževanje na nerealnih temeljih in predpostavkah. Izbruh globalne finančne krize je naenkrat spodmaknil temelje takšne nevzdržne gospodarske rasti. Podjetja so poleg zmanjšanja tujega povpraševanja doleteli zaostreni pogoji vračanja kreditov in refinanciranja. Banke so se namesto na pridobivanje zaslužka morale osredotočiti na sanacijo bilanc. Ob nezmožnosti države, da skupaj z drugimi lastniki pravočasno in v zadostnem obsegu dokapitalizira banke, so se tako vsi trije sektorji: nefinančne družbe (podjetja), banke in država znašli v neprijetnem objemu (Ovin, 2009, str. 1).

Hkrati se je kreditna sposobnost na splošno zelo poslabšala zaradi padca vrednosti premoženja in lastnih virov podjetij. Pri financiranju številnih podjetij je namreč zelo pomembno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom in od tega razmerja je tudi odvisno, koliko se bodo banke dodatno izpostavile (Fraser, 2004, str. 61–71). V strukturi finančnih obveznosti slovenskih podjetij prevladuje dolžniško financiranje (Banka Slovenije, 2012a, str. 28). Za zniževanje visoke zadolženosti podjetij in izboljšanje strukture financiranja, ki bo spet odprla možnosti za novo zadolževanje, bodo podjetja morala poiskati nove in stabilne vire financiranja, predvsem nov lastniški kapital.

Slika 7 nam prikazuje, da so se visoki padci vrednosti lastniškega kapitala ob počasnejši rasti celotnih finančnih obveznosti odrazili v večjem razmerju med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij. Kazalnika na sliki sta pod ključnim vplivom vrednostnih sprememb lastniškega kapitala, kot posledica poleg odsotnosti dokapitalizacij tudi vpliva razvrednotenja kapitala zaradi negativnih trendov na borzah. To je tudi v letu 2011 pripeljalo do zvišanja razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom na 143 odstotkov.

Slika 7: Delež lastniškega kapitala podjetij (v %) in razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij (v %)

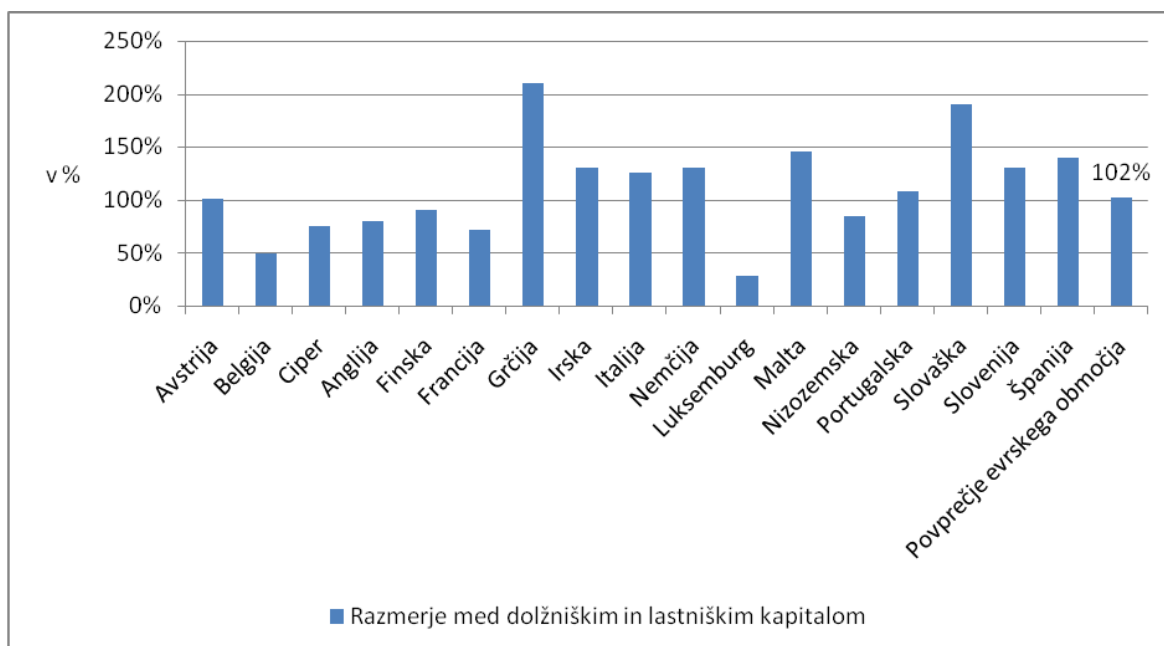


Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 28, tabela 3.7.

Za zniževanje zadolženosti so nujni večji kapitalski vložki lastnikov ter večje usmerjanje dobičkov v nadaljnji razvoj podjetij. Uvajanje novih tehnologij, ki bi prispevale k večji dobičkonosnosti poslovanja in posledično k razširjanju kapitalske osnove podjetij, je zastalo, tudi zaradi pomanjkanja virov financiranja zanje. Poleg tega lahko pričakujemo, da bi v primeru nadaljnjega zniževanja cen nepremičnin tudi dodatno razvrednotenje stalnih sredstev na eni strani in kapitala na drugi strani bilanc podjetij posledično vplivalo na dodatno poslabšanje kazalnika zadolženosti. Znižanje vrednosti poslovnih nepremičnin bi dodatno neugodno vplivalo na razpoložljivost vrednosti zastavljenega premoženja pri najemanju posojil. Omejitve, ki so jim podjetja zaradi visokega finančnega vzvoda izpostavljena pri financiranju, ter visoka obremenitev s servisiranjem dosežene ravni zadolženosti so velika ovira razvoju in zagonu gospodarske rasti podjetij (Dietsch & Petey, 2002, str. 303–322).

Pri tem je treba poudariti, da je zadolženost nefinančnih podjetij v povprečju evrskega območja nižja kot v Sloveniji, kar prikazuje tudi Slika 8. Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem je decembra 2011 v evrskem območju znašalo 102 odstotka. Višji kazalnik dolžniškega financiranja kot v Sloveniji sta po zadnjih primerljivih podatkih imeli Grčija in Slovaška. Na primerljivo visoki ravni je še pet držav: Irska, Malta, Španija, Italija in Nemčija (Banka Slovenije, 2012a, str. 28).

Slika 8: Primerjava zadolženosti podjetij z evrskim območjem (v %)



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012a, str. 28, tabela 3.7.

2 RAZVOJNO FINANCIRANJE INVESTICIJ S POUDARKOM NA NEPOVRATNIH SREDSTVIH KOT OBLIKI LASTNEGA VIRA FINANCIRANJA PODJETJA

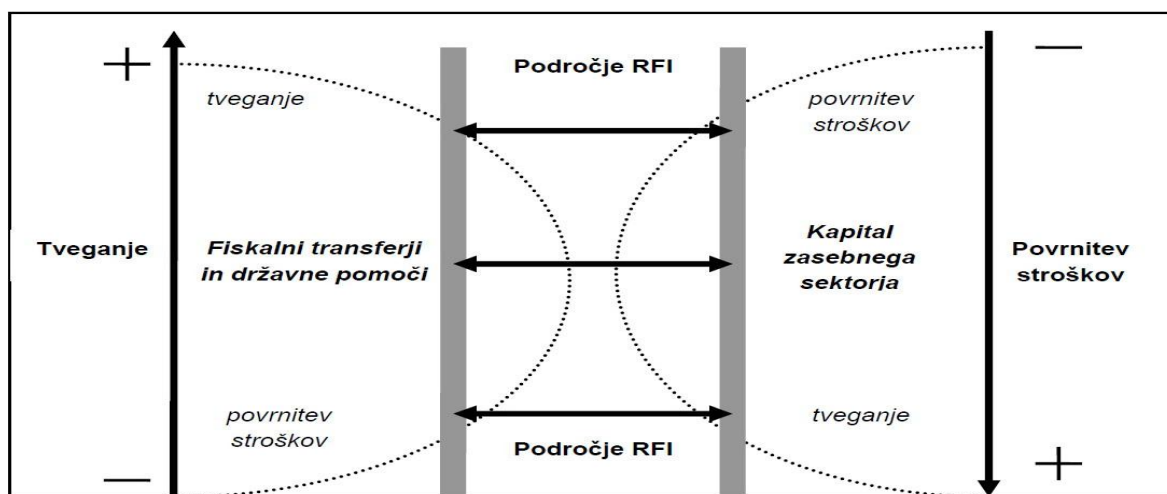
2.1 Finančne institucije za opravljanje spodbujevalnih in razvojnih nalog

Pri vplivu na razvitost finančnega sektorja in gospodarski razvoj ima prav posebno vlogo t. i. razvojno financiranje, ki je usmerjeno predvsem v zapolnjevanje tržnih vrzeli ter odpravljanje tržnih nepravilnosti, ki niso prisotne samo v tranzicijskih in posttranzicijskih finančnih sistemih, temveč tudi v najrazvitejših finančnih ureditvah (King & Levine, 1993, str. 717–738). Če se osredotočimo zgolj na tržne neenakosti pri financiranju, te po mnenju Armendariz de Aghion (1999, str. 85) izhajajo iz nepripravljenosti in nezmožnosti zasebnih finančnih institucij (zlasti poslovnih bank) zagotoviti ustrezne dolgoročne finančne vire. Razloga za to naj bi bila po njenem predvsem nepripravljenost oziroma nezmožnost zasebnega finančnega sektorja prevzeti visoka tveganja pri financiranju povsem novih razvojnih projektov, podjetij in aktivnosti ter pomanjkanje potrebnega znanja, veščin in kadra za upravljanje z višje tveganimi dolgoročnejsimi investicijskimi razvojnimi projekti (Rajan & Zingales, 1998, str. 559–586). Sedanja finančna in gospodarska kriza je tako pokazala, da imajo trgi, zlasti finančni, vrsto pomanjkljivosti in vrzeli, ki se same ne odpravijo, ampak navadno stopnjujejo tveganja. Za zapolnjevanje tržnih vrzeli in odpravljanje tržnih nepravilnosti na področju finančnega spodbujanja postajajo vse bolj

pomembne t. i. razvojne finančne institucije (v nadaljevanju RFI), ki delujejo kot nekakšni finančni razvojni katalizatorji (Levine, Loayza & Beck, 1999, str. 174–189). Že leta 1958 je tako EU ustanovila panevropsko multilateralno razvojno banko EIB, ki zagotavlja dolgoročna posojila javnemu in zasebnemu sektorju za projekte v evropskem interesu. Projekti se nanašajo na kohezijo regij EU, podporo za MSP, okoljske programe, raziskave, razvoj in inovacije, promet, energijo. Poleg tega EIB ni omejena le na podporo nacionalnim ali lokalnim projektom ampak tudi širše izven meja EU (Nicolaidis, Kekelekis & Buyskes, 2005, str. 82–95).

V nadaljevanju Slika 9 prikazuje t. i. razvojno vrzel na finančnem trgu pri ponavadi dolgoročnih, bolj tveganih, a pomembnih razvojnih projektih, s pomembnimi pozitivnimi družbenimi eksternalijami. Območje levo od meje delovanja RFI zajema velike javne projekte, katerih dejavnosti so visoko tvegane in neproduktivna (značilno za javne dobrine, kot je na primer obramba), tako da ne morejo biti realizirani s podporo RFI. Na drugi strani območje desno od meje delovanja RFI v celoti spada v domeno zasebnega sektorja. Gre predvsem za krajše ali največ srednjeročne projekte, pri katerih je tveganje relativno nižje, viri ustvarjanja dohodkov za povrnitev stroškov pa zelo veliki. Na tem področju je zasebni sektor več kot sposoben in pripravljen podpirati tovrstne aktivnosti in projekte, zato bi bilo delovanje RFI na tem področju nasprotujoče njihovi politiki dopolnjevanja zasebnega sektorja oziroma tržnih aktivnosti, saj bi predstavljalo neposredno konkurenco zasebnemu sektorju. Med obema omenjenima območjema je interval, ki sodi v domeno razvojnega financiranja oziroma RFI (Musasike, 2004, str. 3, 4).

Slika 9: Grafični prikaz vsebinskega področja delovanja razvojnega financiranja in RFI



Vir: Musasike, *Role of State-Owned Financial Institutions*, 2004, str. 3.

RFI tako lahko opredelimo kot posebne finančne institucije, usmerjene v odpravljanje tržnih, političnih in administrativnih nepravilnosti ter neenakosti, ki izhajajo iz zaznanih ali dejanskih finančnih tveganj zasebnega sektorja pri spodbujanju in podpori razvoju (Bruck,

2005, str. 2, 3). Vse države, ki jih je kriza prizadela, so se ne glede na posamezne vzroke in načine nastanka krize, ki so bili od države do države različni, zelo enotno odzvale kot subjekt, ki lahko zadnji prevzame nepredvidena tveganja. Ta odziv je bil viden predvsem v ukrepanju držav samih ter dejavnostih RFI. Države so s protikriznimi in proticikličnimi ukrepi, ki so najprej stabilizirali zlasti finančni sistem, omogočale nadaljevanje ekonomskih aktivnosti gospodarstva ter ohranjanje zaposlenosti in drugih gospodarskih in družbenih kategorij. Tako se je po daljšem časovnem obdobju spet znatno okrepila vloga držav ter RFI pri zagotavljanju pogojev delovanja gospodarskih subjektov zaradi nedelovanja trgov in nujnosti pokrivanja velikih tržnih vrzeli. Po zadnjih ocenah so vlade ZDA in EU za svoje intervencijske ukrepe v gospodarstvu, zlasti pa v finančnem sistemu, namenile prek 3,8 bilijonov USD in tako direktno prevzele, subvencionirale ali indirektno podpirale do 40 odstotkov vseh gospodarskih subjektov. Na področju finančnih subjektov je bil ta odstotek še višji, na primer v Veliki Britaniji je bilo na vrhuncu krize 63 odstotkov vseh bank v državni lasti (Schmit, Gheeraert, Denuit & Warny, 2011, str. 32–45). V tabeli 2 zato prikazujem kratek pregled nacionalnih ukrepov držav EU kot odgovorov na globalno finančno krizo, ki so bili odobreni v okviru začasnega okvirnega programa EU za državne pomoči.

Tabela 2: Pregled nacionalnih ukrepov držav EU kot odgovorov na finančno in gospodarsko krizo

Tip pomoči / Država	Pomoč finančnemu sektorju	Garancije za banke	Nujna državna pomoč posameznim bankam	Garancijske sheme za podjetja	Sheme za zavarovanje izvoznih kreditov
Avstrija	X	X	X	X	X
Belgija		X	X	X	X
Bolgarija				X	
Češka					
Ciper	X	X			
Danska		X	X		X
Estonija				X	
Finska		X		X	
Francija	X		X	X	
Grčija	X			X	
Irska	X	X	X		
Italija	X			X	X
Latvija	X			X	X
Litva		X	X		
Luksemburg		X			X
Madžarska	X	X			X
Malta			X	X	
Nemčija	X	X		X	X
Nizozemska	X	X	X	X	X

se nadaljuje

nadaljevanje

Tip pomoči / Država	Pomoč finančnemu sektorju	Garancije za banke	Nujna državna pomoč posameznim bankam	Garancijske sheme za podjetja	Sheme za zavarovanje izvoznih kreditov
Poljska	X			X	
Portugalska	X	X			
Romunija				X	
Slovaška	X			X	
Slovenija			X	X	X
Španija	X	X			
Švedska		X	X		X
Velika Britanija			X	X	

Vir: Schmit et al., *Public Financial Institutions in Europe*, 2011, str. 74.

2.2 Razvojno financiranje v obliki nepovratnih sredstev iz naslova kohezijske politike

Vezano na težjo razpoložljivost tujih, predvsem bančnih virov, in na dražje zadolževanje podjetij, v ospredje stopi razvojno financiranje. EU je že v zelo zgodnji fazi svojega razvoja prišla do spoznanja, da velike ekonomske in socialne razlike v razvitosti med posameznimi regijami in državami ovirajo trajnosten razvoj EU. Da bi k reševanju teh problemov pristopila kar najbolj celovito, je že pred desetletji začela izvajati t. i. kohezijsko politiko kot eno od svojih prioritetenih ekonomskih politik. Kohezijska politika EU temelji na načelu solidarnosti, saj je usmerjena v pospeševanje razvoja tistih regij in držav, ki so gospodarsko in socialno v slabšem položaju od povprečja EU. Slovenija se je s kohezijsko politiko spoznavala že v letih pred pristopom v EU. Od leta 2004 je Slovenija s članstvom v EU postala upravičenka do sredstev strukturnih skladov in kohezijskega sklada. Po njem vsaka od držav članic prispeva v skupni proračun EU, iz katerega se namensko zagotavljajo sredstva za različne namene. Izvajanje te politike omogoča prenos sredstev v višini približno 35 odstotkov proračuna EU, pretežno s strani bogatih držav članic v najmanj razvite regije (Mrak, 2004, str. 34).

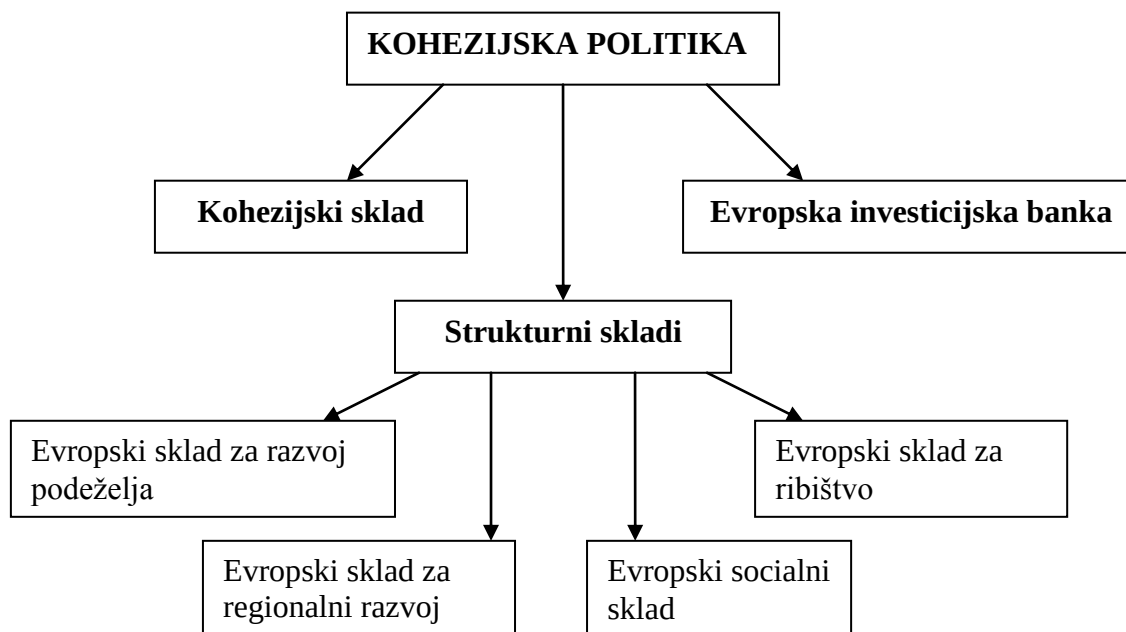
Temeljni cilj kohezijske politike je bil in ostaja nespremenjen, in sicer prispevati k zmanjševanju razlik v razvitosti med posameznimi deli EU. Njeno izvajanje se v odvisnosti od vrste in velikosti problema financira iz različnih finančnih instrumentov, ki se med seboj razlikujejo v tem, ali gre za povratna ali za nepovratna sredstva. Nepovratna sredstva so denarna vsota, ki je dodeljena podjetju oziroma organizaciji po opravljenem postopku prijave za pridobitev sredstev. Plačevanje obresti ni potrebno in dodeljena sredstva so ponavadi nepovratna, če so izpolnjeni vsi pogoji za pridobitev sredstev. Iz tega razloga nepovratnim sredstvom pogosto pravijo »zastonj« denar in jih podjetje obravnava kot obliko lastnega vira financiranja (Schumpeter, 2002, str. 115–125). Nepovratna

sredstva so namenjena tistim predelom EU, ki zaostajajo za povprečjem gospodarskega razvoja ali se srečujejo s specifičnimi problemi predvsem gospodarskega prestrukturiranja.

Strukturni zaostanki v članicah EU, med njimi tudi v Sloveniji, kažejo na pomanjkanje ugodnih kreditnih in kapitalskih virov za naložbe. S pomočjo kohezijske politike se lahko izboljša finančno okolje, dostop do finančnih virov za razvoj naložb podjetij in dostop do kapitala za zagon in rast predvsem MSP (Glas, 2002, str. 83–95). MSP so namreč pomemben generator zaposlovanja in prihodka. Ključna so za doseganje stabilnosti in socialne kohezije in vitalnega pomena za regionalni razvoj. Podjetništvo in mala podjetja so ključni vir zaposlovanja, poslovne dinamike in inovacij v evropskem gospodarstvu. V Evropi MSP predstavlja več kot dve tretjini vseh delovnih mest v privatnem sektorju, kar pomeni, da zaposlujejo več kot sto milijonov ljudi in imajo zasluge za okoli osemdeset odstotkov vseh na novo ustvarjenih delovnih mest (Dejčman, 2003, str. 17–20).

Slika 10 tako prikazuje strukturo, na osnovi katere se izvaja kohezijska politika in temelji na Strukturnih skladih, Kohezijskem skladu in EIB (Mrak & Rant, 2004, str. 34). Bistvena razlika med strukturnimi skladi in kohezijskim skladom na eni strani ter EIB na drugi strani je v tem, da strukturni skladi in kohezijski sklad delujejo po načelu solidarnosti in manj razvitim državam dajejo nepovratna sredstva. EIB pa daje pomoč zlasti v obliki ugodnih posojil, ki pa se pri financiranju lahko uporabijo tudi za dopolnitev z nepovratnimi evropskimi sredstvi.

Slika 10: Kohezijska politika



Vir: Osnutek Državnega razvojnega programa Republike Slovenija za obdobje 2007–2013, 2008.

V nadaljevanju bom na kratko predstavil le bistvo delovanja ESRR v okviru strukturnih skladov, saj se bom v magistrskem delu med drugim osredotočil na financiranje izbranega podjetja iz naslova pridobljenih nepovratnih sredstev tega sklada.

2.3 Evropski sklad za regionalni razvoj predstavljen v okviru strukturnih skladov

Strukturni skladi so finančni instrument regionalne politike EU. Podpirajo razvoj tistih evropskih regij, ki zaradi različnih vzrokov zaostajajo v razvoju. Njihov cilj je zmanjšati razlike in ustvariti okolje za enakomeren in uravnotežen razvoj vseh držav in regij EU (Aljančič, 2000, str. 15–18).

Do sredstev strukturnih skladov so upravičene regije, ki po bruto domačem proizvodu na prebivalca, merjenem v paritetah kupne moči, ne dosegajo 75 odstotkov povprečja EU. Strukturni skladi imajo na ravni EU natančno določene cilje, ki so temelj za razdelitev sredstev evropskega proračuna. EU z uresničevanjem teh ciljev prispeva k skladnemu uravnoteženemu in trajnostnemu razvoju gospodarskih dejavnosti, razvoju zaposlovanja in človeških virov, varstvu in izboljšanju okolja ter k spodbujanju enakosti med moškimi in ženskami (Čebular, 2005, str. 106). V okviru strukturnih skladov obstajajo štiri skladi:

- Evropski sklad za regionalni razvoj (v nadaljevanju ESRR);
- Evropski socialni sklad (v nadaljevanju ESS);
- Evropski kmetijski usmerjevalni in jamstveni sklad (v nadaljevanju EKIJS);
- Finančni instrument za usmerjanje ribištva (v nadaljevanju FIUR).

ESRR je bil ustanovljen leta 1975 kot finančna pomoč, namenjena spodbujanju ekonomske in socialne kohezije z odpravljanjem glavnih regionalnih neravnovesij in sodelovanjem pri razvoju in preobrazbi regij. V ta namen prispeva k spodbujanju trajnostnega razvoja in k ustvarjanju trajnih delovnih mest. Sredstva, ki jih EU nameni za ESRR (in za druge strukturne sklade), se porabijo za finančno podporo projektom v javnem ali zasebnem sektorju, za katere se oceni, da bodo v danih okoliščinah lahko največ prispevali k ciljem kohezijske politike. Z vidika končnih prejemnikov ta sredstva torej pomenijo dopolnilni vir financiranja projektov. Omogočajo jim, da izvedejo projekte, za katere bi težko zbrali dovolj lastnih sredstev za zaprtje finančne konstrukcije (Wostner, 2005, str. 88, 89).

ESRR je bil strukturiran v smeri, ki je posameznim državam članicam EU omogočala učinkovit in močan vpliv na način porabe denarja. Države članice EU so odločale, kdo je bil upravičen do pomoči in je pomoč prejel (Lajh 2006, str. 107). Posamezna država članica je bila torej deležna določenega deleža sredstev za regionalni razvoj, pri čemer je bila sama odgovorna za razporeditev teh sredstev na svojem ozemlju.

2.4 Cilji kohezijske politike EU v obdobju 2007–2013

Z evropskimi sredstvi, ki se dodeljujejo na decentraliziran način, upravljajo v vsaki državi samostojno, vendar v dogovoru in pod budnim očesom Bruslja. Sredstva evropskega proračuna sestavljajo prispevki posameznih članic EU in se stekajo vanj v skladu s pogodbo. Pogodba predvideva tri glavne vire prispevkov, in sicer prispevek glede na razvitost in BDP, delež davka na dodano vrednost, carinske in kmetijske dajatve ter prelevmani na sladkor. Vsaka država se z evropsko komisijo pogaja o sredstvih iz evropskega proračuna, ki jih bo porabila za različne prednostne cilje. Če država dogovorjenega zneska v sedemletni finančni perspektivi ne porabi, denar ostane v evropskem proračunu, za novo finančno perspektivo pa se država pogaja znova (Aljančič, 2000, str. 38–45).

Poenostavitev črpanja na dolgi rok za seboj potegne potrebo po čim smotrnejšemu in premišljenemu vlaganju kohezijskih sredstev za čim hitrejši razvoj manj razvitih območij. Tako bo treba v prihodnje čim več kohezijskih sredstev vložiti v tiste programe in projekte, ki najbolj prispevajo k uresničevanju ciljev, po katerih naj bi EU postala najbolj konkurenčno na znanju temelječe gospodarstvo na svetu. Hkrati to pomeni, da bodo morale države oziroma regije vse manj vlagati v področja, ki neposredno ne prispevajo k rasti in zaposlovanju (Aljančič, 2000, str. 35).

Kohezijska politika ima obdobju 2007–2013 tako tri nove prednostne cilje, katerih razdelitev sredstev je prikazana tudi v Tabeli 3:

- cilj konvergenca (skupno 81,54 odstotka vseh kohezijskih sredstev oziroma 251,163 milijarde EUR);
- regionalna konkurenčnost in zaposlovanje (skupno 15,95 odstotka vseh kohezijskih sredstev oziroma 49,128 milijarde EUR);
- evropsko teritorialno sodelovanje (skupno 2,52 odstotka vseh kohezijskih sredstev oziroma 7,75 milijarde EUR).

Tabela 3: Delitev sredstev EU v novi finančni perspektivi 2007–2013, glede na cilj (v milijardah EUR)

Konvergenca	81,54 odstotka vseh kohezijskih sredstev	251,163
	a) Najmanj razvite regije	177,083
	b) Kohezijske države	58,308
	c) Statistično prizadete regije	12,521
	d) Države s prehodno pomočjo iz Kohezijskega sklada	3,25

se nadaljuje

nadaljevanje

Regionalna konkurenčnost in zaposlovanje	15,95 odstotka vseh kohezijskih sredstev	49,128
	a) Regije nad 75 odstotkov BDP na prebivalca	38,742
	b) Regije, ki so zaradi svoje rasti presegle mejo 75-odstotne povprečne razvitosti EU	10,385
Evropsko teritorialno sodelovanje	2,52 odstotka vseh kohezijskih sredstev	7,75
	a) Čezmejno sodelovanje	5,576
	b) Transnacionalno sodelovanje	1,582
	c) Medregionalno sodelovanje	0,392

Vir: Finančni programi EU, 2011.

Prvi prednostni cilj konvergenca se financira s sredstvi finančnih instrumentov ESRR, ESS in kohezijskega sklada. ESRR financira investicije v raziskave in razvoj, projekte varstva okolja, projekte informacijske, prometne in energetske infrastrukture ter pomoč pri administraciji in upravljanju kohezijskih sredstev v državah članicah EU. ESS bo še okrepil vlogo glavnega finančnega instrumenta pri zaposlovanju, prilagodljivosti institucij na trgu dela, pri izboljšavi izobraževalnih sistemov, storitvah socialnega varstva ter povečanje zaposljivosti. Kohezijski sklad pa bo sofinanciral projekte okoljske in prometne infrastrukture (New website on the Financial Perspectives 2007–2013, 2008).

Drugi prednostni cilj regionalna konkurenčnost in zaposlovanje obsega vsa območja EU, ki niso upravičena do sredstev prvega prednostnega cilja. Cilj je usmerjen h krepitvi konkurenčnosti in privlačnosti regij in zaposlenosti s predvidevanjem gospodarskih in socialnih sprememb. Gre za prilagajanje držav članic EU hitrim ekonomskim in socialnim spremembam, globalizaciji trgovine, prehodu v gospodarstvo in družbo, ki temeljita na znanju, demografskim problemom staranja prebivalstva, večanju migracij, pomanjkanju visoko kvalificirane delovne sile in podobno. Temeljna sprememba je torej spodbujanje brezposelnih oseb in prejemnikov socialnih transferjev za aktivno iskanje dela in razvijanje njihovih sposobnosti ter za sprejemanje občasnih in začasnih zaposlitev. Poudarek je tudi na povečevanju zaposljivosti posameznika in ozaveščanju vseh ljudi o lastni odgovornosti za svojo kariero ter hkrati tudi na povečevanju prilagodljivosti delavcev in podjetij. Drugi cilj se sofinancira s sredstvi ESRR in ESS. V okviru tega cilja se s sredstvi ESRR med drugim financira tudi razvojna prioriteta, ki se nanaša na dvig konkurenčnosti turističnega gospodarstva za razvoj turističnih destinacij (New website on the Financial Perspectives 2007–2013, 2008). S temi sredstvi se tako financira tudi investicija izbranega podjetja v magistrskem delu.

Teritorialno sodelovanje kot tretji prednostni cilj je namenjen skladnemu in enakomernemu povezovanju območja EU s podporo čezmejnemu, transnacionalnemu in medregionalnemu sodelovanju. Ta cilj se sofinancira s sredstvi ESRR (New website on the Financial Perspectives 2007–2013, 2008).

2.5 Postopki in pogoji za pridobitev nepovratnih sredstev iz naslova strukturnih skladov in nadzor nad porabo teh sredstev

Postopek obravnave kredita v poslovni banki za namen dolgoročnega financiranja projekta je mnogo hitrejši in administrativno za podjetja preprostejši kot pa postopek za pridobivanje nepovratnih sredstev.

Poslovna banka mora oceniti, kako bo njena stranka izvedla projekt in kako bo obstajala in obstala z učinki tega projekta v prihodnosti. Za to, da lahko to oceni, mora banka pregledati projektno zasnovo in definirati načine za obvladovanje likvidnosti v času izvajanja projekta in obvladovanje likvidnosti zaradi delovanja stranke. Banka na osnovi pridobljenega investicijskega elaborata za financiranje projekta, ki med drugim zajema plan poslovanja z učinki investicije in tekoče računovodske izkaze podjetja, pripravi vse postopke v zvezi z odobritvijo financiranja. Kvaliteten postopek pri banki za namen odobritve financiranja traja približno 21 dni. Postopek za pridobitev nepovratnih sredstev pa za podjetje predstavlja dolgotrajen in zapleten proces, sploh če podjetje s tem nima izkušenj. Pri evropskih pozivih za nepovratna sredstva so roki od objave poziva do zaključka poziva od tri do pet mesecev, odobritev ali zavrnitev vloge nadalje traja še tri mesece. Od začetka projekta od zaključka poziva tako običajno mine približno šest mesecev. Pri slovenskih razpisih pa je rok od objave razpisa do zaključka razpisa od 30 do 45 dni. Po zaključku razpisa nas o odločitvi običajno obvestijo v 60 dneh, projekt pa se lahko v večini primerov začne po zaključku razpisa, v 3 mesecih (Štern, 2006, str. 15–20). V povezavi s pridobivanjem nepovratnih sredstev obstaja pet glavnih tveganj za podjetja (Verhovnik, Štern & Filipič, 2005, str. 25):

- sprememba strategije podjetja je preobsežna ali preveč iz smeri, da bi bila prijava na razpis smiselna, čeprav gre za nepovratna sredstva;
- tveganje, da podjetju vloge za pridobitev nepovratnih sredstev ne odobrijo, za pripravo vloge pa je podjetje angažiralo lastne resurse;
- vodenje projekta je preveč zahtevno in kompleksno;
- poročanje in birokracija vzameta preveč časa in resursov;
- financiranje izvajanja projektov, saj je običajno treba zalagati lastna sredstva.

Uspešna pridobitev nepovratnih sredstev vsekakor omogoča hitrejše in lažje zagotavljanje sredstev za pokrivanje investicij ter s tem hitrejšo rast in razvoj podjetja oziroma organizacije. Ključnega pomena za uspešno pridobitev nepovratnih sredstev je inovativna ideja, primeren razpis in uspešna prijava. Sodelujejo lahko vse pravne osebe iz

gospodarske in javne sfere, od podjetij do zavodov, društev, neprofitnih organizacij in občin, kmetov in zadrug. Poseben del je namenjen tudi fizičnim osebam, na primer za energetske obnove stavb, nabavo peči na biomaso ali postavitve sončnih kolektorjev. Pogoji za sodelovanje so različni in so odvisni od tipov projektov, ki jih prijavljamo, ter od kraja prijave, ali jih prijavljamo doma ali v Bruslju. Pogoji se nanašajo predvsem na to, ali gre za razvojne, raziskovalne, investicijske, demonstracijske, izobraževalne ali druge tipe projektov. V nadaljevanju navajam za izbiro financiranja projektov nekaj splošnih kriterijev Evropske komisije (Gorjan, 2003, str. 73):

- isti projekt ne sme biti financiran dvakrat;
- prijavitelj projekta mora biti finančno sposoben, saj mora razpolagati s stabilnimi viri financiranja, ki zagotavljajo pozitivno poslovanje med uresničevanjem projekta;
- projekt mora biti skladen z razpisano vsebino, prav tako pa morati biti jasno opredeljena obseg finančnih virov in delež sofinanciranja;
- projektni predlogi ne smejo dajati neposrednih ali posrednih negativnih signalov o kohezijski politiki EU;
- prijavitelj projekta mora biti tehnično sposoben, da bo projekt uspešno izvedel.

Za namen pridobitve nepovratnih sredstev mora podjetje izvesti številne aktivnosti:

- oblikovati projektno idejo in poiskati primeren javni razpis za pridobitev nepovratnih sredstev in drugih virov financiranja;
- podjetja morajo preoblikovati projektno idejo v zahtevano projektno dokumentacijo (prijavnica, investicijski načrt itd.) ter pripraviti vse potrebne priloge za oddajo prijave;
- po odobritvi projekta mora podjetje prav tako zahtevno finančno in administrativno voditi projekt, kar podjetju omogoča osredotočenje na izvajanje vsebine.

Poudariti je treba, da so postopki razpisov, priprave projektne dokumentacije in prijavljanja na razpise za pridobitev nepovratnih sredstev EU iz različnih skladov podobni in se navezujejo tudi na možnosti pridobitev sredstev EIB (European Commission, 2011). Razpise za nepovratna sredstva EU je treba brati od vrstice do vrstice, zato da se nedvoumno vidi, kaj je treba za razpis pripraviti. Razpisi namreč navajajo samo tiste finančne instrumente ali dokumente, ki jih je treba prikazati razpisovalcu, to pa nikakor niso vsi finančni instrumenti, ki so potrebni za izvedbo projekta. Priprava razpisne dokumentacije je zato zelo zahtevna, poleg tega je ustrežanje vsem pogojem za odobritev vloge vedno težje. Ko podjetja pripravljajo projektno dokumentacijo, velikokrat neustrezno izpolnijo projektno prijavo zaradi prevelikega obsega papirologije, kratkih rokov, manj očitnih podrobnosti ipd. Projektno dokumentacijo mora podjetje pregledati na dveh ravneh (Štern, 2006, str. 10–14):

- administrativno-birokratska raven: vsaka razpisna dokumentacija mora ustrezati prav vsem zahtevam, kot so vsi podpisi, pravilno izpolnjeni razpisni obrazci, priloge, pravilno oštevilčenje, formalno ustrežanje zahtevam itd. Tudi če projekt podjetja ustreza vsem vsebinskim kriterijem, je lahko vloga podjetja zavrnjena zaradi najmanjše birokratske napake;
- vsebinska raven projekta: vsaka razpisna dokumentacija mora v splošnem ustrezati tako razvojnim usmeritvam kot tudi vsebinskim zahtevam posameznega razpisa.

Dobro pripravljena razpisna dokumentacija je ključna za odobritev posamezne vloge podjetja za pridobitev nepovratnih sredstev. Dokumentacija mora biti pripravljena profesionalno. Ustrezati mora vsem formalnim in vsebinskim kriterijem, prav tako je treba upoštevati vse administrativne zahteve. Posamezna vloga je lahko zavrnjena že zaradi najmanjših administrativnih in birokratskih malenkostih, zato mora biti podjetje pri pripravi vloge še posebej natančno. Pomemben element prijave projekta za dodelitev nepovratnih sredstev je tudi pravočasnost priprave, saj nedvomno vpliva na zmanjšanje možnosti za napake, ki nemalokrat izhajajo ravno iz površnosti zaradi pomanjkanja časa. Podjetja imajo o razpisih in nepovratnih sredstvih velikokrat napačno predstavo v smislu, da se to tega denarja pride zelo enostavno in je postopek končan, ko pride denar na poslovni račun podjetja. Nepovratna sredstva imajo prav tako svojo ceno, ki jo mora podjetje plačati bodisi zunanjemu strokovnjaku za namen priprave dokumentacije in vodenja projekta ali pa so to stroški dela in zaposlenih v samem podjetju. Po odobritvi vloge je še veliko aktivnosti, ki jih mora opraviti podjetje, predvsem na ravni vodenja projekta in poročanja ustreznim organom. Tudi po odobritvi vloge mora podjetje izvajati vse aktivnosti za izvedbo in uspešen zaključek projekta (Verhovnik et al., 2005, str. 30–36).

Vodenje projektov, predvsem večjih, je namreč izjemno zahtevno, saj mora podjetje obvladati različna področja, kot so projektni menedžment, vodenje materialnih, kadrovskih in finančnih virov, zagotavljanje ustrezne kakovosti, javno naročanje ter mnoge druge aktivnosti. Vodenje projektov običajno zajema (Štern, 2006, str. 15–17):

- menedžment vsebinskega dela projekta;
- vodenje in nadzor finančnega dela projekta;
- pripravo vseh potrebnih naročil, tako končnih kot tudi vmesnih;
- obveščanje ciljnih segmentov javnosti in širjenje glasu o projektu;
- pripravo, vodenje in arhiviranje projektne dokumentacije;
- pripravo in izvedbo javnih naročil,
- opravljanje vseh nalog projektne vodje.

Za vse te aktivnosti podjetja običajno niso specializirana ali za to nimajo ustreznih kadrovskih virov, kar je običajno tudi največkrat vzrok za nepravilno in nepopolno

izpolnjena vmesna ali končna poročila. Ta problem se pojavlja predvsem pri MSP, ki si visoko usposobljen kader s primernim znanjem in veščinami težko privoščijo. Poleg tega je problem tudi preoptimistično načrtovan projekt, ki pripelje do poznejših težav pri poročanju, saj prihaja do večjih odstopanj med pripravljeno dokumentacijo ter uresničitvijo projekta. Zaradi teh odstopanj mora podjetje po oddanem zahtevku še dodatno pojasniti, zakaj je podjetje porabilo manj sredstev, kot je bilo načrtovano, zakaj so se roki podaljšali itd. Prav tako stroški projekta niso redno vodeni, tako se pogosto zgodi, da podjetja naredijo njihov pregled v zadnjem tednu pred oddajo zahtevka. Posledično hitro pride do pomanjkljivih in nejasnih podatkov na zahtevku podjetja za nepovratna sredstva, ki jih je treba pozneje dopolnjevati.

Nujno je zato treba upoštevati roke za oddajo poročil, kratka poročila o projektih pa lahko podjetja delajo tedensko. Da bi se izognili neprijetnim presenečenjem zaradi časovno, kadrovsko ali finančno slabo načrtovanih projektnih prijav, predvsem pri večjih projektih, lahko podjetja uvedejo tudi interni nadzor nad projektom, saj bo podjetje le tako pravočasno zaznalo spremembe med načrtovanim in dejanskim stanjem projekta. Da bi bilo zamud čim manj, se mora podjetje natančno informirati o zahtevanih rokih in načinu poročanja, pridobiti vzorce oziroma osnutke za pripravo papirnih administrativnih in finančnih poročil, nujno je redno mesečno vodenje dnevnika opravljenega dela s pripadajočim porabljenim časom za vsakega sodelavca na projektu ter vseh poslovnih dogodkov v okviru stroškovnega mesta projekta (Verhovnik et al., 2005, str. 45–55).

Prijavitelj projekta mora biti tudi dovolj finančno močen, da bo lahko prevzel obveznosti, ki nastajajo z novim projektom; to vključuje likvidnost prijavitelja v času trajanja projekta, dobro izvedbo partnerjev in podizvajalcev ter zaprto finančno konstrukcijo projekta. Pri razpisih za nepovratna sredstva EU igrajo pomembno vlogo poslovne banke z zagotavljanjem dolžniških finančnih virov, tako da je finančna konstrukcija zaprta. Posledično poslovne banke aktivno sodelujejo z mednarodnimi finančnimi institucijami, med njimi zelo pogosto z EIB, na osnovi katere partnerjem zagotavljajo ugodna dolgoročna sredstva za financiranje projektov. Poudariti je treba, da za financiranje posameznih projektov v kombinaciji nepovratnih sredstev in EIB lahko odobrimo največ do 90 odstotkov vrednosti projekta. Preostanek sredstev pomenijo lastna sredstva prijavitelja v projektu in poslovnih bank, ki jih je treba zagotoviti v obliki financiranja stroškov dela, materialnih stroškov, potnih stroškov, amortizacije, podizvajalcev, najemnine, obratovalnih stroškov in drugih, s projektom povezanih stroškov (Tödtling–Schönhofer, Colgan, Martinos & Sanches, 2003, str. 50–98). V času trajanja projekta mora imeti prijavitelj ustrezno likvidnostno upravljanje že pred izvedbo projekta. Likvidnost v trajanju projekta se preverja tako, da je treba razpisovalcu predložiti dokument o medfinanciranju in prikazuje, kako bo prijavitelj dobil denar, da bo lahko plačal izvajalce in ustvaril upravičene stroške, ki jih bo kasneje prijavljal. Velikokrat se pri kandidiranju na razpisih pojavlja finančna nepopolnost, ki se nanaša na pomanjkljivost pri finančnem

načrtovanju projekta, površno ovrednotenje projekta po kategorijah stroškov, pretiravanje ali napihovanje proračuna.

Nadzor nad porabo sredstev je strog in natančen. Nadzor izvaja v prvi vrsti naročnik projekta, ustrezno ministrstvo oziroma ustrezna institucija na evropski ravni. Pri tem gre za nadzor nad kakovostjo opravljenih storitev in produktov znotraj projekta, kakovost pripravljenih poročil, finančno skladnost z načrtovano porabo sredstev in ustreznost dokazil. Pri investicijskih projektih na primer ne smemo odtujiti oziroma prodati nakupljene opreme ali zgrajenega poslopja prej kot v petih letih po zaključku investicije. Dokumentacijo za vse projekte pa je treba hraniti do deset let po zaključku projekta (Wostner, 2005, str. 88, 89). Prejemnik sredstev je dolžan ministrstvu za gospodarstvo ter vsem drugim institucijam, vključenim v izvajanje operativnih programov, v smislu spremljanja porabe dodeljenih sredstev omogočiti nadzor nad porabo sredstev, tako da je vsak čas možna kontrola realizacije projekta ter vpogled v celotno dokumentacijo projekta v vsaki točki projekta. Če je prejemnik prejel plačilo sredstev, pa se pozneje pri nadzoru nad porabo proračunskih sredstev, dodeljenih za projekt, izkaže, da je prejel plačilo neupravičeno, lahko pristojne institucije zahtevajo vrnitev realne vrednosti nepovratnih sredstev skupaj z zakonitimi zamudnimi obrestmi.

2.6 Kohezijska politika v Sloveniji v obdobju 2007–2013

Slovenija je v obdobju 2007–2013 upravičena do evropskih sredstev v višini 4,2 milijarde EUR, ki jih je treba porabiti do konca leta 2015 (gre za skrajne roke, ko je treba Evropski komisiji posredovati dokazila o nastanku upravičenih javnih izdatkov). K temu je treba prišteti še nacionalna sredstva, ki jih bo Slovenija po potrebi dopolnjevala s sredstvi mednarodnih finančnih institucij, še posebej EIB. Pri tem je treba omeniti doslej najvišjo stopnjo sofinanciranja kohezijskih projektov – 85 odstotkov, to pa hkrati pomeni, da se v vseh skladih zniža stopnja nacionalnega sofinanciranja na 15 odstotkov (The future of European cohesion and its financing, 2008).

Slovenija evropska sredstva usmerja predvsem v dejavnosti, ki bodo pospešile družbeno ekonomski razvoj in prispevale k zmanjšanju regionalnih razlik. Tako se izvajajo projekti na področju teritorialnega sodelovanja, spodbujanja trajnostnega razvoja, visoke stopnje zaposljivosti ter razvoja zaostalih regij, podeželja in mestnih okolij.

Slovenija je pripravila operativne programe, ki predstavljajo programsko podlago za črpanje sredstev in so predstavljeni v Tabeli 4:

Tabela 4: Finančna preglednica dodeljenih evropskih sredstev Sloveniji

Operativni program	Sklad	Sredstva EU (v milijonih EUR)	Nacionalna sredstva (v milijonih EUR)
Operativni program človeških virov	ESS	755	133,3
Operativni program razvoja okoljske in prometne infrastrukture	ESRR + Kohezijski sklad	224 1.411	288,5
Operativni program za krepitev regionalnih razvojnih potencialov	ESRR	1.709	301,7
Čezmejni operativni programi in medregionalni operativni programi	ESRR	97	
Transnacionalni operativni programi	ESRR	7	
Skupaj		4.203	723,5

Vir: Evropska kohezijska politika v Sloveniji, 2011, str. 2.

Služba Vlade Republike Slovenije za lokalno samoupravo in regionalno politiko kot organ upravljanja spremlja komulativno izvajanje kohezijske politike v Sloveniji. V Tabeli 5 prikazujem podatke o črpanju evropskih sredstev v obdobju od 2007–2013 v okviru vseh operativnih programov (Skladi EU, 2012):

- potrjenih operacij za 3,36 milijarde EUR (del EU in lastna udeležba), kar predstavlja 106,7 odstotka razpoložljivih pravic porabe 2007–2011;
- podpisanih pogodb v vrednosti 2,86 milijarde EUR (del EU in lastna udeležba) oziroma 90,8 odstotka razpoložljivih pravic porabe 2007–2011;
- izplačanih sredstev iz državnega proračuna v vrednosti 1,85 milijarde EUR (del EU in lastna udeležba), kar predstavlja 58,8 odstotka razpoložljivih pravic porabe 2007–2011 in
- avtoriziranih zahtevkov za povračilo na Evropsko Komisijo v vrednosti 1,31 milijarde EUR (del EU), kar predstavlja 49,1 odstotka razpoložljivih pravic porabe 2007–2011.

Tabela 5: Črpanje sredstev kohezijske politike na dan 31. decembra 2011 po operativnih programih

Vsi operativni programi	Stanje 31. decembra 2011 (v milijonih EUR)	% glede na pravice porabe	
		2007–2011	2007–2013
Potrjene operacije – kumulativa 2007–2011	3.357	106,7	69,6
Podpisane pogodbe 2007–2011	2.857	90,8	59,2
Izplačana sredstva kohezijske politike – kumulativa 2007–2011	1.850	58,8	38,4
Avtorizirani zahtevki za povračilo na Evropsko komisijo do 31. decembra 2011 (kumulativa 2007–2011) – del EU	1.312	49,1	32,0

Vir: EU Skladi, 2012.

Iz Tabele 5 je razvidno, da Slovenija do sedaj še ni počrpala vseh sredstev, ki so ji na strani kohezijske politike na voljo. Problemi črpanja sredstev v skupni višini 4,2 milijarde EUR so večplastni in jih je nemogoče metati v en koš. Celovita slika črpanja je zavoljo naslednjih pomembnih faktorjev trenutno otežena (EU Skladi, 2012):

- pglavitni razlog za nižja neizplačana sredstva kohezijske politike glede na pravice porabe v obdobju 2007–2011 in 2007–2013 je, da so se podjetja, med njimi predvsem večina MSP, nezmožna spopasti z velikim obsegom administrativnega in poročevalskega dela pri pridobivanju nepovratnih sredstev, saj nimajo zaposlenih strokovnjakov za pripravo ustrezne in popolne dokumentacije. Najemanje strokovnjakov za podjetja pomeni dodatne in visoke stroške, ki si jih večina MSP ne more privoščiti. Podjetja posledično niso sposobna pripraviti ustrezne in popolne dokumentacije za prijavo in črpanje nepovratnih sredstev;
- ker smo bili do črpanja v okviru nove finančne perspektive 2007–2013 upravičeni že od 1. januarja 2007, obenem pa pravno-formalni okvir s sprejetjem in podpisom vseh

dokumentov med Slovenijo in Evropsko komisijo ni bil zaključen dovolj hitro, je to tudi razlog za okrnjeno črpanje;

- naslednji razlog tiči v zmanjšani zmožnosti priprave ustreznih razpisov, ki temeljijo na sprejetih programskih dokumentih, zavaljo kadrovske in časovne stiske, ki se je pojavila zaradi predsedovanja Slovenije Svetu EU v prvi polovici leta 2008. Predsedovanje je pomenilo velikanski administrativni in vsebinski zalogaj, ki so ga nosili strokovni sodelavci ministrstev in vladnih služb;
- razlog je tudi menjavanje kadra na ministrstvih in službah, saj se že usposobljeni kader s področja črpanja evropskih sredstev zamenja z novim neizkušenim kadrom, ki ga je treba šele priučiti;
- naslednji razlog je v slabši medresorski usklajenosti in drobljenju upravljavskih in nadzornih funkcij v okviru utečenih struktur črpanja evropskih sredstev. Kot primer naj navedem neenotnost razpisnih dokumentacij s strani razpisnikov, ki opredeljujejo vrste upravičenih stroškov, dokazila za njihovo upravičenost in metodologijo za njihov izračun;
- poglobitveni razlog pa tiči tudi v pravilih dodeljevanja nepovratnih sredstev, ki jih v Sloveniji v tem trenutku še dodeljujemo za nazaj. Podjetja morajo biti sposobna financirati projekte v celoti, saj pri dodeljevanju nepovratnih sredstev velja načelo, da se prijavitelju sredstva nakažejo potem, ko je izvedel vse aktivnosti, predvidene v prijavi projekta in oddal ustrezno poročilo z zahtevkom za sofinanciranje. Tako se prijavitelji projektov za pridobitev nepovratnih sredstev srečujejo predvsem z dvema težavama. Najprej morajo sami zagotoviti zadostna sredstva za izvedbo projekta, temu pa se lahko pridruži še likvidnostni problem, saj morajo sami plačati ne le svoj del investicije, temveč tudi del, ki bo pozneje povrnjen iz proračuna (Mrak & Wostner, 2005, str. 4–21). Res je mogoče do trikrat na leto pripraviti zahtevek za povračilo sredstev, vendar je za nekatera podjetja in institucije, posebej pa za neprofitne organizacije, tako financiranje oteženo. Posebej v sedanjem kriznem času, ko na trgu opazujemo zmanjšano aktivnost in pripravljenost bank za spremljanje investicijskih ali razvojnih projektov.

3 PRIKAZ BANČNIH VIROV FINANCIRANJA PODJETJA IZ SREDSTEV POSLOVNE BANKE IN SREDSTEV EVROPSKE INVESTICIJSKE BANKE

Financiranje kot odločanje o priskrbi različnih virov financiranja je proces, ki obsega tako aktivnosti ugotavljanja potrebnih sredstev, kot tudi aktivnosti pridobivanja virov financiranja (Stupica, 2005, str. 15). Zagotavljanje virov financiranja je najpomembnejši korak v realizaciji investicije. Jasno je, da je treba 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. Preprosta logika zapiranja finančne konstrukcije nakazuje, da se

viri financiranja uskladijo, glede na namen in dinamiko uporabe, z realnimi investicijskimi vlaganji. To pomeni, da je opredeljevanje konkretne finančne konstrukcije za določen investicijski projekt oteženo z dejstvom, da so vse spremenljivke, ki jo določajo, variabilne. Ker je temeljna značilnost investiranja tudi prihodnost, je tu prisotna še negotovost (Barbič, 1981, str. 390).

Financiranje investicije pogojuje zaprta finančna konstrukcija, ki je ponavadi skupek notranjih in zunanjih virov financiranja. Finančna konstrukcija projekta je tako zaprta, če so v celoti zagotovljena sredstva za izvedbo načrtovanih projektnih aktivnosti (Lužnik Pregl & Križaj Bonač, 1991, str. 107). Notranje financiranje podjetja je mogoče z doseganjem pozitivnega (čistega) denarnega toka podjetja, ki ga slednje ustvari z dobičkom, obračunano amortizacijo, vkalkuliranimi rezervacijami, drugimi kratkoročnimi denarnimi tokovi in s prodajo sredstev (Rebernik, 1997, str. 339). Podjetja si tako prizadevajo oblikovati optimalno finančno in kapitalsko strukturo. Optimalna struktura se odraža v boljših poslovnih rezultatih in tudi v povečanju vrednosti podjetja (Stupica, 2005, str. 15). Zunanji viri financiranja podjetja predstavljajo predvsem finančne organizacije, specializirane za posredovanje finančnih sredstev, in prebivalstvo. Z zunanjimi viri podjetje dopolnjuje notranje vire financiranja (Crnkovič, 1992, str. 44). Čeprav ima podjetje za cilj maksimalno neodvisnost od zunanjih virov, popolne neodvisnosti ni mogoče doseči zaradi narave poslovnih ciklov v gospodarstvu in načel racionalnega gospodarjenja. Če bi podjetje vseeno hotelo izključiti uporabo zunanjih virov financiranja, bi se mu to mogoče posrečilo le za ceno neracionalnega gospodarjenja. Predvsem ne bi moglo pri danih lastnih sredstvih opraviti takšnega obsega poslovanja, kot bi ga, če bi najelo še dopolnilna zunanja sredstva (Filipič & Markovič Hribernik, 1998, str. 178).

3.1 Viri financiranja kreditojemalca iz sredstev poslovne banke

Konkurenca med bankami za ohranjanje ali povečevanje tržnega deleža je postala vse bolj izrazita. Globalna finančna kriza je pustila razjede pri dobičkih bank, saj se ti znižujejo, veliko bank pa je poslovno leto zaključilo z izgubo. S ciljem minimizirati predvsem kreditna tveganja, hkrati pa ob tem zagotoviti tudi dovolj visok dobiček, morajo banke spremljati donosnost na vseh ravneh svojega poslovanja. Pri spremljanju uspešnosti poslovanja banke se je tako za učinkovitega izkazal sistem internih transfernih cen.

Sistem internih transfernih cen je tako sistem za ugotavljanje učinkovitosti posameznega segmenta poslovanja banke, ki omogoča pravično razdelitev obrestnih prihodkov in odhodkov med posameznimi deli banke. Poleg tega se sistem internih transfernih cen ukvarja z neskladjem med obsegom virov sredstev ter obsegom naložb znotraj posameznih delov banke. Interne transferne cene morajo odražati realno ceno dolgoročnih virov in s tem omogočiti realnejšo presojo pri najemanju dolgoročnih virov in njihove zahtevane donosnosti. Interne transferne cene torej predstavljajo osnovo za izračun komercialne obrestne mere posameznih bančnih produktov. Pri sklepanju poslov v banki bi morale

imeti vse organizacijske enote, ki so po svoji naravi neto porabniki, ki si sredstva izposojajo, in neto zbiratelji sredstev, ki plasirajo sredstva, pri odločanju na razpolago interne transferne cene kot merilo realiziranja pozitivne marže. Posledično se lahko oblikuje pravilna slika profitabilnosti in cene posameznih produktov in komitentov (Interno gradivo izbrane banke, 2012).

3.1.1 Viri in cene zadolževanja poslovne banke

V času pred krizo so se določale interne transferne cene na podlagi referenčnih obrestnih mer oziroma dnevnih tržnih obrestnih mer za posamezne valute in ročnosti. Tržne obrestne mere se za različne valute po določenih ročnostih dnevno določajo na medbančnem trgu. Referenčne obrestne mere ali t. i. – IBOR-i¹, se v metodologiji internih transfernih cen uporabljajo za ročnosti do enega leta, medtem ko je osnova za določitev dolgoročnih internih transfernih cen (z ročnostjo nad enim letom) obrestna zamenjava (angl. *Interest Rate Swap*, v nadaljevanju *IRS*²). S poglobljanjem globalne finančne krize, ki se odraža tudi na poslovanju domačih bank, pa metodologija določanja internih transfernih cen le na podlagi referenčnih obrestnih mer oziroma dnevnih tržnih obrestnih mer za posamezne valute in ročnosti ne omogoča več pravilnega merjenja profitabilnosti poslov ter ustrezne redistribucije stroškov tržnih tveganj. Zaradi negotovosti, ki je v zadnjih letih prisotna na mednarodnem denarnem trgu, so najemanja finančnih sredstev postala dražja, poleg tega pa je vse težja tudi dostopnost najemanja dolgoročnih sredstev. Zaradi težje dostopnosti dolgoročnih virov se dražijo tudi viri, pridobljeni na medbančnem trgu, prilagajanje pasivnih obrestnih mer pa zvišuje ceno virov nebančnega sektorja.

To pomeni, da v trenutnih razmerah cena dolgoročnih virov, ki jih banka najema, vse bolj odstopa od medbančnih tržnih obrestnih mer. Cena dolgoročnih virov namreč v veliki meri odraža poleg splošnega nivoja in pričakovanih sprememb medbančnih (tržnih) obrestnih mer tudi strošek kreditnega tveganja kreditojemalca, ki se s časom povečuje. Zaradi nastalih razmer in nižje stopnje zaupanja med udeleženci finančnih trgov se v zadnjem času namreč strošek kreditnega tveganja povečuje, kar se kaže v zviševanju obrestnih

¹ IBOR je kratica za angl. *Interbank Offered Rate*. Z dodatkom naziva finančnega centra se izpelje končna oznaka (npr. London – LIBOR, evro medbančna obrestna mera – EURIBOR). V tem magistrskem delu bom uporabljal samo EURIBOR, ki izkazuje letno obrestno mero za depozite v EUR med bankami na evropskem denarnem trgu, kot jo ugotovi poslovna banka in je objavljena na strani EURIBOR01 (ali na morebitni naslednici take strani) v elektronskem informacijskem sistemu REUTERS Monitor Money Rates Service (ali morebitnem nasledniku takega sistema), ob približno 11. (enajsti) uri dopoldan na dan, ki je dva delovna dneva pred prvim dnevom relevantnega obrestnega obdobja (Euribor-EBF, 2012).

² Obrestna zamenjava je tržna obrestna mera, ki se na medbančnem trgu oblikuje za instrumente obrestnih zamenjav (to so zamenjave instrumentov s fiksno obrestno mero za instrumente s spremenljivo obrestno mero). V primeru uporabe medbančne obrestne mere EURIBOR, *EUR IRS* izkazuje pričakovanje, koliko bo znašal šestmesečni Euribor čez določeno leto (na primer angl. *EUR IRS 2Y* izkazuje pričakovanje, koliko bo znašal šestmesečni Euribor čez 2 leti).

pribitkov, ki jih banka plačuje za dolgoročne vire, najete na mednarodnih finančnih trgih. Ta strošek se v strokovni praksi poimenuje kot kreditni pribitek, ki se nanaša na kreditno tveganje. Oblikovanje kreditnega pribitka je pomemben korak, saj mora odražati takojšnja gibanja in spremembe na mednarodnem finančnem trgu, hkrati pa mora biti primeren glede na bonitetno oceno poslovne banke. Bistvenega pomena pri določanju kreditnega pribitka je, da ta odraža ceno najetih dolgoročnih sredstev poslovne banke oziroma primerljivih tujih bank. Pri tem naletimo na problem, saj v trenutnih razmerah tovrstnih poslov in podatkov o cenah zadolžitev ponavadi ni, zato sem izhajal iz podatkov o gibanju donosnosti izdanih obveznic. V okviru analize določanja kreditnega pribitka so možne različne metode, ki vsebinsko sicer primerno določajo velikost kreditnega pribitka, vendar sem analizo izvedel le na podlagi najbolj primernih. Hkrati moram poleg primernosti in natančnosti izračuna kreditnega pribitka upoštevati tudi možnost spremljanja podatkov v prihodnje in njihovo morebitno ali vsaj delno avtomatizacijo. Tako sem analizo določanja kreditnega pribitka izvedel na osnovi dveh metodologij:

- **metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi analize donosnosti izdanih obveznic evropskih bank.** Pri tem je treba poudariti, da sem v analizi upošteval samo izdane obveznice poslovnih bank z boniteto A. V magistrskem delu sem namreč predpostavljal, da ima poslovna banka, ki financira investicijo izbranega podjetja, prav tako boniteto A. Na osnovi usklajenih bonitet bank ta metodologija primerno odraža ceno najema sredstev na kratek in dolgi rok, saj so izračunani kreditni pribitki primerni tudi za prikaz stroškov zadolževanja poslovne banke, ki financira izbrano podjetje;
- **metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa³** za skupino evropskih bank z bonitetno oceno A. Po metodologiji je podobna izračunu s pomočjo donosnosti izdanih obveznic bank, primerljivih s poslovno banko, ki financira investicijo izbranega podjetja. Pri tem naj izpostavim, da se končna izračunana vrednost obrestne mere, ki je poimenovana kot obrestna mera BFV (angl. *Bloomberg fair value*), avtomatsko izračunava in vodi prek informacijskega sistema Bloomberg.

V nadaljevanju sta podrobneje predstavljeni posamezni metodologiji in njuni oceni primernosti.

3.1.1.1 Metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih bank, primerljivih s poslovno banko, ki financira investicijo izbranega podjetja

V prvem koraku sem določil skupino evropskih poslovnih bank, pri čemer se nisem osredotočil zgolj na bonitetno oceno bank, ki je po Moody's boniteta A, ampak sem upošteval tudi druge kazalnike, in sicer:

³ V informacijskem sistemu Bloomberg imenovana angl. *Fair Market Curve Analysis*.

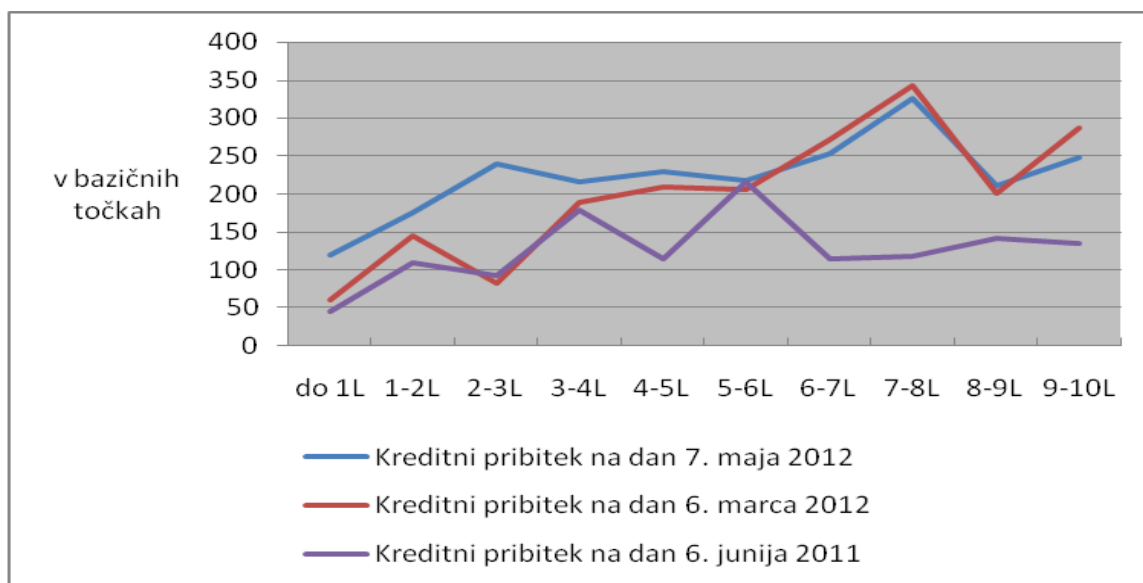
- splošno gospodarsko dogajanje in ekonomsko okolje. V to kategorijo spadajo kazalci gospodarske rasti, stabilnost tečaja, trendi inflacije, politična stabilnost, zadolženost države itd.;
- bančni sistem, intenzivnost konkurence v bančnem sektorju, zakonodajni sistem;
- finančni položaj banke, pri čemer je pomembno tudi lastništvo banke, saj imajo pomembno vlogo pri reševanju v primeru težav;
- aktivnost pri izdajanju dolžniških vrednostnih papirjev.

V analizo kreditnega pribitka so vključene vse izdane obveznice izbranih evropskih bank v skupini, ki kotirajo na sekundarnem trgu. Pri tem sta bila glavna vira pridobivanja informacij informacijska sistema **Thomson Reuters** in **Bloomberg**. Pri izboru obveznic sem se osredotočil na vse obveznice v valuti evro in z zapadlostjo nad enim mesecem do deset let. Upošteval sem naštete kriterije, sem določil skupino poslovnih bank z ustrezno boniteto po Moody's, in sicer za boniteto A. Celoten seznam izbranih obveznic za posamezna izbrana obdobja in delitev po ročnostih je priložen v prilogi 1, 2 in 3.

Vse izdane obveznice evropskih bank, zbrane v analizo, sem razdelil po datumih dospelja in s tem oblikoval skupine ročnosti. Nato sem izračunal povprečne donose do dospelja za posamezno skupino ročnosti, ki predstavljajo obrestno mero oziroma stroške najema sredstev poslovne banke. Za posamezno skupino ročnosti sem izračunal tudi kreditne pribitke, ki po ročnostih sicer variirajo, vendar pa z ročnostmi tudi naraščajo. Kreditni pribitek odraža za banko dodaten strošek najemanja sredstev. V primeru, da je kratkoročno tveganje finančne institucije večje, je lahko kreditni pribitek pri krajših ročnostih višji. Pri posamezni ročnosti predstavlja razlika med povprečnim donosom do dospelja obveznic in kreditnim pribitkom tržno obrestno mero.

V obdobju od junija 2011 sem redno spremljal gibanje donosov do dospelja obveznic in s tem tudi gibanja kreditnega pribitka, kar je prikazano v Sliki 11. Analizo kreditnega pribitka sem pričel v začetku junija 2011, kar prikazuje tudi Tabela 8, ko so bili izračunani pribitki na relativno nizki, vendar za normalne razmere še vedno na visoki ravni. Z zaostrovanjem situacije na mednarodnih finančnih trgih se je povpraševanje po obveznicah evropskih bank zmanjšalo, zaradi česar se je v marcu 2012 izračunani kreditni pribitek močno povečal in na visoki ravni ostal tudi v nadaljevanju, kar je prikazano v Tabeli 6 in 7. Dobljeni rezultati so v skladu s pričakovanji, saj kreditni pribitek z ročnostjo narašča in dobro odraža stanje na finančnem trgu. Pri analizi je treba opozoriti na izredne okoliščine, saj je kreditni pribitek kot posledica finančne krize izredno visok, kar znova potrjuje primernost izbrane analize.

Slika 11: Gibanje kreditnega pribitka po posameznih obdobjih



Vir: Thomson Reuters, 2011; Thomson Reuters, 2012; Bloomberg, 2011; Bloomberg, 2012a.

Tabela 6: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 7. maja 2012

Razredi ročnosti (v letih)	Tržna obrestna mera – referenca	Tržna obrestna mera ⁴	Povprečen donos do dospelja obveznic	Razlika med povprečnim donosom do dospelja obveznic in tržno obrestno mero	Kreditni pribitek (v bazičnih točkah)
do 1L	EUR IRS 1Y	1,218	2,417	1,199	119,941
1–2 L	EUR IRS 2Y	1,051	2,802	1,751	175,187
2–3 L	EUR IRS 3Y	1,155	3,541	2,386	238,644
3–4 L	EUR IRS 4Y	1,212	3,365	2,153	215,367
4–5 L	EUR IRS 5Y	1,409	3,708	2,299	229,956
5–6 L	EUR IRS 6Y	1,505	3,671	2,166	216,670
6–7 L	EUR IRS 7Y	1,773	4,294	2,521	252,155
7–8 L	EUR IRS 8Y	1,955	5,206	3,251	325,120
8–9 L	EUR IRS 9Y	2,090	4,199	2,109	210,956
9–10 L	EUR IRS 10Y	2,156	4,627	2,471	247,111

Vir: Thomson Reuters, 2012; Bloomberg, 2012a.

⁴ Tržna obrestna mera se razlikuje od tržne obrestne mere po metodi Bloombergove tržne krivulje donosa, kar je posledica večje volatilnosti podatkov pri metodologiji na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih bank.

Tabela 7: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 6. marca 2012

Razredi ročnosti (v letih)	Tržna obrestna mera – referenca	Tržna obrestna mera	Povprečen donos do dospelja obveznic	Razlika med povprečnim donosom do dospelja obveznic in tržno obrestno mero	Kreditni pribitek (v bazičnih točkah)
do 1L	EUR IRS 1Y	1,326	1,928	0,602	60,291
1–2 L	EUR IRS 2Y	1,254	2,712	1,458	145,871
2–3 L	EUR IRS 3Y	2,520	3,347	0,827	82,715
3–4 L	EUR IRS 4Y	1,343	3,243	1,900	190,052
4–5 L	EUR IRS 5Y	1,535	3,629	2,094	209,490
5–6 L	EUR IRS 6Y	1,667	3,732	2,065	206,523
6–7 L	EUR IRS 7Y	1,980	4,710	2,730	273,015
7–8 L	EUR IRS 8Y	2,179	5,615	3,436	343,612
8–9 L	EUR IRS 9Y	2,215	4,217	2,002	200,297
9–10 L	EUR IRS 10Y	2,378	5,248	2,870	287,027

Vir: Thomson Reuters, 2012; Bloomberg, 2012a.

Tabela 8: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 6. junija 2011

Razredi ročnosti (v letih)	Tržna obrestna mera – referenca	Tržna obrestna mera	Povprečen donos do dospelja obveznic	Razlika med povprečnim donosom do dospelja obveznic in tržno obrestno mero	Kreditni pribitek (v bazičnih točkah)
do 1L	EUR IRS 1Y	1,990	2,440	0,450	45,059
1–2 L	EUR IRS 2Y	2,219	3,310	1,091	109,150
2–3 L	EUR IRS 3Y	2,383	3,305	0,922	92,275
3–4 L	EUR IRS 4Y	2,793	4,576	1,783	178,341
4–5 L	EUR IRS 5Y	2,812	3,961	1,149	114,909
5–6 L	EUR IRS 6Y	3,293	5,452	2,159	215,909
6–7 L	EUR IRS 7Y	3,133	4,274	1,141	114,148
7–8 L	EUR IRS 8Y	3,196	4,368	1,172	117,278
8–9 L	EUR IRS 9Y	3,338	4,758	1,420	142,072
9–10 L	EUR IRS 10Y	3,456	4,810	1,354	135,436

Vir: Thomson Reuters, 2011; Bloomberg, 2011.

Prišel sem do naslednjih ugotovitev, ki se nanašajo na prednosti in pomanjkljivosti izračuna kreditnega pribitka na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih bank:

- kreditni pribitek je izračunan na podlagi bonitete primerljivih bank s poslovno banko, ki financira investicijo izbranega podjetja;
- kreditni pribitek zelo hitro in realno reagira na dogajanja na mednarodnem denarnem trgu;

- višina kreditnega pribitka lahko v trenutkih prikazuje tudi nekoliko pretirano sliko dogajanja na mednarodnem denarnem trgu;
- izbrana skupina evropskih bank se lahko v negotovih razmerah hitro spremeni, hkrati pa tudi njihova bonitetna ocena, zaradi česar je potrebno sprotno spremljanje in prilagajanje izbora bank;
- kljub velikemu številu obveznic je v bazo podatkov zajeto manjše število evropskih bank, kar povečuje volatilnost podatkov;
- obveznice izbranih evropskih bank lahko v trenutnih razmerah hitro postanejo nelikvidne, na kar nas informacijska sistema Bloomberg in Thomson Reuters ne opozorita;
- zaradi stalnih sprememb na finančnih trgih bi bilo potrebno stalno spremljanje likvidnosti posameznih obveznic izbranih evropskih bank, hkrati pa tudi mesečno spreminjanje dospelosti, kar zaradi obsežne baze podatkov predstavlja izredno zamudno delo;
- proučevana metoda ne zagotavlja v celoti osredotočenosti na dogajanja na razvitih mednarodnih denarnih trgih.

3.1.1.2 Metodologija izračuna kreditnega pribitka na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa

Bloombergova tržna krivulja donosa predstavlja pošteno vrednost tržnih krivulj donosov dolžniških vrednostnih papirjev za različne sektorje, ki so porazdeljeni po bonitetnih skupinah. Omenjena krivulja donosa je zasnovana s pomočjo optimizacijskih modelov, ki natančno prikazujejo strukturo krivulj, kar omogoča osredotočenje na tiste sektorje, ki jih podrobneje proučujemo. Omenjena krivulja donosa je v celoti izvedena v informacijskem sistemu Bloomberg, ki končne podatke izračuna in hkrati služi kot merilo vrednosti dolžniških vrednostnih papirjev po posameznih bonitetnih skupinah.

Podatke o donosih dolžniških vrednostnih papirjev po posameznih bonitetnih skupinah sem dobil na informacijskem sistemu Bloomberg v naslednjih korakih:

1. **Korak:** Bloomberg vodi analizo pod okrajšavo **CURV**, hkrati pa določim, katere vrste obveznic želim proučevati (podjetniške ali državne). V prostor za okrajšave zato vpišem »**CURV Corp**«, kar pomeni, da sem si izbral analizo na podlagi podjetniških obveznic, saj se bom v nadaljevanju zaradi točnosti podatkov osredotočil zgolj na podjetniški sektor oziroma še ožje na evropski bančni sektor.
2. **Korak:** V tem koraku sledi selekcioniranje podatkov, ki mi jih je sistem ponudil. Najprej se osredotočim na valuto, zato s seznama valut izberem »**EUR**«. Po izbiri valute mi sistem ponudi analize po posameznih sektorjih in bonitetnih ocenah. Da se izognem predolgemu iskanju, v prostor za ožje usmerjen seznam vpišem »**BANK**«, kar mi omogoči vpogled le v analize, opravljene v bančnem sektorju.

3. **Korak:** Sistem mi ponudi izdelane analize po posameznih skupinah, ki se med seboj ločijo po bonitetnih ocenah. V analizi sem se usmeril v proučitev skupine bank z bonitetno oceno A, ki upošteva ocene A+ in A.

V posamezno skupino bank je vključeno različno število obveznic posameznih bank, njihovo število pa variira glede na njihovo likvidnost, kar pomeni, da sistem avtomatsko eliminira vse tiste obveznice ali banke, katerih likvidnost se je spremenila oziroma poslabšala. Informacijski sistem Bloomberg nam poda že končno izračunano vrednost obrestne mere, ki je poimenovana kot BFV (angl. *Bloomberg fair value*) obrestna mera. Omenjeno obrestno mero Bloomberg zagotavlja za ročnosti tri in šest mesecev ter vse ročnosti od enega do deset let (razen šest let). Končni kreditni prebitok sem izračunal z razliko med obrestno mero BFV in tržno obrestno mero, kar sem spremenil v bazične točke in ga zaokrožil na celo število. Ta pribitek bi v nadaljevanju prištel k tržnimi obrestnimi merami. V Tabeli 9 sledi prikaz kreditnega pribitka za skupino bank z bonitetno oceno A.

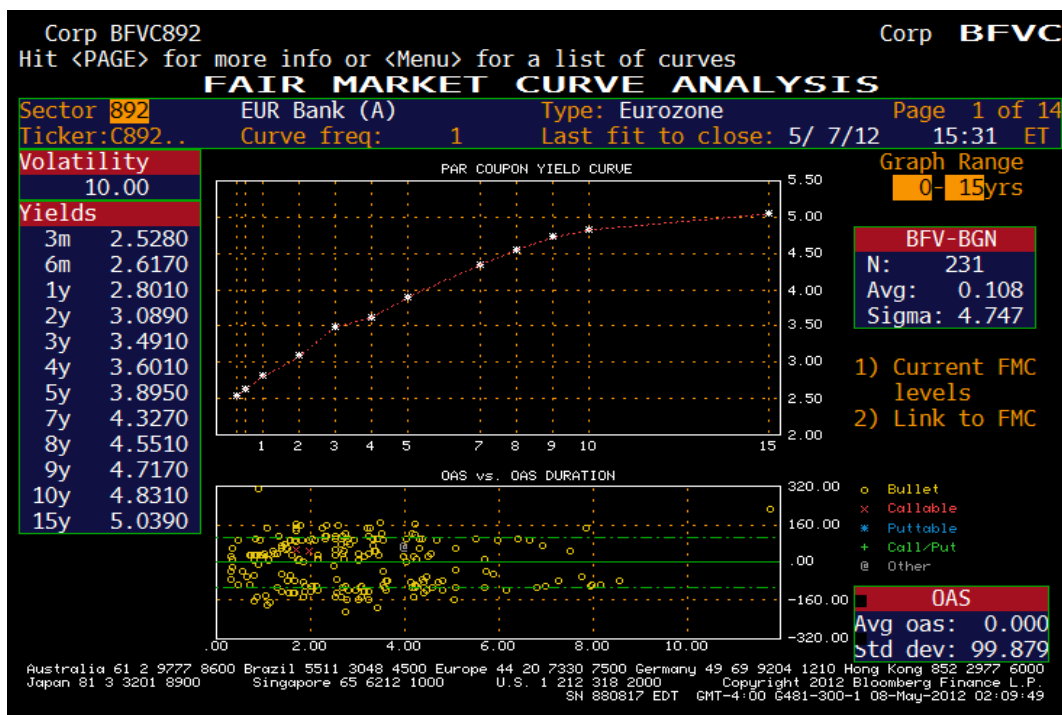
Tabela 9: Prikaz kreditnega pribitka po metodologiji Bloombergove tržne krivulje donosa za skupino bank z bonitetno oceno A na dan 7. maja 2012

Razredi ročnosti (v mesecih/letih)	Tržna obrestna mera – referenca	Tržna obrestna mera	Obrestna mera BFV	Razlika med obrestno mero BFV in tržno obrestno mero	Kreditni pribitek (v bazičnih točkah)
3 M	EURIBOR 3M	0,693	2,528	1,835	183,5
6 M	EURIBOR 6M	0,982	2,617	1,635	163,5
1 L	EUR IRS 1Y	0,881	2,801	1,920	192
2 L	EUR IRS 2Y	0,878	3,089	2,211	221,1
3 L	EUR IRS 3Y	0,970	3,491	2,521	252,1
4 L	EUR IRS 4Y	1,135	3,601	2,466	246,6
5 L	EUR IRS 5Y	1,329	3,895	2,566	256,6
7 L	EUR IRS 7Y	1,684	4,327	2,643	264,3
8 L	EUR IRS 8Y	1,828	4,551	2,723	272,3
9 L	EUR IRS 9Y	1,950	4,717	2,767	276,7
10 L	EUR IRS 10Y	2,057	4,831	2,774	277,4
Nad 15 L	EUR IRS 15Y	2,418	5,039	2,621	262,1

Vir: Bloomberg, 2012a.

Iz Tabele 9, ki se nanaša na izračun kreditnega pribitka po metodologiji Bloombergove tržne krivulje donosa, je razvidno, da je kreditni pribitek v istem obravnavanem obdobju, tj. na dan 7. maja 2012, višji kot po metodologiji na podlagi donosnosti izdanih obveznic evropskih bank. Za metodologijo Bloombergove tržne krivulje donosa namreč velja manjša volatilitnost podatkov, poleg tega pa je prisotna tudi večja osredotočenost na dogajanja na razvitih mednarodnih denarnih trgih. Na Sliki 12 prikazujem še izpis iz informacijskega sistema Bloomberg, pridobljenega na osnovi predstavljenih prejšnjih treh korakov.

Slika 12: Podatki o donosih bančnih obveznic za skupino bank z bonitetno oceno A neposredno iz informacijskega sistema Bloomberg na dan 7. maja 2012



Vir: Bloomberg, 2012a.

Prišel sem do naslednjih ugotovitev, ki se nanašajo na prednosti in pomanjkljivosti izračuna kreditnega pribitka na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa:

- analiza upošteva večje število bank, kar zagotavlja manjšo volatilnost podatkov;
- spremembe bonitetnih ocen in s tem likvidnost posameznih obveznic se avtomatsko vodijo prek informacijskega sistema Bloomberg;
- pridobitev končnih podatkov je možno delno avtomatizirati;
- morebitna prihodnja ukinitvev obravnavane analize, za kar pa obstaja izredno majhna verjetnost.

3.1.1.3 Sklepne ugotovitve primerjav predstavljenih metodologij izračuna kreditnega pribitka

Predstavljeni metodologiji izračuna kreditnega pribitka temeljita na dolžniških vrednostnih papirjih evropskih finančnih institucij. Temeljita na podatkih o donosnosti izdanih obveznic bank z bonitetno oceno A, ki je enaka boniteti poslovne banke, ki financira izbrano podjetje. S tem se izognemo oblikovanju pribitka na boniteto in morebitnim dodatnim nenatančnostim. Po metodologiji donosnosti izdanih obveznic izbranih evropskih bank sem prišel do razmeroma pravih podatkov. Spremljanje likvidnosti in sprememb bonitetnih ocen posameznih dolžniških vrednostnih papirjev izbranih bank ter vodenje

baze podatkov, ki se pogosto spreminja, je izredno zamudno in v zadnjem času zaradi manjše likvidnosti tudi manj zanesljivo. Vse te pomanjkljivosti odpravlja metodologija na podlagi Bloombergove tržne krivulje donosa obveznic bank. Donosnost izdanih obveznic je v celoti izračunana s strani mednarodnega informacijskega sistema Bloomberg, kar zagotavlja pravilnost dobljenih rezultatov.

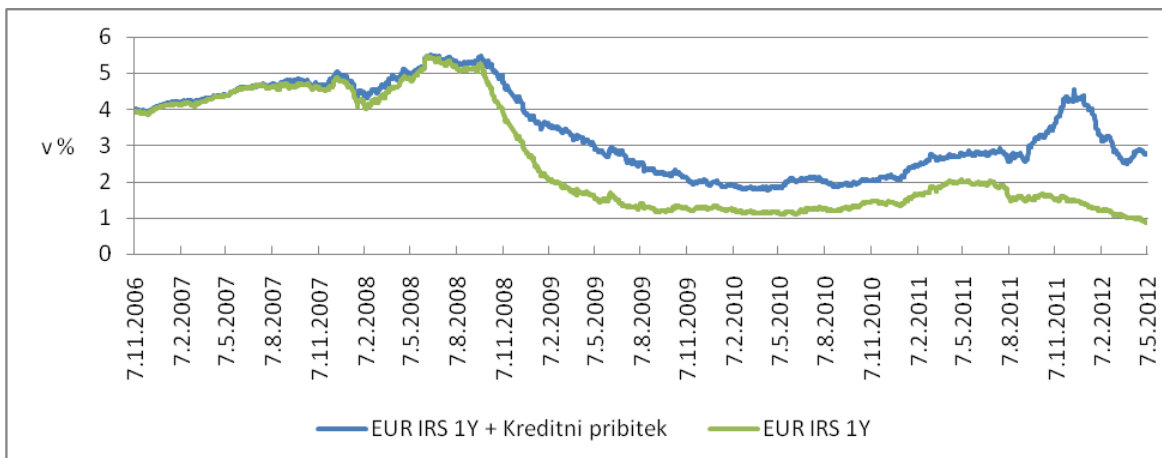
Upošteva vse dejavnike, kot so velikost baze podatkov, spremljanje izbranih bank in likvidnosti njihovih vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov, se je za izračun kreditnega pribitka za **najbolj primerno** izkazala metodologija na podlagi **Bloombergove tržne krivulje donosa**. Na osnovi izračunanih kreditnih pribitkov po posameznih ročnostih v Tabeli 9, ki temeljijo na izbrani metodologiji Bloombergove tržne krivulje donosa, se oblikuje tudi cenovna politika poslovne banke, ki financira investicijo izbranega podjetja in je predstavljena v naslednjem podpoglavju.

Na Sliki 13 je na osnovi Bloombergove tržne krivulje donosa prikazana primerjava gibanja enoletne tržne obrestne mere Euribor (angl. *EUR IRS 1Y*) in le-te skupaj s kreditnim pribitkom. Primerjavo sem izvedel od konca leta 2006, ko je bila situacija na mednarodnih finančnih trgih še stabilna, pa do sredine leta 2012, v obdobju finančne krize. Na mednarodnih trgih so banke tako do septembra 2008 skorajda neomejeno dobivale denar in ga doma posojale ter tako zadovoljevale skorajda vsako povpraševanje po kreditih. Posledično je opazno, da so bili v tem obdobju kreditni pribitki za namen medbančnega posojanja izredno nizki, saj ni bilo negotovosti niti nezaupanja med bankami.

Stečaj investicijske banke Lehman Brothers 15. septembra 2008 velja za začetek finančne krize, ki se je pričela v ZDA in se nato razširila po celem svetu. Nezaupanje med bankami se je dodatno poglobilo zaradi odpisov izgub in celo propadov nekaterih največjih ter najuglednejših finančnih institucij. Zaostrena situacija na mednarodnem finančnem trgu je povečala kreditno tveganje in zmanjšala povpraševanje po bančnih obveznicah. Vlagatelji so zaradi negotovosti, krize nezaupanja med bankami in blokade medbančnega kreditiranja pričakovali večji donos teh obveznic.

Tu je večje banke so torej postale previdne pri odobravanju dolgoročnih posojil in finančnim institucijam niso bile več pripravljene podaljševati zapadlih obrokov kreditov. Globalna finančna kriza je seveda zaradi nezaupanja med bankami vplivala na visoko donosnost izdanih obveznic bank. To pomeni za izdajateljice obveznic višjo ceno financiranja na mednarodnih trgih, kar je razvidno tudi iz rasti kreditnih pribitkov od začetka leta 2009 dalje. V letu 2009 je namreč ECB posredovala na denarnem trgu z znižanjem ključne obrestne mere z namenom, prisiliti banke k vnovičnemu pošiljanju sredstev na trg. Skladno s tem so se enoletne tržne obrestne mere sicer znižale, vendar pa so bili kreditni pribitki še vedno na visoki ravni. Posledice mednarodne finančne krize čutita tako finančni sektor kot tudi realni sektor, ki se zadolžuje bistveno dražje kot pa pred finančno krizo (Jašovič & Košak, 2008).

Slika 13: Gibanje enoletne tržne obrestne mere Euribor in kreditnih pribitkov za obdobje 2006–2012 (v %)



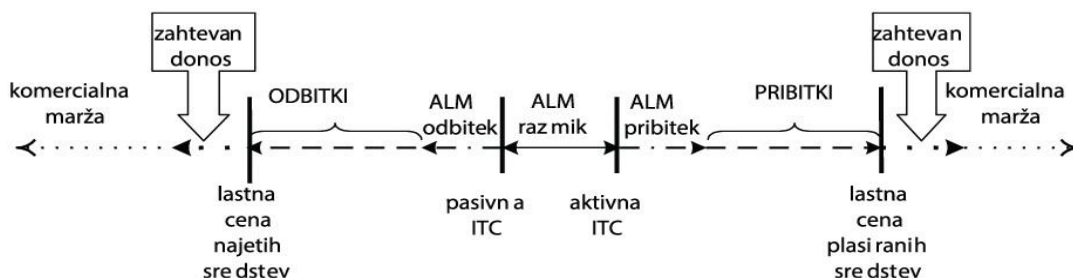
Vir: Bloomberg, 2012a.

3.1.2 Cenovna politika poslovne banke

Da bi poslovne banke v prihodnosti dosegle zaželeno stopnjo kreditnega portfelja, morajo oblikovati ceno kredita. Ceno kredita določimo danes, da bi v prihodnosti dosegli zahtevan donos, ki ga narekujejo lastniki banke (Graddy & Austin, 1990, str. 363). Poslovne banke oblikujejo višino svojih obrestnih mer skladno s svojo obrestno politiko, določbami centralnih bank, stopnjo likvidnosti posameznega instrumenta oziroma možnostjo njegovega preoblikovanja v denar ter tveganji in stroški, ki nastanejo v samem postopku kreditiranja (Bergant, 1995, str. 34). Pri določanju cene morajo banke torej upoštevati stroške, ki jih ustvarja proces kreditiranja, in prihodke iz naslova provizij.

Obrestna mera BFV tako predstavlja najbolj primerno osnovo za določanje aktivne obrestne mere. V Tabeli 9 prikazane obrestne mere BFV po posameznih ročnostih so element določitve izhodiščnih komercialnih obrestnih mer za aktivne storitve banke. Za banko je ključnega pomena, da svoje poslovanje prilagaja glede na dogajanja na mednarodnih finančnih trgih in določi pribitke (pri aktivnih poslih) oziroma odbitke (pri pasivnih poslih), ki pokrivajo stroške upravljanja bilance banke, kapitala in stroške posamezne storitve. To bo privedlo do oblikovanja t. i. lastne cene posamezne bančne storitve. Na Sliki 14 prikazujem strukturo oblikovanja obrestne mere za posamezno storitev:

Slika 14: Struktura oblikovanja pasivne oziroma aktivne obrestne mere*



Vir: Interno gradivo izbrane banke, 2012.

Legenda: *

- **aktivna/pasivna interna transferna cena** je transferna cena za aktivne in pasivne posle banke, ki jih zakladništvo banke določa na podlagi potrjene metodologije, tj. v našem primeru pri določitvi aktivne transferne cene na podlagi metodologije BFV;
- **ALM (angl. Asset and liability management) razmik oziroma bid/ask razmik** je razmik med aktivno in pasivno interno transferno ceno, ki pomeni vir za kritje stroškov poslovanja z namenom zavarovanja tržnih tveganj in usklajevanja strukture bilance banke. Če ima banka suficit, sredstva plasira po nižji ceni kot pa v primeru deficita, ko banka potrebuje sredstva in si izposoja po višji ceni;
- **ALM pribitek/odbitek** vključuje stroške pokrivanja likvidnostnega tveganja, ki je rezultat usklajevanja ročnostne strukture bilance banke. Vključuje tudi del, ki ga z namenom uravnavanja bilance banke za določene vrste virov ali naložb opredeli zakladništvo banke ter tako stimulira rast ali zniževanje te vrste virov ali naložb v bilanci banke;
- **pribitki** na aktivni strani odražajo strošek kapitala posamezne vrste naložbe, strošek kreditnega tveganja (bonitete) posla, druge poslovne stroške, stroške dela in fiksne stroške (prostorov, električne energije, ipd.);
- **odbinki** na pasivni strani odražajo strošek obvezne rezerve, druge poslovne stroške, stroške dela in fiksne stroške;
- **lastna cena** odraža minimalen zahtevani donos naložbe ali maksimalni možen strošek virov, ki zagotavlja kritje vseh stroškov določenega posla in še ne prinaša nobenega dobička;
- **zahtevan donos** odraža minimalno zahtevano obrestno maržo vsakega produkta, določen na osnovi poslovnega plana in strateških usmeritev banke;
- **komercialna marža** odraža čisti dobiček poslovne mreže in je omejena le na eni strani, njen obseg pa je odvisen od komercialnih sposobnosti.

V nadaljevanju se bom osredotočil samo na oblikovanje aktivne obrestne mere, ki se oblikuje na naslednje načine:

- v primeru sprejemljivih obrestnih mer se te praviloma oblikujejo na podlagi referenčne obrestne mere in nespremenljivega pribitka. Referenčna obrestna mera je tržna obrestna mera, pribitki pa se oblikujejo glede na zahtevano oziroma potrebno donosnost storitev in vključujejo vse elemente, prikazane v strukturi oblikovanja obrestne mere;
- v primeru nesprejemljivih obrestnih mer so tržne obrestne mere samo osnova za določitev izhodiščnih obrestnih mer, ki so nespremenjene za celotno trajanje posla. Za

vsako storitev z nespremenljivo obrestno mero je tako določena ustrezna tržna obrestna mera, ki je najprimernejša osnova za določitev izhodiščne obrestne mere;

- na osnovi učinkovitega trženja bančnih storitev se na izhodiščno obrestno mero lahko uporabijo tudi pribitki ali odbitki v okviru redne ponudbe in so odvisni od obsega poslovanja komitenta z banko, prav tako pa tudi od uspešnosti poslovanja, ki je ovrednotena skozi bonitetno razvrstitev kreditojemalca. Razvrščanje temelji na oceni sposobnosti dolžnika izpolnjevati obveznosti do banke ob dospelosti in kakovosti zavarovanja (Knez Riedl, 2000, str. 19–23). Poleg tega je dolžna banka ves čas trajanja pravnega razmerja, ki za banko predstavlja izpostavljenost, spremljati poslovanje dolžnika in kakovost zavarovanja terjatev banke. Oblikuje se torej ustrezna bonitetna razvrstitev kreditojemalca, ki je osnova za določitev višine aktivne obrestne mere (Dimovski, 2000, str. 83).

Poslovne banke pri dolgoročnem financiranju investicij uporabljajo predvsem variabilne obrestne mere. V primeru, da je osnova valute kredita v EUR, banke v praksi pri referenčni obrestni meri uporabljajo predvsem višino tri- in šestmesečnega Euribora. Od izbire ustreznega Euribora je odvisno tudi obrestno obdobje in v povezavi s tem višina obveznosti kreditojemalca. Referenčne obrestne mere in pribitki se spreminjajo v odvisnosti od razmer na denarnem trgu in bonitete kreditojemalca, kar je prikazano tudi v Tabeli 10.

Zaradi nepredvidljivih dogajanj v finančnem sistemu je referenčna obrestna mera najbolj rizičen element kreditojemalčevih finančnih obveznosti, ki ima lahko ključen vpliv na poslovanje oziroma celo obstoj podjetja. Posledično mora kreditojemalec v celotni dobi odplačevanja kredita ustvarjati denarni tok, s katerim bo sposoben v celoti poravnati vse svoje obveznosti iz naslova odplačevanja obresti in glavnice (Čibej, 2002, str. 17–19).

Pri tem je treba opozoriti, da so v času globalne finančne krize centralne banke vplivale na denarno politiko z znižanjem ključne obrestne mere, kar je posledično privedlo do znižanja referenčnih obrestnih mer. Posledično mora biti kreditojemalec pozoren, da njegove finančne obveznosti v teh razmerah ne predstavljajo visoke obremenitve, saj se bodo posledično z ureditvijo razmer na denarnem trgu referenčne obrestne mere zvišale. To pa bo dodatno obremenilo kreditojemalčeve zmožnosti odplačevati obveznosti.

Tabela 10: Variabilne obrestne mere za podjetja iz virov poslovne banke

	Referenčna obrestna mera	Viri poslovne banke – marža glede na boniteto kreditojemalca		
Ročnost (v letih)	Osnova	A	B	C
1–3 L	3- ali 6-mesečni Euribor	4,55	5,05	5,55
3–7 L	3- ali 6-mesečni Euribor	4,75	5,25	5,75
7–10 L	3- ali 6-mesečni Euribor	4,95	5,45	5,95
Nad 10 L	3- ali 6-mesečni Euribor	5,15	5,65	6,15

Vir: Interno gradivo izbrane banke, 2012.

3.2 Viri financiranja iz sredstev Evropske investicijske banke

Temeljna naloga EIB je, da prispeva k uravnoteženemu in vztrajnemu razvoju skupnega trga EU. S pomočjo lastnih sredstev in sredstev, ki so ji dostopni na trgu kapitala, odobrava kredite in izdaja garancije za financiranje projektov na vseh področjih gospodarstva. EIB ne deluje na osnovi maksimiranja dobička, vendar so njeni pogoji poslovanja komercialni, predvsem zato, ker tudi sama pridobiva sredstva pod takimi pogoji. Projekti, ki jih financira, morajo biti v skladu s 130. členom Rimskega sporazuma in direktive Sveta guvernerjev, ki določata kreditno politiko in cilje ekonomske politike EIB (Strasser, 1992, str. 121). V statutu EIB so prav tako določeni kriterij financiranja, procedura odločanja in notranja organiziranost. Misija EIB je doseganje ciljev EU z dajanjem dolgoročnih sredstev za investicije, spremljanjem investicij in ocenjevanjem njihove uspešnosti. Za pridobitev sredstev morajo biti projekti ustrezno opredeljeni na štirih področjih, in sicer ekonomskem, tehničnem, okoljskem in finančnem. Vsak projekt se temeljito prouči in se spremlja od začetka do konca. Z lastnimi dejavnostmi na področju financiranja in sposobnostjo pritegniti druge vire kapitala EIB širi možnosti financiranja, ki so na voljo potencialnim koristnikom sredstev. Z dejavnostmi na področju posojanja pa pripomore k razvoju finančnih trgov na območju EU (EIB, 2005a).

EIB financira projekte, ki jih lahko delimo v pet skupin (European Parliament, 1994, str. 40, 41):

- **ekonomski razvoj revnejših območij**, ki zajema pomoč pri razvoju teh regij za doseganje ekonomske in socialne kohezije in je primarni cilj EIB;
- **izboljšava transportnih in telekomunikacijskih povezav**, ki so potrebne ne le zaradi prejšnjega cilja, temveč tudi zaradi povezav med državami članicami;

- **varstvo okolja in izboljšanje življenjskih razmer** je eden od ciljev, ki je vedno bolj pomemben ne le za EIB, ampak tudi za druge institucije, ki delujejo v skladu z doseganjem ciljev EU;
- **energija**, saj EIB podpira predvsem investicije v čisto energijo, zmanjšanje uvoza nafte in podporo strojev, oblikovanih za zmanjšanje onesnaženja;
- **podpora MSP**, saj EIB podpira industrijo, storitve in predvsem turizem, kar počne v sodelovanju z več kot 180 partnericami v bančnem sektorju.

EIB je bila primarno ustanovljena za financiranje investicijskih projektov znotraj Evropske gospodarske skupnosti. Vendar pa statut EIB dopušča, da s privolitvijo Sveta guvernerjev in Odbora izvršnih direktorjev lahko odobri garancije oziroma delno ali celotno financiranje tudi zunaj meja držav članic (Strasser, 1992, str. 122).

3.2.1 Način financiranja projekta iz sredstev EIB

EIB v principu sofinancira do 50 odstotkov vrednosti projekta, vendar lahko v izjemnih primerih, glede na projekt, to sofinanciranje poveča do 75 odstotkov (Skupina Evropske investicijske banke, 2011). Tako banka od posrednikov, ki upravljajo njene kreditne linije, med drugim zahteva, da za vsak njen evro tudi sami zagotovijo vsaj en evro lastnih sredstev, kar podvoji obseg sredstev za MSP. EIB 85 do devetdeset odstotkov naložb nameni državam članicam, preostali del pa posoja tudi državam nečlanicam, kadar je to v interesu EU (Mrak 2002, str. 372–423). Pristop k financiranju je različen in odvisen od tega, za kako velik projekt gre. Pri velikih projektih so možna direktna posojila na račun nosilca projekta ali posredno prek vlade ali bančnega posrednika. To so ponavadi projekti s skupnimi investicijami nad 25 milijonov EUR. Pri manjših projektih se morajo naložbeniki dogovarjati z vmesnimi finančnimi ustanovami (na primer poslovnimi bankami), ki razpolagajo z globalnimi posojili EIB. Finančne institucije nato denar naprej posodijo MSP ter javnim zavodom. Poslovne banke presodijo, ali je posamezen projekt primeren, predvidijo kreditno tveganje in na koncu končnim upravičencem določijo kreditne pogoje. Posojila se odobravajo v eni ali več valutah, čas trajanja posojil je odvisen od značilnosti projekta. Osnovna kvaliteta te vrste financiranja so dolgi roki odplačila do dvajset let z mirovanjem odplačila glavnice prvih pet let. Ti so namenjeni predvsem za financiranje infrastrukture. V drugih sektorjih so dobe krajše od 12 do 15 let odplačila in tri leta mirovanja (Mrak 2002, str. 499). EIB lahko zahteva za odplačevanje posojila garancijo države (Zbašnik, 2001, str. 117).

3.2.2 Splošni pogoji financiranja

EIB eksplicitno prepoveduje financiranje podjetij, ki se ukvarjajo s proizvodnjo orožja, alkoholnih pijač ali tobačnih izdelkov, s finančnim posredništvom, zavarovalništvom, bančništvom, nepremičninami in igrami na srečo. EIB določa nekaj splošnih pogojev, ki morajo biti izpolnjeni, da je podjetje sprejemljivo za financiranje iz njenih sredstev (veljajo

tako za projekte malih in srednjih podjetij kot tudi za namenske projekte). Projekti morajo zadostovati sledečim kriterijem (Zbašnik, 2001, str. 58–105):

- so ekonomsko, tehnično in finančno jasni;
- so dovršeni v obdobju do pet let;
- so individualno prepoznavni (EIB financira tudi projekte, ki so del velikega projekta, vendar morajo biti neodvisni od drugih projektov), novi ali pomenijo razširitev in modernizacijo (EIB ne financira zgolj obnovitvenih in vzdrževalnih aktivnosti);
- imajo jasno določeno lokacijo, namen in koristi projekta;
- v skladu z zakonodajo Slovenije in EU spoštujejo postopek javnega razpisa;
- so v skladu z domačo zakonodajo in zakonodajo EU glede varovanja okolja;
- EIB mora prejeti zahtevek za financiranje projekta (alokacijski zahtevek) najkasneje šest mesecev po dojitvi projekta;
- EIB financira posamezen projekt le enkrat, vrednost pa ne sme presegati petdeset odstotkov vrednosti projekta (izjema je financiranje naravnih katastrof); posamezen projekt je sicer lahko financiran tudi s strani preostalih institucij EU;
- EIB ne financira podjetij oziroma projektov, ki prejemajo državno subvencijo;
- EIB si za vsako financiranje pridržuje pravico, da lahko zahteva vpogled v celotno dokumentacijo.

EIB, ki prispeva k povezovanju in uravnoveženemu razvoju ter ekonomski in socialni koheziji držav članic EU, s svojimi posli v Sloveniji pokriva vse pomembne gospodarske panoge od osnovne infrastrukture do proizvodnje in storitev. MSP zagotavlja pomoč prek finančnih ustanov v Sloveniji, spodbuja pa tudi industrijski sektor, konkurenčnost in na znanju temelječe gospodarstvo. Financiranje EIB v Sloveniji je v letu 2010 doseglo 733 milijonov EUR in v letu 2011 335 milijonov EUR. V zadnjih petih letih (2007–2011) se je banka zavezala, da bo v Sloveniji za projekte, ki podpirajo cilje EU, zagotovila skupno 2,1 milijarde EUR. Slovenija je po obsegu posojil EIB na prebivalca največja posojilodajalka EIB med državami članicami EU, ki so se Uniji pridružile po letu 2004 (Skupina Evropske investicijske banke, 2011).

3.2.3 Lastna sredstva in izposojena sredstva banke

EIB je neprofitna organizacija in ne prejema denarja iz hranilnih vlog ali tekočih računov. Ravno tako ne prejema nobenih sredstev iz proračuna EU. Namesto tega se EIB financira s posojili na finančnih trgih in s svojimi delničarji, tj. državami članicami EU. Države članice skupno prispevajo h kapitalu EIB, prispevek posamezne države pa odraža njeno gospodarsko težo v EU. Ta podpora držav članic daje EIB najvišjo kreditno sposobnost na denarnem trgu, kjer lahko pod zelo konkurenčnimi pogoji zbere velike vsote denarja. To ji omogoča investiranje v projekte, ki so v interesu javnosti, ki sicer ne bi dobili denarja ali pa bi si ga morali dražje izposoditi (Portal evropske unije, 2005).

EIB se zadolžuje na svetovnih trgih kapitala z izdajanjem obveznic. Finančna moč delničarjev ji je prinesla najvišji rating pri ratingovskih agencijah, kar je pripomoglo k vzpostavitvi najmočnejše nevladnih finančnih institucije. To pomeni poceni izposojanje in varčevanje pri administrativnih stroških, s tem pa EIB lahko ponudi bistveno nižjo obrestno mero (Feiler & Stoczkiewicz, 1999, str. 9). EIB tako kot druge banke posluje na trgu kapitala kot posojilodajalka in kot posojiljemalka. Osnovna vira njenega financiranja sta vpisani kapital in zunanji izposojeni viri.

EIB je banka EU in je finančno avtonomna. Njen kapital znaša 232 milijard EUR, vpisale pa so ga države članice EU, ki so tudi njene delničarke. Delež posamezne države članice v kapitalu banke se določi, glede na njeno gospodarsko težo v EU (izraženo v BDP) v času pristopa. V skladu s statutom skupni znesek terjatev banke iz odobrenih posojil in jamstev ne sme preseči 250 odstotkov vpisanega kapitala, rezerv, nerazporejenih rezervacij in presežka iz bilance uspeha. Ta skupni znesek se zmanjša za vsoto, ki jo je banka vpisala kot kapitalsko udeležbo, naj je bil vplačan ali ne. Količnik kapitalske ustreznosti EIB, razmerje med kapitalom in aktivo banke, je konec leta 2011 znašal 24,9 odstotka (Skupina Evropske investicijske banke, 2011).

Večino sredstev za svoje delovanje EIB pridobi na osnovi zadolževanja na mednarodnih finančnih trgih. Zaradi svojega izredno močnega kapitalskega zaledja ima EIB najboljšo možno boniteto, ki se kaže v ratingu AAA. Zadolžuje se torej po najboljših pogojih, ki jih je možno doseči v določenem trenutku. Boniteto EIB v primerjavi s podobnimi drugimi institucijami dodatno krepi dejstvo, da EIB odobrava večino kreditov v industrijsko razvitih državah in da je v strukturi odobrenih kreditov EIB še vedno velik delež kreditov z državno garancijo (Mrak, 2002, str. 498). Strategija financiranja EIB temelji na optimizaciji stroškov financiranja na trajnostni osnovi in spodbujanju tržne likvidnosti in preglednosti. EIB bo to še naprej dosegala s sinergijami, ki izhajajo iz uravnoteženega pristopa k izdajanju najbolj likvidnih in najdonosnejših vrednostnih papirjev in tudi tistih, namenjenih posebnim skupinam vlagateljev. To pa vključuje (EIB, 2005b):

- izdajanje velikih serij referenčnih obveznic v evrih, ameriških dolarjih in britanskih funtih;
- ponujanje prilagojenih finančnih produktov, namenjenih vlagateljem s posebnimi zahtevami, ki pokrivajo številne valute in strukture;
- ohranjanje prilagodljivosti, ki ustreza spreminjajočim se vzorcem ravnanja investitorjev in razpršenosti valut;
- razvoj lokalnih kapitalskih trgov v razvijajočih se gospodarstvih, predvsem v državah, ki želijo postati članice EU.

V Tabeli 11 prikazujem povprečen donos do dosvetja in višino kreditnega pribitka na obveznice bonitete razreda AAA, ki jih izdaja EIB na dan 17. julija 2012. Podatki zajemajo

posamezne ročnosti obveznic, v okviru katerih kotira najmanj pet obveznic EIB. Podroben seznam obveznic, ki jih EIB izda na dan 17. julija 2012, je Priloga 4 k magistrskemu delu.

Tabela 11: Prikaz kreditnega pribitka na podlagi zajema podatkov z dne 17. julija 2012

Razredi ročnosti (v letih)	Tržna obrestna mera – referenca *	Tržna obrestna mera	Povprečen donos do dospetja obveznic	Razlika med povprečnim donosom do dospetja obveznic in tržno obrestno mero	Kreditni pribitek (v bazičnih točkah)
1–2 L	EUR IRS 2Y	1,082	1,083	0,00154	15,401
2–3 L	EUR IRS 3Y	0,893	0,896	0,00355	35,586
3–4 L	EUR IRS 4Y	0,982	0,985	0,00316	31,600
4–5 L	EUR IRS 5Y	0,987	0,990	0,00249	24,894
7–8 L	EUR IRS 8Y	1,082	1,085	0,00297	29,736
8–9 L	EUR IRS 9Y	2,625	2,632	0,007	66,744
Nad 10 L	EUR IRS 10Y	2,132	2,138	0,006	56,045

Legenda: * EUR IRS izkazuje pričakovanje, koliko bo znašal 6-mesečni Euribor čez določeno leto (na primer angl. *EUR IRS 2Y* izkazuje pričakovanje, koliko bo znašal 6-mesečni Euribor čez dve leti).

Vir: Bloomberg, 2012c.

Iz Tabele 11 je razvidno, da se EIB na medbančnem trgu zadolžuje pod bistveno ugodnejšimi pogoji kot pa poslovne banke. Kreditni pribitki obveznic EIB so namreč po posameznih ročnostih izredno nizki, kar je posledica visoke bonitete, ki nakazuje na kapitalsko trdnost in zaupanje v banko. Na osnovi cenejšega izdajanja obveznic EIB pridobiva tudi cenejše zunanje vire zadolževanja in posledično med komitente sredstva plasira pod bistveno ugodnejšimi pogoji kot pa poslovne banke.

3.2.4 Cenovna politika financiranja projekta iz sredstev Evropske investicijske banke

Ponudba kreditov iz sredstev EIB je najugodnejša ponudba kreditov v poslovni banki in ena od ugodnejših ponudb na trgu nasploh. Kot organizacija, ki ni naravnana k večanju dobička, lahko prednosti ugodnih pogojev zadolževanja večinoma prenese tudi na financirane projekte. Globalna finančna kriza je takoj in pomembno vplivala na finančne vire, dostopne podjetjem. Poslovne banke, ki so pogosto glavni in edini vir financiranja podjetij, so zaostrele pogoje kreditiranja in povečale obrestne razmike. EIB se je na to odzvala z povečanjem sredstev in ugodnimi obrestnimi merami. V letu 2008 je bila višina posojil za MSP v EU v višini 8,2 milijarde EUR, v letu 2009 se je višina posojil povečala na 12,7 milijarde EUR, v letu 2010 je višina posojil znašala deset milijard EUR, v letu 2011 pa kar 13 milijard EUR, od tega je v letu 2011 Slovenija pridobila 335 milijonov EUR (Skupina Evropske investicijske banke, 2011).

Ker je EIB neprofitne narave, se obresti oblikujejo na podlagi sredstev, zbranih za konkreten projekt. Torej banka oblikuje obrestno mero na podlagi stroškov, ki so povezani z zbiranjem in odplačevanjem sredstev namenjenih projektu, zraven si še prišteje enkratno maržo (0,15 odstotka) za kritje operativnih stroškov. EIB obračunava sledeče obresti:

- posojila s fiksnimi obrestmi, ki se obračunajo ob koncu posojila ali ob zapadlosti, med financiranjem oziroma vračanjem kredita se obresti ne spreminjajo;
- obresti s korekcijo so fiksne obresti, določene za določeno obdobje (običajno med štirimi in desetimi leti) in se korigirajo ob zaključku tega obdobja, na osnovi takratnih obrestnih mer banke, sposobnosti banke za refinanciranje posojila v valuti, v kateri je bilo posojilo prvotno oblikovano, in za preostali čas refinanciranja in
- variabilne obresti, ki se obračunavajo kvartalno na osnovi povprečnih dejanskih stroškov vseh sredstev, ki jih banka pridobi za financiranje. Variabilna obrestna mera je določena kot vsota trimesečnega ali šestmesečnega Euribora in fiksnega pribitka. Trimesečni ali šestmesečni Euribor se določa dva dni pred vsakim obrestnim obdobjem. Fiksni pribitek je odvisen od ročnosti kredita in bonitete kreditjemalca.

V Tabeli 11 prikazan povprečen donos do dospelja obveznic EIB po posameznih ročnostih, je skupaj s stroški in maržo EIB element določitve izhodiščnih komercialnih obrestnih mer za aktivne storitve poslovne banke. Poslovne banke pri financiranju investicij iz naslova vira EIB uporabljajo predvsem variabilne obrestne mere, katerih višina je predstavljena tudi v Tabeli 12:

Tabela 12: Variabilne obrestne mere za podjetja iz virov EIB in primerjava z viri poslovne banke

Ročnost	Referenčna obrestna mera	Viri EIB – marža glede na boniteto kreditjemalca			Viri poslovne banke – marža glede na boniteto kreditjemalca		
		A	B	C	A	B	C
1–3 L	3- ali 6-mesečni Euribor	2,25	2,55	3,05	4,55	5,05	5,55
3–7 L	3- ali 6-mesečni Euribor	2,45	2,75	3,25	4,75	5,25	5,75
7–10 L	3- ali 6-mesečni Euribor	2,65	2,95	3,45	4,95	5,45	5,95
Nad 10 L	3- ali 6-mesečni Euribor	2,85	3,15	3,65	5,15	5,65	6,15

Vir: Interno gradivo izbrane banke, 2012.

Iz Tabele 12 je razvidno, da je ponudba kreditov iz sredstev EIB najugodnejša ponudba v poslovni banki in ena ugodnejših ponudb na trgu nasploh, prav zaradi cenejšega zadolževanja EIB na medbančnem trgu.

4 PRIKAZ UČINKOV RAZVOJNEGA FINANCIRANJA NA IZBRANO PODJETJE NA PODLAGI NEPOVRATNIH SREDSTEV IN EVROPSKE INVESTICIJSKE BANKE

V tem poglavju prikazujem analizo učinkov razvojnega financiranja izbranega podjetja, ki se ukvarja s turistično dejavnostjo. Skozi primerjalno analizo financiranja investicije sem predstavil razlike med razvojnim in izključno bančnim financiranjem, ki sta prikazana na osnovi različne strukture financiranja. Podrobno sem prikazal financiranje investicije v gradnjo hotela s petimi zvezdicami v višini 20,6 milijona EUR na podlagi pridobljenih nepovratnih sredstev iz virov ESRR, cenejšega zadolževanja iz virov EIB in dražjega vira poslovne banke.

Podjetje iz turistične dejavnosti sem izbral za podrobno analizo zato, ker strukturni skladi z nepovratnimi sredstvi podpirajo koncentracijo razvojnih usmeritev v okviru razvojnih prioritet, ki se nanašajo tudi na namen sofinanciranja določenih destinacij za namen dviga konkurenčnosti turističnega gospodarstva, kjer je prisotno precejšnje pomanjkanje ustreznih nastanitvenih zmogljivosti. V nadaljevanju tega poglavja sem predstavil še ključne izvedbene aktivnosti, ki bi pripomogle k uspešnemu dolgoročnemu poslovanju izbranega podjetja v prihodnosti.

4.1 Predstavitev izbranega podjetja

V tabeli 13 je prikazana osebna izkaznica izbranega podjetja.

Tabela 13: Osebna izkaznica izbranega podjetja

Osnovna dejavnost:	Dejavnost hotelov in podobnih nastanitvenih obratov
Osnovni kapital:	188.275 EUR
Lastniška struktura:	100 % izbrano podjetje
Št. zaposlenih na dan 31. decembra 2011	60
Velikost po Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD)	MSP

Vir: Ajpes, 2012.

Izbrano podjetje se je do leta 2010 ukvarjalo z inženirinskimi posli in je ponujalo podjetjem strokovno (tehnično, pravno, ekonomsko itd.) in organizacijsko pomoč v

celotnemu investicijskemu procesu, od ideje do predaje zgrajenega objekta. Storitve izbranega podjetja so tako zajemale vse potrebne aktivnosti za vzpostavitev pogojev za kakovostno in uspešno izvajanje dejavnosti prostorskega načrtovanja, projektiranja in tehničnega svetovanja v smislu njihovega povezovanja in koordiniranja, pri čemer se je v največji možni meri zasledoval in zadovoljil interes investitorja.

V letu 2010 pa se je izbrano podjetje začelo ukvarjati z gradnjo, trženjem in upravljanjem hotela s petimi zvezdicami, katerega stooletni lastnik je. Z gradnjo hotela so dvignili pestrost ponudbe in dogajanja v širši regiji. Sam objekt je zgrajen moderno, z bogato ponudbo bazenskih kompleksov, savn, fitnesa, wellnesa in lokalov. Hotel bo s svojo visoko kakovostno ponudbo na dolgi rok povrnil ugled regije, zagotovil delovna mesta in nove podjetniške priložnosti v okolju ter investitorjem zraven donosa tudi ugled v širšem okolju zaradi razvoja pomembne nacionalne kulturne, naravne in gospodarske dediščine. Hotel namerava v srednjeročnem obdobju (dve do štiri leta) vzpostaviti močno prepoznavnost na domačem in bližnjih trgih – Hrvaška, Italija, Avstrija, Nemčija. Cilj dolgoročnega obdobja je postati prepoznavna destinacija z visoko dodano vrednostjo na področju turizma v regiji Vzhodne Evrope in potrebno nišno prepoznavnostjo na oddaljenejših trgih (Interno gradivo izbranega podjetja, 2011).

Znesek celotne investicije v hotel je ocenjen na 20,6 milijona EUR. Hotel razpolaga s 86 sobami, 15 apartmaji (skupaj 206 ležišč), podzemno garažo, parkirnim prostorom, restavracijo s 190 sedeži, bowling stezo, wellness centrom in bazenskim kompleksom. Poleg tega ima tudi lastno kongresno dvorano za sto ljudi, hkrati pa je povezan tudi z drugimi ponudniki kongresnih storitev. Po mnenju posloводства podjetja, v bližini ni primerljivega kompleksa (Interno gradivo izbranega podjetja, 2011). V želji po povečanju prihodkov hotela se je podjetje povezalo s strateškim partnerjem, ki se bo lotil investicije v gradnjo novega smučišča v bližini hotela. To bo v obsegu največje smučišče v Vzhodni Evropi in bo v celoti tudi dodatno zasneževano. Kapaciteta smučišča bo v prvi fazi 150 do dvesto tisoč smučarjev, končna kapaciteta pa štiristo tisoč smučarjev na leto. Pomembna bo tudi uporaba gondolskega sistema v poletnem času za transport pohodnikov na bližnje vrhove in za kolesarje, za katere bo urejenih več kolesarskih prog. Kapacitete bodo zajemale tudi garažno hišo za 380 avtomobilov ter dodatno urejena parkirišča za sto avtomobilov. Gradnja prve faze smučišča naj bi bila zaključena konec leta 2012, tako da bi bili učinki povečanega prometa v hotelu vidni že v zimskem času 2012/2013 (Interno gradivo izbranega podjetja, 2011).

4.2 Poslovanje izbranega podjetja na osnovi primerjave med razvojnim financiranjem in izključno bančnim financiranjem investicije

Primerjalna analiza med razvojnim in izključno bančnim financiranjem temelji na številnih predpostavkah, glavne predpostavke prikaza pa so opredeljene v nadaljevanju:

- v Tabeli 14 je prikazana finančna konstrukcija **razvojnega financiranja investicije**, ki temelji na osnovi naslednjih virov:

Tabela 14: Prikaz strukture razvojnega financiranja

Vir	Znesek (v EUR)	Delež vira v celotni investiciji (v %)
Nepovratna sredstva (ESRR)	4.000.000	19
Evropska investicijska banka	6.400.000	31
Poslovna banka	9.000.000	44
Lastni viri	1.200.000	6
Skupaj	20.600.000	100

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

- za financiranje posameznih projektov lahko kombinacija nepovratnih sredstev in EIB predstavlja največ do devetdeset odstotkov vrednosti projekta, preostanek sredstev pa pomenijo lastna sredstva prijavitelja v projektu in poslovnih bank. V primeru financiranja investicije izbranega podjetja je finančna konstrukcija zasnovana na kombinaciji nepovratnih sredstev in virov EIB v višini petdeset odstotkov vrednosti projekta, preostanek pa predstavlja lastni vir izbranega podjetja in vir poslovne banke. Pri tem je potrebno poudariti, da je Slovenija za financiranje MSP pridobila v letu 2011 335 milijonov EUR iz naslova EIB (Skupina Evropske investicijske banke, 2011). Od te višine pridobljenih virov, je poslovna banka, ki financira investicijo izbranega podjetja pridobila petdeset milijonov EUR in jih je namensko prerazdelila med svoje komitente po načelu minimiziranja tveganja. Povpraševanje komitentov izbrane poslovne banke po virih EIB je bilo v letu 2011 zelo visoko in je presegalo razpoložljiva sredstva v višini petdeset milijonov EUR. Poslovna banka je tako skladno s svojo poslovno politiko selektivno odobravalta ta namenska sredstva le kreditno sposobnim komitentom. Tako je poslovna banka izbranemu podjetju za financiranje investicije odobrila 6,4 milijona EUR kredita iz virov EIB, kar predstavlja 12 odstotkov dodeljenih sredstev poslovni banki v letu 2011;

- pri razvojnem financiranju del finančne konstrukcije predstavlja kredit poslovne banke v višini devet milijonov EUR z ročnostjo dvajset let in kredit EIB v višini 6,4 milijona EUR z ročnostjo dvajset let. Poslovna banka je na osnovi učinkovitega trženja bančnih storitev (tudi kreditov iz vira EIB) uporabila odbitek v okviru redne ponudbe na izhodiščno obrestno mero veljavno za C komitenta, prikazana tudi v Tabeli 12. Obrestno mero iz naslova lastnega vira je znižala s šestmesečnega Euribora + 6,15 odstotka na šestmesečni Euribor + 5,15 odstotka, iz naslova vira EIB pa s šestmesečnega Euribora + 3,65 odstotka na šestmesečni Euribor + 3,25 odstotka. Odbitki so med drugim odvisni od obsega poslovanja komitenta z banko (komitent celoten plačilni promet, kartično poslovanje in druge bančne storitve opravlja prek banke kreditodajalke, kar banki omogoča pridobivanje neobrestnih prihodkov). V projekcijah poslovanja izbranega podjetja (glej prilogo 5 in 6) predpostavljam, da je počrpalo kredite v celoti do 31. decembra 2010 z moratorijem na odplačevanje glavnice v letu 2012;
- nepovratna sredstva iz naslova ESRR v višini 4 milijone EUR predstavljajo obliko lastnega vira, saj podjetje iz tega naslova ni bremenjeno za stroške financiranja, prav tako pa v primeru dolgoročnega (najmanj petletnega) funkcioniranja investicije teh sredstev ni dolžno vračati. Nepovratna sredstva knjižimo v bilanci stanja med dolgoročne rezervacije. Nato vsako leto v višini amortizacije za del naložbe, ki je bila financirana z nepovratnimi sredstvi, zmanjšujemo rezervacije. Enak znesek ima kontra postavko v izkazu poslovnega izida v drugih prihodkih iz poslovanja, pri čemer je to knjigovodska postavka, ki ima učinek na boljši poslovni izid;
- lastna sredstva v višini 1,2 milijona EUR, ki ne predstavljajo stroškov financiranja in so pridobljena iz naslova prenesenih dobičkov podjetja iz prejšnjih let, del lastnih sredstev pa predstavlja tudi že pridobljeno zemljišče v lasti podjetja;
- v Tabeli 15 je prikazana finančna konstrukcija **bančnega financiranja investicije**, ki temelji na naslednjih virih:

Tabela 15: Prikaz strukture bančnega financiranja

Vir	Znesek (v EUR)	Delež vira v celotni investiciji (v %)
Poslovna banka	19.400.000	94
Lastni viri	1.200.000	6
Skupaj	20.600.000	100

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

- pri bančnem financiranju predstavlja del finančne konstrukcije kredit poslovne banke v višini 19,4 milijona EUR z ročnostjo dvajset let in obrestno mero šestmesečni Euribor + 5,15 odstotka. V projekcijah poslovanja izbranega podjetja (glej prilogo 7)

predpostavljam, da je počrpalo kredit v celoti do 31. decembra 2010 z moratorijem na odplačevanje glavnice v letu 2012;

- v daljšem obdobju odplačevanja kredita lahko pride do večjih sprememb v višini referenčne obrestne mere, s tem pa tudi do izrazitega povečanja ali zmanjšanja finančne obveznosti. To seveda kredit podraži ali poceni, v primeru drastičnega povečanja referenčne obrestne mere pa kreditojemalca lahko pripelje celo v položaj, ko morda ne bo več imel na voljo dovolj rednih sredstev za nemoteno odplačevanje kredita. Obrestna mera kredita se po poteku obdobja, ki je enako ročnosti referenčne obrestne mere, torej spremeni za vsako naslednje obdobje, pri čemer se uporabi takrat veljavna referenčna obrestna mera. Vsak znesek iz naslova obresti, ki ga banka obračunava za določeno obdobje, se obračunava na proporcionalni način, po metodi navadnega obrestnega računa ter upošteva dejansko število pretečenih dni v takem obdobju (obrestnem obdobju). Višina šestmesečnega Euribora je v amortizacijskem načrtu določena na podlagi tržnih obrestnih mer za posamezno obdobje. Dneva zapadlosti obresti v plačilo sta 15. december in 15. junij v tekočem letu. V priloženih projekcijah poslovanja in amortizacijskih načrtih sem od 15. junija 2012 dalje predpostavljal, da znaša šestmesečni Euribor 0,941 odstotka, saj natančnega gibanja Euribora v prihodnosti ni mogoče natančno določiti;
- za prikaz namena razvojnega in izključno bančnega financiranja so v prilogah 5–7 priloženi amortizacijski načrti odplačevanja obveznosti iz naslova glavnice in obresti. Višina izračunanih obveznosti vpliva tudi na izdelane projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja izbranega podjetja, ki so kot priloge 8–11 magistrskega dela. Tudi pri izračunu posameznih kazalnikov sem kot osnovo uporabil podatke iz priloženih projekcij izkaza poslovnega izida in bilance stanja izbranega podjetja. Primerjava poslovanja izbranega podjetja na osnovi razvojnega in izključno bančnega financiranja temelji na izračunu kazalnikov za preteklo leto 2011, tekoče leto 2012 in ciljno optimalno leto 2020. V letu 2020 podjetje namreč planira najvišjo realizacijo, najvišji dobiček iz poslovanja in končni čisti dobiček.

4.2.1 Primerjava kazalnikov financiranja

Kazalniki financiranja omogočajo presojo ustreznosti virov financiranja, kar pomeni optimalno priskrbo virov financiranja. Pri presoji teh kazalnikov je treba upoštevati, da kakovost finančne strukture po eni strani pomeni usklajenost lastniškega in dolžniškega kapitala, po drugi strani pa usklajenost virov financiranja s sredstvi.

$$\text{Delež kapitala v virih sredstev} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Obveznosti do virov financiranja}} \quad (1)$$

Kazalnik iz enačbe (1) prikazuje lastniški delež virov financiranja. Večja ko je vrednost kazalnika, več sredstev je financiranih z lastniškim kapitalom. Večja vrednost kazalnika tako pomeni večjo varnost naložb upnikov in stabilnost donosov lastnikov. Previsoka

vrednost tega kazalnika pa lahko po drugi strani pomeni neracionalno financiranje sredstev. Prav tako je pri proučevanju kakovosti finančne strukture nujno upoštevati stroške lastniškega in stroške dolžniškega kapitala (Benedik, 2003, str. 52).

$$\text{Delež dolgov v virih sredstvih} = \frac{\text{Dolgoročne obveznosti} + \text{kratkoročne obveznosti}}{\text{Obveznosti do virov financiranja}} \quad (2)$$

Kazalnik iz enačbe (2) pojasnjuje, kolikšen delež sredstev je financiran z dolžniškim kapitalom. Dolg zajema kratkoročne in dolgoročne obveznosti, uporablja pa se za napoved dolgoročne solventnosti. Upniki dajejo prednost nizkemu kazalniku dolga, saj ta omogoča previdnost ob morebitni likvidaciji podjetja in s tem tudi njihovi izgubi. Lastniki pa se po drugi strani bolj nagibajo k višjemu vzvodju, predvsem zato, da bi tako povečali prihranke. Če znaša kazalnik več kot šestdeset odstotkov, to pomeni, da upniki pokrivajo več kot polovico celotnega financiranja podjetja. Takšno podjetje bo imelo težave pri najemanju novih posojil, zlasti če ne bo povečalo lastniškega kapitala (Ipavec, 2004, str. 14).

V povezavi z zgornjim kazalnikom (2) je pomemben tudi dolg v primerjavi s kapitalom:

$$\text{Razmerje med dolgom in kapitalom} = \frac{\text{Celotni dolg}}{\text{Celotni kapital}} \quad (3)$$

Oba zgornja kazalnika (2) in (3) se namreč povečata, če podjetje financira svoje naložbe z uporabo tujih virov. Kazalnik razmerja med dolgom in kapitalom nam kaže, kakšno je razmerje med lastniškim in dolžniškim virom financiranja, in nakazuje potencialno željo podjetja po novem zadolževanju za poplačilo zapadlih obveznosti. Posebno je pomemben za upnike, saj prikazuje velikost, s katero lastniki podjetja delijo tveganje. V celotnem kapitalu upoštevamo tudi nepovratna sredstva, ki predstavljajo obliko lastnega vira, saj podjetje iz tega naslova ni bremenjeno za stroške financiranja, prav tako pa podjetju teh sredstev ni potrebno vračati.

Kapitalsko pokritost dolgoročnih sredstev izračunamo po spodnji formuli:

$$\text{Kapitalska pokritost dolgoročnih sredstev} = \frac{\text{Celotni kapital}}{\text{Dolgoročna sredstva}} \quad (4)$$

Iz enačbe (4) je razvidno, v kakšnem obsegu so dolgoročna sredstva financirana z lastniškim kapitalom, v katerega so vključena tudi nepovratna sredstva. V primeru, da so dolgoročna sredstva v celoti financirana z lastniškim kapitalom, bo vrednost kazalnika večja od 1, kar zagotavlja večjo varnost upnikov. Če je vrednost kazalnika manjša od 1, pomeni, da poslovni subjekt ne sledi zlatemu bilančnemu pravilu, kar pa ne pomeni nujno tudi ekonomske neučinkovitosti (Duhovnik, 2003, str. 36).

Tabela 16: Izračun kazalnikov financiranja v letih 2011 in 2012 in primerjava s ciljnim optimalnim letom 2020

Element	Razvojno financiranje			Bančno financiranje		
	2011	2012	2020	2011	2012	2020
1. Kapital (v EUR)	822.214	473.994	7.749.230	324.485	-518.295	3.868.285
2. Nepovratna sredstva (v EUR)	3.756.858	3.629.946	2.875.024	0	0	0
3. Obveznosti do virov sredstev (v EUR)	21.150.024	20.634.286	21.866.950	20.895.437	19.586.234	19.235.981
4. Dolgoročne in kratkoročne obveznosti (v EUR)	16.567.332	16.526.726	11.239.076	20.567.332	20.100.909	15.364.076
5. Dolgoročna sredstva (v EUR)	20.334.808	19.751.006	20.043.315	20.334.808	19.751.006	20.043.315
6. Delež kapitala v virih sredstev (v %)	21,65 %	19,89 %	48,58 %	1,55 %	-2,65 %	20,11 %
7. Delež dolgov v virih sredstvih (v %)	78,33 %	80,10 %	51,41 %	98,43 %	102,63 %	79,87 %
8. Razmerje med dolgom in kapitalom	3,61	4,02	1,05	63,38	-38,78	3,97
9. Kapitalska pokritost dolgoročnih sredstev	0,23	0,21	0,53	0,02	-0,03	0,19

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Iz Tabele 16 izračunan kazalnik deleža kapitala v virih sredstev nam pove, da smo na osnovi razvojnega financiranja investicije izbranega podjetja 21,65 odstotka sredstev financirali z lastniškim kapitalom (pri izračunu upoštevamo tudi pridobljena nepovratna sredstva). V letu 2012 se bo financiranje z lastniškim kapitalom zmanjšalo glede na leto 2011 in bo znašalo 19,89 odstotka. V ciljnem optimalnem letu poslovanja 2020 bi se delež kapitala v virih sredstev dvignil na 48,58 odstotka, kar je na sprejemljivi ravni in pomeni, da bi bilo izbrano podjetje srednje kapitalsko močno. Na osnovi bančnega financiranja investicije se kazalnik deleža kapitala v virih sredstvih še bistveno zniža. To pomeni, da izbrano podjetje praktično skoraj vsa sredstva financira s tujim kapitalom, kar zbuja skrb. V ciljnem optimalnem letu poslovanja 2020 bi sicer podjetje povečalo delež kapitala v virih sredstev na 20,11 odstotka, vendar bi še naprej ostajalo kapitalsko šibko.

Iz Tabele 16 izračunan kazalnik delež dolgov v virih sredstev nam pove, da je na osnovi razvojnega financiranja 78,33 odstotka sredstev podjetja financiranih z dolžniškim kapitalom. V letu 2012 se bo financiranje z dolžniškim kapitalom povečalo glede na leto 2011 in bo znašalo 80,10 odstotka. V ciljnem optimalnem letu poslovanja 2020 bi se delež dolgov v virih sredstev praktično prepolovil, saj bi jih podjetje poravnavalo in s tem zniževalo svoje obveznosti iz naslova zadolževanja. Z izjemo predhodnih let podjetje v optimalnem letu ne bi smelo imeti težav pri najemanju novih posojil, saj znaša ta kazalnik manj kot šestdeset odstotkov. Na osnovi bančnega financiranja investicije se kazalnik deleža dolgov v virih sredstev še bistveno poveča in izkazuje, da bi podjetje skoraj vsa sredstva financiralo z zadolževanjem. V ciljnem optimalnem letu poslovanja 2020 bi podjetje po projekcijah beležilo delež dolga v virih sredstvih na ravni 79,87 odstotka, kar predstavlja še naprej zelo visoko zadolženost podjetja. To je posledica predvsem še vedno

previsoke začetne zadolženosti kljub rednemu odplačevanju finančnih obveznosti. Podjetje bo imelo v vseh letih svojega poslovanja težave pri najemanju novih posojil, razen če bo pristopilo k povečanju lastniškega kapitala v obliki dokapitalizacije.

Iz Tabele 16 izračunano razmerje med dolgom in kapitalom nam pove, da je v vseh primerjalnih letih celoten dolg večji od celotnega kapitala, ki ga ima izbrano podjetje, kar pomeni močno zadolženost podjetja (izjema je pri razvojnem financiranju v optimalnem letu 2020, ko je višina dolga še na sprejemljivem nivoju).

Kazalnik kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev v vseh primerjalnih letih kaže vrednost manjšo od 1, kar pomeni, da podjetje ne zagotavlja varnosti upnikov, saj dolgoročna sredstva niso v celoti financirana z lastniškim kapitalom. Kapitalska pokritost dolgoročnih sredstev na osnovi razvojnega financiranja je boljša kot na osnovi bančnega financiranja, kar je posledica pridobljenih nepovratnih sredstev, ki razbremenijo zadolženost podjetja.

4.2.2 Stopnja kapitalizacije in stopnja zadolženosti

Za ocenjevanje strukture virov financiranja uporabljamo izračun dveh kazalnikov, in sicer stopnje kapitalizacije in stopnje zadolženosti. Oba kazalca kažeta, kakšno politiko vodi podjetje glede pridobivanja sredstev. Opazovanje vrednosti teh dveh kazalcev večletnih primerjav nam omogoča spoznati uspešnostni potencial podjetja.

$$\text{Stopnja kapitalizacije} = \frac{\text{Lastni viri}}{\text{Vsi viri}} \quad (5)$$

Stopnjo zadolženosti izračunamo po spodnji formuli:

$$\text{Stopnja zadolženosti} = \frac{\text{Tuji viri}}{\text{Vsi viri}} \quad (6)$$

Tabela 17: Stopnja zadolženosti in stopnja kapitalizacije v letih 2011 in 2012 in primerjava s ciljnim optimalnim letom 2020

Element	Razvojno financiranje			Bančno financiranje		
	2011	2012	2020	2011	2012	2020
1. Lastni viri* (v EUR)	4.579.072	4.103.940	10.624.254	324.485	-518.295	3.868.285
2. Tuji viri (v EUR)	15.400.000	15.380.000	10.035.000	19.400.000	18.960.000	14.160.000
3. Vsi viri (v EUR)	19.979.072	19.483.940	20.659.254	19.724.485	18.441.705	18.028.285
4. Stopnja kapitalizacije v %	22,92	21,06	51,42	1,65	-2,81	21,46
5. Stopnja zadolženosti v %	77,08	78,94	48,58	98,35	102,81	78,54

Legenda: * vsota kapitala in nepovratnih sredstev

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Iz Tabele 17 izračunana stopnja zadolženosti in stopnja kapitalizacije izbranega podjetja na osnovi razvojnega financiranja investicije nam pove, da je podjetje razpolagalo v opazovanem obdobju z več tujimi viri kot lastnimi, saj je imelo v letu 2011 22,92 odstotka, v letu 2012 pa planira 21,06 odstotka lastnih virov. Med lastnimi viri poleg kapitala upoštevamo tudi nepovratna sredstva, saj podjetje iz tega naslova ni bremenjeno za stroške financiranja, prav tako pa podjetje v primeru dolgoročnega (najmanj petletnega) funkcioniranja investicije teh sredstev ni dolžno vračati. V optimalnem letu poslovanja 2020 se bo delež lastnih virov občutno povečal, in sicer na 51,42 odstotka, kar je posledica na eni strani povečevanja prenesenih čistih dobičkov podjetja skozi posamezna leta in na drugi strani poplačevanja finančnih obveznosti in posledično zniževanja izpostavljenosti do bank. Na osnovi bančnega financiranja investicije je razmerje med lastnimi in tujimi viri občutno slabše, saj se mora izbrano podjetje zaradi izpada nepovratnih sredstev na trgu dodatno zadolžiti, kar pa povečuje zadolženost iz naslova tujih virov in posledično finančno obremenjenost.

Pri tem velja pravilo, da naj bi bila deleža lastnih in tujih virov petdeset : petdeset odstotkov, in sicer zato, ker naj bi lastni kapital financiral vsaj vse tuje vire, s tem bi bila naložba varnejša. Prevelik delež tujih virov pa bi lahko pahnil podjetje v likvidnostne in druge težave zaradi izplačila visokih obresti, vračanja kredita (Slapničar, 2003, str. 11–13).

4.2.3 Analiza finančne stabilnosti

Finančna stabilnost pomeni, da lahko podjetje poravnava vse svoje obveznosti iz naslova financiranja, torej je sposobno poravnati vse dolgove in vrniti vloženi kapital lastnikom. Finančno stabilnost podjetja nam pokaže koeficient finančne stabilnosti, ki je opredeljen kot razmerje med dolgoročnimi viri sredstev in dolgoročno vezanimi oziroma stalnimi sredstvi. Če je vrednost koeficienta enaka ali večja kot 1, pomeni, da je podjetje sposobno pokriti vse dolgoročne vire z dolgoročnimi sredstvi. Obenem to pomeni finančno stabilno poslovanje podjetja. Če je vrednost koeficienta manjša od 1, pomeni to za podjetje težave pri ohranjanju likvidnosti, kajti del dolgoročno vezanih sredstev financira s kratkoročnimi viri (Slapničar, 2003, str. 10).

$$\text{Koeficient finančne stabilnosti} = \frac{\text{Kapital} + \text{dolgoročne rezervacije} + \text{dolgoročne obveznosti}}{\text{Dolgoročna sredstva}} \quad (7)$$

Tabela 18: Izračun kazalca finančne stabilnosti v letih 2011 in 2012 in primerjava s ciljnim optimalnim letom 2020

Element	Razvojno financiranje			Bančno financiranje		
	2011	2012	2020	2011	2012	2020
1. Dolgoročna sredstva (v EUR)	20.334.808	19.751.006	20.043.315	20.334.808	19.751.006	20.043.315
2. Kapital (v EUR)	822.214	473.994	7.749.230	324.485	-518.295	3.868.285
3. Dolgoročne rezervacije (v EUR)	3.756.858	3.629.946	2.875.024	0	0	0
4. Dolgoročne obveznosti (v EUR)	15.380.000	15.005.000	9.235.000	18.960.000	18.360.000	13.560.000
5. Dolgoročni viri (v EUR)	19.959.072	19.108.940	19.859.254	19.284.485	17.841.705	17.428.285
6. Koeficient finančne stabilnosti	0,98	0,97	0,99	0,95	0,90	0,87

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Iz tabele 18 je razvidno, da pri razvojnem financiranju v vseh opazovanih letih koeficient finančne stabilnosti izbranega podjetja meji zelo blizu 1, na osnovi bančnega financiranja pa so ta odstopanja višja. V vseh primerjalnih letih bo izbrano podjetje na osnovi razvojnega financiranja ustvarilo minimalni primanjkljaj iz financiranja dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri (v letu 2012 bi znašal ta primanjkljaj 592 tisoč EUR), medtem ko je na osnovi bančnega financiranja ta primanjkljaj bistveno višji (v letu 2012 bi znašal primanjkljaj kar 1,975 milijona EUR). To pomeni, da bi imelo izbrano podjetje na osnovi izključno bančnega financiranja težave pri ohranjanju likvidnosti.

4.2.4 Analiza plačilne stabilnosti

Plačilna sposobnost je sposobnost poslovnega subjekta, da v roku zapadlosti poravnava svoje obveznosti, in je tesno povezana z likvidnostjo sredstev, s katerimi razpolaga. Temeljni pogoj za zagotavljanje plačilne sposobnosti in uspešnosti poslovanja je primerna struktura sredstev ter primerna dinamika pretvarjanja teh sredstev iz ene oblike v drugo, iz nelikvidne oblike v likvidno in obratno (Slapničar, 2003, str. 14).

Dolgoročno pokritost dolgoročnih sredstev in zalog izračunamo po enačbi (8):

$$\text{Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev} = \frac{\text{Kapital} + \text{dolgoročne rezervacije} + \text{dolgoročne obveznosti}}{\text{Dolgoročna sredstva} + \text{zaloge}} \quad (8)$$

Tabela 19: Izračun kazalca plačilne stabilnosti v letih 2011 in 2012 in primerjava s ciljnim optimalnim letom 2020

Element	Razvojno financiranje			Bančno financiranje		
	2011	2012	2020	2011	2012	2020
1. Dolgoročna sredstva (v EUR)	20.334.808	19.751.006	20.043.315	20.334.808	19.751.006	20.043.315
2. Kapital (v EUR)	822.214	473.994	7.749.230	324.485	-518.295	3.868.285
3. Dolgoročne rezervacije (v EUR)	3.756.858	3.629.946	2.875.024	0	0	0
4. Dolgoročne obveznosti (v EUR)	15.380.000	15.005.000	9.235.000	18.960.000	18.360.000	13.560.000
5. Zaloge (v EUR)	29.299	31.628	56.648	29.299	31.628	56.648
6. Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	0,98	0,97	0,99	0,95	0,90	0,87

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Iz Tabele 19 je razvidno, da je v vseh letih vrednost kazalnika dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog izbranega podjetja manjša od 1, zato je treba za presojo morebitne plačilne nesposobnosti upoštevati še dodatne dejavnike, kot so stabilen in zadosten denarni tok, kar pa prikazujem v nadaljevanju.

Na osnovi Tabele 20 zagotavljanja likvidnosti sem pri obveznostih do virov financiranja razčlenil postavko, ki se nanaša na zadolževanje iz virov EIB in virov poslovne banke. Razčlenitev sem naredil z namenom, da bo razvidna jasna razlika stroškov financiranja in posledično vpliv na samo poslovanje in likvidnost podjetja.

Izbrano podjetje je ves čas poslovanja sposobno v celoti in v roku poravnati vse obveznosti iz naslova plačila obresti in glavnice. Ob tem v vseh letih poslovanja ustvarja še pozitiven denarni tok. Likvidnost poslovanja izbranega podjetja je odvisna od vpliva obrestne mere, oblikovanja finančne konstrukcije (75 odstotkov vseh virov financiranja, tj. 15,4 milijona EUR predstavljajo tuji viri) in predvidenih sprememb med sredstvi in zadolženostjo podjetja. Bolj ko je podjetje zadolženo, večji bo vpliv spremembe obrestne mere na denarni tok in dobiček podjetja, saj bo zvišanje obrestnih mer pomenilo večje odhodke za dolgove.

Tabela 20: Zagotavljanje likvidnosti na osnovi razvojnega financiranja, in sicer za obdobje od leta 2012 do obdobja natančnega napovedovanja, to je do leta 2020 (v EUR)

Opis	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dobiček (izguba) iz poslovanja	525.719	1.086.745	1.320.171	1.457.222	1.693.055	1.924.836	2.092.009	2.167.208	2.239.854
+ Amortizacija	583.425	549.139	549.139	549.139	467.600	363.557	333.553	305.032	381.806
- Prihodki iz rezervacij	126.913	122.270	117.627	117.627	117.627	95.545	67.369	61.275	55.582
- Davki	0	48.028	87.707	108.426	149.152	189.854	220.667	238.030	255.097
- potrebna obratna sredstva	62.237	173.870	160.077	5.196	5.009	6.033	6.641	-723	-379
- Investicije	0	54.914	54.914	354.914	446.760	536.356	733.355	730.503	879.558
= Razpoložljiva sredstva za kreditne obveznosti	919.995	1.236.802	1.448.984	1.420.197	1.442.106	1.460.605	1.397.529	1.443.154	1.431.803
- Obveznosti do virov financiranja	894.320	1.179.608	1.412.381	1.414.762	1.379.092	1.339.524	1.331.275	1.360.719	1.339.589
Obresti poslovne banke	582.223	538.115	511.919	482.682	454.717	424.208	394.971	365.735	337.450
Obresti Evropske investicijske banke	292.097	266.494	260.462	252.080	244.374	235.316	226.304	214.985	202.139
Glavnica poslovne banke	10.000	305.000	460.000	480.000	480.000	480.000	480.000	480.000	480.000
Glavnica Evropske investicijske banke	10.000	70.000	180.000	200.000	200.000	200.000	230.000	300.000	320.000
Presežek (Primanjkljaj) likvidnih sredstev	25.675	57.194	36.604	5.435	63.015	121.081	66.255	82.435	92.214
Presežek (Primanjkljaj) likvidnih sredstev - kumulativa	46.095	103.288	139.892	145.328	208.342	329.423	395.678	478.113	570.326

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

4.3 Ocena vrednosti izbranega podjetja na osnovi bančnega financiranja

Sposobnost poravnavanja obveznosti izbranega podjetja sem prikazal na osnovi dveh scenarijev, ki se nanašata na razvojno in izključno bančno financiranje. Že iz prikaza zagotavljanja likvidnosti v Tabeli 20, ki se nanaša na razvojno financiranje, je razvidno, da je izbrano podjetje v vseh letih svojega poslovanja sposobno poravnati celotne obveznosti iz naslova zadolževanja. Podjetje uspešno posluje in dosega določeno vrednost. Natančnejši izračun vrednosti izbranega podjetja na osnovi razvojnega financiranja je prikazan v točki 4.4.

Popolnoma nasprotno sliko nam prikaže Tabela 21, ki se nanaša na zagotavljanje likvidnosti izbranega podjetja v razmerah izključno bančnega financiranja. Tuji viri bi zaradi odsotnosti nepovratnih sredstev in odsotnosti cenejših virov EIB znašali skupaj 19,4 milijona EUR, kar predstavlja 94 odstotkov vseh virov financiranja investicije. Razvidno je, da izbrano podjetje ni sposobno v celoti poravnati vseh obveznosti iz naslova plačila obresti in glavnice, saj v obdobju 2012–2019 ustvarja negativen denarni tok in do leta 2020 tudi kumulativni negativen denarni tok. Prikazani primanjkljaj likvidnih sredstev negativno

vpliva tudi bilanco stanja izbranega podjetja, kjer sem zgolj z namenom prikaza negativnih posledic bančnega financiranja ponazoril, da izbrano podjetje v bilanci stanja izkazuje negativna kratkoročna sredstva. V praksi sicer podjetje ne sme niti ne more izkazovati negativne postavke kratkoročnih sredstev in bi se moralo za namen doseganja te pozitivne postavke dodatno kratkoročno zadolžiti, dokapitalizirati ali dezinvestirati.

Tabela 21: Zagotavljanje likvidnosti na osnovi bančnega financiranja, in sicer za obdobje od leta 2012 do obdobja natančnega napovedovanja, to je do leta 2020 (v EUR)

Opis	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dobiček (izguba) iz poslovanja	398.806	964.475	1.202.544	1.339.594	1.575.427	1.829.291	2.024.640	2.105.933	2.184.272
+ Amortizacija	583.425	549.139	549.139	549.139	467.600	363.557	333.553	305.032	381.806
- Prihodki iz rezervacij	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Davki	0	0	17.199	42.164	82.595	126.582	161.366	179.042	195.909
- potrebna obratna sredstva	62.237	173.870	160.077	5.196	5.009	6.033	6.641	-723	-379
- Investicije	0	54.914	54.914	354.914	446.760	536.356	733.355	730.503	879.558
= Razpoložljiva sredstva za kreditne obveznosti	919.995	1.284.830	1.519.492	1.486.459	1.508.663	1.523.877	1.456.830	1.502.142	1.490.990
- Obveznosti do virov financiranja	1.681.967	1.731.975	1.695.429	1.658.883	1.625.175	1.585.791	1.549.245	1.512.699	1.478.591
Obresti poslovne banke	1.241.967	1.131.975	1.095.429	1.058.883	1.025.175	985.791	949.245	912.699	878.591
Glavnica poslovne banke	440.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Presežek (Primanjkljaj) likvidnih sredstev	(761.972)	(447.145)	(175.936)	(172.423)	(116.512)	(61.914)	(92.415)	(10.556)	12.399
Presežek (Primanjkljaj) likvidnih sredstev - kumulativa	(1.112.369)	(1.559.514)	(1.735.450)	(1.907.874)	(2.024.386)	(2.086.300)	(2.178.714)	(2.189.271)	(2.176.872)

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Velja, da bo dolžnik na osnovi bančnega financiranja in glede na predvidene projekcije poslovanja postal dolgoročno plačilno nesposoben, kar utemeljujem z naslednjimi dejstvi.

Iz Tabele 22 je razvidno, da znašajo rezerve podjetja v vseh letih v višini 16.403 EUR, prenesenega čistega poslovnega izida ima podjetje v letu 2012 v višini 119.806 EUR, v letu 2013 v višini -722.973 EUR, v letu 2014 v višini -890.092 EUR in v letu 2015 v višini -799.795 EUR.

Tekoči rezultat poslovnega leta v letu 2012 znaša v višini -842.780 EUR, v letu 2013 v višini -167.119 EUR, v letu 2014 v višini 90.297 EUR in v letu 2015 v višini 238.929 EUR.

Tabela 22: Planirane sestavine kapitala v bilanci stanja na dan 31. decembra 2012 do 31. decembra 2015 v primeru bančnega financiranja (v EUR)

Postavke	2012	2013	2014	2015
Kapital	-518.295	-685.414	-595.117	-356.188
Vpoklicani kapital	188.275	188.275	188.275	188.275
Kapitalske rezerve	5.720	5.720	5.720	5.720
Rezerve iz dobička	10.683	10.683	10.683	10.683
Preneseni čisti poslovni izid	119.806	-722.973	-890.092	-799.795
Čisti poslovni izid poslovnega leta	-842.780	-167.119	90.297	238.929

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Pri dolžniku bo v letih 2012–2015 izguba tekočega leta skupaj s prenesenim čistim poslovnim izidom dosegla več kot polovico osnovnega kapitala in te izgube ni mogoče pokriti v breme prenesenega dobička ali rezerv. Na osnovi enačbe (9) prikazujem izračun po posameznih letih (v EUR):

$$\text{Leto } t: \text{rezultat tekočega leta } t + \text{rezerve } t + \text{preneseni čisti poslovni izid } t \quad (9)$$

$$\text{Leto 2012: } -842.780 + 16.403 + 119.806 = -706.571$$

$$\text{Leto 2013: } -167.119 + 16.403 - 722.973 = -873.689$$

$$\text{Leto 2014: } 90.297 + 16.403 - 890.092 = -783.392$$

$$\text{Leto 2015: } 238.929 + 16.403 - 799.795 = -544.464$$

$$50 \text{ odstotkov osnovnega kapitala} = 188.275 : 2 = 94.137,50$$

Izguba bo glede na projekcije poslovanja v letih 2012–2015 presegala polovico osnovnega kapitala, kar pomeni, da bo izbrano podjetje na osnovi bančnega financiranja postalo **dolgoročno plačilno nesposobno, zrelo za stečaj oziroma prisilno poravnavo. Izbrano podjetje v letih 2012–2015 posluje še z negativnim kapitalom in ustvarja visok primanjkljaj likvidnih sredstev za namen poplačevanja svojih obveznosti, kar pomeni, da na osnovi bančnega financiranja izbrano podjetje nima vrednosti.**

4.4 Ocena vrednosti izbranega podjetja na osnovi razvojnega financiranja

Na osnovi analize plačilne sposobnosti iz Tabele 21 sem ugotovil, da v primeru bančnega financiranja izbrano podjetje nima vrednosti. Podjetje namreč ni dolgoročno plačilno sposobno, poleg tega pa še več let zaporedoma posluje z negativnim kapitalom in ustvarja visok primanjkljaj likvidnostnih sredstev. Popolnoma nasprotno posluje izbrano podjetje v primeru razvojnega financiranja, zato v nadaljevanju prikazujem oceno tržne vrednosti lastniškega deleža izbranega podjetja. Tržna vrednost je v skladu z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti (International Valuation Standards Committee, 2007, str. 17) opredeljena kot ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri kateri sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile.

Ocenjena vrednost velja za stoodstoten lastniški kapital podjetja, ki je predmet vrednotenja. Ocenjevanje vrednosti predmeta vrednotenja je izvedeno na dan 31. december 2011. Ocena vrednosti se nanaša na dan ocenjevanja in se bo oziroma bi se razlikovala od ocene vrednosti, opravljene na drug dan.

4.4.1 Omejitev ocenjevanja vrednosti

V nadaljevanju bom predstavil glavne metodološke predpostavke ocenjevanja vrednosti in omejitve ocenjevanja vrednosti, ki so vplivale na ocenjevanje vrednosti ciljnega podjetja:

- ocena vrednosti predmeta vrednotenja se lahko uporablja le za določen datum vrednotenja;
- ocenjevanje vrednosti je bilo izvedeno ob predpostavki delujočega podjetja;
- ocenjevanje vrednosti je potekalo v letu 2012 na podlagi revidiranih računovodskih izkazov na dan 31. decembra 2011;
- natančne projekcije prihodnjega poslovanja so bile izdelane za obdobje od leta 2011–2020.

Opozarjam, da sem pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala v obravnavanem podjetju izhajal iz kredibilnih virov zunanjih institucij, uporabljal pa sem tudi podatke in informacije, ki so mi bile posredovane s strani ocenjevanega podjetja in jih v modelu ocenjevanja vrednosti upoštevam kot kredibilne. Opravljeno ocenjevanje vrednosti izbranega podjetja temelji na številnih predpostavkah, vrednosti posameznih predpostavk pa sem opredelil z ozirom na prejete napovedi poslovanja in glede na slovensko konkurenco. Gibanje čistih prihodkov od prodaje je predpostavljeno glede na prejete plane, dolgoročna optimalna marža EBITDA v letu 2020 po planih znaša 42,8 odstotka. Če bi se

realizirana rast prihodkov in marža EBITDA razlikovala od v modelu predpostavljene, bi to lahko pomembno vplivalo na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja. Na ocenjeno vrednost pomembno vplivajo tudi v modelu predvidene investicije. Če bi podjetje realiziralo drugačno investicijsko politiko od v modelu predpostavljene, bi to pomembno vplivalo na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala.

4.4.2 Način ocenjevanja vrednosti izbranega podjetja

Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane vrste vrednosti sem kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti izbral naslednje načine, metode oziroma postopke ocenjevanja vrednosti (Pratt, 2000, str. 45):

- način ocenjevanja vrednosti: na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti;
- metoda ocenjevanja vrednosti: metoda diskontiranega denarnega toka;
- postopek ocenjevanja vrednosti: postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč celotni kapital.

Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja (metoda diskontiranega denarnega toka) je teoretično najbolj korekten način ocenjevanja vrednosti podjetij, ki je v praksi največkrat uporabljen, saj upošteva tok donosov, ki jih lastnik sredstev pričakuje v prihodnosti, časovni razpored prejemanja teh donosov ter tveganje, ki ga nosi lastnik sredstev. Ocenjevanje vrednosti po tem modelu temelji na oceni prihodnjih denarnih tokov podjetja (torej imetnikom lastniškega in dolžniškega kapitala podjetja), ki se v naslednji fazi diskontirajo s tehtanim povprečnim stroškom kapitala (v nadaljevanju angl. *WACC*⁵). Dobljena ocena vrednosti celotnega podjetja se zmanjša za sedanjo vrednost neto dolga podjetja (Pratt, 2000, str. 45–48).

Pri oceni vrednosti ocenjevanega podjetja sem denarne tokove razdelil na dve obdobji, in sicer na obdobje natančnega napovedovanja (do leta 2020), ter na obdobje po obdobju natančnega napovedovanja. Za drugo obdobje sem predpostavil, da denarni tok iz zadnjega leta natančnega napovedovanja raste v neskončnost z dvo odstotno predpostavljeno nominalno letno stopnjo rasti.

⁵ Tehtani povprečni strošek kapitala (angl. *Weighted Average Cost Of Capital*) je izračunan kot tehtana vsota stroška dolga, zmanjšane za davčno stopnjo, in ocenjenega stroška lastniškega kapitala. Tehtano je z relativnim deležem vira financiranja v celotnem kapitalu.

4.4.3 Gospodarske razmere, razmere v turistični panogi in opis konkurence izbranega podjetja

Gospodarska rast je v Sloveniji po podatkih Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju Urad) v letu 2011 znašala 1,5 odstotka. Za leto 2012 je predvideno njeno povečanje na 2,0 odstotka in v letu 2013 na 2,5 odstotka (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2011, str. 5–9).

Nizka gospodarska aktivnost v Sloveniji se je nadaljevala tudi na začetku zadnjega četrtnetja 2011. Rast realnega blagovnega izvoza se je na prehodu iz tretjega v četrto četrtnetje 2011 upočasnila. Realni obseg proizvodnje predelovalnih dejavnosti, ki se je sredi leta 2011 začel zmanjševati, je upadel tudi oktobra. To je bila predvsem posledica srednje nizko tehnološko zahtevnih panog, ki proizvajajo večinoma vmesne proizvode in se po oceni Urada tudi prve odzovejo na padec povpraševanja. Oktobra 2011 se je občutno zmanjšala vrednost opravljenih gradbenih del, in sicer v vseh segmentih gradbeništva, aktivnost pa je padla na najnižjo raven v času krize. Realni prihodek v trgovini na drobno se je od začetka druge polovice leta 2011 povečeval le zaradi rasti v trgovini z motornimi gorivi. Kazalnik gospodarske klime kaže, da se bo nizka gospodarska aktivnost nadaljevala tudi v prihodnje (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2011, str. 9–13).

Razmere v turistični panogi kažejo, da je bilo v decembru 2011 v turističnih nastanitvenih objektih zabeleženih za sedem odstotkov več prihodov in za prav toliko več prenočitev vseh turistov kot v decembru 2010. Število prihodov domačih turistov je bilo večje za sedem odstotkov, število njihovih prenočitev pa za devet odstotkov. Tudi število prihodov tujih turistov je bilo večje za sedem odstotkov; število prenočitev tujih turistov pa je bilo večje za šest odstotkov. V letu 2011 je bilo največ prenočitev ustvarjenih v zdraviliških občinah, in sicer 33 odstotkov oziroma tri milijone prenočitev, sledijo gorske občine s 24 odstotki oziroma 2,2 milijona ustvarjenih prenočitev in obmorske občine s 22 odstotki oziroma 2,1 milijona ustvarjenih nočitev. Glede na leto 2010 je bilo v zdraviliških občinah ustvarjenih tri odstotke več prenočitev, za šest odstotkov več je bilo ustvarjenih prenočitev v gorskih občinah in obmorskih občinah (Statistični urad Republike Slovenije, 2011, str. 423–436). Največ zanimanja se v zadnjem času kaže za ekoturizem, kar pomeni okolju prijazen turizem. Turisti iščejo avtentično okolje in neokrnjeno naravo. Gre za turizem, ki ne ogroža naravne dediščine, ampak jo pomaga ohranjati. V Tabeli 23 predstavljam ključne kazalce poslovanja slovenske konkurence izbranega podjetja, ki največ prihodkov ustvari iz hotelske dejavnosti in podobnih nastanitvenih obratov.

Tabela 23: Povzetek primerjave kazalcev slovenske konkurence izbranega podjetja v letu 2011 (v 000 EUR)

	Izbrano podjetje	Rekreacijsko turistični center Kranjska Gora	Alpski turistični center Kanin	Rekreacijsko turistični center Krvavec
Prihodki iz prodaje	3.117	3.491	882	2.950
Stroški blaga, materiala in storitev	1.074	1.333	168	1.083
% prihodkov iz prodaje	34,4	38,2	19	36,7
Stroški dela	1.071	725	343	707
% prihodkov iz prodaje	34,3	20,8	38,8	24
Amortizacija	617	1.297	560	907
% prihodkov iz prodaje	19,8	37,1	63,49	30,7
EBIT⁶	390	369	-20	271
EBIT marža	12,5	10,6	-2,2	9,2
EBITDA⁷	1.008	1.666	539	1.178
EBITDA marža (v %)	32,3	47,7	61,1	39,9
Čisti dobiček	-472	48	-371	6
Profitna marža (v %)	-15,1	1,4	-42	0,2
Sredstva	21.150	15.997	10.669	19.988
Od tega opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena osnovna sredstva	20.305	14.445	10.074	18.296
% celotnih sredstev	96	90,3	94,4	91,5
Od tega finančne naložbe	0	0	15	555
% celotnih sredstev	0	0	0,1	2,8
Od tega kratkoročne poslovne terjatve	469	876	308	301
% celotnih sredstev	2,2	5,5	2,9	1,5
Obveznosti do virov sredstev	21.150	15.997	10.669	19.988
Od tega kapital	822	2.436	1.962	11.900
% celotnih obveznosti	3,8	15,2	18,4	59,5
Od tega finančne obveznosti	15.400	8.973	5.330	6.248
% celotnih obveznosti	72,8	56,1	50,0	31,3
Od tega kratkoročne posl. Obveznosti	1.167	1.095	1.142	913
% celotnih obveznosti	5,5	6,8	10,7	4,6

Vir: GVIN, 2012.

Iz Tabele 23 je razvidno, da izbrano podjetje v letu 2011 ustvarja dobiček iz poslovanja v višini 390 tisoč EUR, vendar na račun visoke zadolženosti in posledično ustvarjenih visokih finančnih odhodkov izkazuje končno čisto izgubo. Ob predpostavki upoštevanja nepovratnih sredstev podjetje izboljšuje kapitalsko ustreznost, vendar zadolžitev ostaja na visoki ravni. Marža EBITDA izbranega podjetja se glede na konkurenco giblje na primerljivi ravni.

⁶ Dobiček iz poslovanja v tekočem letu.

⁷ Dobiček iz poslovanja, povečan za amortizacijo v tekočem letu.

4.4.4 Povzetek uporabljenih predpostavk

Vrednotenje izbranega podjetja temelji na številnih predpostavkah, vezanih na nadaljnje poslovanje ocenjevanega podjetja. Glavne predpostavke ocenjevanja vrednosti so opredeljene v nadaljevanju.

Pri napovedovanju **čistih prihodkov od prodaje** sem se opiral na prejete napovedi izbranega podjetja, ki predvidevajo vsakoletno rast do optimalnega leta poslovanja 2020, nato pa naprej z dvo odstotno dolgoročno predpostavljeno nominalno letno stopnjo rasti. Oglaševanje hotela poteka poleg elektronskih medijev, različnih katalogov, katerih ogromno izdajo v Avstriji in Nemčiji. V letu 2012 naj bi rast prihodkov tako znašala 7,3 odstotka. Rast utemeljujejo na račun nove kongresne dvorane ob hotelu, ki predstavlja funkcionalno celoto in omogoča izvedbo večjih dogodkov z načrtovanim povečanjem cen penzijskih storitev in s pričetkom obljubljenih serialov (večje skupine večkrat zaporedoma). Za leto 2013 podjetje načrtuje 25-odstotno rast prihodkov, predvsem iz naslova novega smučišča, ki naj bi jim prinašal neposreden prihodek. Novo smučišče bo zgrajeno v neposredni bližini hotela s pomočjo priznanega švicarskega partnerja. V letu 2014 je predvidena 9,4-odstotna rast čistih prihodkov od prodaje, ki do leta 2019 postopoma konvergira k pet odstotni stopnji rasti in nato k dolgoročno vzdržni dvo odstotni stopnji rasti. Natančna specifikacija oblikovanja poslovnih prihodkov je priloga 12 k magistrskemu delu.

Pri napovedovanju **poslovnih odhodkov** sem se opiral na prejete plane podjetja. Delež stroškov blaga, materiala in storitev v čistih prihodkih od prodaje tako v letu 2011 znaša 32 odstotkov in naj bi v optimalnem letu napovedi znašal 26 odstotkov. Pri tem je treba upoštevati nižje stroške energije zaradi predvidene prodaje lastne elektrike. Podjetje ima namreč v neposredni bližini hotela bogato najdišče toplega vrelega, ki mu omogoča proizvodnjo in prodajo lastne energije. Načrtovan delež stroškov dela v čistih prihodkih od prodaje v letu 2011 znaša 32 odstotkov in naj bi v optimalnem letu poslovanja znašal 28 odstotkov. Natančna specifikacija oblikovanja poslovnih odhodkov je priloga 13 k magistrskemu delu.

V neposredni bližini hotela bo priznan švicarski strateški partner investiral v gradnjo smučišča, kar posledično pomeni bistveno povečanje prihodkov hotela, saj bi vse skupaj predstavljalo funkcionalno celoto. Z realizacijo smučišča so tako možne pozitivne sinergije na poslovanje samega hotela kot tudi trajnostni razvoj okolja in turizma na tem področju. Gradnja smučišča ne bi obremenjevala poslovanja izbranega podjetja, saj se izbrano podjetje za namen investicije ne bo zadolžilo. Celotno finančno obveznost bi prevzel švicarski partner s ciljem, da nekega dne vstopi tudi v lastništvo hotela. V modelu sem tako od leta 2015 do leta 2020 upošteval nujne investicije, saj bo v tem obdobju hotel potreben prenove.

Tabela 24 prikazuje **izračun investicij v obratni kapital** na osnovi enačbe (10) (Brigham & Houston, 1999, str. 63):

$$\text{Investicije v obratni kapital } t = (\text{zaloge} + \text{denar} + \text{aktivne časovne razmejitve} + \text{kratkoročne poslovne terjatve} - \text{kratkoročne poslovne obveznosti} - \text{pasivne časovne razmejitve})_t - (\text{zaloge} + \text{denar} + \text{aktivne časovne razmejitve} + \text{kratkoročne poslovne terjatve} - \text{kratkoročne poslovne obveznosti} - \text{pasivne časovne razmejitve})_{t-1} \quad (10)$$

Tabela 24: Investicije v obratni kapital po posameznih letih (v EUR)

Leto	Zaloge	Denar	Aktivne časovne razmejitve	Kratkoročne poslovne terjatve	Kratkoročne poslovne obveznosti	Pasivne časovne razmejitve	SKUPAJ obratni kapital	Investicije v obratni kapital
2012	31.628	45.976	191.583	505.740	1.146.726	3.620	-375.419	62.237
2013	39.535	57.671	191.583	587.402	1.074.120	3.620	-201.549	173.870
2014	43.093	63.340	191.583	633.485	969.353	3.620	-41.472	160.077
2015	45.247	67.027	191.583	668.280	1.004.793	3.620	-36.276	5.196
2016	47.510	71.036	191.583	705.637	1.043.413	3.620	-31.267	5.009
2017	49.885	75.047	191.583	743.677	1.081.806	3.620	-25.234	6.033
2018	52.379	79.405	191.583	784.491	1.122.831	3.620	-18.593	6.641
2019	54.998	82.083	191.583	815.963	1.160.324	3.620	-19.316	-723
2020	56.648	85.238	191.583	854.532	1.204.076	3.620	-19.695	-379

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Na osnovi enačbe (11) je prikazan **izračun WACC**, pri čemer pomenijo:

K_e – tveganju prilagojen strošek lastniškega kapitala

K_d – strošek dolžniškega kapitala pred davki

t – davčna stopnja

W_e – razmerje med kapitalom in pasivo ⁸

W_d – razmerje med obveznostmi in pasivo ⁸

$$\text{WACC} = W_e * K_e + W_d * K_d (1 - t) \quad (11)$$

V nadaljevanju prikazujem elemente, na osnovi katerih izračunam WACC:

$$K_e (\text{v obdobju natančnega napovedovanja}) = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{premija za deželno tveganje} + \text{premija za velikost podjetja} \quad (12)$$

⁸ Pri izračunu obvladujočega deleža sem uporabil ciljno kapitalsko strukturo, ki predstavlja povprečje v panogi hotelski in podobni nastanitveni obrati za leto 2011. W_e znaša 42,1 odstotka (kapital na ravni panoge znaša 751,3 milijona EUR, pasiva pa znaša 1.783 milijona EUR); W_d znaša 57,9 odstotka (obveznosti na ravni panoge znašajo 1.031,7 milijona EUR, pasiva pa znaša 1.783 milijona EUR) (GVIN, 2012).

$$K_e (\text{po obdobju natančnega napovedovanja}) = \text{po CAPM modelu} = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{premija za deželno tveganje} + \text{premija za velikost podjetja} \quad (13)$$

Pri čemer pomenijo:

R_f – nominalna netvegana obrestna mera

R_m – pričakovana stopnja donosa na trgu

β – koeficient sistematičnega tveganja podjetja

Na osnovi enačbe (12) in spodaj definiranih podatkov sem izračunal tveganju prilagojen strošek lastniškega kapitala **K_e (v obdobju natančnega napovedovanja):**

$$K_e (\text{v obdobju natančnega napovedovanja}) = 1,83 \% + 1,87 * 6,00 \% + 1,20 \% + 1,14 \% = 15,39 \%$$

Na osnovi enačbe (13) in definiranih podatkov sem izračunal tveganju prilagojen strošek lastniškega kapitala **K_e (po obdobju natančnega napovedovanja):**

$$K_e (\text{po obdobju natančnega napovedovanja}) = 4,10 \% + 1,87 * 5,00 \% + 0,60 \% + 1,14 \% = 15,19 \%$$

Nominalna netvegana obrestna mera (R_f) znaša v obdobju natančnega napovedovanja 1,83 odstotka: netvegano obrestno mero sem ocenil na podlagi donosnosti do dospelja nemške 10-letne obveznice na dan 31. decembra 2011 (Bloomberg, 2012b). **Nominalna netvegana obrestna mera (R_f) znaša po obdobju natančnega napovedovanja 4,10 odstotka:** netvegano obrestno mero sem ocenil na podlagi donosnosti do dospelja nemške dvajsetletne obveznice na dan 31. decembra 2011 (Bloomberg, 2012b).

Koeficient sistematičnega tveganja podjetja (β) znaša 1,87: pri izračunu sem upošteval globalno beto brez zadolženosti hotelske dejavnosti, pridobljeno na spletni strani (Damodaran, 2012) in *D/E ratio*⁹ za panogo hotelske dejavnosti. Z uporabo Hamadove formule sem nato izračunal beto z zadolženostjo (Brigham & Daves, 2004, str. 505), katere izračun prikazujem v nadaljevanju:

$$\text{Beta z zadolženostjo } (\beta) = \text{beta brez zadolženosti} * [1 + (1 - t) * (W_d / W_e)] = 0,89 * (1 + (1 - 0,2) * (1,38)) = 0,89 * 2,10 = 1,87 \quad (14)$$

⁹ Pri izračunu obvladujočega deleža sem uporabil ciljno kapitalsko strukturo, ki predstavlja povprečje v panogi hotelski in podobni nastanitveni obrati za leto 2011. W_e znaša 42,1 odstotka; W_d znaša 57,9 odstotka (GVIN, 2012).

Pribitek za kapitalsko tveganje ($R_m - R_f$) znaša v obdobju natančnega napovedovanja šest odstotkov, po obdobju natančnega napovedovanja pa pet odstotkov: pribitek za kapitalsko tveganje je določen na podlagi ocenjenih vrednosti pribitka v članku Grabowskega (2009, str. 3–7).

Premija za deželno tveganje znaša v obdobju natančnega napovedovanja 1,20 odstotka, po obdobju natančnega napovedovanja pa 0,60 odstotka: za potrebe računovodskega poročanja poslovna banka upošteva za obdobje natančnega napovedovanja premijo za deželno tveganje v višini 1,20 odstotka, po obdobju natančnega napovedovanja, ko se pričakujeta izboljšava in stabilizacija, pa se upošteva premija za deželno tveganje v višini 0,60 odstotka (Bloomberg, 2012b). Pri oceni premije za deželno tveganje sem upošteval strukturo gostov izbranega podjetja po narodnosti. Pri izračunu premije za obdobje natančnega napovedovanja sem upošteval deželno tveganje Hrvaške, Avstrije, Italije in Anglije, ki predstavljajo 53 odstotkov vseh gostov, in deželno tveganje Slovenije, kateri gostje predstavljajo preostalo strukturo v obisku hotela. Na podlagi tehtanega povprečja sem za obdobje natančnega napovedovanja ocenil celoten pribitek za deželno tveganje.

Dodatna premija za velikost podjetja znaša 1,14 odstotka: izbrano podjetje velja za slovenske razmere za srednje veliko podjetje po ZGD, zato sem skladno s tem upošteval premijo za velikost, prilagojeno za slovenske razmere (Ibbotson, 2012). Splošno velja, da so manjša podjetja bolj tvegana, medtem ko imajo velika podjetja praviloma to premijo enako 0 odstotkom.

Strošek dolga (K_d) znaša šest odstotkov letno: podatek se nanaša na zadolževanje izbranega podjetja. Pri izračunu stroška dolga sem uporabil tehtano povprečje zadolževanja podjetja. Celotna višina dolgoročnega zadolževanja podjetja je 15,4 milijona EUR, od tega vir poslovne banke devet milijonov EUR (58,4 odstotka višine celotne dolgoročne zadolžitve) in vir EIB 6,4 milijona EUR (41,6 odstotka višine celotne dolgoročne zadolžitve). Na osnovi predpostavke, da šestmesečni Euribor na dan 31. decembra 2011 znaša 1,667 odstotka in se podjetje pri poslovni banki zadolžuje po obrestni meri šestmesečni Euribor + 5,15 odstotka (letna nominalna obrestna mera tako znaša 6,817 odstotka) in pri EIB po obrestni meri šestmesečni Euribor + 3,25 odstotka, (letna nominalna obrestna mera tako znaša 4,917 odstotka), je izračun tehtanega povprečja zadolževanja podjetja naslednji:

- $58,4 \% * 6,817 \% = 3,981 \%$;
- $41,6 \% * 4,917 \% = 2,045 \%$.

Iz navedenega sledi, da tehtano povprečje stroškov zadolževanja izbranega podjetja znaša 6,026 odstotka.

Na osnovi enačbe (11) in zgornje definiranih podatkov sem izračunal **WACC v obdobju natančnega napovedovanja in WACC po obdobju natančnega napovedovanja**:

WACC v obdobju natančnega napovedovanja = $42,1 \% * 15,39 \% + 57,9 \% * 6 \% (1 - 0,20) = 6,48 \% + 2,78 \% = \mathbf{9,26 \%}$

WACC po obdobju natančnega napovedovanja = $42,1 \% * 15,19 \% + 57,9 \% * 6 \% (1 - 0,15) = 6,40 \% + 2,95 \% = \mathbf{9,35 \%}$

Kot je razvidno iz enačbe (15), sem **prosti denarni tok** izbranega podjetja v vsakem tekočem letu izračunal tako, da sem od dobička iz poslovanja odštel davek od dobička, prištel ustvarjeno amortizacijo in odštel investicije v obratni kapital in v osnovna sredstva (Brigham, Gapenski & Daves, 1999, str. 15–22). Tabela 25 prikazuje izračun prostega denarnega toka na osnovi enačbe (15):

$$\text{Prosti denarni tok podjetja}_t = \text{dobiček iz poslovanja}_t - \text{davek od dobička}_t + \text{amortizacija}_t - \text{investicije v obratni kapital}_t - \text{investicije v osnovna sredstva}_t \quad (15)$$

Tabela 25: Prosti denarni tok po posameznih letih (v EUR)

Leto	Dobiček iz poslovanja	Davek	Amortizacija	Investicije v obratni kapital	Investicije v osnovna sredstva	Prosti denarni tok
2012	525.719	0,00	583.425	62.237	0,00	1.046.907
2013	1.086.745	48.028	549.139	173.870	54.914	1.359.072
2014	1.320.171	87.707	549.139	160.077	54.914	1.566.612
2015	1.457.222	108.426	549.139	5.196	354.914	1.537.824
2016	1.693.055	149.152	467.600	5.009	446.760	1.559.734
2017	1.924.836	189.854	363.557	6.033	536.356	1.556.150
2018	2.092.009	220.667	333.553	6.641	733.355	1.464.898
2019	2.167.208	238.030	305.032	-723	730.503	1.504.429
2020	2.239.854	255.097	381.806	-379	879.558	1.487.384

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Kot je razvidno iz enačbe (16), sem za namen **izračuna sedanje vrednosti denarnih tokov** prosti denarni tok podjetja v obdobju natančnega napovedovanja diskontiral po letih 2012–2020 s stopnjo WACC (Brigham et al., 1999, str. 15–22):

$$\text{Leto}_t = \frac{\text{Prosti denarni tok}_t}{(1 + \text{WACC v obdobju natančnega napovedovanja})^t} \quad (16)$$

Leto 2012 (t = 1): $1.046.907 / 1,0926 = 958.179 \text{ EUR}$

Leto 2013 (t = 2): $1.359.072 / 1,0926^2 = 1.138.466 \text{ EUR}$

Leto 2014 (t = 3): $1.566.612 / 1,0926^3 = 1.201.096$ EUR

Leto 2015 (t = 4): $1.537.824 / 1,0926^4 = 1.079.100$ EUR

Leto 2016 (t = 5): $1.559.734 / 1,0926^5 = 1.001.716$ EUR

Leto 2017 (t = 6): $1.556.150 / 1,0926^6 = 914.712$ EUR

Leto 2018 (t = 7): $1.464.898 / 1,0926^7 = 788.096$ EUR

Leto 2019 (t = 8): $1.504.429 / 1,0926^8 = 740.768$ EUR

Leto 2020 (t = 9): $1.487.384 / 1,0926^9 = 670.305$ EUR

Seštevek diskontiranih prostih denarnih tokov v obdobju natančnega napovedovanja prikaže sedanjo vrednost denarnih tokov za to obdobje in znaša **8.492.438 EUR**.

Za **izračun sedanje vrednosti lastniškega kapitala** izbranega podjetja je treba izračunati še **sedanjo vrednost preostale vrednosti**, ki se nanaša na čas po obdobju natančnega napovedovanja in je razvidna iz enačbe (17):

$$\text{Sedanja vrednost preostale vrednosti} = \left(\frac{\text{Prosti denarni tok}_{2020} * (1 + g)}{\frac{\text{WACC}_{\text{po obdobju natančnega napovedovanja}} - g}{\text{WACC}_{\text{v obdobju natančnega napovedovanja}}^9}} \right) \quad (17)$$

Prosti denarni tok₂₀₂₀ izračunam na osnovi enačbe (18):

$$\text{Prosti denarni tok}_{2020} = \text{dobiček iz poslovanja}_{2020} - \text{davek od dobička}_{2020} + \text{Amortizacija}^{10} - \text{investicije v obratni kapital}^{11} - \text{investicije v osnovna sredstva}^{12} \quad (18)$$

Prosti denarni tok_{po obdobju natančnega napovedovanja} = $2.239.854 - 255.097 + 453.599 - 394 - 421.253 = 2.016.709$ EUR

Sedanja vrednost preostale vrednosti = $((2.016.709 \text{ EUR} * 1,02) / (9,35 \% - 2,00\%)) / 1,0926^9 = (2.057.043 \text{ EUR} / 7,35 \%) / 1,0926^9 = \mathbf{12.612.428 \text{ EUR}}$

¹⁰ Amortizacijo sem izračunal kot povprečje vseh amortizacij iz Tabele 25 v obdobju 2012–2020.

¹¹ Investicije v obratni kapital sem izračunal na osnovi dolgoročne rasti (dva odstotka), ki sem jo pomnožil s stanjem obratnega kapitala iz Tabele 24 v letu 2020.

¹² Investicijo v osnovna sredstva sem izračunal kot povprečje vseh investicij v osnovna sredstva iz Tabele 25 v obdobju 2012–2020.

4.4.5 Izračun ocene vrednosti izbranega podjetja

V Tabeli 26 je povzetek ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala izbranega podjetja.

Tabela 26: Povzetek vrednotenja izbranega podjetja

Sedanja vrednost denarnih tokov v obdobju napovedovanja	8.492.438 EUR
Sedanja vrednost preostale vrednosti	12.612.428 EUR
Neto dolg (31. 12. 2011) ¹³	15.400.000 EUR
Sedanja vrednost lastniškega kapitala za lastnika na popolnoma tržljivi osnovi	5.704.866 EUR

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Na osnovi ocenjene sedanje vrednosti lastniškega kapitala izbranega podjetja sem na vrednost apliciral tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti, saj podjetje ne kotira na borzi (Brigham et al., 1999, str. 15–22). Izračun je na osnovi enačbe (19) prikazan v nadaljevanju in hkrati v Tabeli 27 prikazujem tudi oceno dejavnikov stopnje tržljivosti za izbrano podjetje:

$$\text{Izračunani odbitek za pomanjkanje tržljivosti} = \frac{\text{Popolna stopnja tržljivosti} - \text{tehtano število zbranih točk stopnje tržljivosti}}{\text{Popolna stopnja tržljivosti} \times \text{popolno pomanjkanje tržljivosti}} \quad (19)$$

Tabela 27: Ocena dejavnikov stopnje tržljivosti za izbrano podjetje

Dejavniki stopnje tržljivosti *	Stopnja tržljivosti				
	Nizka	Zmerna			Visoka
	0	1	2	3	4
Pravica prodaje					x
Izplačila dividend		x			
Potencialni kupci			x		
Relativna velikost lastniškega deleža					x
Pričakovana kotacija na borzi	x				
Dostop in zanesljivost informacij			x		
Prost prenos lastništva					x
Število točk*	1	1	2	0	3
Tehtano število točk	0	1	4	0	12

¹³ Neto dolg je izračunan kot seštevek dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti izbranega podjetja v letu 2011.

Legenda: * posamezni dejavnik stopnje tržljivosti lahko zavzame vrednosti od 0 do 4, pri čemer višja ocena pomeni višjo stopnjo tržnosti.

Maksimalno število točko je 28 (takrat bi vsi dejavniki zavzeli vrednost 4, kar pomeni, da ima družba vse elemente popolne tržljivosti lastniških deležev), minimalno pa 0 (takrat bi vsi dejavniki zavzeli vrednost 0, kar pomeni popolna odsotnost tržljivosti lastniških deležev). Maksimalen odbitek za pomanjkanje tržljivosti izhaja iz študije Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (Gaughan, 2011, str. 2–51).

Tabela 28: Izračun odbitka za pomanjkanje tržljivosti

	Odbitek za pomanjkanje tržljivosti (v %)	Število točk
Popolna stopnja tržljivosti		28
Popolno pomanjkanje tržljivosti (maksimalen odbitek)*	47,00	
Število zbranih točk		17
Izračunani odbitek za pomanjkanje tržljivosti	18,46	

Legenda: * povzeto po študiji Pratt, Valuing a Business, 2008, str. 435.

V Tabeli 28 izračunani odbitek za pomanjkanje tržljivosti v višini 18,46 odstotka sem apliciral na izračunano sedanjost vrednost lastniškega kapitala izbranega podjetja na popolnoma tržljivi osnovi v višini 5.704.866 EUR. Na podlagi dosedanje analize in vseh predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z vidika večinskega lastnika z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujem, da lastniški kapital izbranega podjetja ob upoštevanju odbitka za pomanjkanje tržljivosti na dan **31. decembra 2011 znaša 4.651.748 EUR.**

4.5 Ključne izvedbene aktivnosti za namen uspešnega dolgoročnega poslovanja in povečevanja vrednosti izbranega podjetja

Na osnovi razvojnega financiranja, ki predpostavlja strukturo financiranja z nepovratnimi sredstvi in cenejšimi viri zadolževanja, bi izbrano podjetje z obstoječim poslovanjem v vseh letih v celoti poravnalo svoje obveznosti in ob tem ohranjalo likvidnost. Podjetje na osnovi ustrezne strukture financiranja in glede na celovito ponudbo in infrastrukturo, s katero razpolaga, ter trende in zakonitosti na trgu, uspešno posluje in doseže primerljive oziroma nadpovprečne rezultate glede na panogo. Podjetje mora še naprej delovati v smeri večje inovativnosti s poudarkom pridobivanja gostov iz držav, kjer se gospodarska rast ni ustavila.

Na osnovi bančnega financiranja, ki predpostavlja dražjo zadolžitev v višini skoraj polne investicijske vrednosti, izbrano podjetje nima finančnih kapacitet, da bi lahko poplačevalo svoje obveznosti, zato je tudi brez vrednosti. Tako bi moralo izbrano podjetje zaradi neustrezne finančne konstrukcije v obdobju od 2011 do 2031 poravnati obveznosti iz naslova obresti v skupni višini 15.600.310 EUR (razvidno v Prilogi 7), kar je 56 odstotkov

več kot na osnovi razvojnega financiranja. Izbrano podjetje je na osnovi bančnega financiranja zavezano plačevati tudi višje letne obveznosti iz naslova odplačevanja glavnice, kar ga privede do prezadolženosti, kapitalске neustreznosti in posledično stanja dolgoročne plačilne nesposobnosti. Ker je poslovanje podjetja v razmerah bančnega financiranja zelo obremenjeno z dolгови, dodatno zadolževanje za namen likvidnostnih težav ne pride v poštev. To predstavlja probleme tudi v primeru načrtovanja dobrih projektov, saj podjetje ni spodobno pridobiti dodatna finančna sredstva na podlagi zadolževanja. Podjetje v primeru bančnega financiranja potrebuje ustrezno kapitalsko-finančno prestrukturiranje, ki bi omogočilo zdravo nadaljevanje poslovanja in generiranja denarnega toka iz naslova sredstev podjetja v okviru optimalnih in realnih tržnih možnosti.

Poslovodstvo izbranega podjetja bi moralo za razvoj in dolgoročno stabilno poslovanje sprejeti nekaj izvedbenih aktivnosti, ki jih prikazujem v nadaljevanju.

4.5.1 Zvišanje ciljnih prihodkov iz poslovanja hotela

Podjetje mora povečati prihodke iz naslova osnovne dejavnosti z intenziviranim trženjem programov in storitev z naslednjimi aktivnostmi:

- povečanje prisotnosti na ciljnih trgih in segmentih gostov z ustreznimi relativno višjimi vlaganji v trženje, predvsem v letih, ko ustvarjajo končno čisto izgubo;
- doseganje višje oziroma ciljne povprečne realizirane cene storitev (penzijskih in zunajpenzijskih);
- pospeševanje prodaje dodatnih storitev gostom znotraj kompleksa;
- pospešitev trženja in prodaje dogodkov in banketov v letih, ko planirajo končno čisto izgubo;
- poudarek pri izvajanju storitev na pristni gostoljubnosti in individualnem odnosu do gostov;
- stalna skrb in nadzor kakovosti storitev na vseh področjih;
- s pomočjo strateškega partnerja zaključiti investicijska dela, ki bodo zaokrožila sposobnost podjetja za generiranje načrtovanih prihodkov v vseh letih poslovanja (gradnja smučišča).

Nadzor nad doseganjem načrtovanih rezultatov se mora s strani poslovodstva izvajati na naslednjih področjih:

- doseganje ciljnega fizičnega obsega trženja/prodaje in ustreznega segmentiranja trga ter cenovne politike po posameznih programih družbe, ključni pa so kazalniki:
 - število nočitev po mesecih in v letu;
 - povprečna dosežena cena penzijskih storitev na nočitev v obdobju (mesec, leto);
 - skladnost ponudb/programov/paketov in njihova usmerjenost na ciljne skupine gostov z vidika motiva prihoda gostov;

- ustreznost strukture števila nočitev, razporejenih po načrtovanih geografskih trgih in prodajnih kanalih;
- doseganje ciljne kakovosti in gostoljubnosti storitev po posameznih oddelkih v družbi (z rednimi in občasnimi notranjimi in zunanji kontrolami) in naslednjimi ključnimi kazalniki:
 - povprečna ocena gostov glede kakovosti storitev v lastnih anketnih vprašalnikih v kompleksu;
 - povprečna ocena gostov glede kakovosti storitev na mednarodnih rezervacijskih sistemih, v katere je vključeno podjetje;
 - stopnja vračanja gostov oziroma delež stalnih gostov od vseh gostov v obdobju;
 - ocena profesionalnega zunanjega ocenjevalca (skriti gost) na vsakih šest mesecev glede kakovosti in gostoljubnosti storitev po posameznih oddelkih.

4.5.2 Doseganje kapitalske ustreznosti s pomočjo dokapitalizacije

V magistrskem delu sem analiziral izbrano podjetje, ki se ukvarja s turistično dejavnostjo, ki pa je kapitalsko zelo zahtevna. To pomeni, da predstavljajo pretežen del v sestavi premoženja stalna sredstva. Stalna in visoko specifična sredstva zahtevajo stalne, to je drage vire. Vsaka dejavnost ima sebi primerno sestavo premoženja in temu premoženju moramo prilagoditi finančno sestavo.

Iz bilance stanja izbranega podjetja na osnovi bančnega financiranja investicije ugotovimo, da je podjetje podkapitalizirano in bi se kapitalsko ustrezno okrepilo šele v ciljem optimalnem letu poslovanja, tj. v letu 2020. Dodatni kapital bi bil prav tako dobrodošel na osnovi razvojnega financiranja. Dokapitalizacija bi imela pozitivne učinke na kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost, saj pomeni neposreden priliv denarnih sredstev in povečanje možnosti za financiranje tekočega poslovanja. Kapitalsko ustreznost lahko enačimo s posojilno sposobnostjo. Podjetje mora zagotoviti, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljeno pri opravljanju teh poslov. Kapitalska neustreznost podjetja nastopi, ko izguba v tekočem letu skupaj s prenesenimi izgubami doseže polovico osnovnega kapitala podjetja ali ko v podjetju ocenjujejo, da so postali prezadolženi, in to je na osnovi bančnega financiranja jasno razvidno v obdobju 2012–2015. Zaznava kapitalske neustreznosti v večini primerov pomeni stečaj ali v najboljšem primeru prisilno poravnavo, na osnovi katere dolжник obvesti upnika, da pač mora po zakonu ustaviti vsa plačila za obveznosti, nastale pred prisilno poravnavo.

4.5.3 Pridobitev strateškega partnerja

Strateške poslovne zveze in kapitalske povezave predstavljajo za podjetja zelo pomemben, če ne enega najpomembnejših delov razvoja in konkurenčnosti. Strateška partnerstva so značilna tudi za turistično dejavnost, ki brez povezav ne bi mogla dosegati niti regionalne niti globalne konkurenčnosti. Po vsej verjetnosti nekatera turistična podjetja brez kapitalskih povezav tudi ne bi mogla preživeti v turbulentnem in konkurenčnem okolju. Kotler (1998, str. 86) tako meni, da podjetja odkrivajo, da je najučinkovitejša tista strategija, ki zahteva, da si najdejo strateškega partnerja. Pričakovanja strateškega partnerja so vezana na strateški načrt podjetja in morajo biti dovolj jasno formulirana, da ustvarijo natančno sliko o tem, kako bosta strateški partner in obstoječe podjetje prispevala h konkurenčnim prednostim drug drugega. Obstoječi lastnik mora poznati svoje potrebe in pričakovanja, še preden razvije partnerski dogovor, in ta pričakovanja morajo biti nedvoumno sporočena potencialnemu partnerju (Molyneux, 2009, str. 23–35).

V osnovi lahko strateško partnerstvo razdelimo na strateške poslovne zveze in kapitalske povezave. Dubrovski (2009, str. 61) omenja, da so strateške poslovne zveze tista pojavna oblika strateškega partnerstva, za katero ni značilno kapitalsko oziroma lastninsko spreminjanje. Kapitalske povezave pa Dubrovski (2009, str. 91) definira kot pojavno obliko strateškega partnerstva, v kateri pride do kapitalskih, lastninskih, statusnih sprememb pri sodelujočih podjetjih. Kapitalske povezave ponavadi delimo na prevzeme, združitve in skupne naložbe. V okviru predstavljene problematike bo izbrano podjetje strateško poslovno zvezo sklenilo s priznanim švicarskim podjetjem, ki deluje v okviru hotelirske in žičničarske dejavnosti. Z investicijo v gradnjo smučišča bo strateški partner namreč pomembno vplival na povečanje hotelskih prihodkov izbranega podjetja. Pri tem menim, da je najboljša rešitev, da bi strateški partner, ki je tudi kapitalsko in likvidnostno dovolj močen, v okviru kapitalske povezave prevzel večinski del lastništva v izbranem podjetju. Tako bi zagotavljal oziroma okrepil likvidnostno in kapitalsko ustreznost izbranemu podjetju, saj lahko kot specialist za to panogo oblikuje ustrezen program in privabi goste, na osnovi katerih bi izbranemu podjetju omogočil uspešno poslovanje.

4.5.4 Prestrukturiranje kreditov

Na osnovi bančnega financiranja investicije je pomembna izvedba aktivnosti, ki se nanaša na prestrukturiranje kredita. Prestrukturiranje kredita je pogodbeni dogovor med podjetjem in njegovimi kreditodajalci ter drugimi upniki, da se v okviru pogajanj spremenijo oziroma reprogramirajo obveznosti iz kredita. Nadalje, med finančnimi institucijami, ki nastopajo v vlogi upnikov, je uveljavljeno prepričanje, da lahko dosežejo večje donose s pomočjo podpore podjetju, da se uspešno prestrukturira, kakor pa v situaciji, ko bi se podjetje znašlo v finančnih težavah, ki bi vodile do začetka uradnih postopkov insolventnosti (Altman & Hotchkiss, 2006, str. 132–188). Vsak potencialni deležnik v procesu prestrukturiranja kredita ima v pogajanjih namen, da doseže lastne cilje in poskuša maksimirati lastni vzvod

v razmerju do drugih deležnikov. Ravno uspešnost doseganja lastnih ciljev je pogosto največji izziv za upnike v primerih prestrukturiranj kreditov, saj običajno pomeni prepletanje pritiskov preostalih deležnikov v prestrukturiranju ter groženj z uvedbo uradnih insolventnih postopkov (Acharya & Richardson, 2009, str. 323–353). V primeru bančnega financiranja investicije so zato pomembna naslednja načela, katerih cilj je pomagati tako upnikom kakor tudi dolžniku v procesu prestrukturiranja.

Prvo načelo se nanaša na obdobje mirovanja. Ker je podjetje soočeno s finančnimi težavami, je treba zagotoviti, da so vsi pomembni upniki pripravljeni sodelovati med seboj, da zagotovijo dovolj časa zadolženemu podjetju za pridobitev potrebnih informacij o dolžniku in za predloge, kako rešiti podjetje iz finančnih težav, ki jih je treba prav tako opredeliti in oceniti. Poglavitni cilj je pomagati podjetju v procesu prestrukturiranja, zato bi moral biti ta postopek usklajen z vsemi upniki, katerih sodelovanje je potrebno za uspešno reševanje in prestrukturiranje podjetja in iskanje ustreznih rešitev. Običajni cikel in prva stopnja prestrukturiranja v podjetju zahtevata spremembo zavez podjetja ter podaljševanje rokov odplačevanja kreditov v smislu njihovega reprogramiranja.

Drugo načelo se nanaša na dosego dogovora med vsemi relevantnimi upniki o tem, da se vzdržijo vseh individualnih korakov glede sprejemanja ukrepov za izterjavo svojih terjatev ali za zmanjšanje njihove izpostavljenosti do dolžnika. Upniki se zavežejo, da se določene obveznosti podjetja glede poplačila kredita odložijo in se odpovejo zahtevi za poplačilo zapadlih terjatev v dobi mirovanja. Nadalje se odpovejo uvedbi sodnega postopka zoper dolžne družbe v obdobju odloga zaradi neizpolnjevanja obveznosti podjetja. Upniki se med drugim zavežejo, da ne bodo izboljšali svojih posameznih položajev v razmerju do drugih upnikov s pridobitvijo ali uveljavitvijo zavarovanj svojih terjatev ali z zahtevo po prednostni obravnavi v obdobju odloga (Harvey & Prior, 1993, str. 315–398).

Tretje načelo se nanaša na sodelovanje med podjetjem in njegovimi upniki. V obdobju odloga podjetje (dolžnik) ne sme sprejeti nobenega ukrepa, ki bi lahko nasprotno vplival na poplačilo obveznosti upnikom in se razlikoval s stališča obdobja mirovanja od datuma njegovega začetka. To pomeni, da bi se moralo podjetje strinjati v zameno za podporo upnikov, da ne bo sprejelo nobenega ukrepa, ki bi postavilo upnike med obdobjem odloga v slabši položaj. Ker v nekaterih primerih upniki zahtevajo, da se jim da zavarovanje v zameno za njihovo podporo v obdobju odloga, predstavlja običajno to vprašanje temo za pogajanja v zvezi z obdobjem mirovanja.

Četrto načelo se nanaša na zagotavljanje dostopa vsem pomembnim upnikom do vseh pomembnih informacij v zvezi s sredstvi, obveznostmi, poslovanjem dolžnika z namenom, da se omogoči primerna ocena njegovega finančnega stanja ter pripravijo ustrezni predlogi upnikom. Upniki bodo zahtevali podatke, s katerimi bo mogoče proučiti natančnost računov v zvezi s predlogi za prestrukturiranje. Predlogi lahko vključujejo ukrepe glede dodatne likvidnosti, odpise dolgov, zamenjavo terjatev v lastniški kapital ali druge ukrepe,

ki so potrebni za ponovno vzpostavitev solventnosti v bilanci stanja dolžnika (Sharp & Rhodes, 2009, str. 316–320).

4.5.5 IPO kot vir financiranja

IPO (angl. *Initial Public Offering*) pomeni javno prodajo delnic podjetja. Podjetja se za to odločajo, ko potrebe po financiranju presežejo zmožnosti podjetja, da zagotavlja te po običajnih poteh in sprejemljivih obrestnih merah. Podjetja, ki delujejo na razvitih kapitalskih trgih, so pomanjkanje bančnega kreditiranja začela nadomeščati s financiranjem prek kapitalskih trgov (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012). Ta aktivnost je sicer za izbrano podjetje v primeru bančnega financiranja najmanj realna, saj zaradi uravnavanja svoje kapitalske ustreznosti in likvidnosti potrebuje sveže vire v relativno kratkem obdobju. Kljub temu se lahko aktivnost dolgoročno realizira ob pogoju stabilnega poslovanja in urejene finančne konstrukcije, kar pa zagotavlja razvojno financiranje. Izbrano podjetje bo namreč privlačno za vlagatelje, ko bo dosegalo nadpovprečno rast in imelo urejeno strukturo financiranja, tudi na osnovi strateškega partnerja. Če bo želelo podjetje uspešno izpeljati IPO in doseči ustrezno gibanje tečaja delnice po izvedbi transakcije, bo moralo najprej izpolniti nekaj glavnih meril:

- privlačen produkt in storitev s konkurenčno prednostjo;
- izkušeno poslovodstvo;
- pozitivna gibanja v finančnih izkazih v daljšem obdobju v preteklosti;
- podrobno izdelan in premišljen poslovni načrt, finančne projekcije poslovanja, ki izkazujejo rast poslovanja in izboljšanje donosnosti in
- vzpostavljeni sistem notranjega nadzora poslovanja.

Podjetja, ki so v preteklosti uspešno izpeljala IPO, so morala prepričati vlagatelje, da bodo lahko s svojimi izdelki in storitvami dolgoročno razvijala rast in dobičkonosnost poslovanja. Odločilnega pomena sta tudi izkušnost in kredibilnost poslovodstva, ki mora vlagatelje prepričati, da je zaslužno za doseganje dobrih poslovnih rezultatov v preteklosti in bo znalo ohranjati tako dinamiko poslovanja tudi v prihodnosti. Pokazati mora tudi razumevanje pravil korporativnega upravljanja in zahtev poročanja potem, ko bo podjetje uvrščeno v borzno kotacijo (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012).

Dolgoročno bo v primeru uspešno izpeljanega IPO izbrano podjetje zadostilo predvsem cilju pridobitve svežega kapitala za nadaljnjo rast in razvoj, odprlo pa si bo tudi možnost za dodatne dokapitalizacije prek sekundarnih prodaj v prihodnosti, če bodo obstajale potrebe. Poleg neposrednega finančnega učinka poznamo še druge pozitivne eksternalije IPO, kot so večja preglednost poslovanja, izboljšanje upravljanje podjetja, večja prepoznavnost na trgu. Po drugi strani izvedba IPO močno bremeni vodstvene strukture podjetja, poleg tega so IPO povezani z razmeroma visokimi transakcijskimi stroški, ki lahko znašajo tudi do nekaj odstotkov transakcijske vrednosti. Ko je podjetje uvrščeno v javno kotacijo, mora

biti pripravljeno na javno razkrivanje vseh informacij, ki so pomembne za poslovanje družbe, in na redno poročanje vlagateljem, kar je povezano z dodatnimi stroški. Podjetje je poleg tega nenehno pod pritiskom delničarjev za boljše poslovne rezultate, nezmožnost doseganja postavljenih poslovnih ciljev pa lahko močno negativno učinkuje na vrednost delnice (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012).

SKLEP

MSP so potencialno najbolj dinamičen del gospodarstva, saj s svojo prilagodljivostjo in sposobnostjo hitrega reagiranja na nove poslovne priložnosti pomembno prispevajo k ekonomskemu razvoju, prav tako pa je pomembna tudi njihova vloga pri regionalnem razvoju. Ta podjetja se pri svojem delovanju srečujejo s številnimi ovirami. Velike težave jim predstavlja dostop do ugodnih finančnih virov, saj pretežni vir zadolževanja še naprej predstavljajo bančni viri. Banke v času globalne finančne krize delijo usodo celotnega gospodarstva in imajo posledično težave na obeh straneh bilance. Na pasivni strani so tuji viri čedalje dražji, na aktivni strani pa se poslabšuje kakovost naložb, kar pomeni večje oslabitve in rezervacije. Zaradi dinamike slabšanja kakovosti kreditnega portfelja in naraščanja oslabitev in rezervacij je treba pravočasno izpeljati postopke dokapitalizacije bank. V odvisnosti od razmer na naložbeni strani morajo banke reševati kapitalsko ustreznost in vprašanje financiranja. Zadostna pogoja za uspešnejše poslovanje bank sta tako izboljšanje standardov njihovega upravljanja in učinkovitosti ter izboljšanje makroekonomskega okolja, v katerem poslujejo. Pri slednjem mislim na čim prejšnje (takojšnje) prestrukturiranje (prezadolženega) realnega sektorja in izboljšanje institucionalnega okvira, kot na primer vzpostavitev vladavine prava, povečanje odprtosti za tuje neposredne naložbe, administrativne razbremenitve, investicijske olajšave, spodbude za razvoj podjetništva in podobno, s čimer bi povečali konkurenčnost gospodarstva.

Prepad med potrebami podjetij po stimulativnih finančnih virih in bančno ponudbo teh virov je velik. Omejitve pri pridobivanju tujih sredstev za podjetja predstavlja tudi visok delež kreditov v virih financiranja. V času ugodnih gospodarskih gibanj je bila rast kreditov precej velika, v krizi pa je bil tovrsten kanal financiranja precej prizadet, ne samo z nižjo ponudbo kreditov, ampak tudi s povečevanjem finančnih obveznosti podjetij. Podjetja so se tako srečevala z močnimi likvidnostnimi omejitvami, ki so še dodatno zavirala rast njihovega obsega poslovanja. Tako so se lažje prilagodila tista podjetja, ki so imela več kapitala in manjšo zadolžitev. Podjetja z visokim finančnim vzvodom so tako na lastni koži občutila, kako zmanjšana aktivnost z vzvodom multiplikativno povečuje izgube. Za Slovenijo je značilno, da je bil upad gospodarske aktivnosti med največjimi in da so tudi slovenska podjetja med najbolj zadolženimi. V takih okoliščinah se tako banke pogosto srečujejo z dilemo, kako ravnati s komitenti. Pojavlja se dilema, ali obnavljati oziroma celo reprogramirati posojila in tako omogočiti zdržno finančno breme ali pa začeti izterjavo in tako končati usodo poslovno neperspektivnega dolžnika. Bistvo dileme je v

presoji, ali se bo komitent v dodatnem času, ki mu ga banka tako zagotovi, prilagodil zmanjšanemu obsegu poslovanja in organiziral svoje poslovanje tako, da bo lahko redno servisiral svoje obveznosti do upnikov.

EU je tako z namenom odpravljanja kreditnega krča in razvoja podjetij ustanovila vrsto programov in institucij za podporo razvoja MSP, kot so strukturni skladi, kohezijski sklad in financiranje iz ugodnejših virov EIB. V zadnjem kriznem obdobju so razvojne finančne institucije, med njimi tudi EIB, odigrale pomembno protikrizno vlogo pri odpravi posledic krize. EIB tako s svojim načinom delovanja prispeva k boljšemu uravnavanju tveganj ter trajnostnemu razvoju gospodarstva, hkrati pa v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi, ki predstavljajo »zastonj« denar, omogoča finančni aranžma, ki je osnova za uspešno realizacijo projekta. Odgovorno posojanje bank je najboljši način za odpravo težav v kriznih časih. Kombinacije nepovratnih sredstev in povratnih bančnih sredstev kot podlage za oblikovanje ustrežnejših in cenovno konkurenčnih razvojnih finančnih produktov so pomembne za celotno evropsko gospodarstvo, tudi za slovensko. Razvojno financiranje bi tako lahko predstavljalo tudi enega od finančnih stebrov novega razvojnega modela, ki je nujen za nadaljnji uspešen in trajnostni razvoj Slovenije.

Ob tem je treba poudariti, da Slovenija ne sledi dinamiki črpanja vseh sredstev kohezijske politike, ki so ji na voljo. Tako so bila izplačana sredstva kohezijske politike po stanju na dan 31. decembra 2011 v višini 38,4 odstotka glede na pravice porabe v obdobju 2007–2013. Podjetja morajo namreč za namen pridobitve teh sredstev predložiti obsežno, predvsem pa pravilno in popolno izpolnjeno dokumentacijo. Večina podjetij, predvsem MSP, za to nimajo izkušenega kadra ali sredstev za najem zunanjih strokovnjakov in se zato ne odločajo za kandidiranje na razpisih. To tudi potrjuje hipotezo, da so administrativni postopki tako za namen prijave na razpis kot tudi za kasnejše poročanje o rezultatih investicije zelo zahtevni in obsežni, kar odvrča podjetja. Le uspešna in dovolj notranje stabilna podjetja so pripravljena na iskanja novih oblik financiranja. Pomembno je, da je podjetje inovativno in išče vedno nove načine prodaje in komuniciranja s strankami, inovativno pa mora biti tudi v iskanju alternativnih virov financiranja. Izključno bančno financiranje je namreč za podjetja manj ugodno, saj so obrestne mere financiranja iz teh virov veliko višje, kot pa iz virov EIB. Razlika v obrestnih merah je posledica nezaupanja na medbančnem trgu in predvsem precej slabše bonitete poslovnih bank, kot jo ima EIB, kar se odraža tudi na donosu izdanih obveznic teh bank. Na osnovi prikaza zadolževanja poslovne banke in EIB sem tako potrdil hipotezo, da je financiranje podjetja prek razvojnih skladov in EIB veliko cenejše kot pa financiranje izključno prek poslovne banke. Z ugodnimi globalnimi posojili in nepovratnimi sredstvi izbrano podjetje financira projekt in tako doseže kvantitativno in predvsem kvalitativno rast, ki jo v primeru izključno bančnega financiranja ne more. Iz primerjalne analize učinkov med razvojnim in bančnim financiranjem sem tako potrdil hipotezo, kako ključna za lažje finančno prestrukturiranje, dolgoročni obstoj in vrednost izbranega podjetja je oblikovana finančna konstrukcija v okviru razvojnega financiranja. Izbrano podjetje tako na osnovi razvojnega

financiranja, skupaj s celovito ponudbo in infrastrukturo s katero razpolaga, uspešno posluje in dosega primerljive oziroma nadpovprečne rezultate glede na panogo. Vse to pa posledično vodi tudi do boljše gospodarske razvitosti države, do večje socialne kohezije in mednarodne konkurenčnosti.

Banke bi morale večji poudarek kot v preteklosti dati storitvenemu delu svojega poslovanja in postati večji promotor pridobivanja razvojnih in drugih finančnih virov podjetij na trgu. Podjetja bi lahko tako s pomočjo bank pridobivala sredstva prek izdaje obveznic, ki je lahko v primeru krča na kreditnem trgu in zaostritve kreditnih pogojev alternativa bančnim posojilom. Podjetja bi se lahko dokapitalizirala na kapitalskem trgu prek novih izdaj delnic. V tem primeru portfeljski vlagatelji prevzamejo del tveganja glede bodočega poslovanja in uspešnosti razvojnih projektov izdajatelja. Naslednja možnost za podjetja je pridobitev strateškega vlagatelja, ki bi vstopil v podjetje prek nakupa manjšinskega ali večinskega kapitalskega deleža. Ta možnost je tudi najbolj realna za izbrano podjetje, ki išče priložnosti v strateškem sodelovanju s tujim partnerjem, saj je glede na zaostreno likvidnostno situacijo na domačem trgu verjetnost domačih kapitalskih povezovanj relativno majhna.

LITERATURA IN VIRI

1. Acharya, V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
2. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/Default.asp?mdres=1>
3. Aljančič, M. (2000). *Regionalna politika*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
4. Altman, E., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. New Jersey: Hoboken.
5. Armendariz de Aghion, B. (1999). Development Banking. *Journal of Development Economics*, 58(1), 83–100.
6. Banka Slovenije. (2009). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Banka Slovenije. (2012a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije. (2012b). *Finančna stabilnost*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Barbič, J. (1981). *Priručnik za planiranje investicijskih projekata*. Beograd: Udruženje banaka Jugoslavije.
10. Beck, T., Demirgüç Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.
11. Benedik, B. (2003). *Ugotavljanje uspešnosti podjetij z računovodskimi in finančnimi kazalniki* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Bergant, Ž. (1995). *Sistem kompleksne analize finančnega položaja podjetja* (2. izdaja). Ljubljana: ITEO svetovalni inštitut.
13. Berger, A. B., & Udell, G. F. (2002). Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The importance of Bank Organizational Structure. *The Economic Journal*, 112(477), 32–53.
14. Bloomberg. (2011). Najdeno 10. junija 2011 v informacijskem sistemu Bloomberg.
15. Bloomberg. (2012a). Najdeno 25. maja 2012 v informacijskem sistemu Bloomberg.
16. Bloomberg. (2012b). Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/>
17. Bloomberg. (2012c). Najdeno 20. julija 2012 v informacijskem sistemu Bloomberg.
18. Brezigar-Masten, A., Coricelli, F., & Masten, I. (2008). Non-linear Growth Effects of Financial Development: Does Financial Integration Matter. *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 295–313.
19. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1999). *Fundamentals of financial management* (9th ed.). Orlando: Harcourt, Inc.

20. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Daves, P. D. (1999). *Intermediate financial management* (6th ed.). New York: The Dryden Press.
21. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial manafement* (8th ed.). Ohio: South Western.
22. Bruck, N. (2005). *Future Role of National Development Banks in the Twenty First Century*. New York: United Nations, Department of Economic and Social Affairs.
23. Crnkovič, R. (1989). *Organizacijsko in poslovno povezovanje bank na kreditnem trgu v Sloveniji po izidu novega zakona o bankah in drugih finančnih organizacijah*. Maribor: Visoka ekonomsko-komercialna šola Maribor.
24. Crnkovič, R. (1992). *Gospodarske finance*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
25. Cull, R., Davis, L. E., & Lamoreaux, N. R. (2006). Historical financing of small and medium sized enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3017–3042.
26. Čebular, A. (2005). *Slovenija v Evropski uniji*. Ljubljana: Urad Vlade Republike Slovenije za informiranje.
27. Čibej, J. A. (2002). Odločanje o razmerah negotovosti. *Bančni vestnik*, 51(3), 17–19.
28. Damodaran. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
29. Davis, S. (2003). *Investment banking: addressing the management issues*. New York: Polgrave Macmillan.
30. De la Torre, A., Soledad Martinez Perla, M., & Schmukler, S. L. (2010). Bank involvement with SME`s: Beyond relationship lending. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2280–2293.
31. Dejčman, S. (2003). *Izzivi bančnega financiranja malih in srednjih podjetij v Sloveniji in EU*. Maribor: Slovenski podjetniški observatorij.
32. Dietsch, M., & Petey, J. (2002). The credit risk in SME loans portfolios: Modeling issues, pricing and capital requirements. *Journal of Banking and Finance*, 26(3), 303–322.
33. Dimovski, V. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Dubrovski, D. (2009). *Strateške poslovne zveze in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management.
35. Duhovnik, M. (2003). *Obračunski in denarni tokovi kot podlaga za ugotavljanje uspešnosti*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
36. EIB – European Investment Bank. (2005a, 20. september). *Finanzbericht*. Najdeno 20. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.eib.org/Attachments/general/reports/fr2004de.pdf>
37. EIB – European Investment Bank. (2005b, 20. septembra). *Jahresbericht*. Najdeno 20. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.eib.org/Attachments/general/reports/ar2004sl.pdf>
38. EU-Skladi. Najdeno 21. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.eu-skladi.si/skladi/crpanje-evropskih-sredstev/podatki-o-crpanju>

39. Euribor-EBF. Najdeno 21. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/about-euribor.html>
40. European Commission. (2011). *Third report on economic and social cohesion. A new partnership for cohesion. Convergence competitiveness cooperation*. Najdeno 8. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docoffic/official/reports/cohesion3/cohesion3_en.htm
41. European Parliament. (1994). *Fact sheets on the European Union*. Luxembourg: Office for official publications of the European Communities.
42. *Evropska kohezijska politika v Sloveniji*. Najdeno 20. junija 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/informat/country/2009/sl_sl.pdf
43. Feiler, J., & Stoczkiewicz, M. (1999). *The European investment bank: Accountable only to the market*. Bruxelles: CEE Bankwatch Network.
44. Filipič, D., & Markovič-Hribernik, T. (1998). *Osnove financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
45. *Finančni programi EU*. Najdeno 21. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.eurocon.si/index.php?id=23>
46. Fraser, S. (2004). *Finance for Small and Medium-Sized Enterprises: A Report of the 2004*. Warwick: University of Warwick.
47. Freixas, X., & Rochet, J.-C. (1999). *Microeconomics of Banking*. London: MIT Press.
48. Gaughan, P. A. (2011, 21. maja). Mergers, Acquisitions, and corporate restructurings. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.csus.edu/org/iis/VALUATION.pdf>
49. Glas, M. (2002). *Projekt izgradnje celovitega sistema ugodnejšega financiranja malih in srednjih podjetij po sistemu držav Evropske unije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. Gorjan, M. (2003, 15. maja). Kako do primerne razpisa in evropskega denarja. *Obrtnik*, str. 73.
51. Goodhart, C. (2010). *How should we regulate the financial sector?* London: School of Economics and Political Science.
52. Grabowski, R. J. (2009, 4. februarja). *Problems with Cost of Capital Estimation in the Current Environment*. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.duffandphelps.com/sitecollectiondocuments/cost_capital_update_012909.pdf
53. Graddy, D. B., & Austin H. S. (1990). *Managing Commercial Banks*. New Jersey: Prentice Hall.
54. Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., & Pagano, M. (2004). Financial market integration and economic growth in the EU. *Economic policy*, 19(40), 523–577.
55. GVIN. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/>
56. Harvey, R. M., & Prior, M. (1993). *International Insolvency: Restructuring and Workouts in Multinational Corporate Failures*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

57. Hren, B., & Svenšek, K. (2009, 9. februar). Banki ne moremo ukazati, da določenega posojila ne sme odobriti. *Dnevnik*, str. 17.
58. Ibbotson. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://corporate.morningstar.com/ib/asp/subject.aspx?xmlfile=1383.xml&ad=07Cat>
59. Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.
60. Interno gradivo izbrane banke, 2012.
61. International Valuation Standards Committee. (2007). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. London: International Valuation Standards Committee.
62. Ipavec, A. (2004). *Analiza uspešnosti poslovanja družbe Petrol d.d., Ljubljana* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
63. Jappelli, T., & Pagano, M. (2002). Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-country evidence. *Journal of Banking and Finance*, 26(10), 2017–2045.
64. Jašovič, B., & Košak, T. (2008). *Vpliv finančne krize na slovenski bančni sistem*. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
65. King, G., R., & Levine, R. (1993). *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
66. Knez Riedl, J. (2000). *Pojmovanje in presojanje bonitet podjetja*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
67. Košak, T. (2009). Vpliv finančne krize na uspešnost poslovanja bank. *Bančni vestnik*, 58(9), 10–12.
68. Kotler, P. (1998). *Marketing Management – Trženjsko upravljanje* (2. izdaja). Ljubljana: Slovenska knjiga.
69. Laeven, L., & Valencia, F. (2010). Resolution of Banking Crises: The Good, the bad, and the ugly. *IMF Working Paper*, 10(146), 3–35.
70. Lajh, D. (2006). *Evropeizacija in regionalizacija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
71. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
72. Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (1999, 24. avgust). Financial Intermediation and Growth: Causality and Cause. Najdeno 20. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nccr-finrisk.uzh.ch/media/pdf/habib/levineLoayzaBeck.pdf>
73. Lowenstein, R. (2008, 27. april). Triple-A Failure. *The New York Times*. Najdeno 11. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html>
74. Lužnik Pregl, R., & Križaj Bonač, G.(1991). *Priročnik za izdelavo investicijskega programa*. Ljubljana: Ljubljanska banka d.d.
75. Majcen, V., & Pollick, M. (2010). Finančna kriza spreminja jamstvo za vloge v bankah. *Bančni vestnik*, 59(8), 30–35.
76. McMachom, R. G. P. (2003). An Exploratory Study of Under and Over investment amongst Manufacturing SME`s from Australia`s Business Longitudinal Survey. *International Small Business Journal*, 21(1), 29–53.

77. Miles, D., Yang, J., & Marcheggiano, G. (2011). *Optimal bank capital*. London: Bank of England.
78. Mishkin, F. S. (2009). *Perason Education: The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (9th ed.). Addison-Wesley: Addison Wesley Longman.
79. Molyneux, P. (2009). Do Mergers Improve Bank Productivity and Performance? Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.suerf.org/download/studies/study20094.pdf>
80. Mrak, M., & Wostner, P. (2005). Absorpcijska sposobnost Republike Slovenija za črpanje sredstev EU. *IB revija*, 39(3), 4–21.
81. Mrak, M. (2004). *Kohezijska politika Evropske unije*. Ljubljana: samozaložba.
82. Mrak, M., & Rant, V. (2004). *Kohezijska politika Evropske unije* (1. izdaja) Ljubljana: samozaložba.
83. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
84. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Univerza v Ljubljani.
85. Musasike, L. (2004). *Role of State-Owned Financial Institutions*. Washington: World Bank.
86. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(1393), 575–592.
87. *New website on the Financial Perspectives 2007–2013*. Najdeno 21. aprila 2008 na spletnem naslovu http://europa.eu.int/comm/regional_policy/newsroom/index_en.htm
88. Nicolaides, P., Kekelekis, M., & Buyskes, P. (2005). *State Aid Policy in the European Community* (27th ed.). The Hague: Kluwer Law International.
89. Nuredini, L. (2009, 6. junij). Umar: Kreditni krč se je še zaostрил. *Dnevnik*, str. 22.
90. Osnutek Državnega razvojnega programa Republike Slovenija za obdobje 2007–2013. Najdeno 18. marca 2008 na spletnem naslovu [www.svlr.gov.si/...gov.si/.../DRP_DELOVNO_GRADIVO_13-04-06....](http://www.svlr.gov.si/...gov.si/.../DRP_DELOVNO_GRADIVO_13-04-06...)
91. Ovin, R. (2009). Kako iz krize? *Bančni vestnik*, 58(8), 1.
92. Peel, M., & Bridge, J. (1998). How planning and capital budget-ing improve SME performance. *Long Range Planning*, 31(6), 848–856.
93. Portal Evropske unije. (2005, 23. novembra). *Evropska unija*. Najdeno 20. aprila 2012 na spletnem naslovu http://pm2.activenavigation.com/facade/europa.eu.int/institutions/eib/index_sl.htm
94. Pratt, S. P. (2000). *Valuing a Business* (4th ed.). New York: McGraw-Hill Library of Investment and Finance.
95. Pratt, S. P. (2008). *Valuing a Business* (5th ed.). New York: McGraw-Hill Library of Investment and Finance.
96. Rajan, A. (1992). *Enterprise and people aspects in the information technology sector to the year 2000*. Luxembourg: Office for Official Publicationsof the European Communities.
97. Rajan, G. R., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.

98. Rebernik, M. (1997). *Management malih podjetij in podjetništvo*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
99. Rednak, M., & Mihajlović, B. (2009, 17. marca). Stečajev je za polovico več, pogreb grozi tudi velikim. *Finance*, str. 7.
100. Rouse, J., & Jayawarna, D. (2006). The financing of disadvantaged entrepreneurs: Are enterprise programmes overcoming the financial gap. *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 12(6), 388–400.
101. Santomero, A.M. (2008). Loan Portfolio Management: Good News or Bad News for Financial Stability. *Economic Review*, 2(1), 25–32.
102. Schmit, M., Gheeraert, L., Denuit, T., & Warny, C. (2011). *Public Financial Institutions in Europe*. London: European Association of Public Banks.
103. Schumpeter, A. J. (2002). *The Theory of Economic Development* (7th ed.). London: Transaction Publishers.
104. Sharp, A., & Rhodes, M. (2009). Cross-border restructuring: complexities and uncertainties – a game of chance? *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 24(395), 316–320.
105. Sharpe, W. F., & Alexander, G. J. (1990). *Investments*. (4th ed.). Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
106. Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
107. Skupina Evropske investicijske banke. (2011). *Poročilo o dejavnosti 2011*. Najdeno 20. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2011-0073&language=SL>
108. Slapničar, S. (2003). *Analiza računovodskih izkazov – gradivo za vaje pri finančnem računovodstvu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
109. Statistični urad Republike Slovenije. (2011). *Statistični letopis Republike Slovenije 2011*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije
110. Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393–410.
111. Strasser, D. (1992). *The Finances of Europe*. Luxembourg: Office for official publications of the European Communities.
112. Strašek, S., Jagrič, T., & Špes, N. (2009). *Zbornik referatov Globalna finančna kriza v kontekstu asimetrične informiranosti in mentalitete mehurčka* (str. 1–11). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
113. Stupica, M. (2005). *Denar, denar, denar: Priročnik za zadolževanje malih in srednjih podjetij ter samostojnih podjetnikov*. Lesce: Založba Legat.
114. Susangkarn, C., & Vichyanond, P. (2007). The years after financial crisis in Thailand: What has been learned and not learned? *Asian Economic Policy Review*, 2(1), 100–118.
115. Svenšek, K. (2012, 15. maja). Kriza se iz gospodarstva seli v bilance bank. *Dnevnik*, str. 22.

116. Štern, B. (2006). *Strukturni skladi*. Ljubljana: Evropski informacijski center.
117. *The future of European cohesion and its financing*. Najdeno 21. aprila 2008 na spletnem naslovu http://europa.eu.int/comm/regional_policy/newsroom/index_en.htm
118. Thomson Reuters. (2012). Najdeno 10. junija 2011 v informacijskem sistemu Thomson Reuters.
119. Thomson Reuters. (2012). Najdeno 25. maja 2012 v informacijskem sistemu Thomson Reuters.
120. Tödtling Schönhofer, H., Colgan, P., Martinos, H., & Sanches, B. (2003). *A Study of Efficiency of the Implementation Methods for Structural Funds*. Dunaj: European Commission.
121. Turner, A. (2010). *What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?* London: London School of Economics and Political Science.
122. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2010). *Vpliv finančne krize na kreditni trg v Sloveniji*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
123. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2011). *Ekonomsko ogledalo*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
124. U.S. Securities and Exchange Commission. (b.l.). *Initial Public Offerings. Why Individuals Have Difficulty Getting Shares*. Najdeno 25. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/answers/ipodiff.htm>
125. Vehovnik, J., Štern, B., & Filipič, L. (2005). *Pridobitev nepovratnih sredstev iz strukturnih skladov EU*. Ljubljana: Založba Forum Media.
126. Wagner, W., & Marsh, I.W. (2006). Credit risk transfer and financial sector stability. *Journal of Financial Stability*, 2(2), 173–193.
127. Wilson, R. (2004). *Business Finance*. London: Institute of Directors.
128. Wostner, P. (2005). *Kako do denarja EU*. Ljubljana: GV Založba.
129. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr.
130. Zbašnik, D. (2001). *Mednarodne poslovne finance*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 7. maja 2012.....	1
Priloga 2: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 6. marca 2012.....	3
Priloga 3: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 6. junija 2012.....	5
Priloga 4: Seznam obveznic Evropske investicijske banke na dan 17. julija 2012.....	9
Priloga 5: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita Evropske investicijske banke v višini 6,4 milijona EUR (razvojno financiranje investicije).....	10
Priloga 6: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita poslovne banke v višini 9 milijonov EUR (razvojno financiranje investicije).....	11
Priloga 7: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita poslovne banke v višini 19,4 milijona EUR (bančno financiranje investicije).....	13
Priloga 8: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2011–2020 na osnovi razvojnega financiranja investicije (v EUR).....	15
Priloga 9: Bilanca stanja za obdobje 2011–2020 na osnovi razvojnega financiranja investicije (v EUR).....	16
Priloga 10: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2011–2020 na osnovi bančnega financiranja investicije (v EUR).....	17
Priloga 11: Bilanca stanja za obdobje 2011–2020 na osnovi bančnega financiranja investicije (v EUR).....	18
Priloga 12: Specifikacija oblikovanja poslovnih prihodkov za obdobje 2011–2020 (v EUR).....	19
Priloga 13: Specifikacija oblikovanja poslovnih odhodkov za obdobje 2011–2020 (v EUR).....	20
Priloga 14: Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov in legenda okrajšav.....	21

Priloga 1: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 7. maja 2012

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime Obveznice
101,198	28.8.2012	CMZB 5 7/8 08/28/12	1,7555296	60,30	COMMERZBANK AG
100,529	3.9.2012	WESTLB 3 1/2 09/03/12	1,7662615	70,89	WESTLB AG
100,208	7.9.2012	BANEST 2 3/4 09/07/12	2,0690647	10,72	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,244	10.9.2012	BBVASM 2 3/4 09/10/12	1,9769325	99,70	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,196	17.9.2012	BANEST 3 09/17/12	2,3927353	133,02	BANESTO FINANCIAR PR PLC
100,137	18.9.2012	BKIASM 2 3/8 09/18/12	1,9566472	75,43	BANKIA SA
101,710	28.10.2012	ACAFA 5.2 10/28/12	1,495	32,63	CREDIT AGRICOLE SA
101,103	30.10.2012	BNP 5.8 10/30/12	3,344	215,47	BNP PARIBAS
100,28	4.12.2012	ISPIM 2 5/8 12/04/12	2,0992163	94,71	INTESA SANPAOLO SPA
101,958	17.12.2012	BNP 5 1/4 12/17/12	1,9158078	71,20	BNP PARIBAS
102,102	4.1.2013	INTNED 5 1/4 01/04/13	1,9418210	77,85	ING BANK NV
101,79	21.1.2013	BYLAN 4 1/4 01/21/13	1,640538762	51,27	BAYERISCHE LANDESBANK
100,174	1.2.2013	ISPIM 3 1/4 02/01/13	2,9796461	191,53	INTESA SANPAOLO SPA
101,36	12.2.2013	UCGIM 4 7/8 02/12/13	3,002286428	196,61	UNICREDIT SPA
100,08	28.2.2013	BANEST 2 5/8 02/28/13	2,5099192	103,73	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,586	28.2.2013	SANTAN 3 3/4 02/28/13	2,9789023	193,50	SANTANDER INTL DEBT SA
101,482	1.3.2013	KBC 4 03/01/13	2,1123609	106,82	KBC IFIMA NV
100,11	14.3.2013	BKIASM 3 1/2 03/14/13	3,3469222	170,16	BANKIA SA
102,127	21.3.2013	DAA 3 3/4 03/21/13	1,2445394	22,60	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
100,836	22.3.2013	BBVASM 4 03/22/13	2,9899226	196,43	BBVA SENIOR FINANCE SA
103,408	28.3.2013	SOCGEN 5 1/4 03/28/13	1,3220140	30,33	SOCIETE GENERALE
100,834	2.4.2013	LANSNA 3 1/2 04/02/13	2,5355976	145,51	F VAN LANSCHOT BANKIERS
99,846	11.4.2013	BKIASM 4 1/2 04/11/13	4,6571698	243,80	BANKIA SA
99,671	15.4.2013	BKIASM 3 04/15/13	3,3581049	204,10	BANKIA SA
100,89	22.4.2013	BBVASM 4 04/22/13	3,0284111	200,22	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,908	13.5.2013	BBVASM 4 05/13/13	3,0696482	206,36	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,833	4.6.2013	BANEST 3 5/8 06/04/13	2,8179932	145,43	BANCO ESPANOL DE CREDITO
101,358	20.6.2013	KNFP 4 3/8 06/20/13	3,1046017	196,95	NATIXIS
105,116	24.6.2013	ACAFA 6 06/24/13	1,3631238	36,48	CREDIT AGRICOLE LONDON
98,498	26.6.2013	BKIASM 2 5/8 06/26/13	4,0104807	261,53	BANKIA SA
101,33	15.7.2013	DEPFA 3 7/8 07/15/13	2,7015219	157,08	DEPFA ACS BANK
104,128	19.7.2013	BFCM 6 1/2 07/19/13	2,9043441	192,92	BANQUE FED CRED MUTUEL
100,782	8.8.2013	ISPIM 4 08/08/13	3,3505365	235,97	INTESA SANPAOLO IRELAND
100,382	21.8.2013	UCGIM 3 5/8 08/21/13	3,3057538	229,50	UNICREDIT SPA
99,689	22.8.2013	BBVASM 3 08/22/13	3,2552019	221,89	BBVA SENIOR FINANCE SA
104,135	18.9.2013	ERSTBK 4 3/4 09/18/13	1,6333908	63,88	ERSTE GROUP BANK AG
99,506	20.9.2013	SANTAN 2 7/8 09/20/13	3,2442832	223,84	SANTANDER INTL DEBT SA
101,162	23.9.2013	INTNED 2 1/4 09/23/13	1,3848729	40,04	ING BANK NV
99,261	8.10.2013	BYLAN 3 1/2 10/08/13	1,1513654	16,91	BAYERISCHE LANDESBANK
99,812	8.10.2013	LIBERB 3 1/2 10/08/13	3,628382	259,20	LIBERBANK SA
104,777	22.10.2013	CMZB 5 10/22/13	1,6283017	62,76	COMMERZBANK AG
104,381	28.10.2013	ABNANV 4 5/8 10/28/13	1,5693411	59,44	ABN AMRO BANK NV
101,712	29.10.2013	ABNANV 2 3/4 10/29/13	1,55739	58,95	ABN AMRO BANK NV
103,131	29.10.2013	HAA 4 5/8 10/29/13	2,4179466	138,07	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG
103,536	31.10.2013	SOCGEN 5 7/8 10/31/13	3,3569173	213,66	SOCIETE GENERALE
102,605	15.11.2013	ACAFA 5.1 11/15/13	3,325	223,02	CREDIT AGRICOLE SA
100,56	20.11.2013	CAJAMU 4 11/20/13	3,6048505	262,24	CAJA DE AHORROS MURCIA
99,992	27.11.2013	ISPIM 3 1/2 11/27/13	3,4956805	248,74	INTESA SANPAOLO SPA
100,398	30.11.2013	BFASM 3 7/8 11/30/13	3,5961616	254,25	BANCO FINANC Y AHORROS
105,434	16.12.2013	BNP 5 12/16/13	1,5269164	57,70	BNP PARIBAS
104,251	18.12.2013	ACAFA 4 3/4 12/18/13	2,047	97,10	CREDIT AGRICOLE SA
105,562	19.12.2013	SOCGEN 5 1/8 12/19/13	1,5851936	61,88	SOCIETE GENERALE
102,78	19.12.2013	ISPIM 5 3/8 12/19/13	3,5497033	259,00	INTESA SANPAOLO SPA
103,786	4.1.2014	RBS 4 3/4 01/04/14	2,3755161	138,81	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
102,176	14.1.2014	UCGIM 5 1/4 01/14/14	3,8720594	289,75	UNICREDIT SPA
102,832	21.1.2014	ABNANV 3 3/8 01/21/14	1,6651092	69,56	ABN AMRO BANK NV
102,551	23.1.2014	BBVASM 4 7/8 01/23/14	3,2991502	233,11	BBVA SENIOR FINANCE SA
102,91	27.1.2014	RBIIV 3 5/8 01/27/14	1,8788232	91,10	RAIFFEISEN BANK INTL
104,447	5.2.2014	BFCM 4 1/4 02/05/14	1,629483	64,59	BANQUE FED CRED MUTUEL
105,717	6.2.2014	CMZB 5 02/06/14	1,636798	67,76	COMMERZBANK AG
100,798	10.2.2014	UCGIM 4 3/8 02/10/14	3,8858399	288,76	UNICREDIT SPA
103,235	16.2.2014	ACAFA 4 02/16/14	2,126	105,13	CREDIT AGRICOLE SA
99,81	21.2.2014	BKIASM 4 1/4 02/21/14	4,3539755	311,58	BANKIA SA
102,589	22.2.2014	BNP 5 1/2 02/22/14	3,958	262,60	BNP PARIBAS
101,267	24.2.2014	LIBERB 4 1/2 02/24/14	3,7467924	275,32	LIBERBANK SA
99,208	28.2.2014	BKIASM 4 02/28/14	4,45913	325,10	BANKIA SA
103,192	6.3.2014	ACAFA 5.2 03/06/14	3,384	231,35	CREDIT AGRICOLE SA
100,863	7.3.2014	KBC 3 5/8 03/07/14	3,1259647	214,89	KBC IFIMA NV
101,437	17.3.2014	HAA 3 3/4 03/17/14	2,9364158	175,79	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG
100,716	31.3.2014	BKIASM 4 7/8 03/31/14	4,4651299	325,08	BANKIA SA
100,588	7.4.2014	SANTAN 4 1/4 04/07/14	3,9201591	289,55	SANTANDER INTL DEBT SA
105,272	16.4.2014	DAA 4 3/8 04/16/14	1,5809635	58,34	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
102,995	22.4.2014	LANSNA 4 5/8 04/22/14	3,016978	199,12	F VAN LANSCHOT BANKIERS
106,789	22.4.2014	CMARK 5 3/8 04/22/14	1,7960251	82,05	CREDIT MUTUEL ARKEA
103,566	12.5.2014	AARB 4 05/12/14	2,1616367	117,15	AAREAL BANK AG
104,914	30.5.2014	FBAVP 4 1/2 05/30/14	2,029608	102,52	FORTIS BANK SA/NV
104,109	28.6.2014	ACAFA 5.4 06/28/14	3,392	230,46	CREDIT AGRICOLE SA
105,802	9.7.2014	ABNANV 4 5/8 07/09/14	1,858492	89,67	ABN AMRO BANK NV
102,339	15.7.2014	HVB 3 1/4 07/15/14	2,137106	113,83	UNICREDIT BANK AG
102,564	19.7.2014	BPCEGP 5.2 07/19/14	3,947	288,86	BPCE SA
88,142	21.7.2014	DEXGRP 5 3/8 07/21/14	11,794912	944,88	DEXIA CREDIT LOCAL
100,441	30.7.2014	CAZAR 4.44 07/30/14	4,2200341	321,45	CAJA DE AHORROS Y MONTE
98,798	12.8.2014	SANTAN 3 1/2 08/12/14	4,0627596	297,08	SANTANDER INTL DEBT SA
103,542	21.8.2014	SOCGEN 3 3/4 08/21/14	2,1374843	114,19	SOCIETE GENERALE
105,701	1.9.2014	ABNANV 4 1/2 09/01/14	1,9464725	93,64	ABN AMRO BANK NV
101,97	16.9.2014	BANEST 4 1/4 09/16/14	3,3554235	220,97	BANCO ESPANOL DE CREDITO

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime Obveznice
102,643	17.9.2014	KBC 4 1/2 09/17/14	3,3062643	228,74	KBC IFIMA NV
96,87	23.10.2014	CAJAMA 3 1/2 10/23/14	4,8766806	357,69	CAJAMAR CAJA RURAL SCC
97,372	29.10.2014	CAIXAC 3 10/29/14	4,1359369	290,14	CATALUNYA BANC SA
100,86	30.10.2014	BKIASM 5 10/30/14	4,6113588	332,56	BANKIA SA
97,238	3.11.2014	NOVAGA 3 11/03/14	4,1888702	298,17	NGC BANCO SA
97,095	12.11.2014	CAJAME 3 11/12/14	4,2398466	305,16	BANCO CAM SA
97,185	13.11.2014	BKIASM 3 1/2 11/13/14	4,7073738	332,17	BANKIA SA
103,43	15.1.2015	DEPFA 4 3/8 01/15/15	3,0180797	192,30	DEPFA ACS BANK
98,774	19.1.2015	ISPIM 3 3/8 01/19/15	3,8581153	273,31	INTESA SANPAOLO SPA
97,211	21.1.2015	BFASM 3 1/8 01/21/15	4,2358757	298,52	BANCO FINANC Y AHORROS
97,021	22.1.2015	BACOP 3 1/8 01/22/15	4,312095	314,42	BANCO COOPERATIVO ESPANO
107,42	26.1.2015	CMZB 4 3/4 01/26/15	1,9114374	90,13	COMMERZBANK AG
100,058	27.1.2015	BANEST 3 1/2 01/27/15	3,4729012	226,48	BANCO ESPANOL DE CREDITO
102,53	3.2.2015	BHH 3 1/2 02/03/15	2,5269553	137,27	BERLIN-HANNOVER HYPBK AG
105,213	3.2.2015	ABNAV 4 02/03/15	2,017032	98,85	ABN AMRO BANK NV
95,8551	25.2.2015	BCIVSM 3 1/4 02/25/15	4,8682344	358,13	GRUPO BANCA CIVICA
104,031	3.3.2015	INTNED 3 3/8 03/03/15	1,8875069	82,64	ING BANK NV
101,327	6.3.2015	RBIASV 2 7/8 03/06/15	2,3810719	133,17	RAIFFEISEN BANK INTL
98,153	10.3.2015	SANTAN 3 1/2 03/10/15	4,2019301	304,66	SANTANDER INTL DEBT SA
102,443	30.3.2015	BANEST 4 5/8 03/30/15	3,7132294	258,91	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,958	31.3.2015	KBC 3 7/8 03/31/15	3,5176666	241,55	KBC IFIMA NV
101,676	31.3.2015	SOCGEN 3 03/31/15	2,3911468	131,60	SOCIETE GENERALE
99,827	1.4.2015	ISPIM 3 7/8 04/01/15	3,9367846	281,86	INTESA SANPAOLO SPA
102,945	13.4.2015	DB 2 7/8 04/13/15	1,8307078	72,06	DEUTSCHE BANK AG
96,442	15.4.2015	NOVAGA 3 1/8 04/15/15	4,4457626	318,62	NGC BANCO SA
97,243	23.4.2015	BBVASM 3 1/4 04/23/15	4,2631321	306,12	BBVA SENIOR FINANCE SA
105,144	5.5.2015	WESTLB 4 05/05/15	2,1997323	107,17	WESTLB AG
108,35	13.5.2015	NDB 4 1/4 05/13/15	1,3961425	35,62	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
99,904	18.5.2015	SANTAN 4 1/2 05/18/15	4,5340556	338,79	SANTANDER INTL DEBT SA
99,868	27.6.2015	BNP 4 1/4 06/27/15	4,292	299,71	BNP PARIBAS
99,682	4.7.2015	BPCEGP 4.1 07/04/15	4,206	302,86	BPCE SA
102,547	13.7.2015	BNP 2 7/8 07/13/15	2,0365138	93,81	BNP PARIBAS
101,958	20.7.2015	ACAF 3 07/20/15	2,3539802	124,54	CREDIT AGRICOLE LONDON
103,056	3.8.2015	DB 2 7/8 08/03/15	1,8892818	73,70	DEUTSCHE BANK AG
98,45	6.8.2015	BBVASM 3 7/8 08/06/15	4,3938961	319,59	BBVA SENIOR FINANCE SA
102,723	17.8.2015	AARB 3 1/4 08/17/15	2,375143	126,43	AAREAL BANK AG
103,766	2.9.2015	DB 3 1/8 09/02/15	1,9378559	79,01	DEUTSCHE BANK AG
99,59	7.9.2015	BANEST 3 5/8 09/07/15	3,7535119	249,30	BANCO ESPANOL DE CREDITO
102,367	8.9.2015	EURHYP 3 1/4 09/08/15	2,4968177	136,88	EUROHYPO AG
101,932	22.9.2015	BPCEGP 2 7/8 09/22/15	2,2701667	113,22	BPCE SA
104,568	30.9.2015	BFCM 5 09/30/15	3,5389844	240,10	BANQUE FED CRED MUTUEL
102,033	26.10.2015	KBC 4 3/8 10/26/15	3,73139	256,69	KBC IFIMA NV
102,293	29.10.2015	BFCM 3 10/29/15	2,3017645	113,99	BANQUE FED CRED MUTUEL
103,510	30.10.2015	DB 3 10/30/15	1,9417509	79,28	DEUTSCHE BANK AG LONDON
98,338	16.11.2015	PMIIM 3 1/4 11/16/15	3,7589137	241,91	BANCA POPOLARE DI MILANO
98,321	30.11.2015	BFASM 4 3/8 11/30/15	4,8929621	357,00	BANCO FINANC Y AHORROS
96,104	1.12.2015	SANTAN 3.381 12/01/15	4,5870372	327,88	SANTANDER INTL DEBT SA
95,335	14.12.2015	BKIASM 3 1/2 12/14/15	4,9425181	345,39	BANKIA SA
101,390	18.12.2015	NDB 2 12/18/15	1,5909663	42,11	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
98,369	14.1.2016	ISPIM 4 1/8 01/14/16	4,6111731	333,91	INTESA SANPAOLO SPA
98,693	18.1.2016	BANEST 3 1/2 01/18/16	3,8830854	253,20	BANCO ESPANOL DE CREDITO
107,280	16.2.2016	FBVAP 6 3/8 02/16/16	4,2370427	313,45	BNP PARIBAS FORTIS FNDG
100,533	20.2.2016	BPCEGP 4.6 02/20/16	4,439	305,61	BPCE SA
108,073	26.2.2016	DZBK 6 1/4 02/26/16	3,9139663	271,08	DG BANK AG
104,767	7.3.2016	BNP 3 1/2 03/07/16	2,1848297	100,37	BNP PARIBAS
103,625	8.3.2016	ACAF 3 5/8 03/08/16	2,6148148	142,09	CREDIT AGRICOLE LONDON
104,072	16.3.2016	KBC 5 03/16/16	3,8378622	263,44	KBC IFIMA NV
98,239	23.3.2016	BANEST 4.08 03/23/16	4,5843876	325,04	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,546	7.4.2016	BFASM 5 1/4 04/07/16	5,0892201	377,98	BANCO FINANC Y AHORROS
106,867	11.4.2016	ABNAV 4 1/4 04/11/16	2,3920678	122,10	ABN AMRO BANK NV
105,559	12.4.2016	ERSTBK 4 1/4 04/12/16	2,734442	154,20	ERSTE GROUP BANK AG
101,177	15.4.2016	BBVASM 4 7/8 04/15/16	4,5391595	328,81	BBVA SENIOR FINANCE SA
104,269	20.4.2016	SOCGEN 4 04/20/16	2,8394647	164,12	SOCIETE GENERALE
103,849	11.5.2016	RBS 4 1/4 05/11/16	3,2093266	197,90	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
105,494	24.5.2016	INTNED 3 7/8 05/24/16	2,428902	121,63	ING BANK NV
107,177	31.5.2016	BFCM 4 3/8 05/31/16	2,4914769	127,31	BANQUE FED CRED MUTUEL
102,003	29.6.2016	BKIASM 5 3/4 06/29/16	5,1946167	372,51	BANKIA SA
96,553	5.7.2016	BKIASM 4 1/4 07/05/16	5,1908685	357,62	BANKIA SA
101,641	16.9.2016	BNP 2 5/8 09/16/16	2,2235412	91,63	BNP PARIBAS
93,288	5.10.2016	BKIASM 3 5/8 10/05/16	5,3718489	361,09	BANKIA SA
97,443	17.10.2016	PMIIM 3 1/2 10/17/16	4,1387124	258,18	BANCA POPOLARE DI MILANO
101,482	31.10.2016	HAA 4 1/4 10/31/16	3,8778499	246,62	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG
100,725	14.11.2016	DEPFA 3 7/8 11/14/16	3,6932799	228,59	DEPFA ACS BANK
96,008	23.11.2016	ISPIM 3 3/4 11/23/16	4,743595	324,60	INTESA SANPAOLO SPA
105,515	23.12.2016	INTNED 4 12/23/16	2,710408	138,50	ING BANK NV
109,125	30.12.2016	DB 4 3/8 12/30/16	2,2773806	96,00	DEUTSCHE BANK AG
106,752	13.1.2017	INTNED 4 1/4 01/13/17	2,6908761	138,85	ING BANK NV
96,716	20.1.2017	KNFP 4 1/8 01/20/17	4,9204066	340,47	NATIXIS
106,913	23.1.2017	CMARK 4 1/2 01/23/17	2,9030189	159,48	CREDIT MUTUEL ARKEA
101,902	24.1.2017	HAA 4 3/8 01/24/17	3,9203292	247,34	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG
106,889	1.2.2017	FBVAP 4 3/8 02/01/17	2,7961363	144,65	FORTIS BANK SA/NV
115,549	14.2.2017	ABNAV 6 1/2 02/14/17	2,9461012	171,59	ABN AMRO BANK NV
101,956	24.2.2017	BNP 3 02/24/17	2,5595765	119,54	BNP PARIBAS
99,976	28.2.2017	ISPIM 5 02/28/17	5,0011052	356,06	INTESA SANPAOLO SPA
102,592	1.3.2017	SOCGEN 3 3/4 03/01/17	3,1582345	177,75	SOCIETE GENERALE
97,44	7.3.2017	UCGIM 4 7/8 03/07/17	5,4890435	397,83	UNICREDIT SPA
95,893	9.3.2017	CAJAME 4 1/2 03/09/17	5,4873035	390,42	BANCO CAM SA
104,967	22.3.2017	CMZB 3 7/8 03/22/17	2,7678968	140,40	COMMERZBANK AG
108,345	27.3.2017	BANEST 5 3/4 03/27/17	3,8384464	243,74	BANCO ESPANOL DE CREDITO

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime Obveznice
100,259	27.3.2017	KBC 4 1/2 03/27/17	4,4373297	301,08	KBC IFIMA NV
96,205	27.3.2017	SANTAN 4 03/27/17	4,8911791	336,62	SANTANDER INTL DEBT SA
100,695	28.3.2017	ERSTBK 3 3/8 03/28/17	3,2176616	180,84	ERSTE GROUP BANK AG
108,941	27.4.2017	BFCM 4 5/8 04/27/17	2,6761243	129,84	BANQUE FED CRED MUTUEL
99,254	15.6.2017	ISPIM 4 3/4 06/15/17	4,916922	339,07	INTESA SANPAOLO SPA
109,465	28.6.2017	CMARK 5 06/28/17	2,9814812	159,21	CREDIT MUTUEL ARKEA
102,599	10.7.2017	CMZB 3 5/8 07/10/17	3,0643738	163,63	COMMERZBANK AG
104,259	21.7.2017	BPCEGP 3 3/4 07/21/17	2,8544673	141,84	BPCE SA
114,39	31.8.2017	DB 5 1/8 08/31/17	2,2180207	82,30	DEUTSCHE BANK AG
105,99	7.9.2017	BNP 5.431 09/07/17	4,1490498	270,62	BNP PARIBAS
99,728	21.9.2017	SOCGEN 3 1/8 09/21/17	3,1786295	166,46	SOCIETE GENERALE
103,787	28.9.2017	BNP 5.2 09/28/17	4,389	293,29	BNP PARIBAS
96,358	4.10.2017	SANTAN 4 1/8 10/04/17	4,9041394	327,11	SANTANDER INTL DEBT SA
104,402	4.10.2017	FBAVP 5.757 10/04/17	4,8051337	330,59	FORTIS BANK SA/NV
103,816	6.10.2017	ABNANV 3 5/8 10/06/17	2,8505385	138,24	ABN AMRO BANK NV
104,151	26.1.2018	BFCM 3 3/4 01/26/18	2,9473977	138,75	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,093	1.2.2018	ACAFA 5.971 02/01/18	5,734913	413,26	CREDIT AGRICOLE SA
112,836	5.2.2018	BYLAN 4 3/4 02/05/18	2,3329427	72,16	BAYERISCHE LANDESBANK
102,614	24.2.2018	CDEE 4 1/4 02/24/18	3,7371225	213,52	CREDIT FONCIER DE FRANCE
92,735	25.5.2018	BKIASM 4 1/4 05/25/18	5,7050763	369,92	BANKIA SA
110,923	18.9.2018	CMARK 6 3/4 09/18/18	4,7143937	314,84	CREDIT MUTUEL ARKEA
93,289	8.11.2018	ISPIM 4 11/08/18	5,2410055	332,27	INTESA SANPAOLO SPA
109,401	11.1.2019	ABNANV 4 3/4 01/11/19	3,1617487	153,01	ABN AMRO BANK NV
100,437	13.2.2019	ACAFA 3 7/8 02/13/19	3,7982414	204,74	CREDIT AGRICOLE SA
100,647	3.4.2019	INTNED 3 1/4 04/03/19	3,1434145	138,16	ING BANK NV
102,175	21.5.2019	DEPFA 4 7/8 05/21/19	4,5065497	269,88	DEPFA ACS BANK
107,904	7.6.2019	INTNED 5 1/4 06/07/19	3,9464236	224,71	ING BANK NV
99,537	11.6.2019	ACAFA 5 7/8 06/11/19	5,9546514	407,12	CREDIT AGRICOLE SA
95,343	28.6.2019	BKIASM 5 06/28/19	5,8135362	370,36	BANKIA SA
103,437	25.11.2019	LBBER 5 7/8 11/25/19	5,304076	344,86	LANDESBANK BERLIN AG
93,393	29.1.2020	UCGIM 4 3/8 01/29/20	5,4423813	329,85	UNICREDIT SPA
91,498	14.4.2020	ISPIM 4 1/8 04/14/20	5,4747317	329,08	INTESA SANPAOLO SPA
104,662	20.7.2020	BFCM 4 1/8 07/20/20	3,4601895	153,45	BANQUE FED CRED MUTUEL
102,928	16.9.2020	CMZB 4 09/16/20	3,5857557	163,38	COMMERZBANK AG
91,58	22.10.2020	BFCM 4 10/22/20	5,2561191	300,96	BANQUE FED CRED MUTUEL
104,899	25.11.2020	BNP 3 3/4 11/25/20	3,0866804	112,70	BNP PARIBAS
110,337	18.1.2021	INTNED 4 7/8 01/18/21	3,4739616	156,99	ING BANK NV
106,419	2.3.2021	SOCGEN 4 3/4 03/02/21	3,8741269	191,11	SOCIETE GENERALE
81,871	19.4.2021	ACAFA 3.9 04/19/21	6,6544419	398,11	CREDIT AGRICOLE SA
99,822	18.5.2021	RBIAV 6 5/8 05/18/21	6,6513397	450,92	RAIFFEISEN BANK INTL
107,703	14.1.2022	BNP 4 1/8 01/14/22	3,1858101	112,38	BNP PARIBAS
106,601	9.2.2022	ABNANV 5 02/09/22	4,1598462	211,66	ABN AMRO BANK NV
105,885	10.2.2022	BPCEGP 4 1/2 02/10/22	3,7658818	168,76	BPCE SA
105,046	21.2.2022	INTNED 4 1/2 02/21/22	3,8688205	180,12	ING BANK NV
103,659	28.2.2022	POHBK 5 3/4 02/28/22	5,25962	315,64	POHJOLA BANK PLC
101,554	28.3.2022	ABNANV 4 1/8 03/28/22	3,93105	181,57	ABN AMRO BANK NV
87,658	26.4.2022	BKIASM 4 1/2 04/26/22	6,1970054	355,83	BANKIA SA

Vir: Thomson Reuters, 2012; Bloomberg, 2012a.

Priloga 2: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 6. marca 2012

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
100,257	7.5.2012	CAIXAC 3 05/07/12	1,367794491	19,60	CATALUNYA BANK SA
100,336	8.5.2012	BANEST 4 05/08/12	1,884118903	84,73	BANESTO FINANCIAL PR PLC
100,291	11.5.2012	BKIASM 3 05/11/12	1,274077922	7,89	BANKIA SA
100,283	14.5.2012	CAJAME 2 7/8 05/14/12	1,27205962	2,65	BANCO CAM SA
100,374	14.5.2012	BBVASM 3 5/8 05/14/12	1,503484021	44,93	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,825	15.6.2012	RZB 4 3/4 06/15/12	1,600026152	23,35	RAIFF ZENTRALBK OEST AG
101,203	27.6.2012	ABNANV 5 3/8 06/27/12	1,309001089	19,19	ABN AMRO BANK NV
100,735	3.9.2012	WESTLB 3 1/2 09/03/12	1,940594017	46,65	WESTLB AG
100,435	7.9.2012	BANEST 2 3/4 09/07/12	1,841702606	14,96	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,344	10.9.2012	BBVASM 2 3/4 09/10/12	2,035748606	70,23	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,5079	17.9.2012	BANEST 3 09/17/12	1,994019188	29,69	BANESTO FINANCIAL PR PLC
100,373	18.9.2012	BKIASM 2 3/8 09/18/12	1,64307881	14,83	BANKIA SA
102,044	28.10.2012	ACAFA 5.2 10/28/12	1,963	43,05	CREDIT AGRICOLE SA
100,227	4.12.2012	ISPIM 2 5/8 12/04/12	2,296949018	101,29	INTESA SANPAOLO SPA
100,724	7.12.2012	BPCEGP 2 5/8 12/07/12	1,631666029	28,37	BPCE SA
102,59	17.12.2012	BNP 5 1/4 12/17/12	1,831792238	50,59	BNP PARIBAS
102,733	4.1.2013	INTNED 5 1/4 01/04/13	1,859284749	47,12	ING BANK NV
102,55	31.1.2013	DB 5 1/8 01/31/13	2,211967037	94,30	DEUTSCHE BANK AG
100,53	1.2.2013	ISPIM 3 1/4 02/01/13	2,63831327	139,14	INTESA SANPAOLO SPA
101,831	12.2.2013	UCGIM 4 7/8 02/12/13	2,842100963	158,75	UNICREDIT SPA
100,34	28.2.2013	BANEST 2 5/8 02/28/13	2,266119342	82,73	BANCO ESPANOL DE CREDITO
101,186	28.2.2013	SANTAN 3 3/4 02/28/13	2,499013173	122,11	SANTANDER INTL DEBT SA
101,286	1.3.2013	KBC 4 03/01/13	2,64879632	140,56	KBC IFIMA NV
100,12	14.3.2013	BKIASM 3 1/2 03/14/13	3,376789	190,18	BANKIA SA
101,348	22.3.2013	BBVASM 4 03/22/13	2,6616715	142,27	BBVA SENIOR FINANCE SA
103,709	28.3.2013	SOCGEN 5 1/4 03/28/13	1,661386	44,58	SOCIETE GENERALE
100,435	2.4.2013	LANSNA 3 1/2 04/02/13	3,0756385	182,61	F VAN LANSCHOT BANKIERS
97,406	15.4.2013	SANTAN 2 5/8 04/15/13	5,1019787	292,69	BANCO SANTANDER TOTTA SA
99,831	15.4.2013	BKIASM 3 04/15/13	3,1545843	173,88	BANKIA SA
101,499	22.4.2013	BBVASM 4 04/22/13	2,6196524	140,91	BBVA SENIOR FINANCE SA
101,473	13.5.2013	BBVASM 4 05/13/13	2,7135522	152,62	BBVA SENIOR FINANCE SA
101,405	4.6.2013	BANEST 3 5/8 06/04/13	2,4520431	108,33	BANCO ESPANOL DE CREDITO

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
105,338	24.6.2013	ACAFP 6 06/24/13	1,7767128	57,56	CREDIT AGRICOLE LONDON
105,074	19.7.2013	BFCM 6 1/2 07/19/13	2,6400903	130,94	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,235	8.8.2013	ISPIM 4 08/08/13	3,1023325	193,77	INTESA SANPAOLO IRELAND
100,701	21.8.2013	UCGIM 3 5/8 08/21/13	3,1138517	192,56	UNICREDIT SPA
100,304	22.8.2013	BBVASM 3 08/22/13	2,7893569	160,39	BBVA SENIOR FINANCE SA
104,125	18.9.2013	ERSTBK 4 3/4 09/18/13	1,9739463	68,88	ERSTE GROUP BANK AG
100,207	20.9.2013	SANTAN 2 7/8 09/20/13	2,7291093	157,00	SANTANDER INTL DEBT SA
101,015	23.9.2013	INTNED 2 1/4 09/23/13	1,5755671	40,50	ING BANK NV
102,691	8.10.2013	BYLAN 3 1/2 10/08/13	1,755233	56,05	BAYERISCHE LANDESBANK
100,606	8.10.2013	LIBERB 3 1/2 10/08/13	3,0930721	174,79	LIBERBANK SA
104,357	28.10.2013	ABNANV 4 5/8 10/28/13	1,8900598	71,45	ABN AMRO BANK NV
101,525	29.10.2013	ABNANV 2 3/4 10/29/13	1,7944726	63,64	ABN AMRO BANK NV
102,4075	15.11.2013	ACAFP 5.1 11/15/13	3,621	235,56	CREDIT AGRICOLE SA
100,664	27.11.2013	ISPIM 3 1/2 11/27/13	3,0911257	189,48	INTESA SANPAOLO SPA
102,014	30.11.2013	BFASM 3 7/8 11/30/13	2,6604732	145,54	BANCO FINANC Y AHORROS
105,667	16.12.2013	BNP 5 12/16/13	1,7182064	57,07	BNP PARIBAS
103,641	18.12.2013	ACAFP 4 3/4 12/18/13	2,643	139,18	CREDIT AGRICOLE SA
103,872	19.12.2013	ISPIM 5 3/8 12/19/13	3,0958544	194,58	INTESA SANPAOLO SPA
105,702	19.12.2013	SOCGEN 5 1/8 12/19/13	1,833102	64,49	SOCIETE GENERALE
103,591	4.1.2014	RBS 4 3/4 01/04/14	2,6989537	151,59	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
103,678	14.1.2014	UCGIM 5 1/4 01/14/14	3,1656318	199,13	UNICREDIT SPA
102,565	21.1.2014	ABNANV 3 3/8 01/21/14	1,9619891	83,28	ABN AMRO BANK NV
103,516	23.1.2014	BBVASM 4 7/8 01/23/14	2,9161816	175,94	BBVA SENIOR FINANCE SA
102,699	27.1.2014	RBIASV 3 5/8 01/27/14	2,1467473	98,90	RAIFFEISEN BANK INTL
104,468	5.2.2014	BFCM 4 1/4 02/05/14	1,8460807	68,53	BANQUE FED CRED MUTUEL
105,653	6.2.2014	CMZB 5 02/06/14	1,9576995	84,27	COMMERZBANK AG
102,352	10.2.2014	UCGIM 4 3/8 02/10/14	3,0941156	190,69	UNICREDIT SPA
100,693	21.2.2014	BKIASM 4 1/4 02/21/14	3,8731942	255,38	BANKIA SA
102,6485	22.2.2014	BNP 5 1/2 02/22/14	4,062	259,48	BNP PARIBAS
102,423	24.2.2014	LIBERB 4 1/2 02/24/14	3,2048419	187,69	LIBERBANK SA
100,299	28.2.2014	BKIASM 4 02/28/14	3,838972	258,40	BANKIA SA
100,289	7.3.2014	KBC 3 5/8 03/07/14	3,4723503	236,22	KBC IFIMA NV
101,777	31.3.2014	BKIASM 4 7/8 03/31/14	3,9570735	273,66	BANKIA SA
102,239	7.4.2014	SANTAN 4 1/4 04/07/14	3,1187588	195,58	SANTANDER INTL DEBT SA
106,574	22.4.2014	CMARK 5 3/8 04/22/14	2,1661929	108,07	CREDIT MUTUEL ARKEA
102,379	22.4.2014	LANSNA 4 5/8 04/22/14	3,4384196	228,13	F VAN LANSCHOT BANKIERS
104,082	30.5.2014	FBASV 4 1/2 05/30/14	2,5830967	136,11	FORTIS BANK SA/NV
103,662	28.6.2014	ACAFP 5.4 06/28/14	3,732	242,19	CREDIT AGRICOLE SA
105,862	9.7.2014	ABNANV 4 5/8 07/09/14	2,0232753	89,76	ABN AMRO BANK NV
102,404	15.7.2014	HVB 3 1/4 07/15/14	2,1857371	102,02	UNICREDIT BANK AG
94,616	21.7.2014	DEXGRP 5 3/8 07/21/14	7,9367494	631,04	DEXIA CREDIT LOCAL
100,733	12.8.2014	SANTAN 3 1/2 08/12/14	3,1757229	196,34	SANTANDER INTL DEBT SA
103,667	21.8.2014	SOCGEN 3 3/4 08/21/14	2,1928046	102,06	SOCIETE GENERALE
103,163	16.9.2014	BANEST 4 1/4 09/16/14	2,923151094	168,75	BANCO ESPANOL DE CREDITO
102,154	17.9.2014	KBC 4 1/2 09/17/14	3,5843034	239,54	KBC IFIMA NV
97,568	23.10.2014	CAJAMA 3 1/2 10/23/14	4,4963789	295,65	CAJAMAR CAJA RURAL SCC
99,441	29.10.2014	CAIXAC 3 10/29/14	3,21992	185,69	CATALUNYA BANC SA
102,545	30.10.2014	BKIASM 5 10/30/14	3,957547	266,10	BANKIA SA
98,91	3.11.2014	NOVAGA 3 11/03/14	3,4322619	205,95	NCG BANCO SA
99,521	12.11.2014	CAJAME 3 11/12/14	3,1854052	186,44	BANCO CAM SA
98,503	13.11.2014	BKIASM 3 1/2 11/13/14	4,0951574	273,80	BANKIA SA
99,842	19.1.2015	ISPIM 3 3/8 01/19/15	3,4313832	215,95	INTESA SANPAOLO SPA
99,898	21.1.2015	BFASM 3 1/8 01/21/15	3,1608917	181,48	BANCO FINANC Y AHORROS
107,094	26.1.2015	CMZB 4 3/4 01/26/15	2,1822531	100,30	COMMERZBANK AG
101,113	27.1.2015	BANEST 3 1/2 01/27/15	3,089319306	180,09	BANCO ESPANOL DE CREDITO
105,286	3.2.2015	ABNANV 4 02/03/15	2,1036404	89,49	ABN AMRO BANK NV
102,133	3.2.2015	BHH 3 1/2 02/03/15	2,7247215	142,07	BERLIN-HANNOVER HYPO AG
103,764	3.3.2015	INTNED 3 3/8 03/03/15	2,061257	82,71	ING BANK NV
100,371	10.3.2015	SANTAN 3 1/2 03/10/15	3,3679691	210,64	SANTANDER INTL DEBT SA
104,142	30.3.2015	BANEST 4 5/8 03/30/15	3,1806916	194,69	BANCO ESPANOL DE CREDITO
100,264	31.3.2015	KBC 3 7/8 03/31/15	3,7805847	246,12	KBC IFIMA NV
101,579	31.3.2015	SOCGEN 3 03/31/15	2,4573417	120,17	SOCIETE GENERALE
101,196	1.4.2015	ISPIM 3 7/8 04/01/15	3,4555942	215,52	INTESA SANPAOLO SPA
102,58	13.4.2015	DB 2 7/8 04/13/15	2,006255	72,53	DEUTSCHE BANK AG
99,054	15.4.2015	NOVAGA 3 1/8 04/15/15	3,4500465	202,56	NCG BANCO SA
99,128	23.4.2015	BBVASM 3 1/4 04/23/15	3,5479591	221,00	BBVA SENIOR FINANCE SA
107,197	27.4.2015	SOCGEN 6 5/8 04/27/15	4,1246495	293,17	SOCIETE GENERALE
104,595	5.5.2015	WESTLB 4 05/05/15	2,4666641	126,59	WESTLB AG
103,053	18.5.2015	SANTAN 4 1/2 05/18/15	3,4690698	220,31	SANTANDER INTL DEBT SA
103,092	13.7.2015	BNP 2 7/8 07/13/15	1,9098777	63,76	BNP PARIBAS
102,027	20.7.2015	ACAFP 3 07/20/15	2,3634347	102,41	CREDIT AGRICOLE LONDON
102,575	3.8.2015	DB 2 7/8 08/03/15	2,0808695	74,84	DEUTSCHE BANK AG
100,866	6.8.2015	BBVASM 3 7/8 08/06/15	3,5955169	223,71	BBVA SENIOR FINANCE SA
100,992	7.9.2015	BANEST 3 5/8 09/07/15	3,3155242	197,11	BANCO ESPANOL DE CREDITO
101,932	22.9.2015	BPCEGP 2 7/8 09/22/15	2,2979566	97,55	BPCE SA
103,92	30.9.2015	BFCM 5 09/30/15	3,7951125	237,61	BANQUE FED CRED MUTUEL
100,81	26.10.2015	KBC 4 3/8 10/26/15	4,1240432	274,02	KBC IFIMA NV
101,366	29.10.2015	BFCM 3 10/29/15	2,599332	123,00	BANQUE FED CRED MUTUEL
96,5	16.11.2015	PMIIM 3 1/4 11/16/15	4,2917886	271,85	BANCA POPOLARE DI MILANO
99,069	1.12.2015	SANTAN 3.381 12/01/15	3,6490455	223,28	SANTANDER INTL DEBT SA
96,755	14.12.2015	BKIASM 3 1/2 12/14/15	4,4510969	292,36	BANKIA SA
100,717	14.1.2016	ISPIM 4 1/8 01/14/16	3,9180074	251,54	INTESA SANPAOLO SPA
100,438	18.1.2016	BANEST 3 1/2 01/18/16	3,375298381	194,98	BANCO ESPANOL DE CREDITO
104,691	7.3.2016	BNP 3 1/2 03/07/16	2,2584807	88,18	BNP PARIBAS
103,333	8.3.2016	ACAFP 3 5/8 03/08/16	2,7335587	132,55	CREDIT AGRICOLE LONDON
102,483	16.3.2016	KBC 5 03/16/16	4,3132225	287,40	KBC IFIMA NV
98,855	23.3.2016	BANEST 4.08 03/23/16	4,3948551	289,24	BANCO ESPANOL DE CREDITO
104,765	7.4.2016	BFASM 5 1/4 04/07/16	3,9600501	254,10	BANCO FINANC Y AHORROS
106,412	11.4.2016	ABNANV 4 1/4 04/11/16	2,5770107	119,73	ABN AMRO BANK NV

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
104,972	12.4.2016	ERSTBK 4 1/4 04/12/16	2,9416181	151,56	ERSTE GROUP BANK AG
103,779	15.4.2016	BBVASM 4 7/8 04/15/16	3,8589427	241,31	BBVA SENIOR FINANCE SA
103,765	20.4.2016	SOCGEN 4 04/20/16	3,0118515	159,00	SOCIETE GENERALE
101,956	11.5.2016	RBS 4 1/4 05/11/16	3,7321172	212,88	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
105,112	24.5.2016	INTNED 3 7/8 05/24/16	2,5755504	115,23	ING BANK NV
106,241	31.5.2016	BFCM 4 3/8 05/31/16	2,786778	132,83	BANQUE FED CRED MUTUEL
103,685	29.6.2016	BKIASM 5 3/4 06/29/16	4,7755153	327,13	BANKIA SA
97,648	5.7.2016	BKIASM 4 1/4 07/05/16	4,8607176	323,90	BANKIA SA
101,433	16.9.2016	BNP 2 5/8 09/16/16	2,2862025	77,22	BNP PARIBAS
94,322	5.10.2016	BKIASM 3 5/8 10/05/16	5,0403379	328,18	BANKIA SA
95,618	17.10.2016	PMIIM 3 1/2 10/17/16	4,5719882	283,52	BANCA POPOLARE DI MILANO
98,731	23.11.2016	ISPIM 3 3/4 11/23/16	4,0479366	241,88	INTESA SANPAOLO SPA
106,481	13.1.2017	INTNED 4 1/4 01/13/17	2,7999128	129,32	ING BANK NV
95,26991	20.1.2017	KNFP 4 1/8 01/20/17	5,2486996	347,81	NATIXIS
104,141	23.1.2017	CMARK 4 1/2 01/23/17	3,5577131	202,20	CREDIT MUTUEL ARKEA
101,078	24.1.2017	HAA 4 3/8 01/24/17	4,1241766	237,21	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG
103,905	1.2.2017	FBAVP 4 3/8 02/01/17	3,4923015	193,94	FORTIS BANK SA/NV
102,019	24.2.2017	BNP 3 02/24/17	2,5613075	99,83	BNP PARIBAS
101,961	28.2.2017	ISPIM 5 02/28/17	4,5499261	297,84	INTESA SANPAOLO SPA
102,05	1.3.2017	SOCGEN 3 3/4 03/01/17	3,2965689	172,74	SOCIETE GENERALE
100,364	7.3.2017	UCGIM 4 7/8 03/07/17	4,7911867	319,82	UNICREDIT SPA
103,574	22.3.2017	CMZB 3 7/8 03/22/17	3,097103	151,51	COMMERZBANK AG
110,29	27.3.2017	BANEST 5 3/4 03/27/17	3,4908712	194,92	BANCO ESPANOL DE CREDITO
107,019	27.4.2017	BFCM 4 5/8 04/27/17	3,1223433	152,40	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,3	15.6.2017	ISPIM 4 3/4 06/15/17	4,463303	277,85	INTESA SANPAOLO SPA
106,075	28.6.2017	CMARK 5 06/28/17	3,7128589	211,12	CREDIT MUTUEL ARKEA
101,646	10.7.2017	CMZB 3 5/8 07/10/17	3,275921792	163,95	COMMERZBANK AG
104,246	21.7.2017	BPCEGP 3 3/4 07/21/17	2,8821259	125,79	BPCE SA
113,702	31.8.2017	DB 5 1/8 08/31/17	2,4211206	80,78	DEUTSCHE BANK AG
106,125	7.9.2017	BNP 5.431 09/07/17	4,1561615	250,20	BNP PARIBAS
98,798	21.9.2017	SOCGEN 3 1/8 09/21/17	3,3641274	161,34	SOCIETE GENERALE
103,002	4.10.2017	FBAVP 5.757 10/04/17	5,1168095	337,33	FORTIS BANK SA/NV
101,214	4.10.2017	SANTAN 4 1/8 10/04/17	3,8746484	211,32	SANTANDER INTL DEBT SA
103,066	6.10.2017	ABNANV 3 5/8 10/06/17	3,016917	133,47	ABN AMRO BANK NV
102,27	26.1.2018	BFCM 3 3/4 01/26/18	3,3176841	152,07	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,758	1.2.2018	ACAFA 5.971 02/01/18	5,6097488	380,48	CREDIT AGRICOLE SA
93,475	25.5.2018	BKIASM 4 1/4 05/25/18	5,5155977	344,44	BANKIA SA
100,829	20.8.2018	SOCGEN 6 1/8 08/20/18	5,9581157	395,58	SOCIETE GENERALE
95,463	8.11.2018	ISPIM 4 11/08/18	4,8078049	275,65	INTESA SANPAOLO SPA
107,319	11.1.2019	ABNANV 4 3/4 01/11/19	3,5256061	168,51	ABN AMRO BANK NV
100,799	13.2.2019	ACAFA 3 7/8 02/13/19	3,7412597	180,90	CREDIT AGRICOLE SA
99,042	11.6.2019	ACAFA 5 7/8 06/11/19	6,0361631	393,66	CREDIT AGRICOLE SA
96,178	28.6.2019	BKIASM 5 06/28/19	5,6482155	343,39	BANKIA SA
100,491	25.11.2019	LBBER 5 7/8 11/25/19	5,7887436	363,89	LANDESBANK BERLIN AG
96,078	29.1.2020	UCGIM 4 3/8 01/29/20	4,9866757	273,51	UNICREDIT SPA
93,839	14.4.2020	ISPIM 4 1/8 04/14/20	5,0700812	276,33	INTESA SANPAOLO SPA
102,542	24.6.2020	DB 5 06/24/20	4,6206452	248,61	DEUTSCHE BANK AG
101,794	20.7.2020	BFCM 4 1/8 07/20/20	3,8672718	170,77	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,738	16.9.2020	CMZB 4 09/16/20	3,755415	159,33	COMMERZBANK AG
89,978	22.10.2020	BFCM 4 10/22/20	5,48644	300,93	BANQUE FED CRED MUTUEL
103,856	25.11.2020	BNP 3 3/4 11/25/20	3,2334865	106,85	BNP PARIBAS
108,798	18.1.2021	INTNED 4 7/8 01/18/21	3,6913766	157,08	ING BANK NV
105,506	2.3.2021	SOCGEN 4 3/4 03/02/21	4,007669	182,49	SOCIETE GENERALE
83,052	19.4.2021	ACAFA 3.9 04/19/21	6,4114781	363,43	CREDIT AGRICOLE SA
103,539	27.4.2021	ABNANV 6 3/8 04/27/21	5,8605792	366,26	ABN AMRO BANK NV
93,639	18.5.2021	RBIAV 6 5/8 05/18/21	7,6061522	502,05	RAIFFEISEN BANK INTL
105,722	14.1.2022	BNP 4 1/8 01/14/22	3,4295501	118,14	BNP PARIBAS
105,39	10.2.2022	BPCEGP 4 1/2 02/10/22	3,8360193	156,86	BPCE SA
104,214	21.2.2022	INTNED 4 1/2 02/21/22	3,9785486	172,28	ING BANK NV

Vir: Thomson Reuters, 2012; Bloomberg, 2012a.

Priloga 3: Seznam obveznic poslovnih bank z boniteto A na dan 6. junija 2011

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
101,385	30.10.2011	BPCEGP 5 1/2 10/30/11	1,888	2,32	BPCE SA
101,185	20.1.2012	BACRED 4 3/8 01/20/12	2,384399353	52,82	MEDIOBANCA
102,305	14.2.2012	CMARK 5 1/2 02/14/12	2,051848872	16,63	CREDIT MUTUEL ARKEA
102,489	27.2.2012	CMZB 5 5/8 02/27/12	2,085974693	16,62	COMMERZBANK AG
101,543	5.3.2012	SOCGEN 4.2 03/05/12	2,054725744	14,20	SOCIETE GENERALE
101,018	29.3.2012	DAA 3 5/8 03/29/12	2,318197263	25,10	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
100,9626	3.4.2012	NDB 3 1/4 04/03/12	2,044095836	11,42	NORDDOESCHTE LANDESBANK
102,237	15.4.2012	ABNANV 5 04/15/12	2,299278139	35,78	ABN AMRO BANK NV
102,4335	19.4.2012	BPCEGP 5.35 04/19/12	2,449	22,54	BPCE SA
101,703	25.4.2012	ERSTBK 4 3/8 04/25/12	2,379929606	43,12	ERSTE GROUP BANK AG
101,405	27.4.2012	UCGIM 4 1/8 04/27/12	2,486549047	50,29	UNICREDIT SPA
100,2163	18.5.2012	ACHMEA 4 1/8 05/18/12	3,876648942	166,59	ACHMEA HYPOTHEKBANK NV
100,607	22.5.2012	SABSM 4 3/8 05/22/12	3,706672916	161,00	BANCO SABADELL SA
100,8129	25.5.2012	DPB 3 05/25/12	2,132299139	12,41	DEUTSCHE POSTBANK AG
98,991	12.6.2012	SANTAN 3 3/4 06/12/12	4,7992941	258,41	BANCO SANTANDER TOTTA SA
102,206	15.6.2012	RZB 4 3/4 06/15/12	2,5234855	43,90	RAIFF ZENTRALBK OEST AG
97,803	28.6.2012	CXGD 4 5/8 06/28/12	6,8524315	383,56	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
100,352	7.8.2012	BPIM 3 3/4 08/07/12	3,4285125	133,46	BANCO POPOLARE SC
101,805	20.8.2012	DEXGRP 5 3/4 08/20/12	4,1575631	195,97	DEXIA CREDIT LOCAL
101,8793	27.8.2012	BACRED 4 1/2 08/27/12	2,8964241	79,85	MEDIOBANCA
100,847	3.9.2012	WESTLB 3 1/2 09/03/12	2,7863105	55,50	WESTLB AG

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
101,722	12.9.2012	BPCEGP 3 7/8 09/12/12	2,4631375	33,21	BPCE SA
101,774	17.9.2012	HSN 4 09/17/12	2,5588113	45,16	HSN NORDBANK AG
103,334	24.9.2012	DB 4 7/8 09/24/12	2,222606	13,57	DEUTSCHE BANK AG
102,475	25.10.2012	MONTE 5 10/25/12	3,1239349	99,41	MONTE DEI PASCHI SIENA
103,351	28.10.2012	ACAFF 5/2 10/28/12	2,725	41,95	CREDIT AGRICOLE SA
99,509	4.12.2012	ISPIM 2 5/8 12/04/12	2,9609085	79,78	INTESA SANPAOLO SPA
100,105	7.12.2012	BPCEGP 2 5/8 12/07/12	2,54688	38,66	BPCE SA
102,713	20.12.2012	BACRED 4 7/8 12/20/12	3,0236505	88,13	MEDIOBANCA
102,286	21.1.2013	BYLAN 4 1/4 01/21/13	2,78060487	49,45	BAYERISCHE LANDESBANK
100,041	1.2.2013	ISPIM 3 1/4 02/01/13	3,2166835	103,14	INTESA SANPAOLO SPA
102,531	12.2.2013	UCGIM 4 7/8 02/12/13	3,2909167	110,92	UNICREDIT SPA
100,625	28.2.2013	UBIIM 3 7/8 02/28/13	3,487272224	127,84	UBI BANCA SPCA
100,808	1.3.2013	KBC 4 03/01/13	3,5016734	130,33	KBC IFIMA NV
101,963	21.3.2013	DAA 3 3/4 03/21/13	2,6032665	32,92	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
104,37	28.3.2013	SOCGEN 5 1/4 03/28/13	2,7238665	53,71	SOCIETE GENERALE
100,011	2.4.2013	LANSNA 3 1/2 04/02/13	3,4886952	123,24	F VAN LANSCHOT BANKIERS
100,307	6.4.2013	BPIM 4 04/06/13	3,8164613	158,21	BANCO POPOLARE SC
100,614	13.4.2013	BANCAR 4 04/13/13	3,6443862	140,02	BANCA CARIGE SPA
100,306	15.4.2013	PMIIM 4 04/15/13	3,8203666	158,12	BANCA POPOLARE DI MILANO
100,753	15.4.2013	BANMAR 4 3/8 04/15/13	3,9393728	168,64	BANCA DELLE MARCHE
102,207	1.7.2013	NDB 3 3/4 07/01/13	2,635371046	30,61	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
102,694	30.7.2013	MONTE 4 3/8 07/30/13	3,0514186	73,55	MONTE DEI PASCHI SIENA
100,487	21.8.2013	UCGIM 3 5/8 08/21/13	3,3927122	108,61	UNICREDIT SPA
98,903	10.9.2013	BPIM 3 1/8 09/10/13	3,6355253	126,95	BANCO POPOLARE SC
103,765	18.9.2013	ERSTBK 4 3/4 09/18/13	3,0077862	66,64	ERSTE GROUP BANK AG
98,978	23.9.2013	INTNED 2 1/4 09/23/13	2,7136348	39,84	ING BANK NV
101,824	8.10.2013	BYLAN 3 1/2 10/08/13	2,678412	36,03	BAYERISCHE LANDESBANK
100,934	21.10.2013	UBIIM 4 1/8 10/21/13	3,7099975	136,57	UBI BANCA SPCA
99,274	29.10.2013	ABNANV 2 3/4 10/29/13	3,0656529	72,94	ABN AMRO BANK NV
99,426	5.11.2013	CAIXAB 3 3/4 11/05/13	3,9968468	155,39	CAJA AHORROS BARCELONA
100,277	11.11.2013	MONTE 4 1/8 11/11/13	4,0092512	164,68	MONTE DEI PASCHI SIENA
100,17	27.11.2013	ISPIM 3 1/2 11/27/13	3,4325876	107,99	INTESA SANPAOLO SPA
100,883	27.11.2013	CVALIM 4 1/2 11/27/13	4,1250087	175,16	CREDITO VALTELLINESE
103,095	1.12.2013	ABNANV 4 1/2 12/01/13	3,1749982	79,95	ABN AMRO BANK NV
104,085	18.12.2013	ACAFF 4 3/4 12/18/13	3,062	65,78	CREDIT AGRICOLE SA
105,457	19.12.2013	SOCGEN 5 1/8 12/19/13	2,8502771	50,29	SOCIETE GENERALE
104,734	19.12.2013	ISPIM 5 3/8 12/19/13	3,3809886	103,44	INTESA SANPAOLO SPA
102,955	4.1.2014	RBS 4 3/4 01/04/14	3,5203722	114,35	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
104,191	14.1.2014	UCGIM 5 1/4 01/14/14	3,5259053	116,13	UNICREDIT SPA
100,604	21.1.2014	ABNANV 3 3/8 01/21/14	3,1263014	74,52	ABN AMRO BANK NV
101,542	27.1.2014	RBIIV 3 5/8 01/27/14	3,0027798	62,65	RAIFFEISEN BANK INTL
102,926	5.2.2014	BFCM 4 1/4 02/05/14	3,0818186	69,44	BANQUE FED CRED MUTUEL
105,064	6.2.2014	CMZB 5 02/06/14	2,9870113	61,51	COMMERZBANK AG
102,025	10.2.2014	UCGIM 4 3/8 02/10/14	3,5611823	115,97	UNICREDIT SPA
101,9315	16.2.2014	ACAFF 4 02/16/14	3,246	72,86	CREDIT AGRICOLE SA
103,767	16.4.2014	DAA 4 3/8 04/16/14	2,97504	44,03	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
105,731	22.4.2014	CMARK 5 3/8 04/22/14	3,2470006	81,74	CREDIT MUTUEL ARKEA
101,825	22.4.2014	LANSNA 4 5/8 04/22/14	3,935759	149,97	F VAN LANSCHOT BANKIERS
102,337	30.4.2014	MONTE 4 3/4 04/30/14	3,8767748	142,25	MONTE DEI PASCHI SIENA
103,794	30.5.2014	FBAVP 4 1/2 05/30/14	3,142572	68,43	FORTIS BANK SA/NV
102,886	25.6.2014	UBIIM 4.939 06/25/14	3,9134318	143,87	UBI BANCA SPCA
103,724	9.7.2014	ABNANV 4 5/8 07/09/14	3,331849	85,52	ABN AMRO BANK NV
102,235	21.7.2014	DEXGRP 5 3/8 07/21/14	4,5844336	203,76	DEXIA CREDIT LOCAL
88,361	21.7.2014	CXGD 3 5/8 07/21/14	7,9865764	432,30	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
101,703	21.8.2014	SOCGEN 3 3/4 08/21/14	3,1789029	67,87	SOCIETE GENERALE
103,536	1.9.2014	ABNANV 4 1/2 09/01/14	3,3232613	80,26	ABN AMRO BANK NV
101,278	17.9.2014	KBC 4 1/2 09/17/14	4,0694041	153,19	KBC IFIMA NV
96,426	29.9.2014	BILBIZ 3 3/8 09/29/14	4,5585294	185,75	BILBAO BIZKAIA KUTXA
100,345	22.10.2014	BPIM 4 1/8 10/22/14	4,0075663	142,39	BANCO POPOLARE SC
93,083	23.10.2014	CAJAMA 3 1/2 10/23/14	5,8094897	285,75	CAJAMAR CAJA RURAL SCC
90,243	29.10.2014	BCPPL 4 3/4 10/29/14	8,144246	452,63	BANCO COMERC PORTUGUES
85,696	15.1.2015	BPIPL 3 1/4 01/15/15	7,9621575	434,59	BANCO BPI SA
98,871	19.1.2015	ISPIM 3 3/8 01/19/15	3,7103601	108,46	INTESA SANPAOLO SPA
104,922	26.1.2015	CMZB 4 3/4 01/26/15	3,2854441	70,97	COMMERZBANK AG
100,955	2.2.2015	MONTE 3 7/8 02/02/15	3,5869021	93,89	MONTE DEI PASCHI SIENA
100,932	3.2.2015	ABNANV 4 02/03/15	3,717669	111,22	ABN AMRO BANK NV
85,071	17.2.2015	BESPL 3 3/8 02/17/15	8,215194	456,21	BANCO ESPIRITO SANTO SA
99,664	3.3.2015	INTNED 3 3/8 03/03/15	3,4694097	84,69	ING BANK NV
98,67	31.3.2015	SOCGEN 3 03/31/15	3,3757983	72,84	SOCIETE GENERALE
98,643	31.3.2015	KBC 3 7/8 03/31/15	4,2650667	159,11	KBC IFIMA NV
100,548	1.4.2015	ISPIM 3 7/8 04/01/15	3,7152138	106,10	INTESA SANPAOLO SPA
98,85	13.4.2015	DB 2 7/8 04/13/15	3,1961286	54,43	DEUTSCHE BANK AG
100,542	5.5.2015	WESTLB 4 05/05/15	3,8460268	116,06	WESTLB AG
98,434	3.8.2015	DB 2 7/8 08/03/15	3,2833	56,29	DEUTSCHE BANK AG
97,296	22.9.2015	BPCEGP 2 7/8 09/22/15	3,5636878	81,34	BPCE SA
99,773	26.10.2015	KBC 4 3/8 10/26/15	4,4382127	166,69	KBC IFIMA NV
97,439	29.10.2015	BFCM 3 10/29/15	3,6387915	86,99	BANQUE FED CRED MUTUEL
99,711	14.1.2016	ISPIM 4 1/8 01/14/16	4,1905594	138,73	INTESA SANPAOLO SPA
99,904	2.2.2016	BACRED 3 3/4 02/02/16	3,769139	95,24	MEDIOBANCA
109,661	16.2.2016	FBAVP 6 3/8 02/16/16	4,0647649	120,51	BNP PARIBAS FORTIS FNDG
102,186	16.3.2016	KBC 5 03/16/16	4,4761911	166,80	KBC IFIMA NV
100,805	11.4.2016	ABNANV 4 1/4 04/11/16	4,0608882	124,01	ABN AMRO BANK NV
101,026	12.4.2016	ERSTBK 4 1/4 04/12/16	4,0101873	118,69	ERSTE GROUP BANK AG
100,732	20.4.2016	SOCGEN 4 04/20/16	3,8302686	99,80	SOCIETE GENERALE
99,455	11.5.2016	RBS 4 1/4 05/11/16	4,3742091	147,67	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
99,375	24.5.2016	INTNED 3 7/8 05/24/16	4,0158573	116,39	ING BANK NV
102,82	31.5.2016	BFCM 4 3/8 05/31/16	3,7428596	89,58	BANQUE FED CRED MUTUEL
77,164	8.10.2016	BCPPL 3 3/4 10/08/16	9,377633	520,94	BANCO COMERC PORTUGUES
101,253	11.10.2016	BACRED 4 5/8 10/11/16	4,3593793	144,70	MEDIOBANCA

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
97,995	23.11.2016	ISPIM 3 3/4 11/23/16	4,1644171	119,30	INTESA SANPAOLO SPA
81,074	6.12.2016	CXGD 3 7/8 12/06/16	8,2943069	423,22	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
102,622	1.2.2017	FBAVP 4 3/8 02/01/17	3,8460338	88,78	FORTIS BANK SA/NV
98,331	22.3.2017	CMZB 3 7/8 03/22/17	4,2033702	120,03	COMMERZBANK AG
103,645	27.4.2017	BFCM 4 5/8 04/27/17	3,9175442	94,39	BANQUE FED CRED MUTUEL
101,831	15.6.2017	ISPIM 4 3/4 06/15/17	4,3969079	138,04	INTESA SANPAOLO SPA
77,906	22.6.2017	BCPPL 4 3/4 06/22/17	9,76397	552,35	BANCO COMERC PORTUGUES
105,074	28.6.2017	CMARK 5 06/28/17	4,0374423	102,74	CREDIT MUTUEL ARKEA
98,924	21.7.2017	BPCEGP 3 3/4 07/21/17	3,9502037	91,51	BPCE SA
108,493	31.8.2017	DB 5 1/8 08/31/17	3,5766363	59,01	DEUTSCHE BANK AG
96,208	6.10.2017	ABNANV 3 5/8 10/06/17	4,3197264	122,74	ABN AMRO BANK NV
102,0278	8.12.2017	WESTLB 4 3/4 12/08/17	4,380223481	129,89	WESTLB AG
94,69334	15.12.2017	BYLAN 3 12/15/17	3,935977327	81,35	BAYERISCHE LANDESBANK
96,87009	5.1.2018	SPKKB 3 1/4 01/05/18	3,794016174	68,74	SPARKASSE KOELNBONN
107,4942	16.1.2018	BYLAN 5 1/4 01/16/18	3,935830463	89,30	BAYERISCHE LANDESBANK
100,858	22.1.2018	LBBER 3 1/2 01/22/18	3,35105792	27,22	LANDESBANK BERLIN AG
97,955	26.1.2018	BFCM 3 3/4 01/26/18	4,1053746	99,13	BANQUE FED CRED MUTUEL
98,5927	29.1.2018	WESTLB 4 1/8 01/29/18	4,3701165	123,74	WESTLB AG
104,9993	1.2.2018	NDB 4 3/4 02/01/18	3,879415154	81,05	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
104,4582	5.2.2018	BYLAN 4 3/4 02/05/18	3,971708354	90,07	BAYERISCHE LANDESBANK
97,16719	6.2.2018	DGHYP 3 1/2 02/06/18	3,9899259	82,17	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
102,0922	15.2.2018	SPKKB 4 1/4 02/15/18	3,885922601	79,69	SPARKASSE KOELNBONN
103,4458	15.2.2018	DGHYP 4 5/8 02/15/18	4,023888026	89,75	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
103,6268	15.2.2018	HVB 4 3/4 02/15/18	4,104899312	104,61	UNICREDIT BANK AG
104,2796	19.2.2018	HVB 4.9 02/19/18	4,151742311	109,01	UNICREDIT BANK AG
89,14327	19.2.2018	WLBANK 2 02/19/18	3,8695154	65,02	WL BANK
101,914	22.2.2018	BPCEGP 4.55 02/22/18	4,22	114,27	BPCE SA
97,76282	26.2.2018	HSHN 3.4 02/26/18	3,7812023	65,69	SHS NORDBANK AG
105,5146	1.3.2018	LBBW 4 1/2 03/01/18	3,561284255	48,07	LB BADEN-WUERTEMBERG
100,9491	1.3.2018	HSHN 4.45 03/01/18	4,2814371	116,78	SHS NORDBANK AG
97,53025	16.3.2018	DAA 3 3/4 03/16/18	4,1740164	103,48	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
98,36825	23.3.2018	ERSTBK 4.31 03/23/18	4,5924423	144,84	ERSTE GROUP BANK AG
93,7334	29.3.2018	WLBANK 2 3/4 03/29/18	3,8116607	61,22	WL BANK
104,2586	3.4.2018	DAA 5 04/03/18	4,2643043	117,52	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
105,4273	9.4.2018	HYPORE 5.17 04/09/18	4,236526695	113,05	DEUT PFANDBRIEFBANK AG
96,5232	15.4.2018	SPKKB 3 1/4 04/15/18	3,835240265	69,17	SPARKASSE KOELNBONN
106,2937	2.5.2018	NDB 5 05/02/18	3,938983536	84,78	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
96,57835	3.5.2018	WESTLB 3.85 05/03/18	4,435057968	124,95	WESTLB AG
103,5577	7.5.2018	DB 5.41 05/07/18	4,791433	169,56	DEUTSCHE BANK AG LONDON
102,637	8.5.2018	ISPIM 6 5/8 05/08/18	6,1426324	299,73	INTESA SANPAOLO SPA
99,67312	30.5.2018	ISPIM 4 5/8 05/30/18	4,680567	151,70	BANCA INTESA SPA
110,9223	4.6.2018	LBBW 5.4 06/04/18	3,604099254	51,54	LB BADEN-WUERTEMBERG
105,6205	6.6.2018	DGHYP 4.85 06/06/18	3,915764315	76,36	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
109,6048	11.6.2018	HESLAN 5 1/8 06/11/18	3,552580722	45,70	LANDBK HESSEN-THUERINGEN
96,52012	20.6.2018	BACRED 3.8 06/20/18	4,3855953	119,48	MEDIOBANCA
108,6762	25.6.2018	BYLAN 5 1/2 06/25/18	4,058841839	97,09	BAYERISCHE LANDESBANK
104,2121	27.6.2018	ISPIM 6.16 06/27/18	5,4237958	227,91	INTESA SANPAOLO SPA
105,5585	27.6.2018	BPCEGP 5.1 06/27/18	4,185	110,00	BPCE SA
106,2327	2.7.2018	NDB 5 07/02/18	3,970154398	85,93	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
91,42464	3.7.2018	DGHYP 2.65 07/03/18	4,069858	81,09	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
110,0272	5.7.2018	NDB 5.65 07/05/18	3,993715355	90,89	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
99,0395	7.7.2018	BPCEGP 4.15 07/07/18	4,309	111,99	BPCE SA
99,39114	13.7.2018	HSHN 4 1/4 07/13/18	4,3503414	117,74	SHS NORDBANK AG
93,9904	13.7.2018	WLBANK 2.975 07/13/18	3,9626261	72,49	WL BANK
101,6053	22.7.2018	BBVASM 6.11 07/22/18	5,824876	261,78	BBVA SUB CAPITAL UNIPERS
105,546	23.7.2018	CMZB 5 07/23/18	4,0849193	96,37	COMMERZBANK AG
105,5672	1.8.2018	HYPORE 6.1025 08/01/18	5,1483674	109,07	DEUT PFANDBRIEFBANK AG
99,9772	6.8.2018	NDB 4 08/06/18	4,001930546	83,83	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
102,9003	13.8.2018	BYLAN 4.55 08/13/18	4,073876406	93,07	BAYERISCHE LANDESBANK
102,8331	20.8.2018	HSHN 4.855 08/20/18	4,3847737	123,31	SHS NORDBANK AG
102,9399	27.8.2018	WESTLB 5 08/27/18	4,510678882	135,29	WESTLB AG
102,535	28.8.2018	WESTLB 4.98 08/28/18	4,557007964	139,49	WESTLB AG
105,979	3.9.2018	HSHN 5 3/8 09/03/18	4,3892345	126,29	SHS NORDBANK AG
106,1659	3.9.2018	NDB 5 09/03/18	3,999216016	87,09	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
104,0395	3.9.2018	HSHN 5.048 09/03/18	4,3813038	123,70	SHS NORDBANK AG
102,2797	5.9.2018	BYLAN 5 09/05/18	4,619134544	161,47	BAYERISCHE LANDESBANK
89,89271	18.9.2018	DEXGRP 4.11 09/18/18	5,8511686	242,14	DEXIA CREDIT LOCAL
104,9605	28.9.2018	BYLAN 4.9 09/28/18	4,097334423	95,67	BAYERISCHE LANDESBANK
93,17198	1.10.2018	BYLAN 3 10/01/18	4,097021301	86,68	BAYERISCHE LANDESBANK
91,42424	19.10.2018	HSHN 3 10/19/18	4,3858643	111,23	SHS NORDBANK AG
92,84068	21.10.2018	ERSTBK 3 1/2 10/21/18	4,6676362	139,66	ERSTE GROUP BANK AG
93,54301	22.10.2018	HSHN 2.895 10/22/18	3,918569	69,20	SHS NORDBANK AG
103,774	24.10.2018	WESTLB 5 1/4 10/24/18	4,629948194	146,49	WESTLB AG
96,212	8.11.2018	ISPIM 4 11/08/18	4,6112422	137,55	INTESA SANPAOLO SPA
105,4726	13.11.2018	WESTLB 5.45 11/13/18	4,56058245	140,67	WESTLB AG
104,5982	26.11.2018	WESTLB 5.32 11/26/18	4,574503174	140,79	WESTLB AG
105,0028	28.11.2018	WESTLB 5 3/8 11/28/18	4,565095801	140,21	WESTLB AG
104,4513	3.12.2018	HSHN 5.165 12/03/18	4,448207271	128,23	SHS NORDBANK AG
104,4669	3.12.2018	NDB 4 3/4 12/03/18	4,042976135	87,71	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
104,5889	4.12.2018	WESTLB 5.32 12/04/18	4,57775468	140,90	WESTLB AG
102,2328	10.12.2018	DAA 5.13 12/10/18	4,764316	180,42	DEUT APOTHEKE AERZTEBANK
97,33942	10.12.2018	EURHYP 3.9 12/10/18	4,3193598	107,01	EUROHYPO AG
107,2002	12.12.2018	LBBW 4.9 12/12/18	3,77752578	62,08	LB BADEN-WUERTEMBERG
97,9583	27.12.2018	WESTLB 4.23 12/27/18	4,551734752	130,91	WESTLB AG
101,4602	11.1.2019	WLBANK 4 1/4 01/11/19	4,019899	77,83	WL BANK
105,9783	14.1.2019	NDB 5 01/14/19	4,066441929	89,93	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
107,2041	15.1.2019	BYLAN 5 1/4 01/15/19	4,123331056	96,83	BAYERISCHE LANDESBANK
97,62193	18.1.2019	BYLAN 3 3/4 01/18/19	4,117468199	88,98	BAYERISCHE LANDESBANK
100,6227	21.1.2019	CMZB 4 3/4 01/21/19	4,6470843	142,75	COMMERZBANK AG

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
102,6691	28.1.2019	WESTLB 5 01/28/19	4,574205638	136,96	WESTLB AG
106,4001	29.1.2019	BYLAN 5 1/8 01/29/19	4,127985307	96,28	BAYERISCHE LANDESBANK
97,715	1.2.2019	WESTLB 4.255 02/01/19	4,6128368	135,49	WESTLB AG
102,3511	4.2.2019	NDB 5.1 02/04/19	4,722941571	143,11	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
98,37587	8.2.2019	DGHYP 3 3/4 02/08/19	3,997496717	72,98	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
93,19543	12.2.2019	DGHYP 3.1 02/12/19	4,1507698	83,90	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
103,2696	13.2.2019	WLBANK 4 1/2 02/13/19	3,9944614	75,53	WL BANK
98,572	16.2.2019	BPCEGP 4.23 02/16/19	4,45	119,13	BPCE SA
100,8468	22.2.2019	DGHYP 4 1/4 02/22/19	4,1167852	85,87	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
97,34314	18.3.2019	HSN 3 1/2 03/18/19	3,9010561	65,89	HSN NORDBANK AG
103,7615	20.3.2019	BYLAN 4 3/4 03/20/19	4,171456515	97,24	BAYERISCHE LANDESBANK
102,5161	25.3.2019	WESTLB 5 03/25/19	4,605615778	138,33	WESTLB AG
105,3665	29.3.2019	SOCGEN 5.335 03/29/19	4,5013653	131,72	SOCIETE GENERALE
96,11887	15.4.2019	SPKKB 3 1/2 04/15/19	4,086465832	82,70	SPARKASSE KOELNBONN
103,5091	20.4.2019	RBS 5 1/2 04/20/19	4,9547526	177,51	ROYAL BK OF SCOTLAND NV
101,6044	27.4.2019	ERSTBK 5.4 04/27/19	5,1451021	233,75	ERSTE GROUP BANK AG
104,2118	8.5.2019	NDB 4 3/4 05/08/19	4,114624605	90,20	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
105,8417	10.5.2019	NDB 5 05/10/19	4,119592852	91,80	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
104,7755	15.5.2019	BPCEGP 5.1 05/15/19	4,384	120,64	BPCE SA
105,045	7.6.2019	INTNED 5 1/4 06/07/19	4,4850656	128,88	ING BANK NV
93,5705	17.6.2019	WLBANK 3 1/8 06/17/19	4,0807237	74,25	WL BANK
108,208	19.6.2019	HSN 5.825 06/19/19	4,5795526	139,38	HSN NORDBANK AG
107,7102	24.6.2019	HSN 5 3/4 06/24/19	4,581417525	139,06	HSN NORDBANK AG
99,95224	26.6.2019	DPB 4.53 06/26/19	4,536458977	127,50	BHW BAUSPARKASSE AG
106,735	29.7.2019	HSN 5.65 07/29/19	4,6353082	142,68	HSN NORDBANK AG
99,1315	31.7.2019	DEXGRP 4 1/4 07/31/19	4,3774495	110,89	DEXIA BANQUE INTL LUX SA
99,62466	6.8.2019	NDB 4 1/8 08/06/19	4,1785528	90,87	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
99,41811	13.8.2019	DPB 4.48 08/13/19	4,564622939	128,65	BHW BAUSPARKASSE AG
100,1925	14.8.2019	CMZB 4.7 08/14/19	4,6687598	138,89	COMMERZBANK AG
102,3589	14.8.2019	NDB 4 1/2 08/14/19	4,152089036	90,08	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
106,2923	19.8.2019	HSN 5.6 08/19/19	4,644839744	142,96	HSN NORDBANK AG
103,094	26.8.2019	WESTLB 5 1/8 08/26/19	4,660183412	140,31	WESTLB AG
102,6138	28.8.2019	WESTLB 5.11 08/28/19	4,716055068	145,35	WESTLB AG
105,8822	3.9.2019	HSN 5 1/2 09/03/19	4,621728	139,55	HSN NORDBANK AG
99,13781	10.9.2019	ERSTBK 5.08 09/10/19	5,207432	190,36	ERSTE GROUP BANK AG
100,7545	13.9.2019	WESTLB 4 3/4 09/13/19	4,634919852	134,96	WESTLB AG
104,6077	20.9.2019	HSN 5.255 09/20/19	4,5707607	132,71	HSN NORDBANK AG
103,3366	23.9.2019	HSN 5.16 09/23/19	4,6619776	140,51	HSN NORDBANK AG
98,43502	25.9.2019	ERSTBK 4.8 09/25/19	5,0317323	172,02	ERSTE GROUP BANK AG
105,0744	30.9.2019	SOCGEN 5.38 09/30/19	4,6267918	139,24	SOCIETE GENERALE
98,27322	30.9.2019	HSN 4 1/2 09/30/19	4,7530087	144,01	HSN NORDBANK AG
119,7436	15.10.2019	HVB 7.32 10/15/19	4,434261	133,85	UNICREDIT BANK AG
97,10988	21.10.2019	NDB 4 10/21/19	4,417595922	110,19	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
93,77132	28.10.2019	WESTLB 3.8 10/28/19	4,7132373	134,09	WESTLB AG
102,7824	2.11.2019	BPCEGP 4.9 11/02/19	4,5000235	126,05	BPCE SA
99,1968	22.11.2019	CMZB 4.15 11/22/19	4,262094	95,89	COMMERZBANK AG
98,20317	27.11.2019	ISPIM 4.54 11/27/19	4,7993353	147,03	INTESA SANPAOLO SPA
100,3471	14.12.2019	BPCEGP 4.6 12/14/19	4,5505621	127,92	BPCE SA
100,0519	18.12.2019	HSN 4.685 12/18/19	4,6736023	136,11	HSN NORDBANK AG
97,43008	23.12.2019	WESTLB 4.34 12/23/19	4,708752003	136,20	WESTLB AG
97,00401	23.12.2019	CMZB 4.347 12/23/19	4,778706456	143,02	COMMERZBANK AG
98,06438	6.1.2020	HSN 4 3/8 01/06/20	4,6502713	131,31	HSN NORDBANK AG
75,651	27.1.2020	CXGD 4 1/4 01/27/20	8,3049662	380,62	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
100,4865	27.1.2020	HSN 4.69 01/27/20	4,6169155	129,95	HSN NORDBANK AG
100,617	29.1.2020	UCGIM 4 3/8 01/29/20	4,2851617	97,11	UNICREDIT SPA
96,16807	6.2.2020	DGHYP 3 3/4 02/06/20	4,2863084	89,99	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
97,26009	12.2.2020	WESTLB 4.34 02/12/20	4,7290855	136,65	WESTLB AG
102,2935	13.2.2020	WLBANK 4 1/2 02/13/20	4,1767811	83,48	WL BANK
103,3495	14.2.2020	WLBANK 4.65 02/14/20	4,179467574	84,54	WL BANK
88,55733	25.2.2020	DEXGRP 4 1/2 02/25/20	6,2379679	261,69	DEXIA CREDIT LOCAL
104,6824	11.3.2020	CMZB 5 03/11/20	4,343046078	105,48	COMMERZBANK AG
92,23918	11.3.2020	ERSTBK 4 03/11/20	5,119337401	168,39	ERSTE GROUP BANK AG
96,10843	12.3.2020	ERSTBK 4.6 03/12/20	5,160389823	177,29	ERSTE GROUP BANK AG
96,85033	17.3.2020	WESTLB 4.3 03/17/20	4,7449036	136,78	WESTLB AG
110,2923	30.3.2020	WUBK 6.315 03/30/20	4,8483259	163,66	WESTLAND UTRECHT HYP BNK
89,22468	2.4.2020	DEXGRP 4.55 04/02/20	6,1681744	255,81	DEXIA CREDIT LOCAL
96,26	14.4.2020	ISPIM 4 1/8 04/14/20	4,648533	127,40	INTESA SANPAOLO SPA
100,564	14.5.2020	BACRED 4 1/2 05/14/20	4,421123898	108,89	MEDIOBANCA
93,61884	15.5.2020	WESTLB 3.88 05/15/20	4,7734477	134,58	WESTLB AG
95,45776	18.5.2020	WESTLB 4.27 05/18/20	4,908917435	149,44	WESTLB AG
102,8092	26.5.2020	MUNHYP 5 05/26/20	4,609859158	147,91	MUENCHENER HYPOTHEKENBNK
83,6713	26.5.2020	DEXGRP 3 3/4 05/26/20	6,1762867	244,56	DEXIA CREDIT LOCAL
94,64952	26.5.2020	WESTLB 4 05/26/20	4,746214621	132,87	WESTLB AG
92,31236	18.6.2020	ERSTBK 4.1 06/18/20	5,187876	172,32	ERSTE GROUP BANK AG
96,65095	20.6.2020	BACRED 4.19 06/20/20	4,652239	126,24	MEDIOBANCA
93,41303	1.7.2020	HESLAN 3 07/01/20	3,875291916	50,07	LANDBK HESSEN-THUERINGEN
92,31043	2.7.2020	ERSTBK 4.11 07/02/20	5,1943574	172,64	ERSTE GROUP BANK AG
90,03	3.7.2020	DGHYP 3 07/03/20	4,3535854	88,03	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
97,85	20.7.2020	BFCM 4 1/8 07/20/20	4,4154765	103,72	BANQUE FED CRED MUTUEL
108,1105	3.8.2020	NDB 5 1/2 08/03/20	4,402260253	110,78	NORDDEUTSCHE LANDESBANK
91,90968	4.8.2020	DEXGRP 5.037 08/04/20	6,2198268	262,84	DEXIA CREDIT LOCAL
90,74516	3.9.2020	BFCM 3.32 09/03/20	4,5689348	111,67	BANQUE FED CRED MUTUEL
88,20055	9.9.2020	ERSTBK 3 1/2 09/09/20	5,1315173	160,13	ERSTE GROUP BANK AG
94,79002	16.9.2020	BANMAR 5.4 09/16/20	6,143330391	263,44	BANCA DELLE MARCHE
94,739	16.9.2020	CMZB 4 09/16/20	4,7110212	128,96	COMMERZBANK AG
89,73535	30.9.2020	BILBIZ 4.55 09/30/20	6,0180669	238,66	BILBAO BIZKAIA KUTXA
90,72587	30.9.2020	ERSTBK 3.93 09/30/20	5,2096969	170,11	ERSTE GROUP BANK AG
95,62962	5.10.2020	LBBER 3.2 10/05/20	3,762651213	38,34	LANDESBANK BERLIN AG
93,41802	22.10.2020	CMZB 4 10/22/20	4,889117767	142,43	COMMERZBANK AG

se nadaljuje

nadaljevanje

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
92,60614	5.11.2020	BYLAN 3 1/2 11/05/20	4,477485016	103,09	BAYERISCHE LANDESBANK
97,51126	10.11.2020	DHY 4.2 11/10/20	4,5272753	107,84	DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK
90,86688	16.11.2020	HVB 3 1/2 11/16/20	4,7187022	124,86	UNICREDIT BANK AG
93,19643	30.11.2020	SOCGEN 3.86 11/30/20	4,7659745	130,30	SOCIETE GENERALE
96,88615	20.12.2020	SOCGEN 4.35 12/20/20	4,7606573	133,14	SOCIETE GENERALE
101,817	18.1.2021	INTNED 4 7/8 01/18/21	4,6330897	126,43	ING BANK NV
98,57444	9.2.2021	WLBANK 4 1/8 02/09/21	4,3058551	85,06	WL BANK
91,37424	12.2.2021	DGHYP 3.3 02/12/21	4,4121324	89,69	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK
92,04952	22.2.2021	WESTLB 3.935 02/22/21	4,985189157	146,63	WESTLB AG
101,117	2.3.2021	SOCGEN 4 3/4 03/02/21	4,6022716	121,57	SOCIETE GENERALE
97,67141	11.3.2021	WESTLB 4.63 03/11/21	4,9338409	147,77	WESTLB AG

Vir: Thomson Reuters, 2011; Bloomberg, 2011.

Priloga 4: Seznam obveznic Evropske investicijske banke na dan 17. julija 2012

Cena	Zapadlost	Opis	Donos	Kreditni pribitek	Ime obveznice
101,139	19.2.2013	EIB 5 02/19/13	3,017061281	24,91	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,516	14.8.2013	EIB 6 08/14/13	3,576785525	39,34	EUROPEAN INVESTMENT BANK
101,153	14.2.2014	EIB 1 1/4 02/14/14	0,5104191	4,12	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,958	14.3.2014	EIB 2 3/8 03/14/14	0,571338	9,18	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,053	8.4.2014	EIB 3 04/08/14	0,6226724	14,55	EUROPEAN INVESTMENT BANK
107,708	15.4.2014	EIB 5 1/8 04/15/14	0,6444512	15,98	EUROPEAN INVESTMENT BANK
101,673	15.5.2014	EIB 1 1/2 05/15/14	0,5744939	9,24	EUROPEAN INVESTMENT BANK
101,165	15.8.2014	EIB 1 1/8 08/15/14	0,5579601	7,76	EUROPEAN INVESTMENT BANK
100,637	15.12.2014	EIB 0 7/8 12/15/14	0,6072954	11,07	EUROPEAN INVESTMENT BANK
105,433	15.1.2015	EIB 2 7/8 01/15/15	0,6679925	17,01	EUROPEAN INVESTMENT BANK
106,6291	15.3.2015	EIB 5,002 03/15/15	2,419806919	169,19	EUROPEAN INVESTMENT BANK
105,41	23.3.2015	EIB 2 3/4 03/23/15	0,7046799	18,92	EUROPEAN INVESTMENT BANK
101,288	15.4.2015	EIB 1 1/8 04/15/15	0,6494013	12,57	EUROPEAN INVESTMENT BANK
100,98	15.7.2015	EIB 1 07/15/15	0,6679746	12,58	EUROPEAN INVESTMENT BANK
112,173	20.10.2015	EIB 4 5/8 10/20/15	0,8213486	25,26	EUROPEAN INVESTMENT BANK
101,99	20.10.2015	EIB 1 3/8 10/20/15	0,7539062	17,44	EUROPEAN INVESTMENT BANK
113,5	16.2.2016	EIB 4 7/8 02/16/16	1,0169619	41,96	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,508	15.3.2016	EIB 2 1/4 03/15/16	0,9903362	35,27	EUROPEAN INVESTMENT BANK
116,752	15.5.2016	EIB 5 3/4 05/15/16	1,2318149	27,77	EUROPEAN INVESTMENT BANK
105,468	16.5.2016	EIB 2 1/2 05/16/16	1,0371069	37,48	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,205	15.7.2016	EIB 2 1/8 07/15/16	1,0451866	36,02	EUROPEAN INVESTMENT BANK
106,701	29.8.2016	EIB 2 08/29/16	0,3541815	5,28	EUROPEAN INVESTMENT BANK
116,408	13.9.2016	EIB 5 1/8 09/13/16	1,0694377	39,58	EUROPEAN INVESTMENT BANK
119,134	22.9.2016	EIB 6 09/22/16	1,2620741	23,31	EUROPEAN INVESTMENT BANK
128,2933	11.10.2016	EIB 8 10/11/16	1,1067849	16,80	EUROPEAN INVESTMENT BANK
100,96	14.10.2016	EIB 1 1/4 10/14/16	1,0176368	28,70	EUROPEAN INVESTMENT BANK
94,56	6.12.2016	EIB 0 12/06/16	1,2853231	15,30	EUROPEAN INVESTMENT BANK
108,28	15.12.2016	EIB 3 1/8 12/15/16	1,1890755	40,93	EUROPEAN INVESTMENT BANK
115,91	17.1.2017	EIB 4 7/8 01/17/17	1,2237895	48,96	EUROPEAN INVESTMENT BANK
94,164	17.2.2017	EIB 0 02/17/17	1,3230417	10,42	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,598	15.3.2017	EIB 1 3/4 03/15/17	1,1745798	37,67	EUROPEAN INVESTMENT BANK
106,066	21.4.2017	EIB 1 3/4 04/21/17	0,4566182	7,82	EUROPEAN INVESTMENT BANK
118,26	30.5.2017	EIB 5 1/8 05/30/17	1,2421229	46,19	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,078	15.6.2017	EIB 1 5/8 06/15/17	1,1874705	34,69	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,634	20.6.2017	EIB 1.4 06/20/17	0,446131466	3,44	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,3388	20.6.2017	EIB 1.4 06/20/17	0,505498809	14,32	EUROPEAN INVESTMENT BANK
133,703	25.8.2017	EIB 8 3/4 08/25/17	1,7746482	72,71	EUROPEAN INVESTMENT BANK
121,197	15.2.2018	EIB 5 1/2 02/15/18	1,5049506	31,70	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,554	2.8.2019	EIB 1 1/4 08/02/19	0,8740858	23,02	EUROPEAN INVESTMENT BANK
108,2	22.1.2020	EIB 2 1/8 01/22/20	0,985823	29,14	EUROPEAN INVESTMENT BANK
119,1677	15.4.2020	EIB 4 5/8 04/15/20	1,9326835	46,37	EUROPEAN INVESTMENT BANK
103,203	5.6.2020	EIB 1.29 06/05/20	0,855	24,67	EUROPEAN INVESTMENT BANK
110,148	10.7.2020	EIB 2 3/8 07/10/20	1,041889	30,14	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,583	15.7.2020	EIB 1.165 07/15/20	0,82	25,08	EUROPEAN INVESTMENT BANK
106,24	15.9.2020	EIB 2 7/8 09/15/20	2,0401064	66,18	EUROPEAN INVESTMENT BANK
114,215	16.2.2021	EIB 4 02/16/21	2,1733339	78,84	EUROPEAN INVESTMENT BANK
64,37297	10.3.2021	EIB 0 03/10/21	5,2313115	98,38	EUROPEAN INVESTMENT BANK
115,891	14.4.2021	EIB 3 04/14/21	1,0828213	23,57	EUROPEAN INVESTMENT BANK
102,66	23.11.2023	EIB 1 5/8 11/23/23	1,3699839	27,95	EUROPEAN INVESTMENT BANK
100,22	2.8.2024	EIB 1 1/2 08/02/24	1,4798557	34,79	EUROPEAN INVESTMENT BANK
100,714	2.8.2024	EIB 1 1/2 08/02/24	1,4348061	30,43	EUROPEAN INVESTMENT BANK
113,443	11.2.2025	EIB 2 5/8 02/11/25	1,4462931	31,79	EUROPEAN INVESTMENT BANK
127,083	15.4.2025	EIB 5 1/2 04/15/25	2,9215922	82,35	EUROPEAN INVESTMENT BANK
65,79232	13.6.2025	EIB 0 06/13/25	3,2726459	98,04	EUROPEAN INVESTMENT BANK
104,117	26.1.2026	EIB 1.9 01/26/26	1,561204034	40,61	EUROPEAN INVESTMENT BANK
103,5161	26.1.2026	EIB 1.9 01/26/26	1,609711881	51,07	EUROPEAN INVESTMENT BANK
66,939	5.11.2026	EIB 0 11/05/26	2,8484141	48,13	EUROPEAN INVESTMENT BANK
59,708	6.11.2026	EIB 0 11/06/26	3,6735926	106,77	EUROPEAN INVESTMENT BANK
106,422	18.1.2027	EIB 2.15 01/18/27	1,649483526	43,94	EUROPEAN INVESTMENT BANK
125,028	15.10.2027	EIB 3 3/8 10/15/27	1,5217822	28,78	EUROPEAN INVESTMENT BANK
132,216	15.2.2028	EIB 5 5/8 02/15/28	3,0025929	103,95	EUROPEAN INVESTMENT BANK

Vir: Bloomberg, 2012c.

Priloga 5: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita Evropske investicijske banke v višini 6,4 milijona EUR (razvojno financiranje investicije)

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
6.400.000	0	6.400.000	31.12.2010	15.3.2011	74	1,23800	3,25000	4,48800	58.233,34
6.400.000	0	6.400.000	15.3.2011	15.6.2011	92	1,23800	3,25000	4,48800	72.398,20
6.400.000	0	6.400.000	15.6.2011	15.9.2011	92	1,74800	3,25000	4,99800	80.625,27
6.400.000	0	6.400.000	15.9.2011	15.12.2011	91	1,74800	3,25000	4,99800	79.748,91
6.400.000	0	6.400.000	15.12.2011	15.3.2012	91	1,66700	3,25000	4,91700	78.456,46
6.400.000	0	6.400.000	15.3.2012	15.6.2012	92	1,66700	3,25000	4,91700	79.318,62
6.400.000	5.000	6.395.000	15.6.2012	15.9.2012	92	0,94100	3,25000	4,19100	67.554,33
6.395.000	5.000	6.390.000	15.9.2012	15.12.2012	91	0,94100	3,25000	4,19100	66.767,80
6.390.000	5.000	6.385.000	15.12.2012	15.3.2013	90	0,94100	3,25000	4,19100	65.982,42
6.385.000	5.000	6.380.000	15.3.2013	15.6.2013	92	0,94100	3,25000	4,19100	67.395,87
6.380.000	30.000	6.350.000	15.6.2013	15.9.2013	92	0,94100	3,25000	4,19100	67.078,96
6.350.000	30.000	6.320.000	15.9.2013	15.12.2013	91	0,94100	3,25000	4,19100	66.036,38
6.320.000	30.000	6.290.000	15.12.2013	15.3.2014	90	0,94100	3,25000	4,19100	65.000,69
6.290.000	50.000	6.240.000	15.3.2014	15.6.2014	92	0,94100	3,25000	4,19100	65.916,97
6.240.000	50.000	6.190.000	15.6.2014	15.9.2014	92	0,94100	3,25000	4,19100	65.388,79
6.190.000	50.000	6.140.000	15.9.2014	15.12.2014	91	0,94100	3,25000	4,19100	64.155,60
6.140.000	50.000	6.090.000	15.12.2014	15.3.2015	90	0,94100	3,25000	4,19100	62.933,89
6.090.000	50.000	6.040.000	15.3.2015	15.6.2015	92	0,94100	3,25000	4,19100	63.804,24
6.040.000	50.000	5.990.000	15.6.2015	15.9.2015	92	0,94100	3,25000	4,19100	63.276,06
5.990.000	50.000	5.940.000	15.9.2015	15.12.2015	91	0,94100	3,25000	4,19100	62.065,84
5.940.000	50.000	5.890.000	15.12.2015	15.3.2016	91	0,94100	3,25000	4,19100	61.543,40
5.890.000	50.000	5.840.000	15.3.2016	15.6.2016	92	0,94100	3,25000	4,19100	61.691,52
5.840.000	50.000	5.790.000	15.6.2016	15.9.2016	92	0,94100	3,25000	4,19100	61.163,34
5.790.000	50.000	5.740.000	15.9.2016	15.12.2016	91	0,94100	3,25000	4,19100	59.976,08
5.740.000	50.000	5.690.000	15.12.2016	15.3.2017	90	0,94100	3,25000	4,19100	58.800,30
5.690.000	50.000	5.640.000	15.3.2017	15.6.2017	92	0,94100	3,25000	4,19100	59.578,80
5.640.000	50.000	5.590.000	15.6.2017	15.9.2017	92	0,94100	3,25000	4,19100	59.050,62
5.590.000	50.000	5.540.000	15.9.2017	15.12.2017	91	0,94100	3,25000	4,19100	57.886,32
5.540.000	50.000	5.490.000	15.12.2017	15.3.2018	90	0,94100	3,25000	4,19100	56.733,51
5.490.000	60.000	5.430.000	15.3.2018	15.6.2018	92	0,94100	3,25000	4,19100	57.360,44
5.430.000	60.000	5.370.000	15.6.2018	15.9.2018	92	0,94100	3,25000	4,19100	56.726,62
5.370.000	60.000	5.310.000	15.9.2018	15.12.2018	91	0,94100	3,25000	4,19100	55.483,10
5.310.000	60.000	5.250.000	15.12.2018	15.3.2019	90	0,94100	3,25000	4,19100	54.253,36
5.250.000	80.000	5.170.000	15.3.2019	15.6.2019	92	0,94100	3,25000	4,19100	54.613,90
5.170.000	80.000	5.090.000	15.6.2019	15.9.2019	92	0,94100	3,25000	4,19100	53.768,81
5.090.000	80.000	5.010.000	15.9.2019	15.12.2019	91	0,94100	3,25000	4,19100	52.348,46
5.010.000	80.000	4.930.000	15.12.2019	15.3.2020	91	0,94100	3,25000	4,19100	51.512,56
4.930.000	80.000	4.850.000	15.3.2020	15.6.2020	92	0,94100	3,25000	4,19100	51.233,54
4.850.000	80.000	4.770.000	15.6.2020	15.9.2020	92	0,94100	3,25000	4,19100	50.388,45
4.770.000	80.000	4.690.000	15.9.2020	15.12.2020	91	0,94100	3,25000	4,19100	49.004,85
4.690.000	80.000	4.610.000	15.12.2020	15.3.2021	90	0,94100	3,25000	4,19100	47.639,61
4.610.000	80.000	4.530.000	15.3.2021	15.6.2021	92	0,94100	3,25000	4,19100	47.853,18
4.530.000	80.000	4.450.000	15.6.2021	15.9.2021	92	0,94100	3,25000	4,19100	47.008,09
4.450.000	80.000	4.370.000	15.9.2021	15.12.2021	91	0,94100	3,25000	4,19100	45.661,23
4.370.000	80.000	4.290.000	15.12.2021	15.3.2022	90	0,94100	3,25000	4,19100	44.332,74
4.290.000	80.000	4.210.000	15.3.2022	15.6.2022	92	0,94100	3,25000	4,19100	44.472,83
4.210.000	80.000	4.130.000	15.6.2022	15.9.2022	92	0,94100	3,25000	4,19100	43.627,74
4.130.000	80.000	4.050.000	15.9.2022	15.12.2022	91	0,94100	3,25000	4,19100	42.317,62
4.050.000	80.000	3.970.000	15.12.2022	15.3.2023	90	0,94100	3,25000	4,19100	41.025,87
3.970.000	80.000	3.890.000	15.3.2023	15.6.2023	92	0,94100	3,25000	4,19100	41.092,47
3.890.000	100.000	3.790.000	15.6.2023	15.9.2023	92	0,94100	3,25000	4,19100	40.036,11
3.790.000	100.000	3.690.000	15.9.2023	15.12.2023	91	0,94100	3,25000	4,19100	38.556,05
3.690.000	100.000	3.590.000	15.12.2023	15.3.2024	91	0,94100	3,25000	4,19100	37.511,17
3.590.000	100.000	3.490.000	15.3.2024	15.6.2024	92	0,94100	3,25000	4,19100	36.867,02
3.490.000	100.000	3.390.000	15.6.2024	15.9.2024	92	0,94100	3,25000	4,19100	35.810,66
3.390.000	100.000	3.290.000	15.9.2024	15.12.2024	91	0,94100	3,25000	4,19100	34.376,53
3.290.000	100.000	3.190.000	15.12.2024	15.3.2025	90	0,94100	3,25000	4,19100	32.965,37
3.190.000	100.000	3.090.000	15.3.2025	15.6.2025	92	0,94100	3,25000	4,19100	32.641,57
3.090.000	100.000	2.990.000	15.6.2025	15.9.2025	92	0,94100	3,25000	4,19100	31.585,21

se nadaljuje

nadaljevanje

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
2.990.000	130.000	2.860.000	15.9.2025	15.12.2025	91	0,94100	3,25000	4,19100	29.883,55
2.860.000	130.000	2.730.000	15.12.2025	15.3.2026	90	0,94100	3,25000	4,19100	28.211,75
2.730.000	130.000	2.600.000	15.3.2026	15.6.2026	92	0,94100	3,25000	4,19100	27.465,40
2.600.000	130.000	2.470.000	15.6.2026	15.9.2026	92	0,94100	3,25000	4,19100	26.092,13
2.470.000	130.000	2.340.000	15.9.2026	15.12.2026	91	0,94100	3,25000	4,19100	24.450,18
2.340.000	130.000	2.210.000	15.12.2026	15.3.2027	90	0,94100	3,25000	4,19100	22.838,08
2.210.000	130.000	2.080.000	15.3.2027	15.6.2027	92	0,94100	3,25000	4,19100	21.972,32
2.080.000	130.000	1.950.000	15.6.2027	15.9.2027	92	0,94100	3,25000	4,19100	20.599,05
1.950.000	130.000	1.820.000	15.9.2027	15.12.2027	91	0,94100	3,25000	4,19100	19.016,81
1.820.000	140.000	1.680.000	15.12.2027	15.3.2028	91	0,94100	3,25000	4,19100	17.553,97
1.680.000	140.000	1.540.000	15.3.2028	15.6.2028	92	0,94100	3,25000	4,19100	16.267,97
1.540.000	140.000	1.400.000	15.6.2028	15.9.2028	92	0,94100	3,25000	4,19100	14.789,06
1.400.000	140.000	1.260.000	15.9.2028	15.12.2028	91	0,94100	3,25000	4,19100	13.165,48
1.260.000	140.000	1.120.000	15.12.2028	15.3.2029	90	0,94100	3,25000	4,19100	11.574,05
1.120.000	140.000	980.000	15.3.2029	15.6.2029	92	0,94100	3,25000	4,19100	10.352,34
980.000	140.000	840.000	15.6.2029	15.9.2029	92	0,94100	3,25000	4,19100	8.873,44
840.000	140.000	700.000	15.9.2029	15.12.2029	91	0,94100	3,25000	4,19100	7.314,16
700.000	140.000	560.000	15.12.2029	15.3.2030	90	0,94100	3,25000	4,19100	5.787,02
560.000	140.000	420.000	15.3.2030	15.6.2030	92	0,94100	3,25000	4,19100	4.436,72
420.000	140.000	280.000	15.6.2030	15.9.2030	92	0,94100	3,25000	4,19100	2.957,81
280.000	140.000	140.000	15.9.2030	15.12.2030	91	0,94100	3,25000	4,19100	1.462,83
140.000	140.000	0,00	15.12.2030	15.3.2031	90	0,94100	3,25000	4,19100	0,00
SKUPAJ	6.400.000								3.585.701,82

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 6: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita poslovne banke v višini 9 milijonov EUR (razvojno financiranje investicije)

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
9.000.000	0	9.000.000	31.12.2010	15.3.2011	74	1,23800	5,15000	6,38800	116.559,12
9.000.000	0	9.000.000	15.3.2011	15.6.2011	92	1,23800	5,15000	6,38800	144.911,34
9.000.000	0	9.000.000	15.6.2011	15.9.2011	92	1,74800	5,15000	6,89800	156.480,66
9.000.000	0	9.000.000	15.9.2011	15.12.2011	91	1,74800	5,15000	6,89800	154.779,78
9.000.000	0	9.000.000	15.12.2011	15.3.2012	91	1,66700	5,15000	6,81700	152.962,27
9.000.000	0	9.000.000	15.3.2012	15.6.2012	92	1,66700	5,15000	6,81700	154.643,18
9.000.000	5.000	8.995.000	15.6.2012	15.9.2012	92	0,94100	5,15000	6,09100	138.097,15
8.995.000	5.000	8.990.000	15.9.2012	15.12.2012	91	0,94100	5,15000	6,09100	136.520,17
8.990.000	5.000	8.985.000	15.12.2012	15.3.2013	90	0,94100	5,15000	6,09100	134.944,85
8.985.000	100.000	8.885.000	15.3.2013	15.6.2013	92	0,94100	5,15000	6,09100	136.408,36
8.885.000	100.000	8.785.000	15.6.2013	15.9.2013	92	0,94100	5,15000	6,09100	134.873,10
8.785.000	100.000	8.685.000	15.9.2013	15.12.2013	91	0,94100	5,15000	6,09100	131.888,51
8.685.000	100.000	8.585.000	15.12.2013	15.3.2014	90	0,94100	5,15000	6,09100	128.937,29
8.585.000	120.000	8.465.000	15.3.2014	15.6.2014	92	0,94100	5,15000	6,09100	129.960,25
8.465.000	120.000	8.345.000	15.6.2014	15.9.2014	92	0,94100	5,15000	6,09100	128.117,93
8.345.000	120.000	8.225.000	15.9.2014	15.12.2014	91	0,94100	5,15000	6,09100	124.903,05
8.225.000	120.000	8.105.000	15.12.2014	15.3.2015	90	0,94100	5,15000	6,09100	121.728,22
8.105.000	120.000	7.985.000	15.3.2015	15.6.2015	92	0,94100	5,15000	6,09100	122.590,97
7.985.000	120.000	7.865.000	15.6.2015	15.9.2015	92	0,94100	5,15000	6,09100	120.748,65
7.865.000	120.000	7.745.000	15.9.2015	15.12.2015	91	0,94100	5,15000	6,09100	117.613,87
7.745.000	120.000	7.625.000	15.12.2015	15.3.2016	91	0,94100	5,15000	6,09100	115.791,58
7.625.000	120.000	7.505.000	15.3.2016	15.6.2016	92	0,94100	5,15000	6,09100	115.221,69
7.505.000	120.000	7.385.000	15.6.2016	15.9.2016	92	0,94100	5,15000	6,09100	113.379,38
7.385.000	120.000	7.265.000	15.9.2016	15.12.2016	91	0,94100	5,15000	6,09100	110.324,70
7.265.000	120.000	7.145.000	15.12.2016	15.3.2017	90	0,94100	5,15000	6,09100	107.310,07
7.145.000	120.000	7.025.000	15.3.2017	15.6.2017	92	0,94100	5,15000	6,09100	107.852,42
7.025.000	120.000	6.905.000	15.6.2017	15.9.2017	92	0,94100	5,15000	6,09100	106.010,10

se nadaljuje

nadaljevanje

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
6.905.000	120.000	6.785.000	15.9.2017	15.12.2017	91	0,94100	5,15000	6,09100	103.035,52
6.785.000	120.000	6.665.000	15.12.2017	15.3.2018	90	0,94100	5,15000	6,09100	100.101,00
6.665.000	120.000	6.545.000	15.3.2018	15.6.2018	92	0,94100	5,15000	6,09100	100.483,14
6.545.000	120.000	6.425.000	15.6.2018	15.9.2018	92	0,94100	5,15000	6,09100	98.640,82
6.425.000	120.000	6.305.000	15.9.2018	15.12.2018	91	0,94100	5,15000	6,09100	95.746,35
6.305.000	120.000	6.185.000	15.12.2018	15.3.2019	90	0,94100	5,15000	6,09100	92.891,92
6.185.000	120.000	6.065.000	15.3.2019	15.6.2019	92	0,94100	5,15000	6,09100	93.113,87
6.065.000	120.000	5.945.000	15.6.2019	15.9.2019	92	0,94100	5,15000	6,09100	91.271,55
5.945.000	120.000	5.825.000	15.9.2019	15.12.2019	91	0,94100	5,15000	6,09100	88.457,17
5.825.000	120.000	5.705.000	15.12.2019	15.3.2020	91	0,94100	5,15000	6,09100	86.634,88
5.705.000	120.000	5.585.000	15.3.2020	15.6.2020	92	0,94100	5,15000	6,09100	85.744,59
5.585.000	120.000	5.465.000	15.6.2020	15.9.2020	92	0,94100	5,15000	6,09100	83.902,27
5.465.000	120.000	5.345.000	15.9.2020	15.12.2020	91	0,94100	5,15000	6,09100	81.168,00
5.345.000	120.000	5.225.000	15.12.2020	15.3.2021	90	0,94100	5,15000	6,09100	78.473,77
5.225.000	120.000	5.105.000	15.3.2021	15.6.2021	92	0,94100	5,15000	6,09100	78.375,32
5.105.000	120.000	4.985.000	15.6.2021	15.9.2021	92	0,94100	5,15000	6,09100	76.533,00
4.985.000	120.000	4.865.000	15.9.2021	15.12.2021	91	0,94100	5,15000	6,09100	73.878,82
4.865.000	120.000	4.745.000	15.12.2021	15.3.2022	90	0,94100	5,15000	6,09100	71.264,70
4.745.000	120.000	4.625.000	15.3.2022	15.6.2022	92	0,94100	5,15000	6,09100	71.006,04
4.625.000	120.000	4.505.000	15.6.2022	15.9.2022	92	0,94100	5,15000	6,09100	69.163,72
4.505.000	120.000	4.385.000	15.9.2022	15.12.2022	91	0,94100	5,15000	6,09100	66.589,65
4.385.000	120.000	4.265.000	15.12.2022	15.3.2023	90	0,94100	5,15000	6,09100	64.055,63
4.265.000	120.000	4.145.000	15.3.2023	15.6.2023	92	0,94100	5,15000	6,09100	63.636,77
4.145.000	120.000	4.025.000	15.6.2023	15.9.2023	92	0,94100	5,15000	6,09100	61.794,45
4.025.000	120.000	3.905.000	15.9.2023	15.12.2023	91	0,94100	5,15000	6,09100	59.300,47
3.905.000	120.000	3.785.000	15.12.2023	15.3.2024	91	0,94100	5,15000	6,09100	57.478,18
3.785.000	120.000	3.665.000	15.3.2024	15.6.2024	92	0,94100	5,15000	6,09100	56.267,49
3.665.000	120.000	3.545.000	15.6.2024	15.9.2024	92	0,94100	5,15000	6,09100	54.425,17
3.545.000	120.000	3.425.000	15.9.2024	15.12.2024	91	0,94100	5,15000	6,09100	52.011,30
3.425.000	120.000	3.305.000	15.12.2024	15.3.2025	90	0,94100	5,15000	6,09100	49.637,48
3.305.000	120.000	3.185.000	15.3.2025	15.6.2025	92	0,94100	5,15000	6,09100	48.898,21
3.185.000	120.000	3.065.000	15.6.2025	15.9.2025	92	0,94100	5,15000	6,09100	47.055,90
3.065.000	120.000	2.945.000	15.9.2025	15.12.2025	91	0,94100	5,15000	6,09100	44.722,12
2.945.000	120.000	2.825.000	15.12.2025	15.3.2026	90	0,94100	5,15000	6,09100	42.428,40
2.825.000	120.000	2.705.000	15.3.2026	15.6.2026	92	0,94100	5,15000	6,09100	41.528,94
2.705.000	120.000	2.585.000	15.6.2026	15.9.2026	92	0,94100	5,15000	6,09100	39.686,62
2.585.000	120.000	2.465.000	15.9.2026	15.12.2026	91	0,94100	5,15000	6,09100	37.432,95
2.465.000	120.000	2.345.000	15.12.2026	15.3.2027	90	0,94100	5,15000	6,09100	35.219,33
2.345.000	120.000	2.225.000	15.3.2027	15.6.2027	92	0,94100	5,15000	6,09100	34.159,66
2.225.000	120.000	2.105.000	15.6.2027	15.9.2027	92	0,94100	5,15000	6,09100	32.317,34
2.105.000	120.000	1.985.000	15.9.2027	15.12.2027	91	0,94100	5,15000	6,09100	30.143,77
1.985.000	120.000	1.865.000	15.12.2027	15.3.2028	91	0,94100	5,15000	6,09100	28.321,48
1.865.000	120.000	1.745.000	15.3.2028	15.6.2028	92	0,94100	5,15000	6,09100	26.790,39
1.745.000	120.000	1.625.000	15.6.2028	15.9.2028	92	0,94100	5,15000	6,09100	24.948,07
1.625.000	140.000	1.485.000	15.9.2028	15.12.2028	91	0,94100	5,15000	6,09100	22.550,88
1.485.000	140.000	1.345.000	15.12.2028	15.3.2029	90	0,94100	5,15000	6,09100	20.200,43
1.345.000	140.000	1.205.000	15.3.2029	15.6.2029	92	0,94100	5,15000	6,09100	18.499,95
1.205.000	160.000	1.045.000	15.6.2029	15.9.2029	92	0,94100	5,15000	6,09100	16.043,53
1.045.000	160.000	885.000	15.9.2029	15.12.2029	91	0,94100	5,15000	6,09100	13.439,42
885.000	160.000	725.000	15.12.2029	15.3.2030	90	0,94100	5,15000	6,09100	10.888,71
725.000	160.000	565.000	15.3.2030	15.6.2030	92	0,94100	5,15000	6,09100	8.674,25
565.000	160.000	405.000	15.6.2030	15.9.2030	92	0,94100	5,15000	6,09100	6.217,83
405.000	160.000	245.000	15.9.2030	15.12.2030	91	0,94100	5,15000	6,09100	3.720,52
245.000	245.000	0	15.12.2030	15.3.2031	90	0,94100	5,15000	6,09100	0,00
SKUPAJ	9.000.000								6.402.530,41

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 7: Amortizacijski načrt odplačevanja obveznosti iz naslova dolgoročnega kredita poslovne banke v višini 19,4 milijona EUR (bančno financiranje investicije)

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
19.400.000	0	19.400.000	31.12.2010	15.3.2011	74	1,23800	5,15000	6,38800	251.249,67
19.400.000	0	19.400.000	15.3.2011	15.6.2011	92	1,23800	5,15000	6,38800	312.364,45
19.400.000	0	19.400.000	15.6.2011	15.9.2011	92	1,74800	5,15000	6,89800	337.302,75
19.400.000	0	19.400.000	15.9.2011	15.12.2011	91	1,74800	5,15000	6,89800	333.636,42
19.400.000	0	19.400.000	15.12.2011	15.3.2012	91	1,66700	5,15000	6,81700	329.718,68
19.400.000	140.000	19.260.000	15.3.2012	15.6.2012	92	1,66700	5,15000	6,81700	330.936,40
19.260.000	150.000	19.110.000	15.6.2012	15.9.2012	92	0,94100	5,15000	6,09100	293.389,29
19.110.000	150.000	18.960.000	15.9.2012	15.12.2012	91	0,94100	5,15000	6,09100	287.922,40
18.960.000	150.000	18.810.000	15.12.2012	15.3.2013	90	0,94100	5,15000	6,09100	282.505,59
18.810.000	150.000	18.660.000	15.3.2013	15.6.2013	92	0,94100	5,15000	6,09100	286.480,59
18.660.000	150.000	18.510.000	15.6.2013	15.9.2013	92	0,94100	5,15000	6,09100	284.177,69
18.510.000	150.000	18.360.000	15.9.2013	15.12.2013	91	0,94100	5,15000	6,09100	278.810,94
18.360.000	150.000	18.210.000	15.12.2013	15.3.2014	90	0,94100	5,15000	6,09100	273.494,24
18.210.000	150.000	18.060.000	15.3.2014	15.6.2014	92	0,94100	5,15000	6,09100	277.269,00
18.060.000	150.000	17.910.000	15.6.2014	15.9.2014	92	0,94100	5,15000	6,09100	274.966,10
17.910.000	150.000	17.760.000	15.9.2014	15.12.2014	91	0,94100	5,15000	6,09100	269.699,47
17.760.000	150.000	17.610.000	15.12.2014	15.3.2015	90	0,94100	5,15000	6,09100	264.482,90
17.610.000	150.000	17.460.000	15.3.2015	15.6.2015	92	0,94100	5,15000	6,09100	268.057,40
17.460.000	150.000	17.310.000	15.6.2015	15.9.2015	92	0,94100	5,15000	6,09100	265.754,50
17.310.000	150.000	17.160.000	15.9.2015	15.12.2015	91	0,94100	5,15000	6,09100	260.588,00
17.160.000	150.000	17.010.000	15.12.2015	15.3.2016	91	0,94100	5,15000	6,09100	258.310,13
17.010.000	150.000	16.860.000	15.3.2016	15.6.2016	92	0,94100	5,15000	6,09100	258.845,81
16.860.000	150.000	16.710.000	15.6.2016	15.9.2016	92	0,94100	5,15000	6,09100	256.542,91
16.710.000	150.000	16.560.000	15.9.2016	15.12.2016	91	0,94100	5,15000	6,09100	251.476,53
16.560.000	150.000	16.410.000	15.12.2016	15.3.2017	90	0,94100	5,15000	6,09100	246.460,22
16.410.000	150.000	16.260.000	15.3.2017	15.6.2017	92	0,94100	5,15000	6,09100	249.634,21
16.260.000	150.000	16.110.000	15.6.2017	15.9.2017	92	0,94100	5,15000	6,09100	247.331,31
16.110.000	150.000	15.960.000	15.9.2017	15.12.2017	91	0,94100	5,15000	6,09100	242.365,06
15.960.000	150.000	15.810.000	15.12.2017	15.3.2018	90	0,94100	5,15000	6,09100	237.448,87
15.810.000	150.000	15.660.000	15.3.2018	15.6.2018	92	0,94100	5,15000	6,09100	240.422,62
15.660.000	150.000	15.510.000	15.6.2018	15.9.2018	92	0,94100	5,15000	6,09100	238.119,72
15.510.000	150.000	15.360.000	15.9.2018	15.12.2018	91	0,94100	5,15000	6,09100	233.253,59
15.360.000	150.000	15.210.000	15.12.2018	15.3.2019	90	0,94100	5,15000	6,09100	228.437,53
15.210.000	150.000	15.060.000	15.3.2019	15.6.2019	92	0,94100	5,15000	6,09100	231.211,02
15.060.000	150.000	14.910.000	15.6.2019	15.9.2019	92	0,94100	5,15000	6,09100	228.908,12
14.910.000	150.000	14.760.000	15.9.2019	15.12.2019	91	0,94100	5,15000	6,09100	224.142,12
14.760.000	150.000	14.610.000	15.12.2019	15.3.2020	91	0,94100	5,15000	6,09100	221.864,26
14.610.000	150.000	14.460.000	15.3.2020	15.6.2020	92	0,94100	5,15000	6,09100	221.999,43
14.460.000	150.000	14.310.000	15.6.2020	15.9.2020	92	0,94100	5,15000	6,09100	219.696,53
14.310.000	150.000	14.160.000	15.9.2020	15.12.2020	91	0,94100	5,15000	6,09100	215.030,66
14.160.000	150.000	14.010.000	15.12.2020	15.3.2021	90	0,94100	5,15000	6,09100	210.414,85
14.010.000	150.000	13.860.000	15.3.2021	15.6.2021	92	0,94100	5,15000	6,09100	212.787,83
13.860.000	150.000	13.710.000	15.6.2021	15.9.2021	92	0,94100	5,15000	6,09100	210.484,93
13.710.000	150.000	13.560.000	15.9.2021	15.12.2021	91	0,94100	5,15000	6,09100	205.919,19
13.560.000	150.000	13.410.000	15.12.2021	15.3.2022	90	0,94100	5,15000	6,09100	201.403,50
13.410.000	150.000	13.260.000	15.3.2022	15.6.2022	92	0,94100	5,15000	6,09100	203.576,24
13.260.000	150.000	13.110.000	15.6.2022	15.9.2022	92	0,94100	5,15000	6,09100	201.273,34
13.110.000	150.000	12.960.000	15.9.2022	15.12.2022	91	0,94100	5,15000	6,09100	196.807,72
12.960.000	300.000	12.660.000	15.12.2022	15.3.2023	90	0,94100	5,15000	6,09100	190.139,33
12.660.000	300.000	12.360.000	15.3.2023	15.6.2023	92	0,94100	5,15000	6,09100	189.758,85
12.360.000	300.000	12.060.000	15.6.2023	15.9.2023	92	0,94100	5,15000	6,09100	185.153,05
12.060.000	350.000	11.710.000	15.9.2023	15.12.2023	91	0,94100	5,15000	6,09100	177.825,49
11.710.000	350.000	11.360.000	15.12.2023	15.3.2024	91	0,94100	5,15000	6,09100	172.510,47
11.360.000	350.000	11.010.000	15.3.2024	15.6.2024	92	0,94100	5,15000	6,09100	169.032,76
11.010.000	350.000	10.660.000	15.6.2024	15.9.2024	92	0,94100	5,15000	6,09100	163.659,33
10.660.000	350.000	10.310.000	15.9.2024	15.12.2024	91	0,94100	5,15000	6,09100	156.565,40
10.310.000	350.000	9.960.000	15.12.2024	15.3.2025	90	0,94100	5,15000	6,09100	149.588,28
9.960.000	350.000	9.610.000	15.3.2025	15.6.2025	92	0,94100	5,15000	6,09100	147.539,04
9.610.000	350.000	9.260.000	15.6.2025	15.9.2025	92	0,94100	5,15000	6,09100	142.165,61

se nadaljuje

nadaljevanje

začetno stanje (v EUR)	znesek glavnice za vračilo (v EUR)	osnova za obračun (stanje glavnice v EUR)	datum od	datum do	št. dni	šest mesečni EURIBOR %	marža %	obrestna mera %	obresti za plačilo (v EUR)
9.260.000	350.000	8.910.000	15.9.2025	15.12.2025	91	0,94100	5,15000	6,09100	135.305,31
8.910.000	350.000	8.560.000	15.12.2025	15.3.2026	90	0,94100	5,15000	6,09100	128.561,82
8.560.000	350.000	8.210.000	15.3.2026	15.6.2026	92	0,94100	5,15000	6,09100	126.045,32
8.210.000	350.000	7.860.000	15.6.2026	15.9.2026	92	0,94100	5,15000	6,09100	120.671,89
7.860.000	350.000	7.510.000	15.9.2026	15.12.2026	91	0,94100	5,15000	6,09100	114.045,21
7.510.000	350.000	7.160.000	15.12.2026	15.3.2027	90	0,94100	5,15000	6,09100	107.535,35
7.160.000	350.000	6.810.000	15.3.2027	15.6.2027	92	0,94100	5,15000	6,09100	104.551,60
6.810.000	350.000	6.460.000	15.6.2027	15.9.2027	92	0,94100	5,15000	6,09100	99.178,17
6.460.000	350.000	6.110.000	15.9.2027	15.12.2027	91	0,94100	5,15000	6,09100	92.785,12
6.110.000	350.000	5.760.000	15.12.2027	15.3.2028	91	0,94100	5,15000	6,09100	87.470,10
5.760.000	480.000	5.280.000	15.3.2028	15.6.2028	92	0,94100	5,15000	6,09100	81.062,03
5.280.000	480.000	4.800.000	15.6.2028	15.9.2028	92	0,94100	5,15000	6,09100	73.692,76
4.800.000	480.000	4.320.000	15.9.2028	15.12.2028	91	0,94100	5,15000	6,09100	65.602,57
4.320.000	480.000	3.840.000	15.12.2028	15.3.2029	90	0,94100	5,15000	6,09100	57.672,59
3.840.000	480.000	3.360.000	15.3.2029	15.6.2029	92	0,94100	5,15000	6,09100	51.584,93
3.360.000	480.000	2.880.000	15.6.2029	15.9.2029	92	0,94100	5,15000	6,09100	44.215,65
2.880.000	480.000	2.400.000	15.9.2029	15.12.2029	91	0,94100	5,15000	6,09100	36.445,87
2.400.000	480.000	1.920.000	15.12.2029	15.3.2030	90	0,94100	5,15000	6,09100	28.836,30
1.920.000	480.000	1.440.000	15.3.2030	15.6.2030	92	0,94100	5,15000	6,09100	22.107,83
1.440.000	480.000	960.000	15.6.2030	15.9.2030	92	0,94100	5,15000	6,09100	14.738,55
960.000	480.000	480.000	15.9.2030	15.12.2030	91	0,94100	5,15000	6,09100	7.289,17
480.000	480.000	0	15.12.2030	15.3.2031	90	0,94100	5,15000	6,09100	0,00
SKUPAJ	19.400.000								15.600.310,47

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 8: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2011–2020 na osnovi razvojnega financiranja investicije (v EUR)

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	3.117.182	3.356.276	4.209.987	4.623.823	4.892.978	5.185.607	5.478.439	5.796.535	5.992.038	6.111.304
Drugi prihodki	126.913	126.913	122.270	117.627	117.627	117.627	95.545	67.369	61.275	55.582
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	3.244.094	3.483.189	4.332.257	4.741.451	5.010.605	5.303.234	5.573.985	5.863.904	6.053.312	6.166.886
STROŠKI BLAGA, MATER. IN STORITEV	1.074.225	1.131.402	1.317.772	1.407.538	1.466.076	1.526.918	1.588.921	1.656.348	1.712.941	1.622.925
Stroški materiala	668.995	702.834	826.128	880.804	913.127	946.920	982.629	1.021.847	1.057.625	1.072.475
Stroški storitev	398.788	421.804	484.542	519.277	545.119	571.855	597.904	625.861	646.418	541.285
Nabavna vrednost prodanega blaga	6.442	6.764	7.102	7.457	7.830	8.143	8.387	8.639	8.898	9.165
STROŠKI DELA	1.071.735	1.146.756	1.261.432	1.337.118	1.403.974	1.474.173	1.547.881	1.625.275	1.706.539	1.757.735
Plače zaposlenih	786.367	841.413	925.554	981.087	1.030.142	1.081.649	1.135.731	1.192.518	1.252.144	1.289.708
Stroški za socialno varnost	127.040	135.932	149.525	158.497	166.422	174.743	183.480	192.654	202.287	208.355
Drugi stroški dela	158.328	169.411	186.353	197.534	207.410	217.781	228.670	240.103	252.109	259.672
ODPISI VREDNOSTI	680.056	650.551	633.339	641.615	646.998	571.312	473.125	449.484	424.872	504.032
Amortizacija	617.712	583.425	549.139	549.139	549.139	467.600	363.557	333.553	305.032	381.806
Prevred.posl.odh. pri obrat.sredstvih	62.344	67.126	84.200	92.476	97.860	103.712	109.569	115.931	119.841	122.226
DRUGI POSLOVNI ODHODKI	27.583	28.761	32.969	35.008	36.335	37.777	39.220	40.788	41.752	42.340
DOBIČEK (IZGUBA) IZ POSLOVANJA	390.496	525.719	1.086.745	1.320.171	1.457.222	1.693.055	1.924.836	2.092.009	2.167.208	2.239.854
FINANČNI PRIHODKI	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381
FINANČNI ODHODKI	863.737	874.320	804.608	772.381	734.762	699.092	659.524	621.275	580.719	539.589
DRUGI PRIHODKI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DRUGI ODHODKI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CELOTNI DOBIČEK	(472.860)	(348.220)	282.518	548.171	722.841	994.344	1.265.693	1.471.115	1.586.870	1.700.646
DAVEK IZ DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	0	0	48.028	87.707	108.426	149.152	189.854	220.667	238.030	255.097
ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	(472.860)	(348.220)	234.490	460.464	614.415	845.192	1.075.839	1.250.448	1.348.839	1.445.549

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

**Priloga 9: Bilanca stanja za obdobje 2011–2020 na osnovi razvojnega financiranja
investicije (v EUR)**

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DOLGOROČNA SREDSTVA	20.334.808	19.751.006	19.256.781	18.762.556	18.568.332	18.547.492	18.720.291	19.120.093	19.545.565	20.043.315
NEOPREDM. DOLGOROČ. SREDSTVA	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	20.201.977	19.618.551	19.124.326	18.630.101	18.435.877	18.415.037	18.587.836	18.987.638	19.413.110	19.910.862
Zemljišča	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999
Nepremičnine+zunanja ureditev	17.513.651	17.302.593	17.091.534	16.880.475	16.669.417	16.458.358	16.547.299	16.836.241	17.125.182	17.393.010
Oprema in druga opr. sred.	1.912.326	1.539.960	1.256.793	973.627	990.461	1.180.680	1.264.537	1.375.398	1.511.929	1.741.853
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	29.781	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.403
KRATKOROČNA SREDSTVA	815.216	883.279	1.042.118	1.134.412	1.180.865	1.287.889	1.453.778	1.568.079	1.687.665	1.823.633
ZALOGE	29.299	31.628	39.535	43.093	45.247	47.510	49.885	52.379	54.998	56.648
KRATKOROČ. TERJATVE IZ POSLOV.	469.712	505.740	587.402	633.485	668.280	705.637	743.677	784.491	815.963	854.532
Terjatve do kupcev	256.207	275.858	346.026	380.040	402.163	426.214	450.283	476.428	492.496	524.215
Druge terjatve	213.506	229.882	241.376	253.445	266.117	279.423	293.394	308.064	323.467	330.317
KRATKOR. FINANČ. NALOŽBE	81.921	108.352	165.927	202.912	208.728	272.124	393.586	460.221	543.037	635.632
Obstoječe fin.nal.	61.501	62.258	62.639	63.020	63.401	63.782	64.163	64.544	64.925	65.306
Neto priliv denarnega toka	20.420	46.094	103.288	139.892	145.327	208.342	329.423	395.677	478.112	570.326
DOBROIMETJA PRI BANKAH, ČEKI, GOTOVINA	42.701	45.976	57.671	63.340	67.027	71.036	75.047	79.405	82.083	85.238
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583
	21.150.024	20.634.286	20.298.900	19.896.969	19.749.198	19.835.381	20.174.071	20.688.174	21.233.231	21.866.950

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
KAPITAL	822.214	473.994	708.483	1.168.947	1.783.362	2.628.554	3.704.393	4.954.841	6.303.680	7.749.230
VPOKLICANI KAPITAL	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275
KAPITALSKE REZERVE	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720
REZERVE IZ DOBIČKA	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683
PRENESENI ČISTI POSLOVNI IZID	1.090.395	617.536	269.315	503.805	964.269	1.578.684	2.423.876	3.499.715	4.750.163	6.099.002
ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA	-472.860	-348.220	234.490	460.464	614.415	845.192	1.075.839	1.250.448	1.348.839	1.445.549
DOLGOROČNE REZERVACIJE	3.756.858	3.629.946	3.507.676	3.390.049	3.272.422	3.154.794	3.059.249	2.991.880	2.930.606	2.875.024
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	15.380.000	15.005.000	14.365.000	13.685.000	13.005.000	12.325.000	11.615.000	10.835.000	10.035.000	9.235.000
DOLGOROČ. FINANČNE OBVEZNOSTI	15.380.000	15.005.000	14.365.000	13.685.000	13.005.000	12.325.000	11.615.000	10.835.000	10.035.000	9.235.000
DOLGOROČ. POSLOVNE OBVEZNOSTI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	1.187.332	1.521.726	1.714.120	1.649.353	1.684.793	1.723.413	1.791.806	1.902.831	1.960.324	2.004.076
KRATKOROČ. FINANČNE OBVEZNOSTI	20.000	375.000	640.000	680.000	680.000	680.000	710.000	780.000	800.000	800.000
KRATKOROČ. POSLOVNE OBVEZNOSTI	1.167.332	1.146.726	1.074.120	969.353	1.004.793	1.043.413	1.081.806	1.122.831	1.160.324	1.204.076
Obveznosti do dobaviteljev	720.090	584.400	481.308	353.858	368.527	383.807	399.391	416.342	430.470	445.868
Obveznosti do delavcev	64.633	69.157	76.073	80.637	84.669	88.903	93.348	98.015	102.916	83.921
Obveznosti do države	42.701	45.976	57.671	63.340	67.027	71.036	75.047	79.405	82.083	85.238
Druge obveznosti	339.908	447.193	459.068	471.518	484.570	499.667	514.020	529.070	544.855	589.049
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620
	21.150.024	20.634.286	20.298.900	19.896.969	19.749.198	19.835.381	20.174.071	20.688.174	21.233.231	21.866.950

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 10: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2011–2020 na osnovi bančnega financiranja investicije (v EUR)

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	3.117.182	3.356.276	4.209.987	4.623.823	4.892.978	5.185.607	5.478.439	5.796.535	5.992.038	6.111.304
Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	3.117.182	3.356.276	4.209.987	4.623.823	4.892.978	5.185.607	5.478.439	5.796.535	5.992.038	6.111.304
STROŠKI BLAGA, MATER. IN STORITEV	1.074.225	1.131.402	1.317.772	1.407.538	1.466.076	1.526.918	1.588.921	1.656.348	1.712.941	1.622.925
Stroški materiala	668.995	702.834	826.128	880.804	913.127	946.920	982.629	1.021.847	1.057.625	1.072.475
Stroški storitev	398.788	421.804	484.542	519.277	545.119	571.855	597.904	625.861	646.418	541.285
Nabavna vrednost prodanega blaga	6.442	6.764	7.102	7.457	7.830	8.143	8.387	8.639	8.898	9.165
STROŠKI DELA	1.071.735	1.146.756	1.261.432	1.337.118	1.403.974	1.474.173	1.547.881	1.625.275	1.706.539	1.757.735
Plače zaposlenih	786.367	841.413	925.554	981.087	1.030.142	1.081.649	1.135.731	1.192.518	1.252.144	1.289.708
Stroški za socialno varnost	127.040	135.932	149.525	158.497	166.422	174.743	183.480	192.654	202.287	208.355
Drugi stroški dela	158.328	169.411	186.353	197.534	207.410	217.781	228.670	240.103	252.109	259.672
ODPISI VREDNOSTI	680.056	650.551	633.339	641.615	646.998	571.312	473.125	449.484	424.872	504.032
Amortizacija	617.712	583.425	549.139	549.139	549.139	467.600	363.557	333.553	305.032	381.806
Prevred.posl.odh. pri obrat.sredstvih	62.344	67.126	84.200	92.476	97.860	103.712	109.569	115.931	119.841	122.226
DRUGI POSLOVNI ODHODKI	27.583	28.761	32.969	35.008	36.335	37.777	39.220	40.788	41.752	42.340
DOBIČEK (IZGUBA) IZ POSLOVANJA	263.583	398.806	964.475	1.202.544	1.339.594	1.575.427	1.829.291	2.024.640	2.105.933	2.184.272
FINANČNI PRIHODKI	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381
FINANČNI ODHODKI	1.234.553	1.241.967	1.131.975	1.095.429	1.058.883	1.025.175	985.791	949.245	912.699	878.591
DRUGI PRIHODKI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DRUGI ODHODKI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CELOTNI DOBIČEK	(970.589)	(842.780)	(167.119)	107.496	281.093	550.633	843.881	1.075.776	1.193.616	1.306.063
DAVEK IZ DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	0	0	0	17.199	42.164	82.595	126.582	161.366	179.042	195.909
ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	(970.589)	(842.780)	(167.119)	90.297	238.929	468.038	717.299	914.410	1.014.573	1.110.153

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

**Priloga 11: Bilanca stanja za obdobje 2011–2020 na osnovi bančnega financiranja
investicije (v EUR)**

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DOLGOROČNA SREDSTVA	20.334.808	19.751.006	19.256.781	18.762.556	18.568.332	18.547.492	18.720.291	19.120.093	19.545.565	20.043.315
NEOPREDM. DOLGOROČ. SREDSTVA	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050	103.050
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	20.201.977	19.618.551	19.124.326	18.630.101	18.435.877	18.415.037	18.587.836	18.987.638	19.413.110	19.910.862
Zemljišča	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999	775.999
Nepremičnine+zunanja ureditev	17.513.651	17.302.593	17.091.534	16.880.475	16.669.417	16.458.358	16.547.299	16.836.241	17.125.182	17.393.010
Oprema in druga opr. sred.	1.912.326	1.539.960	1.256.793	973.627	990.461	1.180.680	1.264.537	1.375.398	1.511.929	1.741.853
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	29.781	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.405	29.403
KRATKOROČNA SREDSTVA	560.629	-164.772	-521.542	-646.415	-780.453	-858.514	-882.706	-930.631	-903.862	-807.339
ZALOGE	29.299	31.628	39.535	43.093	45.247	47.510	49.885	52.379	54.998	56.648
KRATKOROČ. TERJATVE IZ POSLOV.	469.712	505.740	587.402	633.485	668.280	705.637	743.677	784.491	815.963	854.532
Terjatve do kupcev	256.207	275.858	346.026	380.040	402.163	426.214	450.283	476.428	492.496	524.215
Druge terjatve	213.506	229.882	241.376	253.445	266.117	279.423	293.394	308.064	323.467	330.317
KRATKOR. FINANČ. NALOŽBE	-172.667	-939.699	-1.397.733	-1.577.916	-1.752.590	-1.874.280	-1.942.898	-2.038.489	-2.048.489	-1.995.340
Obstoječe fin.nal.	177.730	172.670	161.781	157.534	155.284	150.106	143.402	140.225	140.782	181.532
Neto priliv denarnega toka	-350.397	-1.112.369	-1.559.514	-1.735.450	-1.907.874	-2.024.386	-2.086.300	-2.178.714	-2.189.271	-2.176.872
DOBROIMETJA PRI BANKAH, ČEKI, GOTOVINA	42.701	45.976	57.671	63.340	67.027	71.036	75.047	79.405	82.083	85.238
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583	191.583
	20.895.437	19.586.234	18.735.240	18.116.142	17.787.879	17.688.977	17.837.585	18.189.463	18.641.708	19.235.981

Postavke	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
KAPITAL	324.485	-518.295	-685.414	-595.117	-356.188	111.850	829.149	1.743.558	2.758.132	3.868.285
VPOKLICANI KAPITAL	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275	188.275
KAPITALSKE REZERVE	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720	5.720
REZERVE IZ DOBIČKA	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683	10.683
PRENESENI ČISTI POSLOVNI IZID	1.090.395	119.806	-722.973	-890.092	-799.795	-560.867	-92.829	624.470	1.538.880	2.553.453
ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA	-970.589	-842.780	-167.119	90.297	238.929	468.038	717.299	914.410	1.014.573	1.110.153
DOLGOROČNE REZERVACIJE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	18.960.000	18.360.000	17.760.000	17.160.000	16.560.000	15.960.000	15.360.000	14.760.000	14.160.000	13.560.000
DOLGOROČ. FINANČNE OBVEZNOSTI	18.960.000	18.360.000	17.760.000	17.160.000	16.560.000	15.960.000	15.360.000	14.760.000	14.160.000	13.560.000
DOLGOROČ. POSLOVNE OBVEZNOSTI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	1.607.332	1.740.909	1.657.034	1.547.639	1.580.447	1.613.507	1.644.817	1.682.285	1.719.956	1.804.076
KRATKOROČ. FINANČNE OBVEZNOSTI	440.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
KRATKOROČ. POSLOVNE OBVEZNOSTI	1.167.332	1.140.909	1.057.034	947.639	980.447	1.013.507	1.044.817	1.082.285	1.119.956	1.204.076
Obveznosti do dobaviteljev	720.090	584.400	481.308	353.858	368.527	383.807	399.391	416.342	430.470	445.868
Obveznosti do delavcev	64.633	69.157	76.073	80.637	84.669	88.903	93.348	98.015	102.916	83.921
Obveznosti do države	42.701	45.976	57.671	63.340	67.027	71.036	75.047	79.405	82.083	85.238
Druge obveznosti	339.908	447.193	459.068	471.518	484.570	499.667	514.020	529.070	544.855	589.049
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620	3.620
	20.895.437	19.586.234	18.735.240	18.116.142	17.787.879	17.688.977	17.837.585	18.189.463	18.641.708	19.235.981

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

**Priloga 12: Specifikacija oblikovanja poslovnih prihodkov za obdobje 2011–2020
(v EUR)**

Opis	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HOTEL										
Zmogljivosti - št. ležišč:206	75.190	75.396	75.190	75.190	75.190	75.396	75.190	75.190	75.190	75.190
Izkoriščenost zmogljivosti	33,9%	36,6%	45,8%	49,9%	52,4%	55,0%	57,8%	60,7%	62,0%	63,2%
Število gostov	7.225	7.801	9.696	10.538	11.032	11.581	12.126	12.733	13.014	13.274
- domači	3.400	3.590	4.361	4.628	4.728	4.840	5.068	5.321	5.439	5.548
- tuji	3.825	4.211	5.336	5.910	6.304	6.741	7.059	7.412	7.575	7.727
Delež tujih gostov	52,9%	53,0%	55,0%	56,1%	57,1%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%	58,2%
Število nočitev	25.500	27.615	34.425	37.523	39.399	41.483	43.438	45.610	46.618	47.550
- domači	10.200	10.770	13.082	13.884	14.184	14.519	15.203	15.963	16.316	16.643
- tuji	15.300	16.845	21.344	23.640	25.216	26.964	28.235	29.646	30.302	30.908
Delež nočitev tujih gostov	60,0%	61,0%	62,0%	63,0%	64,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Povprečna doba bivanja	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Povprečna cena	65	66	67	68	69	70	71	72	72	72
- nočitve	42	42	42	42	43	44	45	46	46	46
- hrana	17	18	19	20	20	20	20	20	20	20
- kopanje	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Pensionski prihodki	1.657.500	1.822.620	2.306.475	2.551.581	2.718.559	2.903.791	3.084.088	3.283.902	3.356.482	3.423.611
- nočitve	1.071.000	1.159.849	1.445.850	1.575.977	1.694.175	1.825.240	1.954.703	2.098.048	2.144.419	2.187.307
- hrana	433.500	497.078	654.075	750.465	787.988	829.654	868.757	912.195	932.356	951.003
- kopanje	153.000	165.693	206.550	225.140	236.396	248.896	260.627	273.658	279.707	285.301
Opis	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Prihodki od pensionskih storitev</i>										
- hotelirstvo	1.071.000	1.159.849	1.445.850	1.575.977	1.694.175	1.825.240	1.954.703	2.098.048	2.144.419	2.187.307
- gostinstvo	433.500	497.078	654.075	750.465	787.988	829.654	868.757	912.195	932.356	951.003
- kopanje	153.000	165.693	206.550	225.140	236.396	248.896	260.627	273.658	279.707	285.301
Skupaj	1.657.500	1.822.620	2.306.475	2.551.581	2.718.559	2.903.791	3.084.088	3.283.902	3.356.482	3.423.611
<i>Izvenpensionski prihodki hotela</i>										
- gostinstvo	560.432	545.878	682.348	743.759	780.947	819.995	860.994	904.044	949.246	968.231
- Hrana	399.510	306.472	383.090	417.568	438.447	460.369	483.387	507.557	532.935	543.593
- Pijača	160.922	239.406	299.258	326.191	342.501	359.626	377.607	396.487	416.312	424.638
- Savne	20.205	27.615	34.425	37.523	39.399	41.483	43.438	45.610	46.618	47.550
- bowling	104.230	125.661	150.793	164.364	172.582	181.211	190.272	199.786	209.775	213.970
- drugo	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725	28.725
Skupaj	713.592	727.879	896.291	974.372	1.021.654	1.071.414	1.123.429	1.178.164	1.234.364	1.258.477
Bazeni	442.144	477.515	596.894	650.615	683.145	717.303	753.168	790.826	830.368	846.975
Savne zgornje	50.112	54.121	67.651	73.739	77.426	81.298	85.363	89.631	94.112	95.994
Savne spodnje	11.094	11.982	14.977	16.325	17.142	17.999	18.899	19.843	20.836	21.252
Wellness	40.333	43.559	54.449	59.350	62.317	65.433	68.705	72.140	75.747	77.262
Fitness	2.078	2.244	2.805	3.057	3.210	3.371	3.539	3.716	3.902	3.980
Paketi	2.574	2.780	3.475	3.788	3.977	4.176	4.385	4.604	4.835	4.931
Dnevni bar	158.106	170.755	213.444	232.654	244.286	256.501	269.326	282.792	296.931	302.870
Bar vhod	18.061	19.506	24.382	26.576	27.905	29.300	30.765	32.304	33.919	34.597
Darilni boni	21.588	23.315	29.144	31.766	33.355	35.023	36.774	38.612	40.543	41.354
Skupaj	746.090	805.777	1.007.221	1.097.871	1.152.764	1.210.403	1.270.923	1.334.469	1.401.192	1.429.216
SKUPAJ	3.117.182	3.356.276	4.209.987	4.623.823	4.892.978	5.185.607	5.478.439	5.796.535	5.992.038	6.111.304

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 13: Specifikacija oblikovanja poslovnih odhodkov za obdobje 2011–2020
(v EUR)

Vrsta odhodka	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Surovine in materiali	668.995	702.834	826.128	880.804	913.127	946.920	982.629	1.021.847	1.057.625	1.072.475
Osnovne surovine in materiali	356.473	384.803	481.003	524.293	550.508	578.034	606.935	637.282	669.146	682.879
Živila	274.316	296.261	370.326	403.656	423.839	445.031	467.282	490.646	515.179	525.482
Pijača in napitki	63.335	68.402	85.502	93.197	97.857	102.750	107.888	113.282	118.946	121.325
Drugo	18.822	20.140	25.174	27.440	28.812	30.253	31.765	33.354	35.021	36.072
Pomožni material	26.979	28.523	34.033	36.704	38.442	40.331	42.221	44.274	45.536	46.306
Energija	212.691	213.427	228.658	233.074	233.743	234.686	236.606	240.255	240.844	239.481
Poraba energije	312.691	318.427	338.908	348.837	355.294	362.314	369.339	376.971	381.661	384.522
Prodaja elektrike	(100.000)	(105.000)	(110.250)	(115.763)	(121.551)	(127.628)	(132.733)	(136.715)	(140.817)	(145.041)
Stroški nadomestnih delov	905	913	944	958	968	978	989	1.000	1.007	1.011
Odpis drobnega inventarja	21.289	22.199	25.446	27.020	28.044	29.158	30.271	31.482	32.225	32.679
Pisarniški material	9.560	9.817	10.734	11.178	11.467	11.782	12.096	12.438	12.648	12.776
Drugi stroški materiala	41.098	43.152	45.310	47.576	49.954	51.952	53.511	55.116	56.219	57.343
Nabavna vrednost prod. blaga	6.442	6.764	7.102	7.457	7.830	8.143	8.387	8.639	8.898	9.165
Storitve	398.788	421.804	484.542	519.277	545.119	571.855	597.904	625.861	646.418	541.285
Proizvodne storitve	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896	17.896
Prevozne storitve	970	970	970	970	970	970	970	970	970	970
Storitve vzdrževanja	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978	24.978
Najemnina	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850	2.850
Povračila v zvezi z delom	17.148	18.348	20.183	21.394	22.464	23.587	24.766	26.004	27.305	28.124
Stroški plačilnega prometa in zav. premije	44.268	47.388	58.527	63.927	67.439	71.257	75.078	79.229	81.779	83.336
Intelektualne storitve, pogodbe	50.000	52.500	55.125	57.881	60.775	63.814	67.005	70.355	73.873	77.566
Sejmi, reklama, reprezentanca	155.859	167.814	210.499	231.191	244.649	259.280	273.922	289.827	299.602	305.565
Stroški drugih storitev	84.820	89.061	93.514	98.190	103.099	107.223	110.440	113.753	117.166	0
Stroški zaposlenih	1.071.735	1.146.756	1.261.432	1.337.118	1.403.974	1.474.173	1.547.881	1.625.275	1.706.539	1.757.735
Plače in nadomestila	786.367	841.413	925.554	981.087	1.030.142	1.081.649	1.135.731	1.192.518	1.252.144	1.289.708
Zagotavljanje socialne varnosti zap.	127.040	135.932	149.525	158.497	166.422	174.743	183.480	192.654	202.287	208.355
Drugi stroški dela	158.328	169.411	186.353	197.534	207.410	217.781	228.670	240.103	252.109	259.672
Odpisi vrednosti	680.056	650.551	633.339	641.615	646.998	571.312	473.125	449.484	424.872	504.032
Amortizacija	617.712	583.425	549.139	549.139	549.139	467.600	363.557	333.553	305.032	381.806
Odpisi OS in Obr.S	62.344	67.126	84.200	92.476	97.860	103.712	109.569	115.931	119.841	122.226
Drugi odhodki	27.583	28.761	32.969	35.008	36.335	37.777	39.220	40.788	41.752	42.340
	2.853.599	2.957.470	3.245.511	3.421.280	3.553.383	3.610.180	3.649.148	3.771.895	3.886.104	3.927.032

Vir: Interno gradivo izbranega podjetja, 2011.

Priloga 14: Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov in legenda okrajšav

SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Asset and liability management – ravnanje s premoženjem in obveznostmi
Bloomberg fair value – Bloombergova poštena vrednost
EUR IRS 1Y – obrestna zamenjava na eno letno tržno obrestno mero Euribor
EUR IRS 2Y – obrestna zamenjava na dvoletno letno tržno obrestno mero Euribor
EURIBOR – evro medbančna obrestna mera
IBOR – referenčna obrestna mera
Initial Public Offering – javna prodaja delnic
Interest Rate Swap – obrestna zamenjava
relationship banking – sodelovanje med podjetjem in banko
Weighted Average Cost Of Capital – tehtani povprečni strošek kapitala

LEGENDA OKRAJŠAV

ALM – Asset and liability management
BDP – bruto domači proizvod
BFV – Bloomberg fair value
CAPM – Capital asset pricing model
EBIT – Earnings before interest and taxes
EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
ECB – Evropska centralna banka
EIB – Evropska investicijska banka
EKUJS – Evropski kmetijski usmerjevalni in jamstveni sklad
EMU – Evropska monetarna unija
ESRR – Evropski sklad za regionalni razvoj
ESS – Evropski socialni sklad
EU – Evropska unija
EUR IRS 1Y – Euribor Interest Rate Swap 1 year
EUR IRS 2Y – Euribor Interest Rate Swap 2 years
FIUR – Finančni instrument za usmerjanje ribištva
IBOR – Interest Offered Rate
IPO – Initial Public Offering
IRS – Interest Rate Swap
MSP – mala in srednje velika podjetja
RFI – Razvojne finančne institucije
WACC – Weighted Average Cost Of Capital
ZDA – Združene države Amerike