

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJE POPLAČILA UPNIKOV V POSTOPKU PRISILNE
PORAVNAVE**

Ljubljana, april 2019

ALJAŽ POGAČAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Aljaž Pogačar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vrednotenje poplačila upnikov v postopku prisilne poravave, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Alešem Ahčanom

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne: 19. april 2019

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DRUŽBA V FINANČNIH TEŽAVAH	3
1.1 Družba v težavah	3
1.2 Razlogi za nastanek težav	6
2 SLOVENSKA INSOLVENTNA ZAKONODAJA TER NALOGE OCENJEVALCA VREDNOSTI.....	10
2.1 Prisilna poravnava.....	11
2.1.1 Načrt finančnega prestrukturiranja.....	11
2.1.2 Naloge ocenjevalca vrednosti.....	13
3 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ	15
3.1 Metoda tržnih primerjav	16
3.1.1 Metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij	17
3.1.2 Metoda primerljivih transakcij	19
3.2 Na donosu zasnovana metoda.....	20
3.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF)	20
3.2.1.1 Diskontna stopnja.....	22
3.2.1.1.1 Strošek dolgov.....	23
3.2.1.1.2 Strošek lastniškega kapitala.....	25
3.2.1.1.3 Opredelitev uteži ocenjenega deleža lastniškega kapitala oziroma dolga v celotnem kapitalu.....	29
3.2.2 Metoda uglavničenja	30
3.3 Neto sedanja vrednost sredstev	30
4 VREDNOTENJE PODJETIJ V TEŽAVAH.....	31
4.1 Vrednotenje z uporabo realnih opcij	32
4.1.1 Black-Scholesov model.....	33
4.1.2 Binomski model	34
4.2 Metoda prilagojene sedanje vrednosti (APV)	36
4.3 Metoda DCF in uporaba WACC-a pri vrednotenju podjetja v težavah.....	37
4.3.1 Analiza vpliva sprememb strukture financiranja na izračun WACC-a.....	37
4.3.2 Uporaba diskontnih stopenj pri izračunu sedanje vrednosti terjatev v insolventnem postopku v tujini	40
4.3.3 Uporaba WACC-a pri izračunu sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave	41

5	IZRAČUN POPLAČILA NAVADNIH TERJATEV V POSTOPKU PRISILNE PORAVNAVE KONKRETNEGA PODJETJA.....	43
5.1	Poslovanje družbe v zadnjih letih in uvedba postopka prisilne poravnave	44
5.2	Načrt finančnega prestrukturiranja družbe	45
5.3	Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij	48
5.3.1	Izračun diskontne stopnje.....	48
5.3.1.1	<i>Senzitivnost uporabljenih predpostavk pri določitvi WACC-a</i>	<i>49</i>
5.3.1.2	<i>Izračun vrednosti družbe Reflex d. o. o.</i>	<i>54</i>
5.3.1.3	<i>Vrednost družbe ob spreminjanju predpostavk diskontne stopnje</i>	<i>55</i>
5.3.2	Izračun sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave.....	56
5.3.3	Izračun sedanje vrednosti terjatev z uporabo WACC-a, kot ga predpisuje strokovna literatura za vrednotenje družb v težavah.....	57
5.4	Izbira diskontne stopnje za izračun sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave	58
5.5	Alternativni način določanja sedanje vrednosti terjatev	60
	SKLEP	63
	LITERATURA IN VIRI	67
	PRILOGE.....	71

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Obrestno pokritje in pribitki za kreditno tveganje.....	24
Tabela 2:	Premija za tveganje velikost podjetja	28
Tabela 3:	Izračun pribitka za kreditno tveganje ob uporabi sintetične ocene na podlagi obrestnega pokritja.....	39
Tabela 4:	Bilanca stanja družbe in predlog poplačila obveznosti v prisilni poravnavi	46
Tabela 5:	Izračun WACC-a za družbo Reflex v Poročilu	49
Tabela 6:	Izračun WACC-a v Poročilu in s spremembami posameznih predpostavk po scenarijih.....	50
Tabela 7:	Izračun WACC-a po Scenariju 5 ob upoštevanju uteži glede na dejansko gibanje zadolženosti in ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje	51
Tabela 8:	Obrestno pokritje in pribitki za kreditno tveganje z dodanim kazalnikom finančni dolg/EBITDA.....	52
Tabela 9:	Izračun WACC-a po Scenariju 6 ob upoštevanju uteži glede na dejansko gibanje zadolženosti in ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje	53

Tabela 10: Ocena vrednosti družbe Reflex d. o. o. dne 31. 12. 2016.....	54
Tabela 11: Občutljivostna analiza ocene vrednosti družbe Reflex d. o. o. dne 31. 12. 2016 glede na uporabo različnih diskontnih stopenj	55
Tabela 12: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave kot predvideva Poročilo.....	566
Tabela 13: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave z uporabo spremenljive diskontne stopnje glede na zadolženost podjetja	58
Tabela 14: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave kot predvideva Poročilo ter z uporabo alternativne metode	61

KAZALO SLIK

Slika 1: Življenjski cikel dejavnosti: dinamike investiranja in vrednotenja.....	5
Slika 2: Prikaz podjetja v težavah, kot ga opredeljuje ZPRPGDT-G.....	6
Slika 3: Faktorji tveganja, ki vplivajo na delujoče podjetje	7
Slika 4: Razlogi za stečaj 81 podjetij po študiji D. B. Bibeaulta, opravljeni leta 1983.....	8
Slika 5: Vzroki za nastanek krize glede na anketo menedžmenta 107 slovenskih industrijskih podjetij v letu 2009.....	9
Slika 6: Metode vrednotenja podjetij	16
Slika 7: Prosti denarni tok za celotni kapital in prosti denarni tok za lastniški kapital	22
Slika 8: Premija za kapitalsko tveganje	28
Slika 9: Simulacija nakupne in prodajne opcije z vidika kupca	32
Slika 10: Vrednotenje tri periodne opcije z uporabo binomskega modela	35
Slika 11: Tradicionalni pogled na optimalno kapitalsko strukturo.....	37
Slika 12: Gibanje β z zadolženostjo ter WACC-a ob povečanju zadolženosti s konstantno vrednostjo K_d	388
Slika 13: Gibanje K_e , K_d in WACC-a ob povečanju zadolženosti ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje	40
Slika 14: Zgodovina družbe Reflex d. o. o.	43
Slika 15: Poslovanje družbe Reflex d. o. o. v obdobju 2006–2017.....	455
Slika 16: Ključni podatki projekcij poslovanja družbe Reflex po NFP	47

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Izračun WACC-a ob spreminjanju zadolženosti ter konstantnim stroškom dolga oziroma z uporabo sintetične ocene za pribitek kreditnega tveganja	1
Priloga 2: Finančni izkazi družbe Reflex d. o. o.	2
Priloga 3: Projekcije poslovanja družbe Reflex d. o. o.	4

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

APV – (angl. Adjusted Present Value); metoda prilagojene sedanje vrednosti

CAPM – (angl. Capital Asset Pricing Model); model določanja cen dolgoročnih naložb

DCF – (angl. discounted cash flow); metoda diskontiranega denarnega toka

D/E – razmerje med tržno vrednostjo lastniškega kapitala (E) in dolžniškega kapitala (D)

FCFE – (angl. free cash flow to equity); denarni tok za lastniški kapital

FCFF – (angl. free cash flow to firm); denarni tok za celotni kapital

Kd – strošek dolgov

Ke – strošek lastniškega kapitala

NFP – načrt finančnega prestrukturiranja

NOPLAT – (angl. net operating profit less adjusted taxes); dobiček iz poslovanja po davkih

Poročilo – Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v skladu s 146. členom ZFPPIPP za družbo Reflex d. o. o., pripravljenega v septembru 2017

ROIC – (angl. return on invested capital); donos na vložen kapital

SPS 5 – Slovenski poslovnofinančni standard 5 – Dajanje mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v zvezi s 146. členom ZFPPIPP

WACC – (angl. Weighted Average Cost of Capital); tehtano povprečje stroškov kapitala

ZFPPIPP – Zakon o finančnem poslovanju, postopkih insolventnosti in prisilnem prenehanju

ZPRPGDT-G – Zakonu o pomoči za reševanje in prestrukturiranje gospodarskih družb v težavah

UVOD

Obstoječe tradicionalne metode vrednotenja, med katere uvrščamo metodo primerljivih na borzo uvrščenih podjetij, metodo primerljivih transakcij in metodo diskontiranega denarnega toka, so bile osnovane za potrebe ocenjevanja zdravih podjetij s stabilno rastjo (Damodaran, 2009, str. 363). V scenarijih, ko je naloga pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti, da ocenijo vrednost podjetij, ki so v finančnih težavah, pred seboj pa imajo načrt finančnega prestrukturiranja, ki temelji na odprodaji poslovno nepotrebne premoženja in stabilizaciji poslovanja, je lahko pridobljena vrednost z uporabo tradicionalnih metod brez prilagoditev materialno višja od tržne.

V primeru finančnih težav Zakon o finančnem poslovanju, postopkih insolventnosti in prisilnem prenehanju (Ur. l. RS št. 126/2007, z vsemi spremembami do št. 54/2018, v nadaljevanju ZFPPIPP) omogoča insolventnemu podjetju, da vstopi v postopek prisilne poravnave, ki omogoča finančno prestrukturiranje in preprečitev neposrednega propada podjetja zaradi insolventnosti. Pri tem se morajo upnikom zagotoviti ugodnejši pogoji poplačila njihovih terjatev, kot če je nad dolžnikom začet stečajni postopek.

Za potrditev prisilne poravnave je treba v skladu z 146. členom ZFPPIPP pridobiti poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, v katerem mora pooblaščen ocenjevalec vrednosti pri Slovenskem inštitutu za revizijo podati mnenje s stopnjo verjetnosti, ki presega 50 %, ali bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila tako finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo ta postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, ter ali bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave zagotovljeni ugodnejši pogoji poplačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Pri tem je ocenjevalec vrednosti odgovoren upnikom za škodo, ki jim jo povzroči s kršitvijo pravil stroke ocenjevanja vrednosti podjetij, in sicer do višine 150 tisoč EUR.

Ocenjevalec vrednosti poplačila terjatev upnikov je izbran s strani predlagatelja prisilne poravnave. V praksi so ocenjevalci vrednosti zaradi zaostrenih razmer na trgu pod pritiskom, da ocenjena vrednost poplačila terjatev ne bo v skladu s pričakovanji predlagatelja prisilne poravnave, s čimer tvegajo, da za opravljeno storitev ne bodo dobili plačila. Po drugi strani pa bi lahko bili ob prilagoditvi ocene vrednosti poplačila terjatev v skladu z zahtevami naročnika finančno odgovorni do oškodovanih upnikov, zato se nekateri pooblašчени ocenjevalci vrednosti podjetij ocenjevanju terjatev za postopek prisilne poravnave izogibajo. Pomembno je tudi, da je postopek ocene vrednosti terjatev upnikov podrobno opredeljen. To opredeljuje Slovenski poslovnofinančni standard 5 – Dajanje mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v zvezi s 146. členom ZFPPIPP (Ur. l. RS št. 106/2013, v nadaljevanju SPS 5).

Po sprejeti metodologiji, ki jo določa SPS 5, mora ocenjevalec preračunati predvidena plačila v prihodnjih letih na sedanjo vrednost, na presečni datum. Pri tem je predpisana uporaba diskontne stopnje, ki odraža tehtano povprečje obrestnih mer, po katerih bi se

dolžnik sicer zadolževal, in stopnje pričakovanega donosa kapitala, in ki je značilna za panogo in položaj dolžnika glede na načrtovano finančno strukturo ob koncu zaključka postopka prisilne poravnave. Takšna rešitev oziroma izbira sestavljavcev SPS 5 in piscev ZFPPIPP temelji na principih ocenjevanja vrednosti zdravih podjetij, pri čemer ni upoštevano, da se ocenjujejo terjatve insolventnega podjetja ter da upniki navadnih terjatev niso lastniško vezani v kapital insolventnega podjetja.

Temeljna hipoteza magistrskega dela je, da je predpisan postopek za izračun poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave, kot ga predpisuje SPS 5, v nasprotju s svetovno literaturo in prakso vrednotenja podjetij v težavah.

Namen magistrskega dela je preučiti in predstaviti različne metode vrednotenja podjetij, s posebnim poudarkom na vrednotenju podjetij v težavah, ter teoretična spoznanja aplicirati na vrednotenje terjatev v postopku prisilne poravnave ter s tem oblikovati alternativen pristop k vrednotenju terjatev v postopku prisilne poravnave.

Cilj magistrske naloge je poiskati odgovor na vprašanje, ali je obstoječi predpisani način vrednotenja terjatev za potrebe prisilne poravnave ustrezen.

Raziskovalnim vprašanjem, katerim se bom v magistrskem delu posvetil, so:

- Kakšne so razlike med družbami v težavah oz. insolventnimi družbami in zdravimi družbami?
- Kako je postopek prisilne poravnave urejen v slovenski zakonodaji?
- Ali lahko apliciramo tradicionalen način vrednotenja podjetij, z uporabo metodologije tržnih primerjav in na donosu zasnovanega načina, za vrednotenje terjatev v procesu prisilne poravnave?
- Kakšni so predlogi svetovne literature glede vrednotenja podjetij v težavah oz. insolventnega podjetja?
- Ali je ureditev vrednotenja terjatev navadnih upnikov v procesu prisilne poravnave kot jo predlaga SPS 5 ustrezna glede na domačo in tujo strokovno literaturo?
- Ali je predlagana uporaba diskontne stopnje tehtanega povprečja stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC), ob uporabi predpisanega tržnega stroška dolga ter ciljnega razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem, ustrezna za izračun vrednosti poplačila terjatev navadnih upnikov v procesu prisilne poravnave?

Pri izdelavi magistrske naloge se bom posluževal več metod znanstveno-raziskovalnega dela. V teoretičnem delu bom uporabil metodo kompilacije, s katero bom združeval sklepe in stališča raziskav drugih avtorjev iz domače in tuje literature, metodo deskripcije, s katero bom opisoval dejstva in procese vrednotenja podjetij, in analitično metodo, s katero si bom pomagal pri razčlenjevanju posameznih elementov vrednotenja podjetij. V nadaljevanju magistrskega dela, v empiričnem delu, bom na podlagi deduktivne analize opravil vrednotenje terjatev insolventnega podjetja.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh vsebinsko zaokroženih, med seboj povezujočih se sklopov. V prvem delu (poglavji 1 in 2) bom predstavil družbo v težavah in razloge za nastanek težav ter slovensko insolventno zakonodajo s poudarkom na vlogi ocenjevalca vrednosti podjetij v procesu prisilne poravnave. V drugem delu (poglavji 3 in 4) bom najprej predstavil tradicionalne metode vrednotenja podjetij, kot so metoda tržnih primerjav, neto sedanja vrednost in na donosu zasnovan način. Nato bom predstavil metode, ki so v svetovni literaturi predstavljene kot najprimernejše za vrednotenje podjetij v težavah. To so metode vrednotenja z uporabo realnih opcij, prilagojene sedanje vrednosti in prilagojenega, na donosu zasnovanega načina s poudarkom na uporabi ustrezne diskontne stopnje. V tretjem delu bom na podlagi ugotovitev iz drugega dela magistrske naloge analiziral izračun poplačila navadnih terjatev v postopku prisilne poravnave konkretnega podjetja in na podlagi ugotovitev iz drugega dela predlagal alternativni način določanja sedanje vrednosti terjatev. V sklepnem delu bom predstavil končne ugotovitve analize, navedel vire in literaturo ter dodal morebitne priloge, ki se bodo nanašale na izračune pri vrednotenju.

1 DRUŽBA V FINANČNIH TEŽAVAH

V poglavju so predstavljene definicije družbe v težavah, opisanih je več načinov kako prepoznamo družbo v finančnih težavah in prikazan je običajen življenjski cikel družbe. V nadaljevanju so navedeni ključni razlogi zakaj družba zaide v finančne težave.

V obdobju finančne krize sta termina družba v finančnih težavah (angl. distressed firm) in insolventna družba (angl. insolvent firm) postala stalnica vsakdanjega življenja za opisovanje subjektov, ki so se znašli v slabem in alarmantnem stanju. Ekonomisti, pravniki in novinarji navadno uporabljajo ta termin za družbe, ki so pred stečajem. Kljub temu je treba poudariti, da se lahko razpon težav, v katerih se je znašla družba, razteza od čisto rešljivega stanja, ki lahko zagotovi nadaljnji obstoj, do takojšnjega stečaja.

Brigham in Ehrhardt (2011, str. 870) navajata, da je prva naloga vodstva podjetja, ki se spopada s finančnimi težavami, ubraniti popoln razpad družbe in minimizirati utrpljeno škodo.

1.1 Družba v težavah

S pomočjo obstoječe literature je težko opredeliti in identificirati podjetje v težavah. Mnogi avtorji se poslužujejo več različnih definicij in interpretirajo družbo v težavah na različne načine. Ob tem si upamo trditi, da je meja med zdravo družbo in družbo v težavah zamegljena. Tudi pri postavitvi *ex-post* oznake podjetja v težavah, tj. z razglasitvijo sodišča,

da je družba insolventna, je opredelitev v veliki meri odvisna od zakonodaje posamezne države in pravnih manevrov, ki so na voljo deležnikom.

Damodaran (2012, str. 17) opredeljuje družbe v težavah kot podjetja, ki imajo navadno negativne dobičke iz poslovanja in ustvarjajo negativne denarne tokove. Za njih se pričakuje, da bodo negativne denarne tokove ustvarjali tudi v prihodnje. Aldrighetti in Savaris (2008, str. 9) navajata, da je karakteristike podjetja v težavah možno prepoznati po vse slabšem izidu iz poslovanja, ki krizo v podjetju le še pogloblja, kar posledično vpliva na neravnotežja v bilanci stanja. Ehrhardt in Brigham (2011, str. 871) sta mnenja, da družba v težavah ne more več poravnati svojih predvidenih obveznosti oziroma to nakazujejo kratkoročne projekcije denarnih tokov. Hendel (1996, str. 309) je navedel verjetnostno definicijo težav v podjetju kot: »verjetnost nastopa stečaja podjetja, ki je odvisna od višine likvidnostnih sredstev podjetja, kot zmožnosti dostopa do novih virov financiranja«.

Purnandadam (2005, str. 3) je razvil teoretični model upravljanja podjetja v težavah. Po njegovem mnenju so podjetje v težavah na vmesni točki med insolventnostjo in solventnostjo. Podjetje je v težavah takrat, ko zamuja s svojimi plačili ali ko krši zaveze do finančnih upnikov, medtem ko podjetje preide iz stanja solventnosti v insolventnost, ko zapadejo njegove obveznosti in je njegova preostala vrednost sredstev nižja od preostalih obveznosti. Gilbert, Menon in Schwartz (1990, str. 170) so postavili ločnico med podjetjem v težavah in stečajem podjetja. Podjetje v težavah posluje z negativnimi zadržanimi dobički in trpi dodatne tekoče izgube, stečaj pa predstavlja le enega izmed možnih izidov teh težav. Družba v težavah ima tako možnost operativnega in finančnega prestrukturiranja, prestrukturiranja obstoječega dolga in obveznosti, združitve, odprodaje premoženja in stečaj.

Senbet in Wang (2012, str. 250) sta težave družbe razdelila na težave ekonomske narave in težave finančne narave. Družbe, ki se spopadajo s finančnimi težavami, niso sposobne plačati svojih obveznosti do upnikov, kar nakazuje na pomanjkanje likvidnosti in je direktno povezano z višino zadolženosti teh družb. Na drugi strani družbe, ki se spopadajo z ekonomskimi težavami, nimajo težav s preobsežnimi finančnimi vzvodi, saj se njihove težave nanašajo na poslovanje. Obe razdelitvi se med seboj lahko tudi prepletata, saj so ekonomske težave v veliko primerih povod za nastanek finančnih težav.

Beaver je že leta 1966 definiral finančne težave kot »nezmožnost podjetja, da poravna svoje finančne obveznosti ob njihovi zapadlosti«. V istem letu je poudaril, da se finančne težave podjetja kažejo kot stečaj podjetja, neplačilo obveznice, prekoračen bančni račun in neplačilo dividend.

Pratt in Grabowski (2010, str. 314) opredeljujeta podjetje v finančnih težavah kot podjetje, katerega vrednost kapitala in raven zadolženosti nakazujeta možnost oziroma verjetnost, da bo družba končala v insolventnem postopku. Finančne težave so navadno posledica prevelike količine dolga in obremenjenega dostopa do novih virov financiranja. Podjetje preneha izvajati nove investicije in začne s prisilno prodajo sredstev (angl. fire sale), saj za poplačilo obstoječih dolgov nujno potrebuje dodatna likvidnostna sredstva.

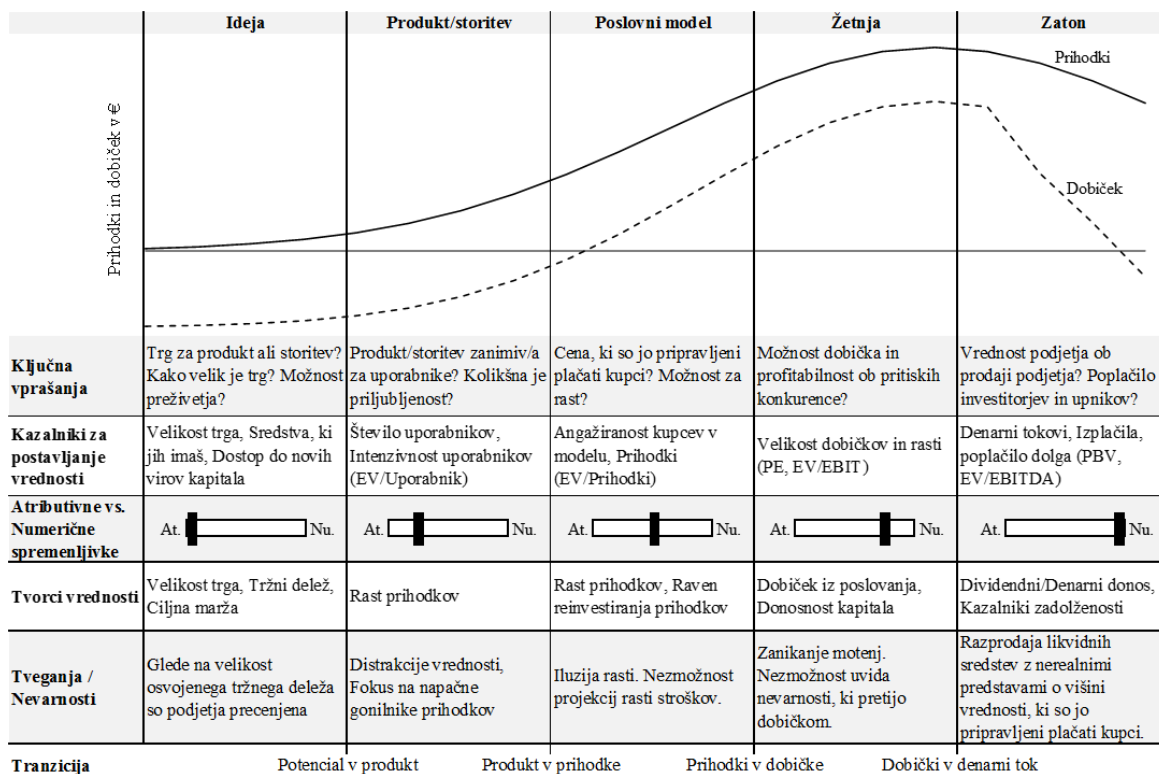
Družba, ki ima v svojih bilancah preveliko dolga, navadno plačuje dodatne stroške v povezavi s finančnimi težavami. Ti stroški so lahko v obliki izgube zaupanja v družbo s strani dobaviteljev, ki za dobavo svojega blaga lahko zahtevajo plačilo ob prevzemu ali plačilo vnaprej, kupci lahko v paniki poiščejo nove dobavitelje med varnejšimi konkurenti, dobri delavci lahko zapustijo družbo, vodstvo družbe pa se namesto s poslovanjem družbe čezmerno ukvarja s plačili upnikom. Dodatno, družbo v težavah navadno pestijo tudi visoki stroški svetovalcev, ki se ukvarjajo z operativnim in finančnim prestrukturiranjem družbe. Tako Pratt in Grabowski (2010, str. 315) navajata, da so lahko prav finančne težave podjetja vzrok za nastanek ekonomskih težav.

Bolj praktično definicijo so podali Pindado, Rodrigues in De la Torre (2008, str. 1004), ki opredeljujejo finančne težave podjetja glede na njegovo zmožnost poplačila svojih finančnih obveznosti. Tako je družba v finančnih težavah, kadar:

- je dosežen EBITDA družbe nižji od finančnih odhodkov v zadnjih 2 zaporednih letih;
- v obdobju zadnjih 2 zaporednih let tržna vrednost družbe pade.

Spopadanje s težavami, ki se navezujejo na dobičkonosnost podjetja, je čisto vsakdanji proces vsakega podjetja. Pravzaprav se vsak produkt, blago in storitev, ki ga podjetje prodaja, nahaja v posamezni fazi življenjskega cikla – za večino od njih tako obstaja začetek in konec. Temu je tako predvsem zaradi dejstva, da mora vsako podjetje tekmovati v stalno spremenljivem okolju, v katerem vsak konkurent nastopa samodejno, ne glede na poteze ostalih (Damodaran, 2014). Koncept življenjskega cikla prikazuje Slika 1.

Slika 1: Življenjski cikel dejavnosti: dinamike investiranja in vrednotenja



Prerejeno po Damodaran (2014).

Tako *Slika 1* prikazuje, da vsako podjetje začne svoj obstoj kot start-up. V primeru, da je ideja plodna in pravilno implementirana, podjetje raste. V zadnji fazi ga pesti zaton dejavnosti: prihodki in ustvarjeni dobički padejo, namesto rasti podjetje stagnira. V zadnji fazi življenjskega cikla tisti, ki se uspejo prestrukturirati, preživijo, ostalim pa grozi bankrot in likvidacija.

Slovenska zakonodaja opredeljuje podjetje v težavah v Zakonu o pomoči za reševanje in prestrukturiranje gospodarskih družb v težavah (Ur. l. RS, št. 44/07 – UPB, 51/11, 39/13, 27/16, v nadaljevanju ZPRPGDT-G) kot družbo, ki ni zmožna z lastnimi sredstvi ali sredstvi, ki jih lahko pridobi od svojih družbenikov, delničarjev ali upnikov, ustaviti negativnih gibanj poslovanja, ki bi brez posredovanja države ogrozila obstoj družbe. Predvideva se, da je družba v težavah, kadar tekoča izguba, skupaj s prenesenimi izgubami preteklih let, doseže polovico osnovnega kapitala in je tekoča izguba v zadnjih 12 mesecih dosegla višino četrtnine osnovnega kapitala, pa te izgube ni mogoče pokriti v breme prenesenega dobička, rezerv ali presežkov iz prevrednotenja. Slednje je v hipotetičnem primeru prikazano v *Sliki 2*. Družba je v težavah tudi, če je že postala plačilno nesposobna ali če izpolnjuje pogoje za uvedbo postopkov v zvezi z insolventnostjo.

Slika 2: Prikaz podjetja v težavah, kot ga opredeljuje ZPRPGDT-G

Aktiva		Pasiva	
Dolgoročna sredstva	20	Kapital	2
		Osnovni kapital	8
		Kapitalske rezerve	1
		Rezerve iz dobička	0
		Prenesene dobički/izgube	-4
Kratkoročna sredstva	5	Presežek iz prevrednotenja	0
		Tekoči dobiček/izguba 12 m	-3
Denar	1	Kratkoročne obveznosti	7
		Dolgoročne obveznosti	17

Prerejeno po ZPRPGDT-G (2016).

1.2 Razlogi za nastanek težav

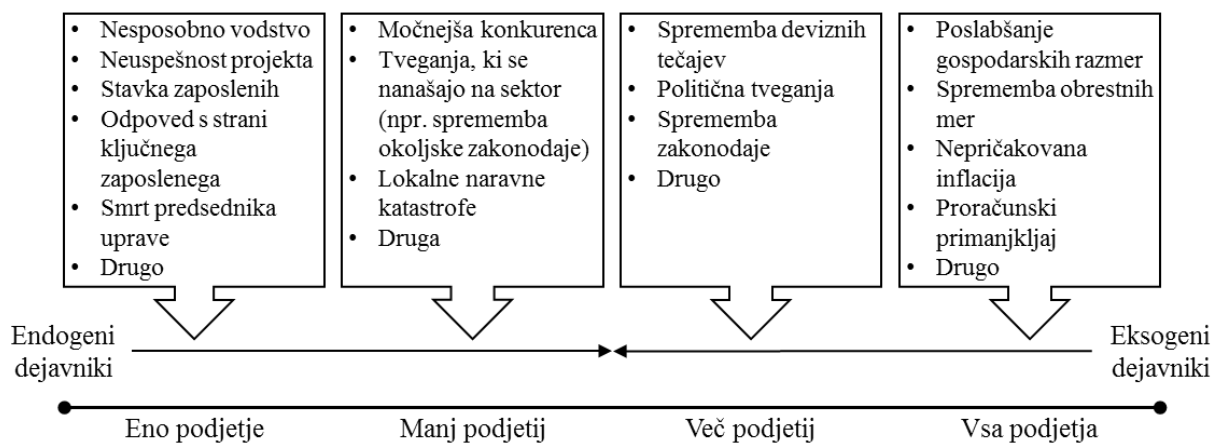
Težave podjetja so predvsem posledica neobvladovanja tveganj, s katerimi se spopada delujoče podjetje. Altman in Hotchkiss (2006, str. 19) navajata, da večina podjetij propade zaradi več razlogov, vendar ima 90 % propadlih podjetij skupni imenovalec, povezan z neustreznim vodstvom podjetja. Medtem ko je poslednji razlog za propad podjetja preprosto zmanjkanje denarnih virov, obstaja veliko povezanih vzrokov, ki pospešujejo težave v podjetju:

- kronične težave v industriji (npr. letalska, tekstilna, veleblagovnice);
- deregulacija ključnih industrij (npr. letalska, finančne storitve, zdravstvena, energetika);

- visoka raven obrestnih mer v določenih obdobjih;
- mednarodna konkurenca;
- presežne zmogljivosti v industriji glede na povpraševanje;
- povečanje zadolževanja z vse višjimi finančnimi vzvodi;
- relativno visoka stopnja novih podjetij v določenih obdobjih.

Damodaran (2013, str. 58–63) navaja, da se delujoče podjetje spopada z eksogenimi in endogenimi faktorji tveganja. Endogeni faktorji se nanašajo na specifična tveganja posameznega podjetja in zato navadno vplivajo le na eno ali majhno število podjetij, ki so povezana, eksogeni faktorji pa se nanašajo na splošna tveganja celotnega trga in vplivajo na vsa podjetja na trgu. *Slika 3* predstavlja poenostavljen prikaz spektra eksogenih in endogenih tveganj.

Slika 3: Faktorji tveganja, ki vplivajo na delujoče podjetje



Prirejeno po Damodaran (2012).

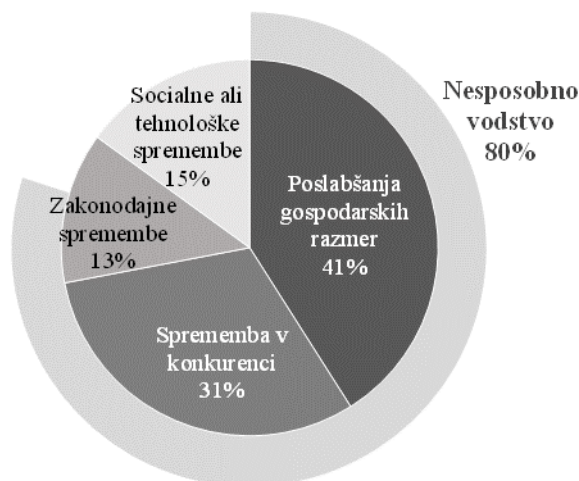
Dodatni razlogi zaradi katerih se družba znajde finančnih težavah, so lahko (Brigham in Ehrhardt, 2011, str. 870):

- ekonomske narave:
 - o splošne gospodarske razmere,
 - o sprememba trendov v industriji,
 - o specifične težave posameznega podjetja, kot so sprememba preferenc kupcev, zastarela tehnologija in demografske spremembe v prodajnih enotah;
- finančne narave:
 - o prevelika zadolženost,
 - o nepričakovana sprememba v obrestnih merah.

Kot dodatni razlog za nastanek težav ekonomske težave Pratt in Grabowski (2010, str. 315) navajata tudi spremembo zakonodajnih predpisov, znotraj katerih deluje podjetje, in izgubo obremenilne tožbe.

Študija, ki jo je že leta 1983 opravil Bibeault (str. 28–35), preučuje 81 podjetij, ki so končala v stečaju, in razkriva poglobitve razloge za stečaj podjetja, in sicer nesposobno vodstvo, ki je bilo prisotno kar v 80 % vseh primerov, ter štiri eksogene razloge, ki se razvrstijo po velikosti: poslabšanje gospodarskih razmer, sprememba v konkurenci, zakonodajne spremembe ter socialne in tehnološke spremembe. Ugotovitve študije so prikazane v Sliki 4.

Slika 4: Razlogi za stečaj 81 podjetij po študiji D. B. Bibeaulta, opravljeni leta 1983



Vir: Bibeault (1983, str. 28–35).

V slovenski literaturi Dubrovski (2010, str. 40) deli vzroke za krizo podjetja na neposredne in posredne ter zunanje in notranje. Pri razdelitvi na neposredne in posredne vzroke je ključno, ali je posamezen vzrok odločilen za nastanek krize v podjetju ali pa deluje le kot krepilni dejavnik na neposredne vzroke. Zunanji vzroki so eksogeni dejavniki, nastali v zunanjem okolju podjetja, notranji pa endogeni dejavniki, nastali znotraj podjetja.

Zunanji vzroki za nastanek težav v podjetju (Dubrovski, 2010, str. 40–41) so:

- spremembe na trgu (močnejša konkurenca, padec cen ali povpraševanja, zaostreni nabavni pogoji, strožja okoljska zakonodaja, državna regulativa itd.),
- spremembe v panogi (koncentracija v panogi, sovražni in neuspeli prevzemi, panožna kriza, zahteve sindikatov, prekinjene reprodukcijske in distribucijske verige itd.),
- spremembe na osnovi splošnega in tehnološkega napredka (ugasnitev potreb po določenih materialih, izdelkih ali storitvah zaradi novejših substitutov, nova tehnologija, novi načini ponujanja izdelkov in storitve itd.),
- splošna gospodarska kriza (recesija ali upad konjunktura, negativna stopnja ekonomske rasti, kreditni krč, zmanjšanje ravni investicij, varčevalni ukrepi, znižanje stopnje rasti itd.),
- politične spremembe (državni bilateralni in multilateralni sporazumi, integracije in dezintegracije, spremembe zakonodaje, nestabilnost vlade, sankcije, vojne napetosti itd.),

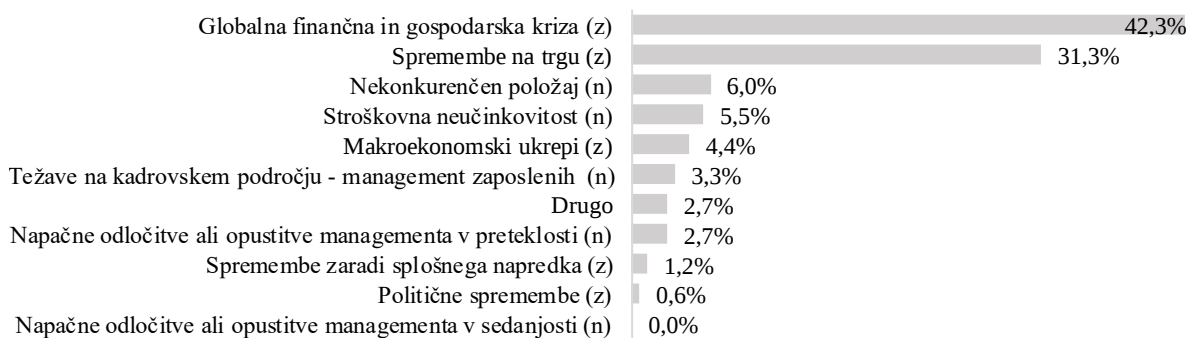
- makroekonomski ukrepi (cena in dostopnost virov financiranja, devizni tečaji, carinski ukrepi, spremembe v davčnih in socialnih obremenitvah, zapletenost/dolgotrajnost različnih postopkov itd.),
- socialne spremembe,
- socialno-patološki pojavi (ugrabitve, izsiljevanje, sabotaže, terorizem itd.).

Notranji vzroki za nastanek težav v podjetju (Dubrovski 2010, str. 41):

- neustrezna usposobljenost menedžmenta (napačne poslovne odločitve, nemotiviranost, zavajajoče načrtovanje itd.),
- zavirajoča organiziranost (preveč hierarhičnih nivojev, birokratsko vodenje itd.),
- nekonkurenčni tržni položaj (zastarelost izdelkov oziroma storitev, slaba prisotnost na trgu, nizka dodana vrednost itd.),
- težave na področju menedžmenta zaposlenih (neustrezna starostna struktura in kvalifikacija zaposlenih, zastarele metode vodenja, negativna kadrovska selekcija itd.),
- previsoki stroški proizvodnje (prenizka produktivnost, zastarel tehnološki proces, napačne investicije itd.),
- neučinkovita finančna funkcija (neuspešno upravljanje finančnih virov, pomanjkanje zadostnega notranjega financiranja, nerazvit kontroling itd.),
- neučinkovit informacijski sistem.

Na podlagi anketne raziskave, ki jo je Dubrovski opravil leta 2009, ko se je v Sloveniji razširil učinek svetovne gospodarske krize in so mnoga podjetja zašla v težave. V raziskavo je bilo zajetih 107 slovenskih industrijskih podjetjih, ki so se kakor koli soočila s krizo: 76,4 % anketirancev je menilo, da so vzroki za težavo podjetja globalna finančna in gospodarska kriza ter spremembe na trgu, medtem ko je delež notranjih vzrokov 18,5 %. Pri tem je treba poudariti, da večina teoretičnih razprav ugotavlja, da kadar menedžment sam ocenjuje vzroke krize, močno precenjuje zunanje dejavnike, notranjih pa ne omenja. V anketni raziskavi tako nobeno podjetje ni navedlo, da so vzrok težav podjetja napačne odločitve menedžmenta, kar je sicer najpogostejši vzrok krize v podjetju (Dubrovski, 2010, str. 45–47). Rezultate ankete prikazuje *Slika 5*.

Slika 5: Vzroki za nastanek krize glede na anketo menedžmenta 107 slovenskih industrijskih podjetjih v letu 2009



Vir: Dubrovski (2010, str. 46).

2 SLOVENSKA INSOLVENTNA ZAKONODAJA TER NALOGE OCENJEVALCA VREDNOSTI

V poglavju so predstavljeni postopki, ki jih slovenska zakonodaja predpisuje v primeru insolventnosti družbe. Pojem insolventnost je razdelan v skladu z ZFPPIPP. Podrobneje je predstavljen postopek prisilne poravnave in opisana sta namen ter vsebina načrta finančnega prestrukturiranja. Poglavje se zaključi z opisom vloge pooblaščenega ocenjevalca vrednosti in s predstavitvijo ocenjevanja vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave.

Slovenska zakonodaja v ZFPPIPP opredeljuje tri postopke zaradi insolventnosti:

- postopek prisilne poravnave,
- postopek poenostavljene prisilne poravnave,
- stečajni postopek.

Podjetje je insolventno, ko dolžnik v daljšem obdobju ni sposoben poravnati svojih obveznosti, ki zapadejo v tem obdobju, ali postane dolgoročno plačilno nesposoben. Da je dolžnik insolventen, mora izpolnjevati enega od naslednjih pogojev:

- Več kot dva meseca mora zamujati z izpolnitvijo ene ali več obveznosti, ki v skupnem znesku presegajo znesek celotnih obveznosti, izkazanih v zadnjem javno dostopnem letnem poročilu.
- Sredstva na računih ne zadoščajo za izvršitev sklepa o izvršbi ali poplačilu izvršnice in tako stanje traja neprekinjeno zadnjih 60 dni ali s prekinitvami več kot 60 dni v obdobju zadnjih 90 dni, tako stanje pa traja tudi na dan pred vložitvijo predloga za začetek postopka zaradi insolventnosti.
- Pri ponudnikih plačilnih storitev v Republiki Sloveniji nima odprtega najmanj enega bančnega računa in po preteku 60 dni o pravnomočnosti sklepa o izvršbi ni poravnal svoje obveznosti, ki izhaja iz sklepa o izvršbi.

V primeru, ko nad dolžnikom že teče postopek prisilne poravnave ali poenostavljene prisilne poravnave, pa je dolžnik insolventen, če za več kot dva meseca zamuja s plačilom svojih obveznosti oziroma obveznosti do ločitvenih upnikov, ki so nastale pred začetkom postopka, ali z izvedbo ukrepov finančnega prestrukturiranja, določenih v načrtu finančnega prestrukturiranja.

V sklopu finančnega prestrukturiranja mora podjetje sprejeti ukrepe, ki zagotavljajo, da bo postalo kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobno. Ti ukrepi med drugim vključujejo zmanjšanje in odložitev zapadlosti obveznosti ter povečanje osnovnega kapitala z novimi stvarnimi vložki, ki so ali denarni ali konverzija terjatev upnikov.

2.1 Prisilna poravnava

Namen postopka prisilne poravnave je, da se dolžniku omogoči izvedba finančnega prestrukturiranja, v katerem:

- sedanji družbeniki obdržijo samo tak delež v osnovnem kapitalu, ki je enak preostanku premoženja, ki bi ga prejeli v primeru stečajnega postopka,
- se upnikom zagotovijo ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek, ob upoštevanju vrstnega reda terjatev v stečajnem postopku,
- se nadaljuje poslovanje dolžnikovega podjetja oziroma rentabilnega dela tega podjetja.

V prisilni poravnavi so opredeljene zavarovane terjatve in nezavarovane terjatve, ki se dalje delijo na prednostne, podrejene in navadne terjatve. Zavarovane terjatve so zavarovane z ločitveno pravico, ki omogoča prednostno poplačilo terjatev upnikom do višine premoženja insolventnega dolžnika, ki je dano v zavarovanje te terjatve. Do prednostnega poplačila pride ob prodaji zastavljenega premoženja. Znesek zavarovane terjatve, ki je višji od zavarovanega premoženja, se obravnava kot nezavarovana terjatev. Prednostne terjatve so nezavarovane terjatve, ki se nanašajo na obveznosti do zaposlenih s pripadajočimi davki in prispevki, terjatve za plačilo prispevkov, ki so nastale pred začetkom postopka zaradi insolventnosti, in terjatve iz naslova kreditov, pridobljenih na podlagi zakona, ki ureja pomoč za reševanje in prestrukturiranja družb v težavah. Prednostne terjatve podrobneje opredeljuje 21. člen ZFPPIPP-a. Podrejene terjatve so nezavarovane terjatve, ki se na podlagi pravnega lastniškega razmerja med dolžnikom in upnikom plačajo šele po plačilu vseh drugih nezavarovanih terjatev do dolžnika. Navadne terjatve so nezavarovane terjatve, ki niso niti prednostne niti podrejene.

S prisilno poravnavo se mora dolžniku omogočiti izvedba načrta finančnega prestrukturiranja, ki bo zagotovil kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost dolžnika, upnikom pa morajo biti zagotovljeni ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Dolžnik upnikom ponudi, da pristanejo na zmanjšanje svojih navadnih terjatev oziroma na odložitev rokov za njihovo plačilo. Pri tem morajo vsi upniki dobiti enak delež poplačila svojih navadnih terjatev, v enakih časovnih rokih in po enaki obrestni meri.

2.1.1 Načrt finančnega prestrukturiranja

V načrtu finančnega prestrukturiranja (v nadaljevanju NFP) predlagatelj prisilne poravnave opiše ukrepe prestrukturiranja, ki jih načrtuje, in predvidene učinke ukrepov na odpravo vzrokov dolžnikove insolventnosti ter zagotavlja, da dolžnik znova postane kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben. Vrste ukrepov korporacijskega prestrukturiranja dolžnika in obligacijskega prestrukturiranja terjatev ter njihova izvedba in obseg so omejene s prisilnimi pravili ZFPPIPP-a. V NFP-ju mora biti opredeljeno, kako so upoštevana ta pravila.

Vsebina NFP-ja je vnaprej predpisana. Razdeljena je na pet širših sklopov, ki so predstavljeni v 145. členu ZFPPIPP-a.

- 1.) Prvi del se nanaša na opis dejstev in okoliščin, iz katerih je razvidno, da je dolžnik insolventen.
- 2.) Drugi del mora vsebovati predlog prisilne poravnave z obveznima sestavnima predlogoma:
 - a. Ponudba za prisilno obligacijsko prestrukturiranje terjatev

Prikazan mora biti skupni znesek vsake vrste terjatev na presečni datum z opisom načina in obsega prestrukturiranja vsake vrste terjatev v primeru, da je prisilna poravnava potrjena. Pri tem velja, da na prednostne terjatve prisilna poravnava nima učinka. Za navadne terjatve je treba opredeliti delež plačila, odložene roke za njihovo plačilo in obrestno mero, po kateri se te terjatve obrestujejo od začetka postopka do roka njihovega plačila. V primeru, da obstajajo tudi podrejene terjatve, je treba navesti, da bodo le-te prenehale ob potrditvi prisilne poravnave. ZFPPIPP v 221n. členu opredeljuje tudi možnost ponudbe prestrukturiranja tistim upnikom, ki so imetniki zavarovanih terjatev. Pri zavarovanih terjatvah je treba navesti odložene roke dospelosti plačila teh terjatev in obrestno mero, po kateri se obrestujejo. V primeru, da je predmet prisilne poravnave tudi preoblikovanje ločitvenih pravic na zavarovanih terjatvah v skupne ločitvene pravice v korist vseh imetnikov zavarovanih terjatev kot skupnosti, je treba navesti opis tega preoblikovanja.

- b. Alternativna ponudba konverzije terjatev v deleže in posledična sprememba kapitala

Navedene morajo biti vse terjatve, ki so predmet alternativne ponudbe. Predmet alternativne ponudbe so lahko vse navadne, zavarovane in podrejene terjatve. Pri tem lahko imetniki terjatev, ki so predmet alternativne ponudbe, po svoji izbiri privolijo v prisilno obligacijsko prestrukturiranje terjatev (glej točko a.) ali v konverzijo terjatev kot stvarni vložek s povečanjem osnovnega kapitala. Konverzija terjatev mora biti opredeljena in opisana s sklepom o spremembi osnovnega kapitala.

- 3.) Tretji del se nanaša na druge ukrepe prestrukturiranja:

- a. Prostovoljno prestrukturiranje zavarovanih terjatev

Nujen pogoj uspešnega prestrukturiranja s prostovoljnim prestrukturiranjem zavarovanih terjatev je soglasje imetnikov. Predlagatelj mora zavarovane terjatve opisati in navesti predviden način njihovega prestrukturiranja.

- b. Povečanje osnovnega kapitala z novimi denarnimi vložki
 - c. Ukrepe poslovnega prestrukturiranja

Pri vsakem predlogu operativnega prestrukturiranja terjatev mora načrt vsebovati časovni načrt izvedbe, oceno stroškov izvedbe, oceno učinkov izvedbe ukrepa na odpravo vzrokov insolventnosti, oceno kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti ter oceno prihodnjega čistega denarnega toka dolžnika.

- 4.) Četrty del se nanaša na presojo predpostavk ukrepov prestrukturiranja terjatev in sprememb osnovnega kapitala ter na oceno njihovih učinkov po stanju ob koncu postopka prisilne poravnave.

Del mora vsebovati pojasnilo, da so vsi predlogi prestrukturiranja v NFP-ju v skladu s pravili, ki jih zapoveduje ZFPPIPP. Posledično mora biti pri presoji predpostavk dovoljenega obsega prisilnega prestrukturiranja navadnih terjatev vključena tudi ocena deleža poplačila nezavarovanih terjatev in rokov za njihovo poplačilo v primeru, da je nad dolžnikom začet stečajni postopek. Prikazana mora biti tudi bilanca stanja ob koncu prisilne poravnave, ki vsebuje vse učinke prestrukturiranja.

- 5.) Peti del se nanaša na oceno, ali bo dolžnik z izvedbo načrtovanih ukrepov prestrukturiranja znova postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben.

Gre za projekcijo dolžnikovega prihodnjega poslovanja, izkazanega v poslovnem izidu in prihodnjih denarnih tokovih ob predpostavki, da se izvedejo načrtovani ukrepi prestrukturiranja. Ključna je priprava projekcij, iz katerih bo razvidno, ali prestrukturiranje privede do vzdržnega dolga – višine finančnih obveznosti, ki jih bo dolžnik sposoben v rokih plačevati s prihodnje ustvarjenimi denarnimi tokovi. Ključne projekcije:

- a. Bilanca stanja ob koncu prisilne poravnave, ki izraža višino dolžnikovih obveznosti po koncu prisilne poravnave ob upoštevanju vseh predlogov prestrukturiranja.
- b. Izkaz prihodnjega poslovnega izida ob upoštevanju učinkov načrtovanih ukrepov optimizacije poslovanja in ostalih ukrepov prestrukturiranja, ki vplivajo na poslovni izid.
- c. Izkaz prihodnjega denarnega toka.

NFP mora za vsak ukrep vsebovati presojo predpostavk in oceno učinkov. Presoja predpostavk pomeni, da je treba opredeliti, ali je posamezen ukrep obvezen in ali je kakšen predhodni ukrep odvisen od uresničitve naslednjega. Ocena učinkov se nanaša na projekcijo položaja dolžnika, ki bo nastal z izvedbo posameznega ukrepa. Logično zaporedje je:

- Če obstaja ukrep zmanjšanja osnovnega kapitala, mora NFP vsebovati oceno učinkov poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala zaradi pokrivanja nepokrite izgube ali poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala s prenosom v kapitalne rezerve.
- Presoja predpostavk in izvedbe povečanja osnovnega kapitala s konverzijo terjatev in morebitnega vplačila novih denarnih vložkov za povečanje osnovnega kapitala.
- Presoja predpostavk in izvedbe obligacijskega prestrukturiranja terjatev.
- Končni izid teh korakov presoje je ocena učinkov prestrukturiranja terjatev in korporacijskega prestrukturiranja dolžnika ob koncu prisilne poravnave.

2.1.2 Naloge ocenjevalca vrednosti

V 141. členu ZFPPIPP določa, da mora predlog za začetek postopka prisilne poravnave vsebovati poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetja, v katerem je pooblaščen

ocenjevalec vrednosti podjetja dal pritrdilno mnenje, da je dolžnik insolventen, ter s stopnjo verjetnosti, ki presega 50 %, ocenil, ali bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo ta postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, in ali bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave zagotovljeni ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek.

Slednje je podrobneje opredeljeno v Slovenskem poslovnofinančnem standardu 5 – Dajanje mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v zvezi z določili ZFPPIPP. Standard metodološko opredeljuje postopke, namenjene oblikovanju mnenja in izdelavi poročila pooblaščenega ocenjevalca, ki so specifični za postopke prisilne poravnave. Standard je treba razumeti kot zavezujoče strokovno dopolnilo ZFPPIPP-a.

Ocenjevalčeva naloga je, da predstavi višino in dinamiko plačil terjatev upnikov, kot jo predvideva načrt finančnega prestrukturiranja, ter za njih izračuna sedanjo vrednost na bilančni presečni datum. Izračunano sedanjo vrednost plačil terjatev ocenjevalec primerja s skupno višino istih terjatev ter s tem ugotovi odstotek poplačila terjatev upnikov pri potrditvi prisilne poravnave.

Za izračun sedanje vrednosti ocenjevalec uporabi diskontno stopnjo, ki odraža tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC). Strošek kapitala je določen z uporabo metodologij in postopkov, ki so običajni v praksi ocenjevanja vrednosti podjetij, pri tem pa mora ocenjevalec upoštevati nekatere spremembe – strošek dolga mora izhajati iz pričakovanih obrestnih mer, ki bi jih posojilodajalci zaračunali pri odobritvi posojila dolžniku med trajanjem prisilne poravnave; ocena razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem mora izhajati iz ciljnega knjigovodskega razmerja, predvidenega ob zaključku prisilne poravnave (SPS 5, točka 40).

Ocenjevalec je zaradi zagotovitve neodvisne kritične presoje dolžnikovih navedb dolžen izdelati lastne analize in izračune oziroma pripraviti lastne podlage in jih v skladu z določili pravil, razvrščenimi v Hierarhiji pravil ocenjevanje prednosti, predstaviti v svojem poročilu. Pri tem mora upoštevati tudi podatke in dejstva, ki niso navedeni v dokumentih, pripravljenih s strani dolžnika in njegovih svetovalcev, in jih ocenjevalec pozna oziroma bi jih moral poznati.

Poročilo ni nujno namenjeno začetku postopka prisilne poravnave. Naročnik poročila je lahko tudi upnik, ki uporabi poročilo za dokazovanje neobstoja materialnopravnih pogojev za začetek prisilne poravnave in bolj ugodnega poplačila upnikov v primeru stečaja.

Predmet ocenjevanja vrednosti opredeljujeta dolžnikov načrt finančnega prestrukturiranja in poročilo o poslovanju dolžnika. Pri tem je treba poudariti, da niso vsi potrebni podatki in informacije podani v načrtu finančnega prestrukturiranja. Ocenjevalec se mora podrobno seznaniti tudi s poročilom o finančnem položaju in poslovanju, dolžnikovimi preteklimi računovodskimi izkazi in dolžnikovimi projekcijami računovodskih izkazov, in sicer ob predpostavki potrditve prisilne poravnave na bilančni presečni dan ter predpostavkami, na podlagi katerih so bile pripravljene navedene projekcije.

Ključna naloga ocenjevalca vrednosti podjetij v postopku prisilne poravnave je torej v tem, da poda mnenje, ali bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave zagotovljeni ugodnejši pogoji poplačila njihovih terjatev kot v primeru stečajnega postopka. Pred tem mora tudi z več kot 50-% verjetnostjo oceniti, da bo prek načrta finančnega prestrukturiranja dolžnik postal plačilno sposoben.

3 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

V poglavju so predstavljene tradicionalne metode vrednotenja podjetij. To so metoda tržnih primerjav, ki se nadaljnje deli na metodi primerljivih na borzo uvrščenih podjetij ter primerljivih transakcij, metoda neto sedanje vrednosti in na donosu zasnovana metoda, ki se nadaljnje deli na metodi diskontiranega denarnega toka in uglavničenja. Vsaka od navedenih metod je opisana. Podrobneje je predstavljena diskontna stopnja tehtanih povprečij stroškov kapitala.

Vrednost podjetja je podlaga za sprejemanje odločitev glede izvedbe nakupa podjetja, nadaljnje strategije podjetja, odločitve glede refinanciranja, odprodaje premoženja ali celega podjetja, potreb po novih virih kapitala, upravljanja z likvidnostjo podjetja in nadaljnjega obstoja podjetja ali njegove likvidacije oziroma stečaja. Te odločitve se precej razlikujejo v situacijah, ki se nanašajo na zdrava podjetja, in situacijah, ko so podjetja v težavah (Houlihan & Lockey, 2011). Altman (2006, str. 103) navaja, da je cilj stečajne zakonodaje omogočiti reorganizacijo podjetij, ko je njihova vrednost ob nadaljnjem poslovanju višja ob predpostavki *going concern*, kot bi znašal izkupiček iz prodaje sredstev podjetja v primeru njegove likvidacije. Pri tem pa je nadaljnja usoda podjetja močno odvisna od njegove ocene vrednosti.

Mramor (1997, str. 72) je opredelil, da na vrednost katere koli finančne naložbe vplivajo njeni pričakovani donosi, ki se izkazujejo v ustvarjenih denarnih tokovih. Pri tem pa je pomembna njihova časovna razporeditev in povezana tveganja, da se pričakovani denarni tokovi ne bodo uresničili.

Mednarodna in domača literatura nudita širok nabor raziskav, knjig in strokovnih člankov, ki obravnavajo različne metodologije vrednotenja podjetij. Slednje so se z leti razvijale od čisto računovodskega predvsem v smer finančnega vidika. Kot pomembno prelomnico bi lahko šteli uvedbo metode neto sedanje vrednosti (angl. Net Present Value, v nadaljevanju NPV), ki jo je definirala oče matematične ekonomije Fischer leta 1930 v svojem delu *The Theory of Interest*. Temelji na diskontiranih denarnih tokovih, razliki med prihodnjimi prilivi in odlivi posameznega projekta, ki so s pomočjo relevantne diskontne stopnje diskontirani v sedanost. To naj bi bilo po Fischerju najboljše sodilo za sprejemanje poslovnih odločitev. Brigham in Daves (2004, str. 379) sta teorijo razvila nadalje, da kadar se odločamo med več medsebojno izključujočimi projekti, izberemo tistega, ki ima največjo NPV.

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Pri čemer:

NPV = neto sedanja vrednost

CF_t = neto denarni tok v obdobju t

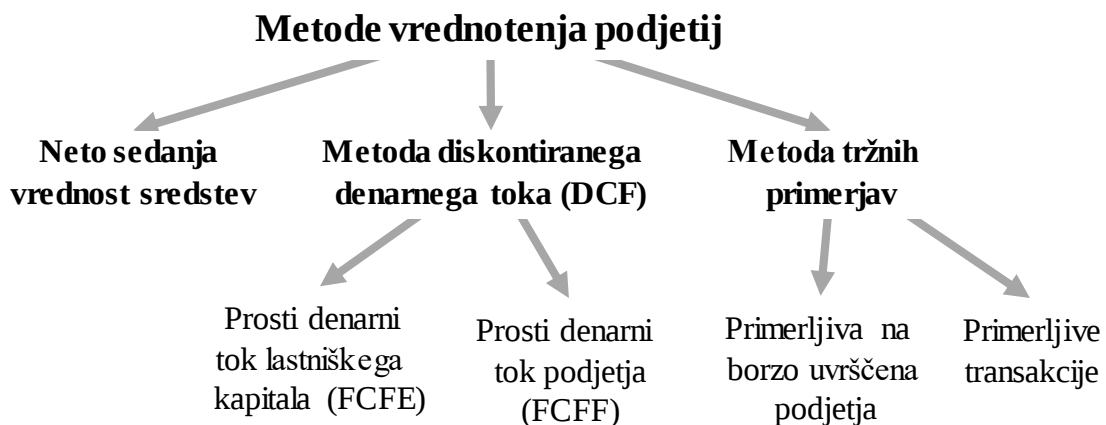
r = relevantna diskontna stopnja

t = časovna enota

Danes v literaturi in tudi v praksi najpogosteje zasledimo tri skupine metod vrednotenja, ki so prikazane tudi v *Sliki 6*:

- metoda tržnih primerjav (angl. market value method),
- na sredstvih zasnovana metoda (angl. transaction value method),
- na donosu zasnovana metoda (angl. discounted cash flow).

Slika 6: Metode vrednotenja podjetij



Vir: Lastno delo.

3.1 Metoda tržnih primerjav

V državah z razvitim trgom kapitala se za oceno vrednosti podjetij pogosto uporabljajo metode ocenjevanja vrednosti, ki temeljijo na tržnih primerjavah podobnih podjetij, katerih delnice se javno prodajajo na trgu vrednostnih papirjev (metode primerljivih borznih podjetij), ali pa podjetij, ki so bila v čim bližji preteklosti prodana ali združena z drugimi podjetji (metode primerljivih transakcij). Tržna vrednost lastniškega kapitala teh podjetij je tako namreč (bolj ali manj) znana.

3.1.1 Metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij

Metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij se opira na predpostavko, da je vrednost ocenjevanega podjetja enaka razmerju med kotacijo delnice ali vrednostjo celotnega kapitala in izbranim računovodskim kazalnikom primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, pomnoženo z istim računovodskim kazalnikom ocenjevanega podjetja. Pri tem je še zlasti pomembna izbira primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi. To so tista, ki nastopajo v isti panogi s primerljivimi naslednjimi značilnostmi (Lušnic, 2006, str. 46–56):

- področje dejavnosti,
- značilnost trga, ključnih proizvodov in kupcev,
- časovna primerljivost zadnjih razpoložljivih finančnih izkazov,
- geografsko delovanje,
- velikost (prihodki, EBITDA, število zaposlenih, število trgovin, hotelskih sob itd.),
- historično poslovanje in težnje gibanja (izračun kazalnikov iz finančnih izkazov)
- in druge značilnosti.

Pri tem se ocenjevalec drži načela, da je primerljivost boljša, ko v vzorec zajamemo manj podjetij. Tri primerljiva podjetja utegnejo zadostovati, če imajo podobne značilnosti, Praznik (2004, str. 8) pa navaja, da je v najboljši vzorec zajetih med 5 in 7 podjetij, za katera lahko dokažemo, da so po svojih bistvenih lastnostih primerljiva z ocenjevanim podjetjem.

Glede na izbor uporabljene finančne kategorije za izračun mnogokratnikov dobimo bodisi mnogokratnike lastniškega kapitala (npr. cena delnice/knjigovodska vrednost delnice, cena delnice/prihodki itd.) bodisi mnogokratnike celotnega kapitala (npr. celotni kapital/EBITDA, celotni kapital/knjigovodska vrednosti celotnega kapitala itd.). Slednje navadno uporabljamo, ko se primerljiva podjetja pomembno razlikujejo od ocenjevalnega podjetja po sestavi kapitala in sredstev. Pridobljena ocenjena vrednost predstavlja vrednost celotnega kapitala podjetja (ekonomska vrednost podjetja), od katerega odštejemo neto finančni dolg, da dobimo vrednost lastniškega kapitala družbe. (Lušnic, 2006, str. 57)

V praksi največkrat uporabljeni mnogokratniki so:

- mnogokratnika lastniškega kapitala – P/E in P/B ,
- mnogokratnika celotnega kapitala – $EV/Sales$ in $EV/EBITDA$.

Mnogokratnik P/E (angl. price-to-earnings ratio) prikazuje razmerje med ceno delnice in čistim dobičkom na delnico. Lušnic (2006, str. 41) navaja, da je mnogokratnik zelo odvisen od računovodskih usmeritev, davčnih predpisov in politike izplačila dividend posamezne države, zato je navedeni mnogokratnik veliko manj primeren od mnogokratnikov, ki se v števcu osredotočajo na EBITDA ali EBIT. Največja slabost mnogokratnika je, da lahko zajema le pozitivne vrednosti in tako ni uporaben, kadar ocenjevano podjetje posluje z izgubo, kar je pogosta praksa pri podjetjih v težavah.

Mnogokratnik *P/B* (angl. price-to-book) za izračun vrednosti uporablja razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Knjigovodska vrednost delnice predstavlja vrednost lastniškega kapitala na izdano vrednost delnic te družbe, pri tem pa mora biti ocenjevalec pozoren, da v izračun ne zajame knjigovodske vrednosti in števila lastnih delnic podjetja. V praksi se mnogokratnik najpogosteje uporablja za ocenjevanje finančnih institucij in podjetij iz panog, ki imajo v strukturi svojih sredstev relativno velik delež zalog blaga (Praznik, 2006, str. 39). Tudi ta mnogokratnik omejujejo različne računovodske politike posameznih držav. Ni uporaben pri izračunu vrednosti podjetij v storitvenih in tehnoloških dejavnosti, ki v svojih izkazih nimajo veliko sredstev, prav tako ne v primerih, ko podjetje trajno dosega izgubo in je zato vrednost lastniškega kapitala negativna (Damodaran, 2012, str. 512).

Mnogokratnik *EV/Sales* za oceno vrednosti uporablja razmerje med vrednostjo celotnega kapitala in čistimi prihodki od prodaje. Njegove prednosti so predvsem:

- dostopnost, saj so prihodki vedno pozitivni tudi pri podjetjih, ki so tik pred stečajem, kar pa onemogoča ocenjevalčevo subjektivnost pri izbiri primerljivih podjetij,
- težavnost manipuliranja s prihodki na podlagi računovodskih politik podjetja,
- nižja volatiliteta doseženih čistih prihodkov od prodaje v primerjavi z doseženimi dobički podjetja.

Kljub zgoraj naštetemu je mnogokratnik daleč od idealnega. Njegovo osredotočanje na ustvarjene čiste prihodke podjetja lahko ocenjevalca zvabi v prepričanje, da je podjetje vredno veliko, če ustvarja visoke čiste prihodke, četudi ob tem izgublja ustvarja visoko izgubo iz poslovanja (Damodaran, 2012, str. 542).

Mnogokratnik *EV/EBITDA* je izračunan kot razmerje med vrednostjo celotnega kapitala podjetja in dobičkom iz poslovanja, povečanim za amortizacijo. V finančni industriji je postavka EBITDA na zrelih trgih obravnavana kot največji približek prostega denarnega toka iz poslovanja. Njegova uporaba je v svetu razširjena zaradi (Damodaran, 2012, str. 500):

- zmožnosti zajema večjega števila primerljivih družb, saj v primerjavi s kazalnikom *P/B* manj družb posluje z negativnim EBITDA kot negativnim poslovnim izidom,
- izogiba obravnave različnih metod amortiziranja sredstev zaradi razlik v računovodskih politikah posameznih družb,
- dopuščanja primerjanja podjetij z različnimi zadolženostmi, zato je še posebej primeren mnogokratnik za ocenjevanje vrednosti podjetij iz industrij, ki zahtevajo velike investicijske vloške.

Damodaran (2001, str. 252) navaja, da je metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij zaradi svoje enostavnosti ena najpogostejših metod določanja vrednosti posameznega podjetja. Pri tem opozarja, da je ravno zaradi svoje preprostosti marsikdaj uporabljena napačno in zato privede do popolnoma napačnih sklepov. Največja omejitev te metode, zlasti na slovenskem trgu, je, da na borzi ni veliko primerljivih podjetij, prav tako pa je število transakcij s primerljivimi podjetji relativno malo.

Ocenjevalec vrednosti, ki se bo pri vrednotenju zanesel na metodo primerljivih na borzo uvrščenih podjetij, se bo spopadal z naslednjimi omejitvami (Damodaran, 2010, str. 366–367):

- Izbira ustreznega kazalnika primerljivosti

Mnogokratniki določajo oceno vrednosti podjetja po splošnih spremenljivkah, ki jih lahko uvrstimo med prihodke, poslovni izid, knjigovodsko vrednost podjetja ali druga merila, značilna za posamezni sektor. Mnogokratniki, ki se nanašajo ali na izid iz poslovanja ali na knjigovodsko vrednost podjetja, pri podjetjih v težavah navadno zelo hitro odpovejo. Prvi zato, ker imajo podjetja v težavah običajno negativne dobičke iz poslovanja, drugi pa zato, ker ponavljajoče se izgube poslovnih let pripeljejo podjetje v težavah do negativnega kapitala. Ko ocenjevalec uporablja višino prihodkov za določitev vrednosti podjetja, je pri tem prisiljen implicitno predvidevati, da bo podjetje v prihodnosti postalo dobičkonosno.

- Izbira primerljivih na borzo uvrščenih podjetij

Pri izbiri primerljivih na borzo uvrščenih podjetij ima ocenjevalec dve alternativni.

Prva je uporabljena v primerih, ko vrednoti podjetje v težavah, ki nastopa v sektorju, kjer vsa ostala podjetja izpolnjujejo pogoje zdravega podjetja. Ker trg zaradi večje tveganosti ocenjuje podjetja v težavah drugače kot zdrava podjetja, je izziv določiti, s kolikšnim diskontom naj trguje podjetje v težavah v primerjavi s ceno delnice zdravih podjetij.

Druga alternativa predvideva, da ocenjevalec vrednoti podjetje v težavah v sektorju, kjer se večina oziroma kar vsa podjetja spopadajo s težavami. V tem primeru postanejo možnosti izbire mnogokratnikov vse bolj omejene, poleg tega pa moramo upoštevati, kako najbolje prilagoditi stopnjo težav, s katerimi se sooča podjetje. Na primer, v začetku leta 2009 so podjetja Ford, GM in Chrysler kazala znake, da so se znašla v težavah, vendar je imel GM največ težav, sledil mu je Chrysler in na koncu Ford.

- Upoštevanje stopnje težav podjetja v težavah

Zaradi prisotnosti tveganja propada podjetij v težavah nam že osnovna logika govori, da imajo ta podjetja nižje mnogokratnike in so posledično vredna manj kot zdrava podjetja, ki nastopajo pod predpostavko *going concern*. V primeru, da ocenjevalec ne uvede dodatnih diskontov eksplicitno, lahko kmalu pride do zaključka, da je prva skupina podjetij izrazito podcenjena, druga skupina pa izrazito precenjena.

3.1.2 Metoda primerljivih transakcij

Metoda temelji na enakih predpostavkah kot metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij, le da izbrane kazalnike lastniškega ali celotnega kapitala nakupne cene primerljivega podjetja pomnožimo z ustreznimi finančnimi kategorijami ocenjevanega podjetja. Pri tem je pomembno, da za vzorec izberemo podjetja, ki so bila kupljena ali

prodana pred relativno kratkim obdobjem. Prav tako je treba iz vzorca izvzeti transakcije med povezanimi osebami ali pa transakcije manjšinskih deležev, saj se predvideva, da imajo vlagatelji, ki že posedujejo obvladujoče deleže v podjetjih, nekatere koristi, ki jih prinaša velikost deleža in so posledično pripravljeni plačati višjo vrednost od tržne.

3.2 Na donosu zasnovana metoda

Ta metoda je zasnovana na pričakovanih donosih podjetja, ki ga ocenjujemo. Pristop temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti prihodnjih donosov, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki odraža časovno vrednost denarja, in mero tveganja, povezano z možnostjo doseganja pričakovanih donosov. Metodi v okviru tega načina sta metoda diskontiranega denarnega toka, v nadaljevanju DCF (angl. discounted cash flow), in metoda uglavničenja (angl. capitalisation model).

3.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF)

Pri metodi DCF na podlagi analize preteklega poslovanja in ocene poslovnih možnosti v prihodnosti ocenimo prihodnje donose, ki pripadajo lastnikom v obliki denarja, ki jih nato z ustrezno diskontno stopnjo diskontiramo na sedanjo vrednost na točno določen datum. Tako izračunana vrednost podjetja na podlagi prostih čistih denarnih tokov pomeni donos, ki se zahteva za tveganje, ki ga predstavlja naložba v obravnavano podjetje. Tovrstna metoda predvideva neprekinjeno poslovanje podjetja v prihodnosti, ne glede na to, da je lahko dejanska prihodnost negotova (Pratt & Niculita, 2008, str. 152–159).

Metoda DCF predvideva, da bo podjetje poslovalo neprekinjeno v teoretično neskončnost. Posledično je smiselno, da se pripravi napoved denarnega toka za omejeno obdobje v prihodnosti, za katero obstaja možnost predvidevanja. V praksi to obdobje navadno znaša 5 let. Sedanja vrednost pričakovanih donosov prek obdobja napovedi se določi z izračunom preostale vrednosti (angl. terminal value). Damodaran (2006, str. 117) opredeljuje sedanjo vrednost:

$$\text{Sedanja vrednosti podjetja} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{pričakovani denarni tok}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{preostala vrednost}_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

Pri čemer r = diskontna stopnja

Določitev preostale vrednosti je zaradi prisotne negotovosti zapleten proces. Na splošno naj bi preostala vrednost podjetja sovpadala z obdobjem, v katerem ocenjevano podjetje doseže

svoje stalno stanje. Za to obdobje sta značilna konstantni donos na vložen kapital (angl. return on invested capital, v nadaljevanju ROIC) in prihodnja stopnja rasti, ki upošteva, da v nedoločni prihodnosti nobeno podjetje ne more rasti pri višji stopnji od dolgoročne stopnje rasti celotnega gospodarstva (Damodaran 2012, str. 300)

Praznik (2004, str. 73) je opredelil, da se za določanje preostale vrednosti uporabljajo naslednje metode:

- Metoda likvidacije, tj. preostala vrednost premoženja ob koncu je enaka preostali vrednosti. To se uporablja predvsem takrat, kadar ima naložba omejen rok trajanja.
- Metoda tržnih mnogokratnikov, npr. mnogokratnik cena/donos, mnogokratnik tržna vrednost celotnega kapitala/EBITDA in podobno, ki zamenjuje na donosu zasnovan način z načinom tržnih primerjav. Ker preostala vrednost navadno predstavlja velik delež v sedanji vrednosti ter zahteva opredelitev pričakovanih tržnih mnogokratnikov v prihodnosti, ki jih je zelo težko napovedati, se večina ocenjevalcev te metode izogiba.
- Metoda kapitalizacije je najpogosteje uporabljena metoda, ki temelji na Gordonovem modelu rasti (angl. Gordon growth model).

Gordonov model rasti temelji na projekciji normaliziranega vsakoletnega donosa, ki se bo gibal po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost. Izračuna se na podlagi načrtovanih prostih denarnih tokov, odražati pa mora tudi diskontno stopnjo, od katere odštejemo stopnjo rasti (Brigham & Daves, 2004, str. 351):

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{NDT (1 + g)}{WACC - g} \quad (3)$$

Pri čemer

NDT = neto denarni tok

WACC = diskontna stopnja

g = stopnja rasti

Pričakovani prihodnji donosi morajo biti zasnovani na predpostavkah, ki upoštevajo tako značilnosti podjetja, sestavo njegovega kapitala, zadolženosti, preteklo poslovanje ter prihodnja pričakovanja kot tudi gibanje preteklih in prihodnjih makroekonomskih kazalnikov. Ta način ocenjevanja vrednosti nam tako omogoča, da upoštevamo specifične karakteristike ocenjevanega podjetja, njegovega potenciala za doseganje donosov, rast in potrebe po investicijah ob sočasnem upoštevanju tveganja, povezanega z njegovim prihodnjim poslovanjem.

Metoda DCF temelji na teoretični predpostavki, da je vrednost podjetja enaka vsoti prihodnjih donosov, ki jih bo zagotavljalo lastnikom, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja.

Donos po definiciji predstavlja prosti denarni tok (angl. free cash flow), ki je na voljo lastnikom po izločitvi dela denarnega toka, potrebnega za financiranje načrtovanega poslovanja in rasti podjetja. Povedano drugače je prosti denarni tok preostali denar iz

podjetja, ki ga je mogoče razdeliti lastnikom, pri tem pa niso ogrožene prihodnje investicije, načrtovano poslovanje in rast podjetja. Za podlago ocenjevanja vrednosti lahko uporabimo:

- denarni tok za celotni kapital (angl. free cash flow to firm), v nadaljevanju FCFF – donosi, namenjeni lastnikom navadnih delnic in drugim naložbenikom v podjetju. Slednji so lahko imetniki prednostnih delnic, imetniki obveznic ali posojilodajalci.
- denarni tok za lastniški kapital (angl. free cash flow to equity), v nadaljevanju FCFE – donosi, namenjeni lastnikom navadnih delnic.

Izračun FCFF-ja in FCFE-ja je prikazuje Slika 7.

Slika 7: Prosti denarni tok za celotni kapital in prosti denarni tok za lastniški kapital

FCFF	FCFE
NOPLAT (EBIT prilagojen za davek)	NOPLAT (EBIT prilagojen za davek)
+ Nedenarni stroški (amortizacija, povečanje dolgoročnih rezervacij, itd.)	Nedenarni stroški (amortizacija, povečanje dolgoročnih rezervacij, itd.) +
- Naložbe v osnovna sredstva	Naložbe v osnovna sredstva -
+ Odprodaja osnovnih sredstev	Odprodaja osnovnih sredstev -
+/- Spremembe obratnega kapitala	Spremembe obratnega kapitala +/-
	Sprememba dolga +/-
Prosti denarni tok za celotni kapital	Prosti denarni tok za lastniški kapital

Vir: Lastno delo.

Glavni gradniki metode so torej:

- izračun prostega denarnega toka,
- zahtevana stopnja donosa lastniškega in dolžniškega kapitala,
- ocena končne vrednosti z upoštevanjem zadolženosti ter presežnih finančnih in poslovno nepotrebnih sredstev,
- dodatne korekcije vrednosti zaradi likvidnosti (tržnosti) naložbe, obsega obvladovanja (višine lastniškega deleža) ter v posameznih primerih tudi političnega tveganja.

3.2.1.1 Diskontna stopnja

Poleg določitve prostega denarnega toka je ključen element izračuna donosa po tej metodi ocenitev zahtevane stopnje donosa celotnega kapitala oziroma tehtanih povprečij stroškov kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital, v nadaljevanju WACC). Slednja predstavlja mero donosa, s katero spremenimo prihodnje donose v sedanjo vrednost. Zahtevana stopnja donosa vključuje tveganje, da prihodnost ne bo enaka našim pričakovanjem. Tako je oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu alternativne

naložbe s približno enako stopnjo tveganja. Pri tem se držimo načela, da bo informiran investitor med dvema naložbama izbral tisto, ki bo imela (Mramor, 1997, str. 77):

- pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje ter
- pri enakem tveganju večji pričakovani donos.

WACC izračunamo kot razmerje med zahtevano stopnjo donosa lastniškega in dolžniškega kapitala (Praznik, 2004, str. 52.), in sicer po formuli

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{(D + E)} \right) + K_d * \left(\frac{D}{(D + E)} \right) \quad (4)$$

Pri čemer: K_e = strošek lastniškega kapitala
 K_d = strošek dolgov
 E = vrednost lastniškega kapitala
 D = tržna vrednost dolgov
 $E/(D+E)$ = ocenjeni delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu
 $D/(D+E)$ = ocenjeni delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu

3.2.1.1.1 Strošek dolgov

Strošek dolgov predstavlja trenutni strošek podjetja za izposojeno denarnih sredstev za financiranje projektov. Določimo ga na podlagi naslednjih vrednosti (Damodaran, 2012, str. 208):

- Netvegana stopnja donosa (angl. risk free rate), določena kot nominalna mera donosa do dospetja dolgoročnih državnih obveznic, ki so izdane v evrski valuti s strani držav evrskega območja in imajo najvišjo bonitetno oceno. Pri tem velja, da ko se bo netvegana stopnja donosa povišala, se bo povečal tudi strošek najema novega finančnega dolga podjetja.
- Kreditno tveganje (angl. default risk), ki predstavlja tveganje, da podjetje ne bo zmožno plačati svojega dolga. Odvisno je od zmožnosti ustvarjanja dovolj visokega denarnega toka iz poslovanja za poplačilo obstoječih finančnih obveznosti in obrestnih mer. Pri tem velja, da tem večja je verjetnost, da podjetje ne bo zmoglo odplačati svojih finančnih obveznosti, višji bo njegov strošek zadolževanja.
- Davčne ugodnosti. Višina davka na kapitalske dobičke je namreč davčno priznana odbitna postavka.

$$K_d = (R_f + \text{Default risk}) * (1 - T) \quad (5)$$

Pri čemer: K_d = strošek dolgov
 R_f = netvegana stopnja donosa
 Default risk = kreditno tveganje
 T = efektivna davčna stopnja na dobiček pred davki

Najpreprostejši način za ocenitev stroška dolga je v primeru, ko ima podjetje izdane dolgoročne obveznice, ki kotirajo na borzi in so dobro likvidne. Tu je strošek dolga enak donosnosti obveznice. Vendar pa ima le malo slovenskih podjetij likvidne kotirajoče dolgoročne obveznice. Prav tako za večino večjih svetovnih družb velike priznane bonitetne agencije, kot so Moody, Fitch in Standard & Poor, izdajajo ocene, katere lahko primerjamo s pripadajočim kreditnim tveganjem. Še vedno pa večina slovenskih podjetij ni zajetih v analizo bonitetnih agencij (Damodaran, 2006, str. 82–85). V teh primerih Damodaran svetuje, da se za oceno stroška dolgov uporabi (Damodaran, 2012, str. 208–210):

- Višina obrestne mere zadnjega pridobljenega posojila, ki ga je prejelo podjetje.
- Sintetična ocena (angl. synthetic rating). Pri tem ocenjevalec vrednosti uvrsti podjetje v kategorijo na podlagi finančnih kazalnikov podjetja. Največkrat se uporabi obrestno pokritje podjetja, ki ga pridobimo po formuli:

$$\text{Obrestno pokritje} = \frac{EBIT}{\text{Obstoječ strošek obresti podjetja}} \quad (6)$$

Pridobljen kazalnik obrestnega pokritja nato uporabimo za določitev pribitka za kreditno tveganje, ki je pridobljen glede na tečaj obveznic, ki so uvrščene na borzo (Damodaran, 2019a). *Tabela 7* prikazuje dodeljen pribitek za kreditno tveganje glede na kazalnik obrestnega pokritja za mesec januar 2019.

Tabela 1: Obrestno pokritje in pribitki za kreditno tveganje

<i>Obrestno pokritje</i>	<i>Bonitetna ocena</i>	<i>Pribitek za kreditno tveganje</i>
< 0,5	D2/D	19,38%
0,5 ≤ 0,8	C2/C	14,54%
0,8 ≤ 1,25	Ca2/CC	11,08%
1,25 ≤ 1,5	Caa/CCC	9,00%
1,5 ≤ 2,0	B3/B-	6,60%
2,0 ≤ 2,5	B2/B	5,40%
2,5 ≤ 3,0	B1/B+	4,50%
3,0 ≤ 3,5	Ba2/BB	3,60%
3,5 ≤ 4,0	Ba1/BB+	3,00%
4,0 ≤ 4,5	Baa2/BBB	2,00%
4,5 ≤ 6,0	A3/A-	1,56%
6,0 ≤ 7,5	A2/A	1,38%
7,5 ≤ 9,5	A1/A+	1,25%
9,5 ≤ 12,5	Aa2/AA	1,00%
> 12,5	Aaa/AAA	0,75%

Vir: Damodaran (2019a).

3.2.1.1.2 Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala (angl. cost of equity) prikazuje vlagateljev zahtevani donos na lasten vložen denar v investicijo. Obravnava se ga lahko tudi kot oportunitetni strošek investitorja, ki prevzema tveganje, da svoj denar vloži v eno naložbo namesto v druge. Hitchner (2003, str. 128) je navedel, da lahko stroške lastniškega kapitala ocenimo na podlagi metode dograjevanja, modela določanja cen dolgoročnih naložb (v nadaljevanju CAPM, angl. Capital Asset Pricing Model), prilagojenega modela določanja dolgoročnih naložb (angl. Modified Capital Asset Pricing), multifaktorskega modela (kot je Fama-French tri-faktorski model) in modela arbitražne teorije določanje cen (angl. arbitrage pricing theory).

Za izračun se v praksi najpogosteje uporablja model CAPM, ki je zasnovan na ideji, da se naložbeno tveganje deli na komponenti sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Sistematično tveganje predstavlja tržno tveganje, tj. tveganje, ki je posledica gibanja trga in ki prizadene vsa podjetja, zato se mu vlagatelji ne morejo izogniti z diverzifikacijo (ukrepi makroekonomske politike, ciklično gibanje, zunanji šoki itd.). Nasprotno pa lahko dosežejo vlagatelji pri nesistematičnem tveganju, ki se nanaša na tveganja, odvisna od dejavnikov v podjetju in industriji. Posledično je višina investorjevega zahtevanega donosa odvisna samo od sistematičnega tveganja, saj se nesistematičnemu tveganju lahko izogne (Fabozzi, Neave & Zhou, 2012, str. 298). CAPM je model določanja cen dolgoročnih naložb, pri čemer se osredotoča na kvantificiranje sistematičnega tveganja naložbe. Pri tem je zahtevana stopnja donosa dolgoročne naložbe (K_e) enaka vsoti netvegane stopnje donosa (R_f) ter premije za tveganje te naložbe (Pratt, Grabowski, 2010, str. 316).

$$K_e = R_f + \beta_U(RP_m) + RP_s \pm RP_u \quad (7)$$

Pri čemer: K_e = strošek lastniškega kapitala

R_f = netvegana stopnja donosa

β_U = nezadolžena beta, faktor beta, ki je mera sistematičnega tveganja posamezne družbe

RP_m = premija za kapitalsko tveganje

RP_s = premija za tveganost velikosti podjetja

RP_u = premija za dodatna tveganja, ki se nanašajo le na ocenjevano podjetje

Netvegana stopnja donosa (R_f , angl. risk free rate) predstavlja višino donosnosti, ki jo lahko investitor pričakuje, ko investira v netvegane naložbe. Vendar pa v praksi netveganih naložb ni, saj bi za to morala biti izpolnjena pogoja, in sicer da tveganje neplačila in tveganje reinvestiranja ne obstajata (Damodaran, 2006, str. 35). Zato cenilci temeljijo netvegano mero donosa na meri dolgoročnih državnih obveznic, saj imajo le-te nizko tveganje izostanka plačil, visoko unovčljivost in vključujejo pribitek za časovni horizont, ki se nanaša na razliko med donosom dolgoročnega in kratkoročnega vrednostnega papirja. Najprimernejše

dolgoročne državne obveznice imajo najvišjo boniteto potrjeno s strani velike priznane bonitetne hiše.

Faktor **beta** (β) predstavlja mero sistematičnega tveganja in izraža odnos med variabilnostjo stopnje donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in stopnje donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunana pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance stopnje donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja (Damodaran, 2006, str. 71):

$$\beta = \frac{Cov_{im}}{Var_m} \quad (8)$$

Pri čemer: β = faktor beta

Cov_{im} = kovarianca med donosi vrednostnega papirja in tržnega portfelja

Var_m = varianca donosov tržnega portfelja

Posamezne naložbe so lahko tveganju izpostavljene enako kot povprečje panoge. V takem primeru bo faktor beta podjetja enaka 1. Kadar faktor beta znaša več kot 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečje panoge in obratno.

Značilnosti podjetij, ki imajo višji faktor beta (Damodaran, 2006, str. 53):

- višja izpostavljenost razmeram na trgu, predvsem cikličnosti,
- fiksni stroški predstavljajo višjo postavko v celotnih stroških, kar pomeni večje operativno tveganje ob padcu prihodkov,
- so bolj zadolžena, saj je večji del ustvarjenega denarnega toka porabljen za plačilo obresti na dolg.

Beta se lahko izračuna s statistično metodo linearne regresijske analize, kjer je smerni koeficient regresije premice razmerje med donosnostjo tržnega premoženja in donosnostjo posamezne naložbe v historičnem obdobju. Kadar za izračun bete uporabimo historične podatke, je treba določiti dolžino obravnavanega obdobja, ki je večinoma določena v obdobju 4–5 let, interval donosov, ki je lahko letni, mesečni, tedenski ali dnevni, in tržni indeks, ki bo najbližji ocenjevalnemu podjetju. Iz tega razloga se bete, ki jih ocenjujejo finančne ustanove, kot so Bloomberg, Thomson Reuters Financial, Standard & Poor's NetAdvantage, Yahoo! Finance in drugi, med seboj razlikujejo (Brigham in Daves, 2004, str. 48–55). Pri tem je treba predpostaviti, da bo beta posamezne naložbe v prihodnosti enaka historičnim doseženim odmikom, ali drugače, da bo historični donos delnice, ki odraža historično tveganje, enako tudi v prihodnosti. Slednje je v neskladju s številnimi empiričnimi dokazi, da se faktor beta posamezne naložbe v času konvergira k beti celotnega portfelja. Tak način ocenjevanja ni primeren za ocenjevanje faktorja beta za lastniško zaprta podjetja, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi in so skozi celotno zajeto obdobje likvidna (Damodaran, 2006, str. 186).

Damodaran (2006, str. 51–54) namesto izračuna na podlagi historičnih vrednosti priporoča uporabo temeljne bete, ki je izračunana kot tehtano povprečje bet brez finančnega vzvoda vseh podjetij v panogi. V primerjavi s prej opisanim pristopom ima ocenjevalec možnost, da v izračun faktorja beta zajame panogo podjetja, stopnjo poslovnega vzvoda podjetja in stopnjo finančnega vzvoda podjetja, ki so pomembne spremenljivke tveganja. Velja tudi, da imajo podjetja v panogi podobna operativna tveganja, zato imajo podobne tudi operativne bete. Ker podjetja v isti panogi praviloma nimajo enako veliko finančnega dolga in je zato njihovo finančno tveganje različno, je treba najprej izračunati beto brez zadolženosti (angl. unlevered beta), ki se izračuna s pomočjo Hamadove formule (Brigham, 2004, str. 505).

$$\beta_{u,panoga} = \frac{\beta_{l,panoga}}{\left[1 + (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right)_{panoga}\right]} \quad (9)$$

Pri čemer: $\beta_{u,panoga}$ = faktor beta panoge brez zadolženosti (angl. unlevered beta)
oziroma temeljna beta panoge

β_l = faktor beta panoge z zadolženostjo (angl. levered beta)

t = davčna stopnja za obračun davka na dobiček pravnih oseb

$\frac{D}{E}$ = razmerje med tržno vrednostjo lastniškega kapitala (E) in dolžniškega kapitala (D) celotne panoge

Da pridobimo faktor beta z zadolženostjo podjetja, ki je predmet cenitve, pridobljeni beti panoge brez zadolženosti apliciramo razmerje med vrednostjo lastniškega kapitala in dolžniškega kapitala ocenjevanega podjetja (Koletnik, 2010, str. 85):

$$\beta_{i,podjetje} = \beta_{u,panoga} * \left[1 + (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right)_{podjetje}\right] \quad (10)$$

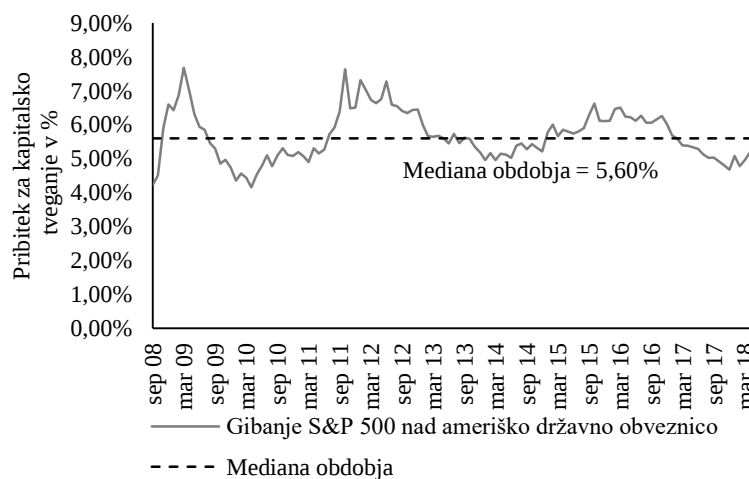
V kolikor je podjetje prezadolženo ali kadar podatek o razmerju med vrednostjo lastniškega kapitala in dolžniškega kapitala ni na voljo oziroma ne odraža realnega stanja, Damodaran predlaga dve rešitvi (2006, str. 666):

- namesto razmerja D/E ocenjevanega podjetja ocenjevalec aplicira razmerje D/E povprečja panoge ali
- namesto razmerja D/E ocenjevanega podjetja ocenjevalec aplicira optimalno oziroma ciljno razmerje D/E.

Premija za kapitalsko tveganje (angl. equity risk premium) je mera donosa, ki jo naloženik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, kadar namesto v netvegane vrednostne papirje vloga v delnice oziroma deleže podjetij. Je stalno spreminjajoča premija, ki se določa kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic, npr. indeks Standard & Poor 500, in netvegano mero donosa (Hitchner, 2003, str. 140).

Kot prikazuje *Slika 8* je mediana obdobja zadnjih 10 let gibanja indeksa Standard & Poor 500 nad ameriško državno obveznico znašala 5,6 %. Pri tem je treba poudariti, da je izračun premije odvisen od zajetega časovnega obdobja, izbire indeksa, nabora vrednostnih papirjev in izbire načina izračuna povprečne vrednosti med mediano ali aritmetičnim oziroma geometričnim povprečjem (Brigham & Daves, 2003, str. 95).

Slika 8: Premija za kapitalsko tveganje



Prirjeno po Damodaran (2019b).

Večina študij priporoča premijo za kapitalsko tveganje od 3,5 do 6,5 % (Pratt, Grabowski, 2010, str. 156). Premija se za izračun stroška lastniškega kapitala po formuli CAPM prilagodi za faktor beta.

Premija za tveganje velikosti podjetja (angl. size premium) se uporablja pri ocenjevanju majhnih podjetij, ki so lastniško zaprta. Investitorji zahtevajo višje donose za naložbe v manjša podjetja v primerjavi z velikimi podjetji. Potreba po višjem donosu je tudi empirično dokazana, saj se z zmanjševanjem velikosti podjetja povečujejo tveganja (Grabowski, Harrington, Nunes & Duff & Phelps, 2016, str. 76).

Večina ocenjevalcev v praksi povzema premijo za tveganje velikosti podjetja iz letne publikacije *Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital*, ki je nasledila Morningstarovo publikacijo *Ibbotson SBBI Valuation Yearbook*, katera zadnja izdaja je bila leta 2013. Premija za tveganje velikosti podjetja za leto 2016 je prikazana v *Tabeli 2*.

Tabela 2: Premija za tveganje velikost podjetja

Decili	Tržna kapitalizacija v milijonih evrov		Premija za velikost
	Min.	Max.	
3-5	2.102	8.324	1,07%
6-8	452	2.102	1,80%
9-10	3	452	3,74%

Vir: Grabowski, Harrington, Nunes & Duff & Phelps (2016, str. 76).

Premija za dodatna tveganja, ki se nanašajo le na ocenjevano podjetje (angl. specific risk), zajema vsa tista tveganja, ki jih preostale predpostavke modela CAPM ne zajemajo, pri čemer naložbeniki pričakujejo nadomestilo tudi za nesistematično tveganje oziroma specifična tveganja podjetij. Kot sem že omenil, CAPM predvideva, da je specifično tveganje možno odpraviti s pomočjo diverzifikacije, zato investitor ni upravičen do dodatnega tveganja, ki ga ne rabi prevzeti. To pa ne drži, ko je podjetje npr. zasebno. Premijo za dodatna tveganja ocenjevalec določi subjektivno. V praksi se jo uporablja predvsem, ko so identificirana dodatna tveganja v povezavi z upravljanjem podjetja in odvisnostjo od ključnih oseb, specifičnih kupcev ali dobaviteljev, nadpovprečne konkurenčnosti panoge, izrednih razmer na trgu in drugo (Pratt & Niculita, 2008, str. 162–181).

Dodatno tveganje, ki ga je treba upoštevati pri izračunu K_e v primeru ceditve slovenskega podjetja, je pribitek za deželno tveganje. Vlaganje v katero koli državo vključuje politična, finančna in ekonomska tveganja. Ker je premija za kapitalsko tveganje pridobljena iz gibanja indeksa Standard & Poor 500 nad ameriško državno obveznico, je treba dodatna tveganja, ki se nanašajo na slovenski trg, vključiti v izračun stroška lastniškega kapitala. **Pribitek za deželno tveganje** je navadno določen na podlagi povprečne razlike v donosu dolgoročne državne obveznice z zapadlostjo v plačilo v obdobju zadnjih 2 let države, katere podjetje ocenjujemo, ter donosu nemške in ameriške državne obveznice z enako zapadlostjo. Slednji predstavljata državi z razvitim in likvidnim trgom.

3.2.1.1.3 Opredelitev uteži ocenjenega deleža lastniškega kapitala oziroma dolga v celotnem kapitalu

Določitev razmerja lastniškega in dolžniškega kapitala je eno ključnih vprašanj pri izračunu WACC-a. V primeru ocenjenja na borzo uvrščenih podjetij je postopek preprost, saj je tržne vrednosti kapitala možno pridobiti iz vrednosti tržnih cen javno trgovanih delnic in obveznic. Zaradi pomanjkanja podatkov o tržnih cenah se uteži pri ocenjevanju zasebnih podjetij pridobi drugače. Pri tem mora ocenjevalec paziti, da so uporabljene uteži v izračunu WACC-a enake kot pri izračunu faktorja beta z zadolženostjo ocenjevanega podjetja (Damodaran, 2012, str. 671).

Brigham (2004, str. 311) je opredelil, da je lahko utež oziroma ocenjeni delež dolžniškega kapitala povzet po:

- knjigovodskih vrednostih, pridobljenih iz bilance stanja podjetja,
- vrednostih, ki jih dosegajo primerljiva podjetja,
- ciljnem deležu, za katerega se predvideva, da predstavlja optimalno strukturo kapitala podjetja.

Po Brighamu (2005, str. 311) je najprilavneje uporabljena utež tista, ki temelji na ciljnih optimalnih deležih posamezne sestavine v strukturi kapitala, ker tako najbolj odraža razmerje med viri celotnega kapitala v prihodnosti.

3.2.2 Metoda uglavničenja

Pri metodi DCF je pričakovana rast vključena v napovedi denarnega toka, pri metodi uglavničenja pa rast zajamemo v faktor uglavničenja.

Postopek CAPM za določitev diskontne stopnje je le ena izmed mnogih oblik izračuna, ki jih lahko zasledimo v obsežni literaturi s področja vrednotenja in praktičnih primerih uporabe. Pri tem je treba poudariti, da je večina načinov izračunov izpeljana iz enakih tržnih gradnikov, a se kljub temu pojavljajo izredne raznolikosti pri izračunu diskontnih stopenj in pripadajočih stroškov kapitala, dolga oziroma uporabljenih uteži. Do velikih odstopanj prihaja tudi pri upoštevanju učinkov premij. Medtem ko so v nekaterih cenitvah premije v celoti zanemarjene, se v drugih faktorji pribitkov ali odbitkov močno razlikujejo. Zasledimo lahko korekcije v višini nekaj odstotkov, a tudi 15 % in več. Vse to kaže na dokaj visoko arbitrarnost in subjektivnost uporabljenega pristopa posameznih cenilcev in s tem seveda tudi na variiranje izdelanih cenitev.

Ker nas v nalogi zanima ocenjevanje vrednosti za podjetja, ki se soočajo s težavami pri poslovanju, bi v naslednjem poglavju analizirali značilnosti uporabe metod ocenjevanja za tovrstna podjetja. Klasični pristop in določanje parametrov pri ocenjevanju praviloma temelji na redno delujočih podjetjih.

3.3 Neto sedanja vrednost sredstev

Neto sedanja vrednost sredstev uporablja metode, ki temeljijo na vrednosti sredstev, prikazanih v bilanci stanja družbe, zmanjšanih za obveznosti. Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti sredstev temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo. S to metodo prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva ter obveznosti na tržno vrednost. Razlika med ocenjenimi sredstvi in obveznostmi predstavlja vrednost lastniškega kapitala.

Fishman, Pratt, Griffith & Wilson (2002) navajajo štiri pogoje za uporabo na sredstvih zasnovanega načina vrednotenja:

- družba izkazuje vrednostno veliko materialno aktivo,
- družba ima nepomemben obseg nematerialne aktive,
- bilanca stanja družbe odraža vsa materialna sredstva družbe,
- zanemarljiv odstotek dodane vrednosti prodanih proizvodov ali storitev je ustvarjen s strani faktorjev dela.

Ta način ocenjevanja vrednosti se največkrat uporablja, kadar ocenjujemo podjetja, ki imajo značilnosti holdingov in finančnih družb, ali podjetja, za katera je vprašljivo načelo časovne neomejenosti poslovanja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu.

V praksi je na sredstvih zasnovan način vrednotenja dražji, ker moramo poleg ocenjevalcev vrednosti podjetij angažirati še ocenjevalce vrednosti nepremičnin in sredstev.

4 VREDNOTENJE PODJETIJ V TEŽAVAH

V poglavju so predstavljene metode ocenjevanja vrednosti podjetij v težavah. Svetovna literatura za to predpisuje metodi realnih opcij, metodo prilagojene sedanje vrednosti in metodo DCF z uporabo WACC-a s ciljno vrednostjo dolga oziroma z uporabo spremenljivega WACC-a glede na dejansko zadolženost podjetja. V zaključku poglavja so izpostavljeni ključni pomisleki glede uporabe WACC-a pri izračunu vrednosti poplačila terjatev v postopku prisilne poravnave.

Kot je bilo že omenjeno, se podjetja soočajo z dvema vrstama težav - poslovnimi in finančnimi. Pri tem sta težavi praviloma povezani, predvsem pa ena vrsta težave pogosto pripelje podjetje tudi v težave na drugem področju. Pri ocenjevanju vrednosti se literatura praviloma posveča zlasti finančni problematiki. Večina primerov namreč obravnava ustreznost izbranih metod vrednotenja ter določanja diskontnih faktorjev glede na visoko ter tudi spremenljivo zadolženost podjetja. Tako Damodaran (2009, str. 363) navaja, da obstoječe tradicionalne metode vrednotenja, ki so bile pripravljene za potrebe ocenjevanja zdravih podjetij, ki imajo načrtovano stabilno rast ter konzervativno raven zadolženosti, v večini primerov zatajijo pri prikazu realne slike nekaterih scenarijev, med katere spadajo tudi podjetja, ki jih pestijo finančne težave.

V ZDA instituta prisilne poravnave kot take ne poznajo. Še največji približek je Chapter 11. Altman (2006, str. 103) navaja, da je cilj slednjega omogočiti reorganizacijo podjetja, ko je njegova vrednost ob nadaljnjem poslovanju pod predpostavko *going concern* višja, kot bi znašal izkupiček iz prodaje sredstev podjetja v primeru njegove likvidacije. V zgoraj navedenem primeru je nadaljnja usoda podjetja močno odvisna od njegove ocene vrednosti.

V primeru vrednotenja podjetja v težavah (angl. distressed company) ali pa podjetja, katerega zadolženost se bo v prihodnjem obdobju močno spremenila, so v teoriji in praksi najbolj pogosto uporabljene metode (Pratt & Grabowski, 2010, str. 315, Shaw, 2018, str. 238):

- Vrednotenje z uporabo realnih opcij (angl. Real Option Valuation).
- Metoda prilagojene sedanje vrednosti (angl. Adjusted Present Value, v nadaljevanju APV);
- Metoda DCF, pri čemer se kot diskontna stopnja uporablja WACC s ciljno vrednostjo dolga;

- Metoda DCF, pri čemer se kot diskontna stopnja uporablja vsako leto spremenljiv WACC glede na dejansko zadolženost podjetja;

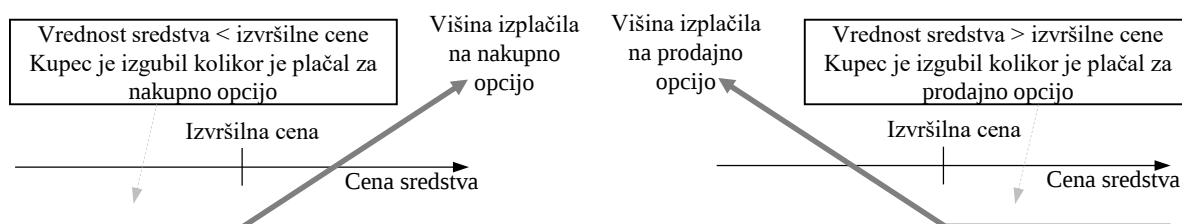
Klasična metoda izračuna WACC-a temelji na konstantni strukturi financiranja podjetij v celotnem obdobju izračuna diskontirane vrednosti denarnih tokov. Za podjetja v težavah naj bi veljalo, da so praviloma visoko zadolžena, s časom pa se ta zadolženost znižuje. Prva metoda zaradi tega pri izračunu upošteva spremenljivo diskontno stopnjo kot posledico spreminjanja strukture financiranja. Prav tako je pri izračunu treba upoštevati, koliko bo podjetje sploh sposobno izkoristiti davčne olajšave zaradi negativnega poslovanja, kar zahteva dodatne prilagoditve pri izračunu diskontne stopnje.

4.1 Vrednotenje z uporabo realnih opcij

Opcija je finančni instrument, ki ob nakupu daje lastniku pravico in ne obveznost, da na določeni datum kupi ali proda vrednostni papir po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Kot taki sta se v praksi najbolj uveljavili evropska in ameriška različica opcije. Evropska opcija daje lastniku pravico, da kupi ali proda vrednostni papir po vnaprej določeni ceni na točno določen dan v prihodnosti, medtem ko ameriška daje možnost kupiti ali prodati vrednostni papir v določenem obdobju ali ob posebni, vnaprej dogovorjeni priložnosti. Pri poslu z opcijami kupcu opcije ni treba izkoristiti, medtem ko je prodajalec opcije na zahtevo kupca zavezan izvršiti nakup ali prodajo vrednostnega papirja, na katerega se opcija glasi, pod pogoji, določenimi v opcijski pogodbi. Prodajalec bo seveda pri takem poslu zaslužil premijo, ki jo plača kupec, in sicer ne glede na to, ali bo opcijo izkoristil ali ne (Veselinovič, 1996, str. 45).

Ločimo med nakupno opcijo (angl. call option), ki daje kupcu pravico nakupa sredstva po vnaprej določeni ceni, in prodajno opcijo (angl. put option), ki obratno daje kupcu pravico prodaje sredstva po vnaprej določeni ceni. Kupec pri nakupu nakupne opcije doseže dobiček, v kolikor je vrednost sredstva ob dogovorjenem času višja od izvršilne cene. Pri nakupu prodajne opcije kupec doseže dobiček, kadar je cena delnice nižja od izvršilne cene (Damodaran, 2012, str. 88). S *Sliko 9* je prikazana simulacije nakupne in prodajne opcije z vidika kupca.

Slika 9: Simulacija nakupne in prodajne opcije z vidika kupca



Vir: Damodaran (2012, str. 88).

Pri vrednotenju podjetij se uporabljajo modeli vrednotenja realnih opcij. Pojem realne opcije predstavlja razširitev teorije finančnih opcij na realna oziroma nefinančna sredstva. V praksi najbolj uporabljeni metodi sta Black-Scholesov in binomski model (Damodaran, 2009, str. 136).

4.1.1 Black-Scholesov model

Fischer Black in Mayron Scholes sta razvila formulo, ki temelji na netveganelem kritju. To pomeni, da investitor kupi osnovno sredstvo (angl. underlying asset) in v istem hipu proda opcijo na isti osnovni instrument. Navedeno je poimenovano tudi idealna odprava tveganja (angl. perfect hedge), saj se pozitivna sprememba cene osnovnega instrumenta odraža v enaki negativni spremembi opcije in obratno.

Da Black-Scholesov model vrednotenja opcij deluje, morajo biti uresničene naslednje predpostavke (Bjursten, Kottenauer & Lundell, 1999, str. 12):

- Kratkoročna obrestna mera je znana in netvegana.
- Gibanje tržne cene osnovnega instrumenta mora sovpadati z Log-normalno porazdelitvijo verjetnosti, zahtevana stopnja donosa osnovnega instrumenta pa z normalno porazdelitvijo verjetnosti.
- Osnovno sredstvo ne izplačuje dividend oziroma dobička.
- Opcija je lahko unovčena samo ob svoji zapadlosti. Formula tako velja za evropsko opcijo. Ker ameriška opcija omogoča imetniku, da jo unovči kadar koli, so njene premije višje. Slednjega model ne zajema.
- Stroški transakcije, provizij, davkov itd. niso upoštevani.
- Investitorji si lahko izposodijo denar po isti netvegani konstantni obrestni meri.
- nestanovitnost ali nestabilnost osnovnega instrumenta je konstanta, prav tako ni na voljo arbitražnih priložnosti.

Če so vse predpostavke izpolnjene, lahko izračunamo vrednost opcije po Black-Scholesovi formuli (Damodaran, 2009, str. 140).

$$\text{Vrednost opcije} = S * N(d_1) - \frac{K}{e^{(r*t)}} * N(d_2)$$

Pri čemer d_1 in d_2 pridobimo z enačb:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (11)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Pri čemer:	S	=	tržna cena osnovnega instrumenta
	K	=	izvršilna cena opcije
	t	=	čas do zapadlosti opcije
	r	=	netvegana obrestna mera
	σ	=	standardni odklon tveganosti sredstev projekta
	σ^2	=	varianca donosnosti osnovnega instrumenta
	$N(d)$	=	standardizirana normalna porazdelitev, ki kaže verjetnost, da je odklon manjši ali enak standardni normalni porazdelitvi.

Postopek izračuna vrednosti se opravi po naslednjem postopku (Damodaran, 2009, str. 140–141):

- 1.) Izračuna se d_1 in d_2 glede na spremenljivke Black-Scholesovega modela;
- 2.) Oцени se kumulativna normalna porazdelitvena funkcija, $N(d_1)$ in $N(d_2)$, glede na izračun d_1 in d_2 ;
- 3.) Oцени se sedanja vrednost izvršilne vrednosti - $\frac{K}{e^{(r \cdot t)}}$;
- 4.) Izračuna se vrednost nakupne opcije.

V postopku vrednotenja podjetja v težavah se v praksi Black-Scholesov model uporablja tako, da najprej določimo tržno vrednost podjetja (S). To lahko naredimo z vrednostjo kapitalizacije, v kolikor podjetje kotira na borzi, diskontiranjem denarnih tokov in apliciranjem ustreznega mnogokratnika na vrednost prihodkov (EBITDA je navadno negativen). Pri tem nastane paradoks, saj se določanje vrednosti začne z določitvijo vrednosti podjetja, kateremu s pomočjo modela realnih opcij določimo čisto drugačno tržno vrednost.

Izvršilno ceno opcije (K) predstavlja nominalna vrednost celotnega dolga, čas do zapadlosti opcije (t) pa je določen kot tehtano povprečje zapadlosti celotnega dolga.

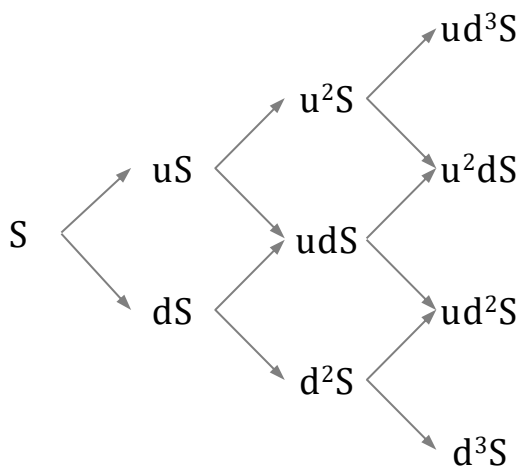
Naslednji korak je določitev variance ocenjevane družbe (σ^2). Pridobimo jo glede na gibanje vrednosti kotirajoče delnice družbe za varianco kapitala ter glede na gibanje vrednosti kotirajočih obveznic družbe za varianco dolga. V kolikor družba ne kotira oziroma je lastniško zaprta, se lahko za varianco vzame gibanje vrednosti delnic in obveznic primerljivih družb (Damodaran, 2009, str. 409–412).

4.1.2 Binomski model

Binomski model predstavlja poenostavljen postopek vrednotenja realnih opcij. Osnovna predpostavka modela je, da se lahko vrednost sredstva kadar koli pomakne v eno izmed dveh možnosti, zato ga je možno uporabiti tudi za vrednotenje ameriške opcije. V primerjavi z

Black-Scholesovim modelom ne uporablja parcialnih diferencialnih enačb in ne potrebuje približkov o nestanovitnosti, saj namesto tega uporablja verjetnostne porazdelitve (Damodaran, 2009, str. 136–142). Slika 10 prikazuje vrednotenje tri periodne opcije z uporabo binomskega modela

Slika 10: Vrednotenje tri periodne opcije z uporabo binomskega modela



Prirjeno po Bjursten, Kottenauer & Lundell (1999, str. 14).

Formula za vrednotenje nakupne opcije za neomejeno število period (Bjursten, Kottenauer & Lundell, 1999, str. 14)

$$Vrednost_{opcije} = e^{-nr\Delta t} \sum_{i=0}^n \left(\frac{n!}{i! (n-i)!} \right) S^i (1-S)^{n-i} \max[0, u^i d^{n-i} S - K] \quad (12)$$

Ob tem velja

$$S = \frac{e^{r\Delta t} - d}{u - d}$$

Pri čemer:

S	=	tržna cena osnovnega instrumenta
K	=	izvršilna cena opcije
u	=	gibanje navzgor po prvi periodi
d	=	gibanje navzdol po prvi periodi
r	=	netvegana obrestna mera
Δt	=	čas ene periode
n	=	število period

Ob tem lahko zaključimo, da so realne opcije v veliki meri nepoznan instrument, prav tako pa mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti priznavajo le klasične metode vrednotenja, ki so tako osnova za ocenjevanje večine vrednosti podjetij. Brealey, Myers in Allen (2006)

omenjajo velike praktične izzive pri uporabi vrednotenja realnih opcij. Ocenjevalec potrebuje obsežnejše matematično znanje, pri čemer se zaradi kompleksnosti izračunov poveča verjetnost nastanka napak. Black-Scholesov model za svoje pravilno delovanje potrebuje dobro razvit trg vrednostnih in dolžniških vrednostnih papirjev, kar je v našem prostoru velika omejitev. Na drugi strani binomski model predstavlja velik izziv zaradi pomanjkanja vnaprej določene strukture, saj je lahko število posameznih opcij tako obsežno, da jih ocenjevalec ne zmore vključiti v model. V primeru, da ocenjevalec ne zajame vseh možnih razpletov, rezultat vrednotenja ne bo odražal prave slike. To je še posebej zahtevno v primeru vrednotenja podjetja v težavah, kjer lahko že en zaplet v smislu dodatnih ekonomskih ali finančnih težav predstavlja veliko tveganje za nadaljnji obstoj podjetja.

4.2 Metoda prilagojene sedanje vrednosti (APV)

Med strokovnjaki je metoda prilagojene sedanje vrednosti (v nadaljevanju APV) obravnavana kot fleksibilnejša metoda vrednotenja v primerjavi z metodo DCF, saj omogoča uporabo v primerih, ko se finančni vzvod ocenjevanega podjetja spreminja skozi obdobje. Pri metodi APV se prosti denarni tokovi za celotni kapital diskontirajo s stroškom lastniškega kapitala (K_e) – v nasprotju z metodo DCF, kjer se prosti denarni tok za celotni kapital diskontira z WACC-om. Nadalje se prišteje sedanja vrednost prihodnjih koristi davčnega štita kot posledica nižjih odhodkov za davek zaradi plačila obresti na dolg, ki jih diskontiramo s stroškom dolgov (Shaw, 2018, str. 240).

$$PV_{dis} = PV_{ke} + PV_{ts} - PV_{dc} \quad (13)$$

Pri čemer: PV_{dis} = neto sedanja vrednost podjetja v težavah

PV_{ke} = sedanja vrednost denarnih tokov, diskontiranih z nezadolženim stroškom lastniškega kapitala

PV_{ts} = sedanja vrednost davčnega štita iz obresti na finančni dolg

PV_{dc} = sedanja vrednost stroškov, povezanih s podjetji v težavah

Pri uporabi nezadolženega K_e po metodologiji CAPM, že opisanega v poglavju 3, mora biti ocenjevalec vrednosti pozoren, da pri izračunu uporabi nezadolženo beto (Pratt & Grabowski, 2010, str. 316).

Enako mora cenilec nameniti pozornost pri apliciranju prave stopnje pri izračunu sedanje vrednosti davčnega štita iz obresti na finančni dolg. V Sloveniji znaša davek od dohodka pravnih oseb 19 %, pri čemer Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb v 36. členu opredeljuje davčno izgubo kot presežek odhodkov nad prihodki. Davčni zavezanec lahko z davčno izgubo zmanjšuje davčno osnovo v naslednjih davčnih obdobjih, a največ v višini 50 % davčne osnove davčnega obdobja. V 37. členu posebna določba ureja, da zavezanec v

postopku prisilne poravnave v davčno osnovo ne vključi prihodkov zaradi prenehanja obveznosti družbe, s tem pa izgubi pravico pokrivanja davčne izgube iz preteklih let v znesku teh obveznosti. V 55. členu zakon določa olajšavo za investiranje, ki je določena v višini 40 % investiranega zneska v opremo in neopredmetena sredstva do največ višine davčne osnove.

Navedeni metodi in na splošno pristop k vrednotenju podjetij v težavah izpostavljajo predvsem upoštevanje sprememb v strukturi financiranja oziroma zadolženosti podjetij. Klasične metode vrednotenja prek izračuna koeficienta WACC namreč ta vidik pogosto zanemarjajo, pri podjetjih v težavah pa ima še večji pomen, zato bodo naslednja poglavja namenjena proučitvi vpliva strukture financiranja na izračun WACC-a.

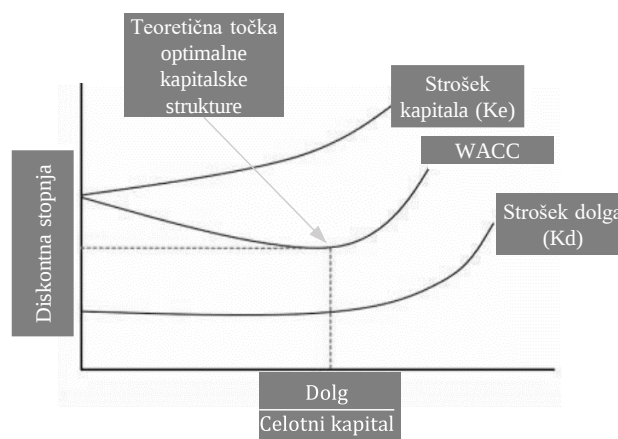
4.3 Metoda DCF in uporaba WACC-a pri vrednotenju podjetja v težavah

4.3.1 Analiza vpliva sprememb strukture financiranja na izračun WACC-a

Ekonomске in finančne težave podjetja imajo negativen vpliv na vrednost podjetja, prav tako pa se morajo težave podjetja odražati v višji uporabljeni diskontni stopnji (Pratt & Grabowski 2010, str. 314).

Pri tradicionalnem pogled na optimalno kapitalno strukturo naj bi podjetje povišalo raven dolga do točke, v kateri bo vrednost njene diskontne stopnje WACC-a najnižja. Povedano drugače, podjetje bi moralo povišati višino dolga do točke, ko bo strošek dolga po davkih višji kot povišanje tveganja finančnih težav, kot prikazuje *Slika 11*. Taka predpostavka pa ignorira strošek visoke zadolženosti in s tem povezano tveganje, kar pomeni, da je pri vrednotenju podjetij v težavah WACC sistematično podcenjen (Pratt & Grabowski, 2010, str. 375).

Slika 11: Tradicionalni pogled na optimalno kapitalno strukturo



Vir: Pratt & Grabowski, (2010, str. 375).

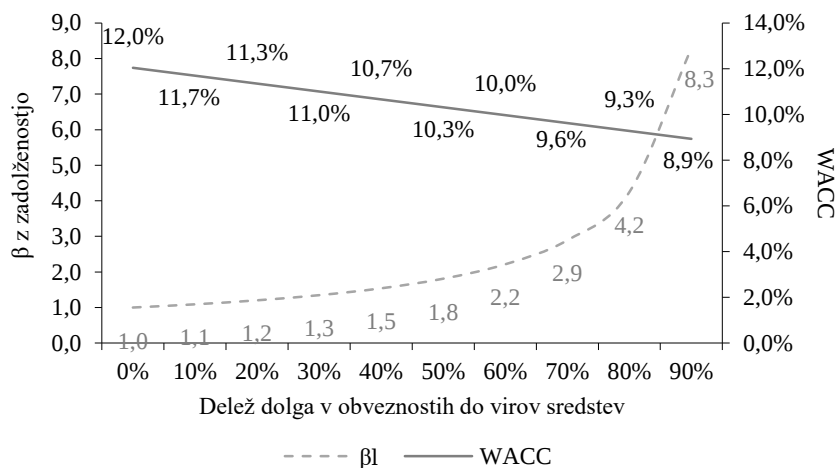
Medtem ko se delež dolga v kapitalski strukturi povečuje, nam postopki, ki so za vrednotenje največkrat uporabljeni, podcenjujejo vrednost WACC-a, saj (Pratt & Grabowski, 2010, str. 375):

- večina modelov (standardiziranih obrazcev, ki jih uporabljajo ocenjevalci vrednosti podjetij) za izračun koeficienta WACC-a predvideva stroške dolžniškega kapitala nespremenjene ne glede na višino zadolženosti;
- večina modelov zanemara stroške finančne negotovosti, ki so posebno visoki v primeru visoke zadolženosti (visokega finančnega vzvoda);
- prisotna je večja pristranskost glede upoštevanja tveganja, kadar je finančni vzvod visok.

Glede na omenjene omejitve izračuna diskontne stopnje WACC-a, pri čemer se predvideva konstantna stopnja zadolženosti skozi celotno obravnavano obdobje, sem želel preveriti vpliv zadolženosti na višino WACC-a. Predpostavke hipotetičnega modela so:

- $\beta_u = 1$
- $R_f = 2\%$
- $RP_m = 5\%$
- $RP_s = 3,74\%$
- $RP_u = 0,7\%$ (nanaša se na pribitek za deželno tveganje Slovenije)
- Kreditno tveganje = 3%
- $T = 19\%$

Slika 12: Gibanje β z zadolženostjo ter WACC-a ob povečanju zadolženosti s konstantno vrednostjo K_d



Vir: Lastno delo.

Kot vidimo na Sliki 12, WACC s povečevanjem zadolženosti podjetja upada. V konkretnem primeru z 12% v primeru nezadolženega podjetja na $8,9\%$ za podjetje, ki ima v finančni strukturi 90% dolga. Takšen izračun je seveda nelogičen, saj bi moral biti zahtevani donos v tako močno zadolženem podjetju višji kot v podjetju z bolj zdravo strukturo financiranja.

Izračun in učinki so posledica uporabe konstantne stopnje stroška dolga ne glede na nivo zadolženosti podjetja. Kot na *Sliki 12* prikazuje prekinjena črta, se β z zadolženostjo poveča z 1 % v primeru nezadolženega podjetja na 8,3 v primeru, ko ima podjetje delež dolga v virih financiranja v višini 90 %. To se odraža v povečanju zahtevanega donosa na lastniški kapital, ki se s poslabševanjem finančne strukture povečuje, kar je tudi pričakovano. V zgoraj navedenem primeru se je K_e povišal z 12 % na 52,9 %.

Ker je strošek dolga enak ne glede na strukturo financiranja, je posledično večji delež stroška dolga bolj vpliven kot povečan zahtevni donos lastniškega kapitala. To je tudi razlog, da se kljub višjemu strošku lastniškega kapitala vrednost izračunanega WACC-a znižuje. Zaradi tega pridemo do nelogičnega zaključka, da je bolj zadolženo podjetje manj tvegano oziroma da so pričakovani donosi nižji, kot pa če podjetje dolga sploh nima.

Običajni izračuni koeficienta WACC-a namreč zanemarjajo stroške finančne negotovosti v primeru višje zadolženosti in s tem podcenjujejo stopnjo WACC-a v visoko zadolženih podjetjih. Pratt in Grabowski (2010, str. 375) navajata, da s povečanjem deleža dolga v kapitalski strukturi standardno uporabljene formule za izračun bete kapitalskega donosa praviloma podcenijo donos (obrestno mero) lastniškega kapitala pri visoki zadolžitvi. Predvsem pa uporabljeni stroški dolžniškega kapitala ne sledijo dejanskim stroškom (višanjem obrestne mere) dolga ob povečevanju njegovega deleža v kapitalski strukturi.

Pri izračunu koeficienta WACC-a bi torej morali v primeru višje zadolženosti podjetja upoštevati višje obrestne mere za dolžniški kapital in jih s časom prilagoditi finančnemu vzvodu podjetja. Slednje je obravnavano že v *poglavju 3.2.1.1.1. Strošek dolgov*, kjer je opisano, da Damodaran za izračun pribitka za kreditno tveganje uporabi sintetično oceno na podlagi obrestnega pokritja ocenjevanega podjetja.

Predpostavimo, da pripadajo deležu dolga v financiranju sredstev bonitetne ocene ter pribitki za kreditno tveganje kot jih prikazuje *Tabela 3*.

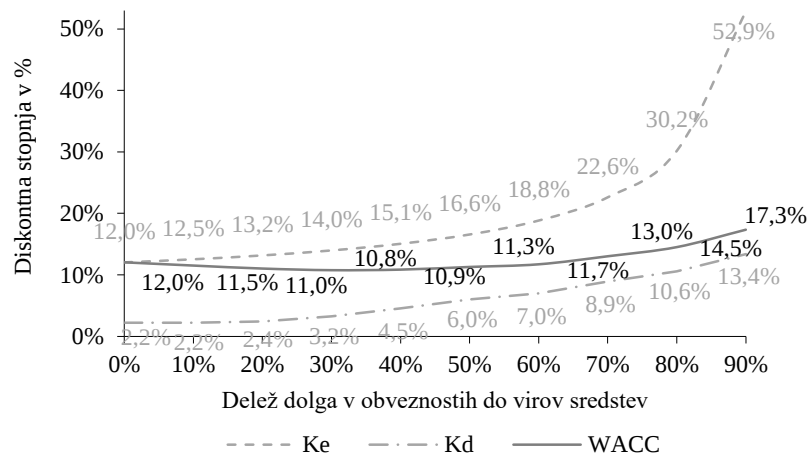
Tabela 3: Izračun pribitka za kreditno tveganje ob uporabi sintetične ocene na podlagi obrestnega pokritja

Delež dolga v celotnih sredstvih	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Bonitetna ocena*	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aa2/AA	Baa2/BBB	Ba2/BB	B2/B	B3/B-	Caa/CCC	Ca2/CC	C2/C
Pribitek za kreditno tveganje	0,8%	0,8%	1,0%	2,0%	3,6%	5,4%	6,6%	9,0%	11,1%	14,5%

Vir: Damodaran (2019a).

Razvidno iz *Slike 13* v območju nižje zadolženosti podjetja, kljub manjši rasti stroška lastniškega kapitala, WACC postopno upada zaradi večjega vpliva nižjih stroškov dolga. Po predstavljenem primeru povprečni strošek kapitala ob 50-% zadolženosti upade na 10,9 % glede na 12 % v primeru, da je podjetje financirano samo s kapitalom. To sledi usmeritvi, da podjetje išče optimalno strukturo financiranja s povečevanjem dolga, dokler stroški finančne negotovosti ne začnejo presegati pozitivnih učinkov nižje obrestne mere od pričakovanega donosa na kapital.

Slika 13: Gibanje K_e , K_d in WACC-a ob povečanju zadolženosti ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje



Vir: Lastno delo.

Skozi povečanje višine dolga v strukturi celotnih obveznosti do virov sredstev se pri uporabi sintetične ocene začne povečevati tudi strošek dolžniškega kapitala. Slednje se namreč v tradicionalnem pristopu običajno zanemarja. Visok finančni vzvod namreč povečuje obrestne mere na posojila, saj posojilodajalci med svoje stroške vključijo finančna tveganja. Uporaba sintetične ocene v izračunu stroška dolga ne znižuje WACC-a, kot je to značilno za tradicionalni izračun WACC-a, prikazanega na Sliki 12.

Pri izračunavanju WACC-a je torej treba upoštevati višji strošek dolžniškega kapitala oziroma višjo obrestno mero, v kolikor ima obravnavano podjetje močen finančni vzvod. Pri tem lahko donos tako lastniškega kot dolžniškega kapitala v obravnavanem obdobju tudi spreminjamo glede na stopnjo zadolženosti podjetja. Vsekakor mora višji delež dolžniškega financiranja vplivati tudi na višje stroške investiranega kapitala, torej na višjo diskontno stopnjo za izračun vrednosti podjetja.

4.3.2 Uporaba diskontnih stopenj pri izračunu sedanje vrednosti terjatev v insolventnem postopku v tujini

Pregled dosegljive literature ter zakonodaje je pokazal, da v tujini opredelitev ocenjevanja realne vrednosti poplačila upnikov v insolventnem postopku v tujini ne obstaja. Poplačila oziroma metode za izračun sedanje vrednosti terjatev oziroma poplačila upnikov ne opredeljujejo nobeni mednarodni standardi računovodskega poročanja – MSRP, računovodski standardi v ZDA – US GAAP ali mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti – MSOV. Vsi naštetni standardi le določajo, da je treba v insolventnem postopku določiti obseg poplačila, metoda izračuna pa je prepuščena ocenjevalcem in na koncu upnikom in

dolžniku, da ocenijo realno vrednost poplačila ter se odločijo za najugodnejši način finančnega prestrukturiranja družbe.

V ameriški zakonodaji ureja prisilno poravnavo Chapter 11. Slednji v 1123. členu opredeljuje vsebino plana reorganizacije. Med navedenimi določili ni opredelitev ali omejitev, ki bi predlagatelje obvezovale na določeno obliko ali višino poplačila. Dolžnik lahko predlaga kakršen koli načrt reorganizacije poslovanja in način poplačila upnikov, za katerega ocenjuje, da je izvedljiv. Potrditev prisilne poravnave predstavlja upnikovo strinjanje s predlaganim načrtom reorganizacije. V kolikor ga upniki zavrnejo, sledi stečaj družbe. Upniki lahko tudi predlagajo alternativni načrt prestrukturiranja družbe, ki je potem predmet potrjevanja. Omejitve ali formaliziran način ocenjevanja ustreznosti plana reorganizacije ne obstajajo, temveč samo potrditev ali zavrnitev. Naloga sodišča v postopku je, da preveri, ali je načrt izvedljiv, pripravljen v dobri veri in ali so načrt in predlagatelji načrta v skladu z zakonom.

Določila slovenske zakonodaje ter standardov s področja insolventnosti so torej v tem smislu dokaj unikatni in temeljijo na doktrini ocenjevanja vrednosti podjetij ter izkušenj in prakse, izoblikovane v postopkih prisilne poravnave. Z izdajo razlage ter napotkov v obliki SPS 5 so predlagatelji zakona in standardov ocenili, da je pri ocenjevanju in pripravi prisilne poravnave smiselna višja stopnja determiniranosti. Vsekakor obstaja težnja k večjemu poenotenju, zmanjšanju zlorab ter lažji presoji in primerljivosti predstavljenih predlogov ter tudi Poročila pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetja.

4.3.3 Uporaba WACC-a pri izračunu sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave

Povprečni tehtani strošek kapitala najpogosteje uporabljamo kot diskontno stopnjo pri izračunu vrednosti podjetij na osnovi diskontiranega denarnega toka. SPS 5 napotuje na uporabo tako izračunane diskontne stopnje tudi za oceno sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave.

V skladu s 40. točko SPS 5 mora ocenjevalec vrednosti pri izračunu sedanje vrednosti poplačila terjatev upoštevati diskontno mero, ki odraža WACC, ki ga opredeli ob uporabi metodologij in postopkov, običajnih v praksi ocenjevanja vrednosti podjetij. Pri tem standard zapoveduje naslednje spremembe:

- Ocena stroška dolga mora izhajati iz obrestnih mer, za katere je mogoče pričakovati, da bi jih posojilodajalci zaračunali pri odobritvi posojila dolžniku med trajanjem postopka prisilne poravnave. V kolikor teh ni mogoče ugotoviti z zadostno zanesljivostjo, se lahko kot alternativo uporabi tehtano povprečje obrestnih mer, ki so jih posojilodajalci upravičeni zaračunati dolžniku na podlagi pogodb, ki urejajo dolžniško financiranje dolžnika, veljavnih na bilančni presečni datum.

- Ocena razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem izhaja iz ciljnega knjigovodskega razmerja, predvidenega ob zaključku prisilne poravnave, kot je to izkazano v projekciji bilance stanja dolžnika.

Izračun sedanje vrednosti terjatev na bilančni presečni dan je po vsebini nekaj drugega kot vrednost podjetja. Izračun vrednosti podjetja na osnovi sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov je sicer samo matematični seštevek sedanje vrednosti vseh pričakovanih prilivov za lastnika in to tudi determinira vrednost tega podjetja in/ali teh prilivov, vseeno pa uporabljena diskontna stopnja poskuša zaobjeti tako tržno ceno celotnega investiranega kapitala kot tudi tveganja, ki jim je podjetje izpostavljeno. Pri tem gre za tveganja v povezavi z verjetnostjo realizacije pričakovanih tokov, tveganja sprememb pričakovanih donosov ter tveganja, izvirajoča iz kapitalske strukture financiranja. Splošno uveljavljena in sprejeta metodologija izračuna WACC-a naj bi zajela vsa ta tveganja in zagotovila ustrezno sedanjo vrednost načrtovanih denarnih tokov in s tem vrednost podjetja.

Izračun sedanje vrednosti terjatev za poplačilo upnikov v postopku prisilne poravnave zajema nekoliko drugačna tveganja, predvsem pa gre v tem primeru samo za poplačilo obveznosti, ki jih ima podjetje v prisilni poravnavi do svojih upnikov, torej za obveznosti, ki imajo značaj dolga in kjer kapitalsko financiranje ni prisotno.

Zaradi teh razlik je uporaba WACC-a, izračunanega po običajni praksi ocenjevanja vrednosti podjetij, lahko vprašljiva. Dodatne omejitve so tudi v prejšnjih poglavjih opisane dileme glede uporabe WACC-a v primerih večjega finančnega vzvoda, kar je običajno situacija v postopkih prisilne poravnave. Zaradi teh dilem bom na konkretnem primeru preveril ustreznost uporabe metode izračuna diskontne stopnje za izračun vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave ter predlagal alternativne možnosti.

Ocena višine poplačila temelji na izračunu sedanje vrednosti terjatev s smiselno uporabo diskontne stopnje WACC-a. V naslednjih poglavjih bom preveril upravičenost uporabe te metode in pri tem analiziral podjetje, ki je v letu 2017 začelo s postopkom prisilne poravnave. V načrtu finančne reorganizacije je ocenjevalec vrednosti podjetij uporabil predpisane metode SPS 5. Z analizo rezultatov bom preveril ustreznost in primernost prikazanih izračunov.

Kot primer sem uporabil družbo Reflex d. o. o., Gornja Radgona, za katero sem ocenil, da nazorno prikazuje dileme glede uporabe diskontnih stopenj. Čeprav je podrobneje prikazan primer samo ene družbe, so ugotovljene dileme značilne za kateri koli primer. Družba je izbrana popolnoma naključno, brez kakih notranjih informacij. Podatki so v celoti povzeti po javno objavljenih bilancah in poročilih o insolvenčnih postopkih na Agenciji Republike Slovenije za javnopravne Evidence in Storitve (AJPES).

5 IZRAČUN POPLAČILA NAVADNIH TERJATEV V POSTOPKU PRISILNE PORAVNAVE KONKRETNEGA PODJETJA

V poglavju je predstavljena družba Reflex d.o.o. nad katero je sodišče potrdilo prisilno poravnavo v aprilu 2017. Prikazana je vsebina NFP-ja ter poročila pooblaščenega ocenjevalca vrednosti. Izračun diskontne stopnje v poročilu je analiziran na podlagi šestih scenarijev, ki se med seboj razlikujejo glede na uporabljene predpostavke izračuna diskontne stopnje. Pridobljene diskontne stopnje so uporabljene za izračun vrednosti izbranega podjetja. Spremenljiva diskontna stopnja WACC je uporabljena tudi pri določitvi ocene poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave. Na podlagi ugotovitev prejšnjih poglavij in rezultata analize je predlagan alternativni način določanja sedanje vrednosti terjatev.

Družba Reflex d. o. o. ponuja oplemeniten in predelano ploščato steklo. Njeni produkti zajemajo izolacijsko steklo, ki ponuja toplotno, sončno, zvočno in varnostno zaščito, varnostna termična in lepljena stekla, stekleno strukturno zasteklitev in aluminijaste profile ter fasade. Proizvodna obrata se nahajata v Gornji Radgoni in Poljčanah. V obdobju 2006–2016 so z največ 358 zaposlenimi realizirali prek 30 milijonov EUR prihodkov. Zaradi vpliva finančne krize ter nekaterimi slabimi projekti so zašli v nelikvidnost in poslovne težave ter aprila 2017 na predlog NLB začeli s postopkom prisilne poravnave. Zgodovino družbe Reflex d. o. o. prikazuje *Slika 14*.

Slika 14: Zgodovina družbe Reflex d. o. o.



Prirejeno po Reflex d. o. o. (2016, 2017a, 2017b, 2018).

5.1 Poslovanje družbe v zadnjih letih in uvedba postopka prisilne poravnave

Svetovna finančna kriza leta 2007 je z nekolikošnim zamikom močno okrnila višino investicij tudi v Sloveniji. Zaradi nižjih investicij so bila v Slovenij najbolj pod udarom podjetja, katerih poslovanje se je nanašalo na gradbeni sektor. Čeprav družba Reflex deluje v gradbenem sektorju, so tudi po finančni krizi poslovali solidno. Višina prihodkov je od doseženih 36 milijonov EUR v letu 2008 zaradi vpliva finančne kriza upadla za približno 7 milijonov EUR, dosežena EBITDA marža pa se je v obdobju 2008–2014 gibala v razponu med 8,41 % in 10,11 %. V tem obdobju je družba plačevala visoke obresti na dolg v višini od 6 do 8 % na leto, zaradi česar je bil dobiček ves čas minimalen. Poslovanje je bilo pozitivno, vendar so pomemben del rezultata ustvarjali tudi prek povečanih terjatev, zlasti zaradi slabše plačilne discipline pri ključnih kupcih hčerinskih družb v tujini. Kljub stabilnemu poslovanju na ravni prihodkov in doseženemu EBITDA-ju se je število dni plačila terjatev povečalo z 97,6 v letu 2007 na 149,4 v letu 2013. Jeseni 2016 je družba z banko NLB sklenila dogovor o prestrukturiranju posojil ter dodatni zadolžitvi za poravnavo obveznosti do FURS-a, poplačilo posojil ter financiranje obratnih sredstev. Dodatno so bile izvedene slabitve nelikvidnih terjatev do povezanih tujih družb v višini 4,5 milijona EUR.

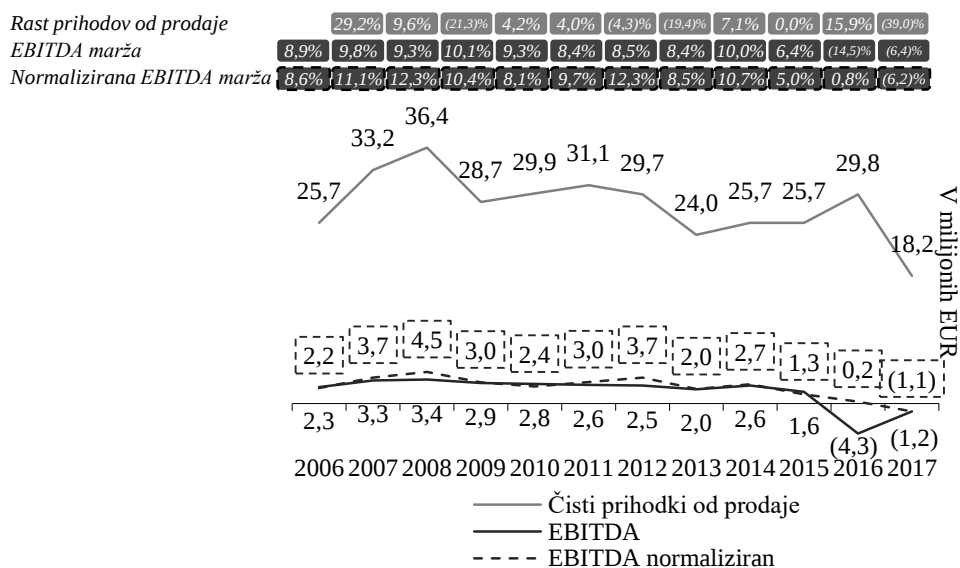
Mrzla zima 2016–2017 je botrovala zamiku del ter projektov v pomlad ter upadu naročil s strani ključnih kupcev. Dodatno je družba v letu 2016 zaključila večji projekt z ustvarjeno izgubo. Zaradi omenjenih težav se je kljub dodatnim virom financiranja družba soočala z likvidnostnimi težavami, bila je nezmožna nabavljati repromaterial ter zaradi karakteristik sklepanja poslov v gradbenem sektorju, ki so pogojena s stabilno bonitetno oceno ter zmožnostjo pridobitve bančnih garancij, nezmožna sprejemati večje projekte in naročila. Posledično je obseg prihodkov z 29,7 milijona EUR, ustvarjenih v letu 2016, padel na 18,1 milijona EUR v letu 2017. Družba ni bila več zmožna izpolnjevati obveznosti, sklenjenih v dogovoru o prestrukturiranju letu 2016, zato je banka NLB predčasno odpoklicala sklenjene kreditne pogodbe in dne 31. 3. 2017 na sodišče vložila predlog za začetek upniške prisilne poravnave po 221.j členu ZFPPIPP (Reflex d. o. o., 2017a, str. 3).

Okrožno sodišče v Murski Soboti je dne 7. 4. 2017 izdalo sklep o začetku postopka prisilne poravnave pod številko St 1140/2017-11. Dne 21. 4. 2017 je sodišče sprejelo sklep o razrešitvi dotedanjih direktorjev in prokuristov, ki so bili člani družine lastnikov, ter imenovalo novega direktorja, predlaganega s strani NLB.

Ključni podatki poslovanja do leta 2016 so prikazani v Prilogi 2 ter na *Sliki 15*. Iz nje je razviden postopen upad obsega poslovanja ter tudi doseženih rezultatov. S polno temnejšo črto je prikazan objavljen bilančni podatek o EBITDA-ju, prekinjena črta se nanaša na normaliziran EBITDA, očiščen za vse enkratne in neponovljive dogodke oziroma dogodke, ki niso povezani z osnovno dejavnostjo podjetja. Polna črta prikazuje rezultate brez izrednega odpisa terjatev. Dodano je tudi poslovanje leta 2017, po uvedbi prisilne poravnave. Tudi za ta čas je razvidno nadaljnje poslabševanje rezultatov, družba pa v letu 2017 tudi iz

rednega poslovanja, očiščenega za vse enkratne dogodke, ni več ustvarila pozitivnega EBITDA-ja.

Slika 15: Poslovanje družbe Reflex d. o. o. v obdobju 2006–2017



Prirejeno po podatkovni bazi Gvin in Reflex d. o. o. (2016, 2017b, 2018).

Novo vodstvo, postavljeno s strani največjega upnika, banke NLB, je ocenilo, da ima družba dolgoročne možnosti za nadaljnjo rast ter ustvarjanje pozitivnih denarnih tokov. S strani novega vodstva je bil pripravljen NFP, banka NLB pa je za potrditev realnosti načrta družbo podprla z novim posojilom za lažje obvladovanje tekočega poslovanja.

5.2 Načrt finančnega prestrukturiranja družbe

Poleg obveznih sestavin, ki jih zapoveduje 145. člen ZFPPIPP, je eden poglavitnih delov NFP-ja način poplačila obveznosti družbe po prisilni poravnavi. Tega prikazuje *Tabela 4*, ki vključuje bilanco stanja z dne 31. 12. 2016, kar je presečni datum za pripravo NFP. Na presečni datum je imela družba 17,2 milijona EUR premoženja, največ v osnovnih sredstvih, zalogah in terjatvah. Obveznosti so znašale 16,5 milijona EUR. V tabeli so obveznosti razdeljene po vrstah upnikov glede na predlagan način poplačila (Reflex d. o. o., 2017a, str. 22–24):

- Nezavarovane obveznosti v višini 5,24 milijona EUR za katere, kot samostojni razred upnikov, NFP predvideva poplačilo v višini 50 % v 10 enakih letnih obrokih po 1,5-letnem moratoriju in predvideno obrestno mero 0 %; upniki imajo možnost konverzije terjatev v kapital v razmerju 1 : 1.
- Obveznosti z ločitveno pravico, ki so zavarovane s hipoteko na nepremičninah ali strojih, znašajo 9 milijonov EUR. Predvideno je poplačilo v celoti v 120 mesečnih obrokih in z moratorijem 1 leto po obrestni meri EURIBOR + 2,5 % (velja za posojili, izdani s strani

bank NLB in Addiko v višini 8,3 milijona EUR) oziroma poplačilo v celoti v 72 mesečnih obrokih brez moratorija ter obrestni meri EURIBOR + 2,5 % (velja za posojilo Steiermärkische Bank v višini 0,6 milijona EUR).

- Obveznosti z izločitveno pravico znašajo 0,6 milijona EUR (nanje prisilna poravnava ne bo učinkovala).
- Prednostne obveznosti se v skladu z 151. členom nanašajo na plače in prispevke zaposlenih za zadnje 3 mesece pred začetkom prisilne poravnave. Dne 31. 12. 2016 so znašale 1 milijon EUR (nanje prisilna poravnava ne bo učinkovala).
- Podrejene terjatve se nanašajo na posojila po 498. členu ZFPPIPP. NFP zanje, ob potrjeni prisilni poravnavi, predvideva konverzijo v osnovni kapital družbe.

Tabela 4: Bilanca stanja družbe in predlog poplačila obveznosti v prisilni poravnavi

v EUR'000	31.12.16
Sredstva	
Osnovna sredstva	9.581
Zaloge	2.352
Terjatve	5.006
Denar in denarni ustrezniki	211
Skupaj sredstva	17.149
Obveznosti do virov sredstev	
Kapital	165
Rezervacije	451
Obveznosti, ki so predmet prisilne poravnave	Predlog poplačila:
Navadne obveznosti	5.241 Odpis 50%, poplačilo v 10 letnih obrokih po 1,5 leta moratorija brez obresti
Navadne obveznosti - pobot	469 Pobot
Obveznosti z ločitveno pravico	8.884 Plačilo 100%, poplačilo v 11 oz. 6 letih, obresti EURIBOR +2,5% pa
Obveznosti z izločitveno pravico	577 Nanje prisilna poravnava ne učinkuje
Prednostne obveznosti	1.037 Nanje prisilna poravnava ne učinkuje
Podrejene obveznosti	168 Konverzija v kapital
Skupaj obveznosti, ki so predmet prisilne	16.376
Ostalo - razlika	157
Skupaj obveznosti do virov sredstev	17.149

Vir: Reflex d. o. o. (2017a, str. 22).

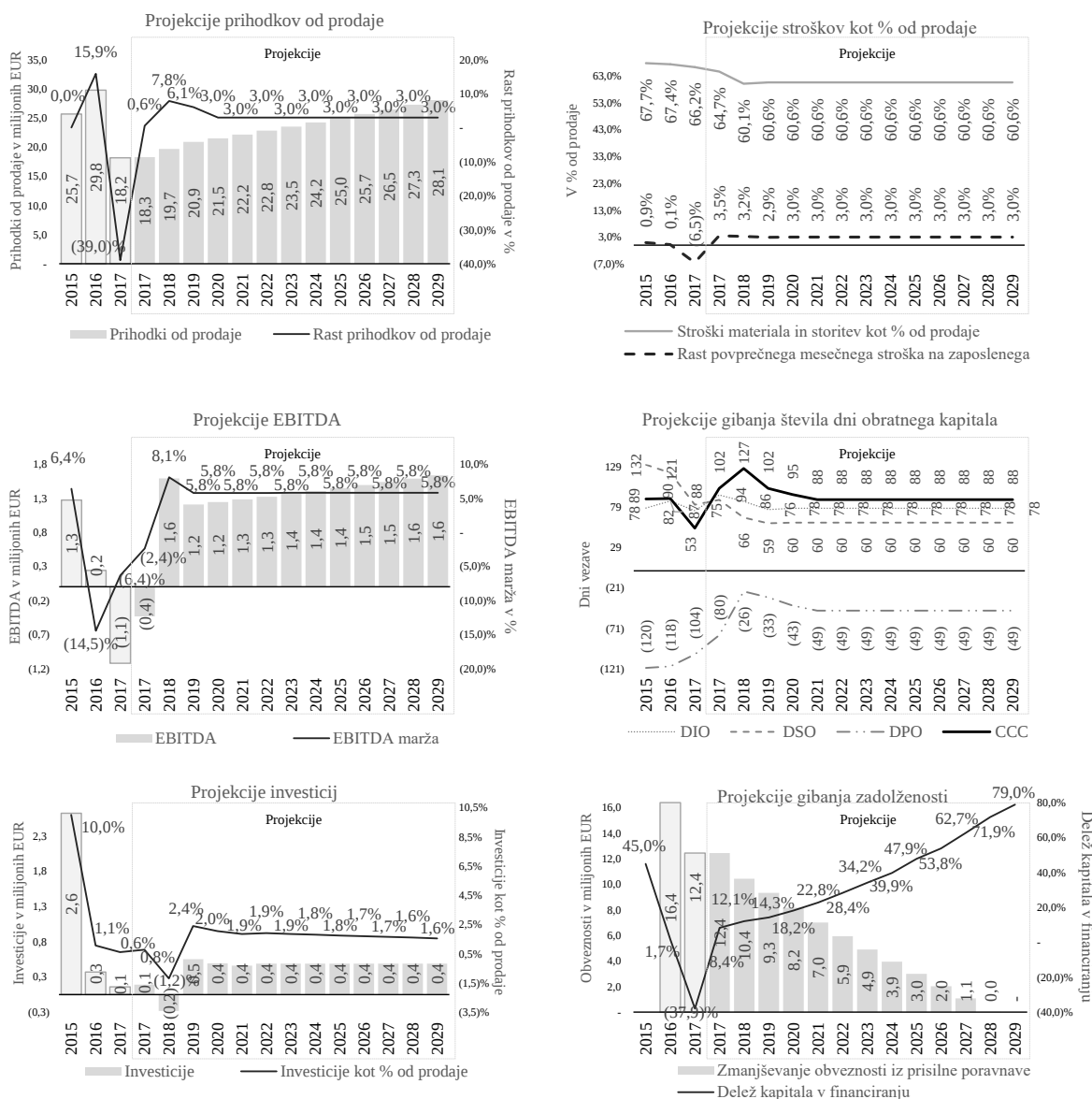
Po predlogu NFP je bil sprejet tudi sklep o poenostavljenem zmanjšanju osnovnega kapitala, in sicer se je osnovni kapital v višini 2,1 milijona EUR zmanjšal za pokrivanje preostale nepokrite izgube v višini 1,8 milijona EUR, medtem ko se je razlika v višini 0,3 milijona EUR prenesla v kapitalske rezerve. S tem se je celotni delež lastništva družbenikov, izkazan dne 31. 12. 2016, razveljavil, kapital pa povečal s stvarnimi vložki, in sicer s terjatvami navadnih in zavarovanih upnikov v višini 375 tisoč EUR.

Na osnovi navedenih izhodišč ter ocene o perspektivnosti poslovanja družbe so bile v NFP vključene projekcije poslovanja družbe. Po predvidevanjih posloводства naj bi družba ob rasti prodaje že v prvem letu zaključka prisilne poravnave, tj. leta 2018, ponovno ustvarila prek milijon EUR pozitivnega denarnega toka ter dobiček, ki bi se v načrtovanem obdobju desetih letih (do 2029) povzpел na okoli 1 milijon EUR.

Po potrjeni predlagani prisilni poravnavi je višina osnovnega kapitala znašala 1,2 milijona EUR. Na raven osnovnega kapitala sta vplivala odpis navadnih obveznosti v višini 2,5 milijona EUR in povečanja kapitala s konverzijo navadnih ter podrejenih obveznosti v kapital. Razlika je bila namenjena pokritju predvidenega negativnega rezultata v letu 2017. Ob povečanju kapitala je družba novo obdobje poslovanja začela tudi z 12,4 milijona EUR obveznosti iz naslova prisilne poravnave, katere naj bi v skladu z NFP poravnali do leta 2029. Načrtovano uspešno poslovanje ob relativno nizkih investicijah v višini 438 tisoč EUR letno bi do leta 2029 izboljšalo kapitalsko strukturo z začetnih 8 % kapitala v virih financiranja na 79 %.

Podrobnejše projekcije poslovanja prikazane v NFP ter potrjene v Poročilu ocenjevalca vrednosti podjetij so navedene v *Prilogi 3. Na Sliki 16* so prikazani ključni kazalniki preteklega poslovanja ter projekcij predvidenih v NFP za obdobje 2015-2029.

Slika 16: Ključni podatki projekcij poslovanja družbe Reflex po NFP



Prilagojeno po Reflex d. o. o. (2016, 2017b) in Reflex d. o. o. (2017a, str. 28–35).

5.3 Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij

Po Poročilu pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v skladu s 146. členom ZFPPIPP za družbo Reflex d. o. o., pripravljenega v septembru 2017, (v nadaljevanju Poročilo) je družba sposobna ustvariti predvidene prihodke iz prodaje ter izpolniti obveznosti v skladu s predlagano prisilno poravnavo (str. 117). Poleg pritrdilnega mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij pri Slovenskem inštitutu za revizijo, da bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo ta postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, mora Poročilo vsebovati tudi oceno, da bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave zagotovljeni ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek.

S tem namenom je ocenjevalec na presečni dan 31. 12. 2016 izračunal sedanjo vrednost poplačila navadnih terjatev v skupni nominalni vrednosti 2.470 tisoč EUR (50 % od skupaj prijavljenih navadnih terjatev v višini 5.241 tisoč EUR). Nato je to sedanjo vrednost primerjal z oceno poplačila navadnih upnikov v primeru uvedbe stečaja. V primeru stečaja bi bilo poplačilo navadnih upnikov 13,8 % od višine prijavljenih terjatev, ocenjevalec pa je moral preveriti, ali bo diskontirana vrednost terjatev navadnih upnikov višja od tega odstotka.

5.3.1 Izračun diskontne stopnje

Kot sem že omenil v *poglavjih 2.2.2 in 4.3.2*, SPS 5 v točki 40 za izračun sedanje vrednosti odlivov za poplačilo terjatev upnikov v postopku prisilne poravnave napeljuje na WACC. Pri izračunu se kot strošek dolga upoštevajo obrestne mere, ki jih je mogoče pričakovati za posojila v času trajanja postopka prisilne poravnave. V kolikor teh ni mogoče ugotoviti, lahko ocenjevalec uporabi tehtano povprečje obrestnih mer, ki so jih posojilodajalci upravičeni zaračunavati dolžniku na podlagi pogodb, ki urejajo dolžniško financiranje dolžnika na presečni datum. Kot razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem se uporabi ciljno knjigovodsko razmerje, predvideno ob zaključku prisilne poravnave, izhajajoče iz projekcij računovodskih izkazov (Slovenski poslovnofinančni standard 5 (SPS 5), točka 40, Ur. l. RS, št. 106/13)

V konkretnem primeru je ocenjevalec izračunal WACC v skladu z metodologijo, opisano v *poglavju 3.3.1.1*. WACC za izračun sedanje vrednosti navadnih terjatev iz prisilne poravnave družbe Reflex znaša **10,34 %**. Enak WACC naj bi se uporabil tudi za ocenjevanje vrednosti družbe.

Pri izračunu K_e je ocenjevalec uporabil naslednje predpostavke (Leskovšek, 2017, str. 127-130):

- $R_f = 1,55 \%$

- Donosnost do dospelja slovenske državne obveznice z zapadlostjo 3. 3. 2032
- $RP_m = 5,5\%$
- Publikacija Duff&Phelps LLC, marec 2016
- $\beta_{\text{nezadolžena}} = 0,92$
- Sektorja Homebuilding (85 %) in Household products (15 %) po Damodaranu, januar 2016
- $\beta_{\text{zadolžena}} = 1,11$
- Za izračun $\beta_{\text{zadolžena}}$ je nezadolžena β prilagojena za ciljno D/E v višini 26,01 %
- $RP_s = 3,58\%$
- Ibbotson SBBI 2016 Edition Yb
- $RP_u = 1\%$
- Specifično tveganje v povezavi z izpeljavo načrta finančne reorganizacije.

Z izpeljavo modela CAPM je ocenjevalec izračunal K_e dne 31. 12. 2016 v višini **12,25 %**.

Za izračun K_d je ocenjevalec upošteval obrestno mero za dolžniške vire financiranja v višini 3,7 %. Ob tem je ocenjevalec podal razlago, da je bila obrestna mera izbrana zaradi načela previdnosti. Uporabljena davčna stopnja na dobiček pred davki znaša 19 %. Dne 31. 12. 2029 je ocenjeni delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu 79,4 %.

Postopek izračuna WACC-a je prikazan v *Tabeli 5*.

Tabela 5: Izračun WACC-a za družbo Reflex v Poročilu

Delež dolga v celotnih virih financiranja	20,64%
<i>Izračun $K_e = R_f + \beta_l \times RP_m + RP_s$</i>	
R_f	1,55%
β_u	0,92
t	19,00%
D/E	26,01%
$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t) * D/E)$	1,11
RP_m	5,50%
RP_s	3,58%
RP_u	1,00%
K_e	12,25%
<i>Izračun $K_d = (R_f + \text{Default risk}) * (1-t)$</i>	
$(R_f + \text{Default risk})$	3,70%
K_d	3,00%
$WACC = K_e * (E/(D+E)) + K_d (D/(D+E))$	10,34%

Prirejeno po Leskovšek (2017, str. 128–130).

5.3.1.1 Senzitivnost uporabljenih predpostavk pri določitvi WACC-a

Vsekakor imajo izbrani vhodni podatki izračuna vse ustrezne utemeljitve ali v mednarodnih bazah ali gibanjih na finančnem trgu. Velja pa tudi, da bi marsikateri vhodni podatek lahko določili drugače in tudi to izbiro utemeljili brez večjih težav. V *Tabeli 6* so zato prikazani 4

različni scenariji, ki imajo spremenjene različne predpostavke, za katere lahko ocenjevalec ponudi utemeljeno razlago. Ob spremembi ene predpostavke sem se držal načela *ceteris paribus*, razen pri Scenariju 2 in izračunu β z zadolženostjo. Spremembe predpostavk vodijo do gibanja izračunanega WACC-a od 7,16 do 11,54 %.

Tabela 6: Izračun WACC-a v Poročilu in s spremembami posameznih predpostavk po scenarijih

	Poročilo	Scenarij 1	Scenarij 2	Scenarij 3	Scenarij 4
Delež dolga v celotnih virih financiranja	20,64%	98,26%	20,64%	20,64%	20,64%
<i>Izračun $Ke = Rf + \beta l \times R_{Pm} + R_{Ps}$</i>					
Rf	1,55%	1,55%	2,50%	1,55%	1,55%
β_u	0,92	0,92	0,92	0,92	1,13
t	19,00%	19,00%	19,00%	9,50%	19,00%
D/E	26,01%	5654,33%	26,01%	26,01%	26,01%
$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t) * D/E)$	1,11	43,01	1,11	1,14	1,37
R_{Pm}	5,50%	5,50%	6,00%	5,50%	5,50%
R_{Ps}	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
R_{pu}	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Ke	12,25%	242,68%	13,76%	12,37%	13,65%
<i>Izračun $Kd = (Rf + Default risk) * (1-t)$</i>					
$(Rf + Default risk)$	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Kd	3,00%	3,00%	3,00%	3,35%	3,00%
$WACC = Ke * (E/(D+E)) + Kd (D/(D+E))$	10,34%	7,16%	11,54%	10,51%	11,45%

Prirejeno po Leskovšek (2017, str. 128–130).

V Scenariju 1 sem upošteval kapitalsko razmerje, ki ga ima družba na presečni dan prisilne poravnave. Kot je razvidno na *Sliki 16*, ima družba na začetku dokaj kritično strukturo financiranja, in sicer samo 1,7 % kapitala, ostalo pa predstavljajo finančne obveznosti predvsem iz prisilne poravnave. SPS 5 sicer napotuje na uporabo kapitalskega razmerja ob koncu prisilne poravnave, a tak visok finančni vzvod vsekakor predstavlja precejšnja tveganja za realizacijo načrtovanega prestrukturiranja družbe. Lahko bi tudi zagovarjali, da se ta tveganja vključijo v izračun koeficienta WACC. Tu pa se pokažejo omejitve standardnega pristopa k izračunavanju WACC-a pri upoštevanju konstantnega donosa dolžniškega kapitala skozi celotno obravnavano obdobje ne glede na spreminjajočo se kapitalsko strukturo, kar je bilo predstavljeno v *poglavju 4.1.1*. V skladu z veljavno metodologijo znaša WACC ob predpostavki Scenarija 1 7,16 %.

V Scenariju 2 je predvidena višja stopnje netveganega kapitala in dolžniškega financiranja. V primerjavi z gibanjem tržnih obrestnih mer ter cene dolžniškega financiranja povprečja zadnjih 30 let so le-te na rekordno nizkih ravneh. Ker se obravnavane projekcije raztezajo do leta 2029, torej v obdobju 12 let, je izbor nizkih stopenj vprašljiv, saj večina ekonomistov ter vodij podjetij pričakuje, da se bodo stroški financiranja v prihodnjih letih povišali. Pri diskontiranju daljšega obdobja je v izračunu smiselno upoštevati stopnje, za katero lahko ocenimo, da bodo veljale celotno obdobje. V kolikor upoštevamo povprečje stopenj

netveganega kapitala in dolžniškega financiranja zadnjih 30 let znaša WACC ob predpostavkah Scenarija 2 11,54 %.

V Scenariju 3 sem uporabil mediano efektivne davčne stopnje na dobiček pravnih oseb, kot je zajeta v projekcijah poslovanja družbe Reflex. Kot je razvidno iz Priloge 2 znaša mediana uporabljene efektivne davčne stopnje 9,5 %. Ta je nižja od upoštevane v višini 19 % zaradi pravilne obravnave ustvarjenih izgub v preteklih obdobjih ter načrtovanih investicijskih olajšav. V Scenariju 3 znaša WACC 10,51 %. Sprememba efektivne davčne stopnje nima večjega vpliva na izračun WACC-a.

V Scenariju 4 je namesto izbrane nezadolžene bete v Poročilu v višini 0,92, ki se nanaša na sektorja gradnja hiš (angl. Homebuilding) in produkti za gospodinjstva (angl. Household Products), uporabljena nezadolžena beta, ki se nanaša na povprečje panog gradbena oprema (angl. Construction Supplies), gradnja hiš in materiali za gradnjo (angl. Building Materials) in znaša 1,13. V obeh primerih je vir Damodaran z dne 31. 12. 2016 (Damodaran, Levered and Unlevered Betas by Industry, 1/17 Europe, 2019c). V Scenariju 4, ob višji upoštevani nezadolženi beti, znaša WACC 11,45 %.

Dodatno je v Tabeli 7 prikazan še izračun po Scenariju 5, ki se v skladu z ugotovitvijo v poglavju 4.1.1, da je v primerih, ko ocenjevalec ocenjuje podjetja, katerim se v načrtovanem obdobju spreminja višina zadolženosti, smiselna uporaba WACC-a s spreminjajočimi se utežmi glede na dejansko stanje zadolženosti v posameznem letu ter z uporabo sintetične ocene za pribitek kreditnega tveganja. Za določitev pribitka za kreditno tveganje je v Scenariju 5 uporabljen kazalnik obrestnega pokritje.

Tabela 7: Izračun WACC-a po Scenariju 5 ob upoštevanju uteži glede na dejansko gibanje zadolženosti in ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<i>Izračun $Ke = Rf + \beta I \times R_{Pm} + R_{Ps}$</i>													
<i>Rf</i>	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
<i>βu</i>	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
<i>t</i>	-	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	19,00%	19,00%
<i>D/E</i>	1087,8%	724,8%	599,8%	449,8%	337,8%	251,9%	192,1%	150,9%	108,8%	85,8%	59,4%	39,0%	26,6%
<i>$\beta I = \beta u (1 + (1-t) * D/E)$</i>	10,9	6,9	5,9	4,7	3,7	3,0	2,5	2,2	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1
<i>R_{Pm}</i>	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<i>R_{Ps}</i>	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
<i>R_{pu}</i>	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<i>Ke</i>	66,2%	44,3%	38,6%	31,8%	26,6%	22,7%	20,0%	18,1%	16,2%	15,1%	13,9%	12,8%	12,3%
<i>Izračun $Kd = (Rf + Default risk) * (1-t)$</i>													
<i>Bonitetna ocena</i>	D2/D	A2/A	A2/A	A1/A+	Aa2/AA	Aa2/AA	Aa2/AA	Aa2/AA	Aa2/AA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA
<i>Pribitek za kreditno tveganje</i>	19,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
<i>Kd</i>	20,9%	2,7%	2,7%	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,1%	2,1%	1,9%	1,9%
<i>WACC = $Ke * (E/(D+E)) + Kd (D/(D+E))$</i>	24,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,1%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%	9,5%	9,7%	10,1%

Prirejeno po Leskovšek (2017, str. 128–130).

V Scenariju 5 je za izračun WACC-a aplicirana dejanska zadolženosti podjetja v posameznem letu, ki vpliva na uporabljeni uteži lastniškega in dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu in na izračun bete z zadolženostjo. Prav tako je apliciran pribitek za kreditno tveganje glede na dejansko obrestno pokritje družbe. Kot je razvidno iz Tabele 7 se

v Scenariju 5 WACC giblje od 27,4 % v letu 2017 do 10,1 % v letu 2029, medtem ko v vmesnem obdobju doseže minimum 7,7 %.

Pri izračunu WACC-a glede na dejansko gibanje zadolženosti in ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje je iz *Tabele 7* razvidno, da predlagana metoda s strani Damodarana (2010, str. 208–210) – da se za dodeljeno bonitetno oceno, ki določa višino pribitka za kreditno tveganje uporabi **kazalnik obrestnega pokritja pri dodelitvi diskontne stopnje podjetja v postopku prestrukturiranja – zataji**. Predvsem je to očitno pri padcu pribitka za kreditno tveganje v letu 2018, ko z 19,4 %, dodeljenega v letu 2017, pade za 18 o.t. v enem letu, kar je posledica dogovorjenih izjemno nizkih obrestnih mer v postopku prisilne poravnave, ki omogočijo insolventnemu dolžniku dolgoročno prestrukturiranje, ne odražajo pa razmer na trgu.

Bonitetni hiši Moody's in Standard&Poor's dodeljujeta bonitetne ocene posameznemu podjetju na podlagi 7–11 različnih kazalnikov, katerih uporabljene uteži so skrivnost. Med najpomembnejše kazalnike spadajo obrestno pokritje, finančni dolg/EBITDA, EBIT/povprečna sredstva, EBIT marža, donosnost iz poslovanja, ustvarjena sredstva iz poslovanja (FFO)/dolg, (FFO + izdatki za obresti)/izdatki za obresti, dolg/knjigovodska vrednost sredstev, investicije/strošek amortizacije. Za boljši približek tržnega pribitka za kreditno tveganje sem predstavljeno *Tabelo 1* v poglavju 3.2.1.1.1. glede na metodologiji omenjenih bonitetnih ocen opremil s kazalnikom finančni dolg/EBITDA.

Tabela 8: Obrestno pokritje in pribitki za kreditno tveganje z dodanim kazalnikom finančni dolg/EBITDA

<i>Obrestno pokritje</i>	<i>Finančni dolg / EBITDA</i>	<i>Bonitetna ocena</i>	<i>Pribitek za kreditno tveganje</i>
< 0,5	< 10,0	D2/D	19,38%
0,5 ≤ 0,8		C2/C	14,54%
0,8 ≤ 1,25	7,5 ≥ 10	Ca2/CC	11,08%
1,25 ≤ 1,5		Caa/CCC	9,00%
1,5 ≤ 2,0	5,0 ≥ 7,5	B3/B-	6,60%
2,0 ≤ 2,5		B2/B	5,40%
2,5 ≥ 3,0	4,0 ≥ 5,0	B1/B+	4,50%
3,0 ≥ 3,5		Ba2/BB	3,60%
3,5 ≥ 4,0	3,0 ≥ 4,0	Ba1/BB+	3,00%
4,0 ≥ 4,5		Baa2/BBB	2,00%
4,5 ≥ 6,0	2,0 ≥ 3,0	A3/A-	1,56%
6,0 ≥ 7,5		A2/A	1,38%
7,5 ≥ 9,5	1,5 ≥ 2,0	A1/A+	1,25%
9,5 ≥ 12,5		Aa2/AA	1,00%
> 12,5	< 1,5	Aaa/AAA	0,75%

Prirejeno po Damodaran (2019a), Moody's (2016, str. 5) in Standard&Poor's (2013, str. 37).

Glede na opravljene prilagoditve v povezavi z določanjem bonitetne ocene ter pribitka za kreditno tveganje je pripravljen Scenarij 6 za izračun WACC-a, ki se nanaša na spreminjajoče se uteži glede na dejansko stanje zadolženosti v posameznem letu ter uporabo

sintetične ocene za določitev pribitka kreditnega tveganja. Za določitev pribitka za kreditno tveganje je uporabljen kazalnik dolg/EBITDA.

Tabela 9: Izračun WACC-a po Scenariju 6 ob upoštevanju uteži glede na dejansko gibanje zadolženosti in ob upoštevanju sintetične ocene za določitev pribitka za kreditno tveganje

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<i>Izračun $K_e = R_f + \beta_l \times R_{Pm} + R_{Ps}$</i>													
<i>R_f</i>	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
<i>β_u</i>	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
<i>t</i>	-	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	19,00%	19,00%
<i>D/E</i>	1087,8%	724,8%	599,8%	449,8%	337,8%	251,9%	192,1%	150,9%	108,8%	85,8%	59,4%	39,0%	26,6%
<i>β_l = β_u (1 + (1-t) * D/E)</i>	10,9	6,9	5,9	4,7	3,7	3,0	2,5	2,2	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1
<i>R_{Pm}</i>	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<i>R_{Ps}</i>	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
<i>R_{pu}</i>	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<i>K_e</i>	66,2%	44,3%	38,6%	31,8%	26,6%	22,7%	20,0%	18,1%	16,2%	15,1%	13,9%	12,8%	12,3%
<i>Izračun $K_d = (R_f + \text{Default risk}) * (1-t)$</i>													
<i>Bonitetna ocena</i>	D2/D	Caa/CCC	Ca2/CC	Caa/CCC	B3/B-	B3/B-	B2/B	B1/B+	Ba1/BB+	Baa2/BBB	A2/A	Aa2/AA	Aaa/AAA
<i>Pribitek za kreditno tveganje</i>	19,4%	9,0%	11,1%	9,0%	6,6%	6,6%	5,4%	4,5%	3,0%	2,0%	1,4%	1,0%	0,8%
<i>K_d</i>	20,9%	9,5%	11,4%	9,5%	7,4%	7,4%	6,3%	5,5%	4,1%	3,2%	2,7%	2,1%	1,9%
<i>WACC = K_e * (E/(D+E)) + K_d (D/(D+E))</i>	24,7%	13,8%	15,3%	13,6%	11,8%	11,7%	11,0%	10,5%	9,9%	9,6%	9,7%	9,8%	10,1%

Prirejeno po Leskovšek (2017, str. 128–130).

Razvidno iz Tabele 9 se v Scenariju 6 WACC giblje od 24,7 % v letu 2017 do 10,1 % v letu 2029, medtem ko v vmesnem obdobju doseže minimum 9,6 % v letu 2026. Takšen izračun tudi najbolje odraža tveganja in zahteve po donosu, ki jih nosijo oziroma pričakujejo investitorji.

Spremembe posamezne predpostavke po priznani metodologiji izračuna WACC-a poleg prikazanih vplivov vključujejo tudi pribitke, premije ali odbitke, ki jih ocenjevalci lahko uporabljajo in povečujejo vpliv subjektivne presoje ocenjevalca na višino diskontne stopnje. V poglavju o vrednotenju podjetij na osnovi donosa sem omenil pribitke (premije) za:

- Za majhnost družbe, ki jih ocenjevalci opredeljujejo na precej različne načine in s precej različnimi višinami pribitkov glede na velikost družb.
- Za različna tveganja, npr. izpeljave načrta finančne reorganizacije. Slednje je bilo v analiziranih primerih dokaj redko, pri tem pa je vprašljiva izbira ustrezne višine premije.
- Za politično in makroekonomsko (deželno) tveganje, in sicer v obliki, da z določenim faktorjem poveča celotni izračun stroška lastniškega kapitala.

Navedeni različni scenariji ob spremembi posameznih predpostavk pokažejo, kako močan vpliv ima izbira vhodnih podatkov. Kljub predpisanim standardom, ki opredeljujejo parametre in pogoje, lahko ocenjevalci izračunajo zelo različne vrednosti, ki lahko pripeljejo do različnih odločitev in zaključkov. To potrjuje vpogled v izračune različnih avtorjev in podjetij, kjer so razlike pogosto rezultat odločitev posameznega ocenjevalca. Ob tem vsak ocenjevalec argumentira svojo izbiro, čemur tudi stroka težko oporeka. Iz pridobljenih izračunov WACC-a po različnih scenarijih lahko zaključimo, da je izračun diskontne stopnje v precejšnji meri arbitrarna odločitev, ki ima lahko velik vpliv na rezultat.

5.3.1.2 Izračun vrednosti družbe Reflex d. o. o.

Izračunano diskontno stopnjo sem želel preveriti tudi pri oceni vrednosti na osnovi projekcije poslovanja družbe Reflex d. o. o., predstavljene v NFP. Kljub temu da so bile projekcije pripravljene za predlaganje načrta prestrukturiranja, ki bi družbi omogočil plačilno sposobnost ter poravnanje svoje obveznosti do upnikov, so lahko uporabljene tudi za oceno vrednosti na osnovi metode sedanje vrednosti neto denarnega toka. Z uporabo izračunanega WACC-a glede na posamezen scenarij v prejšnjem poglavju se lahko prikaže dejanski vpliv diskontne stopnje pri določanju vrednosti podjetja.

V Tabeli 10 je izračun neto denarnega toka na osnovi projekcij poslovanja družbe, navedenih v Prilogi 5 in 6. Sedanjo vrednost neto denarnih tokov sem izračunal z uporabo v prejšnjem poglavju izračunane diskontne stopnje WACC-a za konkretno podjetje in situacijo v višini 10,34 %. Kot preostalo vrednost na koncu obravnavanega obdobja sem kot običajno upošteval, da bo po letu 2029 čisti poslovni izid iz poslovanja enak denarnemu toku poslovanja ob reinvestiranju letno obračunane amortizacije ter ob konstantni 3 % rasti poslovanja, enako kot so projekcije za obdobje do leta 2029.

Tabela 10: Ocena vrednosti družbe Reflex d. o. o. dne 31. 12. 2016

V EUR'000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Preostala vrednost
Prihodki od prodaje	18.269	19.700	20.896	21.523	22.169	22.834	23.519	24.224	24.951	25.699	26.470	27.265	28.082	28.082
<i>rast</i>	(38,6)%	7,8%	6,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	(435)	1.592	1.208	1.245	1.284	1.323	1.364	1.406	1.450	1.495	1.541	1.588	1.637	1.637
<i>EBITDA marža</i>	(2,4)%	8,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
EBIT	(1.416)	642	308	445	584	723	764	806	850	895	941	988	1.037	1.037
<i>Davčna stopnja</i>	-	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(9,5)%	(19,0)%	(19,0)%	(19,0)%
EBIT po davkih	(1.416)	581	278	403	528	655	692	730	769	810	851	800	840	840
Amortizacija	981	950	900	800	700	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Sprememba obratnega kapitala	(7.188)	1.449	100	616	(90)	(92)	(95)	(98)	(101)	(104)	(107)	(110)	(114)	(2)
Investicije	(141)	233	(503)	(441)	(412)	(438)	(438)	(438)	(438)	(438)	(438)	(438)	(438)	(600)
Denarni tok za celotni kapital	(7.764)	3.213	776	1.379	726	724	759	794	830	868	906	852	888	838
Dolgoročna stopnja rasti														1,55%
Preostala vrednost														9.682
Časovni faktor (medletno)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	12,5
WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Diskontni faktor	0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,36	0,32	0,29	0,29
Sedanja vrednost denarnih tokov	(7.392)	2.772	607	977	467	422	400	380	360	341	322	275	260	
Vrednost celotnega kapitala														10.659
Neto dolg														(12.759)
Vrednost 100% lastniškega kapitala														(2.100)

Prirjeno po Leskovšek (2017, str. 128–130).

Vrednost celotnega kapitala je za družbo Reflex po letu 2029 izračunana na podlagi Gordonovega modela rasti, pri čemer so v izračun zajete predpostavke normaliziranih denarnih tokov, povečanih za dolgoročno stopnjo rasti v višini 1,55 %. Investicije v preostali vrednosti so predvidena v isti višini, kot je planirana raven amortizacije.

Vrednost denarnih tokov, torej ekonomska vrednost družbe oziroma vrednost celotnega kapitala, bi na presečni datum 31. 12. 2016 v skladu z navedenimi predpostavkami znašala 10,7 milijona EUR. Ker pa je imela družba na ta dan 12,8 milijona neto finančnih obveznosti iz prisilne poravnave, pomeni, da je bila vrednost družbe negativna. Obveznosti, za katere se bo družba v postopku prisilne poravnave obvezala, da jih poravna v naslednjih desetih

letih, namreč presegajo pošteno vrednost družbe, izračunane po navedeni metodi in ob uporabi diskontne stopnje v višini 10,34 %. Pri tem je treba poudariti, da ker obravnavamo indikativno vrednotenje, prav tako pa je ocenjena vrednost negativna, nista aplicirana diskont za pomanjkanje tržljivosti ter diskont za obvladovanje.

Takšna ugotovitev vsekakor odpira dileme o sposobnosti družbe za poravnavo svojih obveznosti, o ustreznosti projekcij ali izračunane diskontne stopnje. Zaradi tega sta v nadaljevanju prikazani analiza vpliva diskontne stopnje in analiza vpliva predpostavk projekcij poslovanja na izračun ocene vrednosti podjetja.

5.3.1.3 Vrednost družbe ob spreminjanju predpostavk diskontne stopnje

V Tabeli 11 je prikazana ocenjena vrednost družbe glede na apliciranje diskontnih stopenj, predvidenih v scenarijih, ki so opisani v poglavju 5.3.1.

Tabela 11: Občutljivostna analiza ocene vrednosti družbe Reflex d. o. o. dne 31. 12. 2016 glede na uporabo različnih diskontnih stopenj

	WACC	Vrednost 100 % lastniškega kapitala
Poročilo	10,34%	(2.100)
Scenarij 1	7,16%	3.487
Scenarij 2	11,54%	(3.295)
Scenarij 3	10,51%	(2.291)
Scenarij 4	11,45%	(3.224)
Scenarij 5	24,7% - 10,1%	(1.731)
Scenarij 6	24,7% - 10,1%	(1.907)

Vir: Lastno delo.

Kot je razvidno iz pridobljenih vrednosti, se z uporabo različnih diskontnih stopenj vrednosti ocenjenega podjetja med seboj razlikujejo. Razpon se giblje od pozitivne vrednosti 3,5 milijona EUR pri uporabi diskontne stopnje v višini 7,2 % do negativnih 3,3 milijona EUR pri uporabi diskontne stopnje v višini 11,45 %. Z uporabo diskontne stopnje z apliciranimi dejanskimi utežmi glede na zadolženost podjetja je izračunana vrednost višja kot pa pri uporabi diskontne stopnje v Poročilu v višini 10,34 %. To je predvsem posledica:

- vpliva preostale vrednosti v seštevku vrednosti celotnega kapitala, ki predstavlja v primeru vrednotenja podjetja Reflex 91 % celotnega kapitala;
- uporabe višje obrestne mere za dolžniške vire financiranja za diskontiranje preostale vrednosti, ki znaša v Poročilu 3,7 %, medtem ko v Scenariju 6 zaradi nizke skorajšnje razdolženosti podjetja ter kazalnika finančni dolg/EBITDA 1,0x znaša Kd 2,3 %.

Glede na pridobljene rezultate lahko ugotovimo, da je pri določanju ocene vrednosti podjetja v prestrukturiranju **višina uporabljene diskontne stopnje bolj odvisna od uporabljenih predpostavk**, ki so subjektivno določene s strani ocenjevalca vrednosti in še vedno

dovoljujejo ustrezne utemeljitve v mednarodnih bazah in gibanjih na finančnem trgu, **kot uporaba spremenljive diskontne stopnje** glede na dejansko gibanje med dolžniškim in lastniškim virom financiranja. To je predvsem posledica vpliva diskontne stopnje, uporabljene za diskontiranje preostale vrednosti, ki v prestrukturiranih podjetjih predstavlja večino celotne vrednosti kapitala.

5.3.2 Izračun sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave

SPS 5 napotuje, da je v postopku prisilne poravnave ocenjevalec dolžen preveriti realno vrednost poplačila za vse razrede terjatev, za katere je v NFP predvideno prostovoljno ali prisilno prestrukturiranje, ter jo primerjati s poplačilom v primeru stečaja. Za navedena plačila ocenjevalec izračuna sedanjo vrednost na bilančni presečni datum. Pri tem mora uporabiti diskontno mero WACC-a, ki mora biti opredeljena ob uporabi metodologij in postopkov, ki so za ta namen običajni v praksi ocenjevanja vrednosti podjetij. Realna vrednost poplačila je določena kot izračunana sedanja vrednost plačila terjatev, na katere vpliva prisilna poravnava v primerjavi s skupno višino istih terjatev na presečni datum (SPS 5, čl.: 32–41).

Po NFP je predvideno 50-% poplačilo znižane vrednosti terjatev navadnih upnikov, ki so bile izkazane na presečni dan. Za pobote je predvideno 100-% poplačilo. Za določitev sedanje vrednosti je ocenjevalec uporabil diskontno stopnjo v višini 10,34 % (*Leskovšek, str. 125–131, 2017*).

Kot prikazuje *Tabela 12* je ocenjevalec ugotavljal realno vrednost poplačila terjatev navadnih upnikov po odpisu 50 % v skupni višini 2,9 milijona EUR na presečni dan 31. 12. 2016. Ta znesek sestavlja 469 tisoč EUR navadnih terjatev, ki bodo poplačane s pobotom, preostanek pa v skladu s pogoji prisilne poravnave v obdobju 10 let brez obresti z eno in pol letnim moratorijem (2019–2029). Skupna sedanja vrednost poplačil terjatev navadnih upnikov po izračunu ocenjevalca znaša 1,64 milijona EUR oziroma 28,72 % njihovih skupaj prijavljenih terjatev.

Tabela 12: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave kot predvideva Poročilo

V EUR'000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Plačilo s pobotom	469													
Prenos terjatev v kapital v obliki stvarnega vlozka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poplačilo navadnih upnikov v denarju	-	-	-	123	247	247	247	247	247	247	247	247	247	123
Poplačilo terjatev na katere vpliva prisilna poravnava	469	-	-	123	247	247	247	247	247	247	247	247	247	123
Skupaj poplačilo terjatev na katere vpliva prisilna poravnava	2.939													
Časovni faktor	-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
WACC		10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Diskontni faktor	1,00	0,91	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55	0,50	0,46	0,41	0,37	0,34	0,31	0,28
Sedanja vrednost poplačil navadnih upnikov	469	-	-	92	167	151	137	124	112	102	92	84	76	34
Skupaj	1.640													
Znesek navadnih terjatev	5.711													
Delež poplačila navadnih terjatev nominalno	51,5%													
Delež poplačila navadnih terjatev diskontirano	28,7%													

Prirejeno po Leskovšek (2017, str. 125–131).

Da bi lahko presodil, ali izvedba predlagane prisilne poravnave omogoča upnikom navadnih terjatev boljše pogoje poplačila, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek, je ocenjevalec ocenil tudi poplačilo navadnih upnikov v primeru stečaja dolžnika. S tem namenom je bila ocenjena stečajna masa v skladu z 224. členom ZFPPIPP, vsi stroški, ki bi nastali z vodenjem stečajnega postopka, prednostna poplačila, poplačila ločitvenih upnikov, zahtevki izločitvenih upnikov in preostanek stečajne mase za poplačilo nezavarovanih terjatev. Ocena stečajne mase mora biti ocenjena na način, da se posli dolžnika ne nadaljujejo, saj bi se v postopku stečaja premoženje družbe unovčilo. Zato je podlaga vrednotenja likvidacijska vrednost, ki izhaja iz unovčljive ocene posameznega segmenta premoženja, kateremu je cenilec ocenil tudi rok unovčitve. Predviden čas trajanja stečajnega postopka je ocenjen na 4 leta. Pri tem so ocene likvidacijske vrednosti nepremičnin povzete po poročilu pooblaščenega ocenjevalca vrednosti nepremičnin, likvidacijske vrednosti opreme pa po poročilu pooblaščenega ocenjevalca vrednosti opreme in strojev – ta je ocenil tudi likvidacijsko vrednost zalog. Ocene preostalih sredstev so podali drugi strokovnjaki. Obveznosti do navadnih upnikov družbe Reflex bi v primeru stečaja znašale 10,9 milijona EUR, ki bi bile v postopku stečaja poplačane v višini 1,5 milijona EUR. To pomeni, da bi bili v procesu stečaja navadni upniki poplačani v višini 13,84 %.

Odstotek poplačila v primeru prisilne poravnave je višji, kot ga je ocenjevalec izračunal za poplačilo v primeru uvedbe stečaja nad podjetjem. Na osnovi te ocene je ocenjevalec sprejel zaključni sklep, da z najmanj 50-% verjetnostjo ocenjuje, da bodo upnikom družbe Reflex d. o. o. s potrditvijo prisilne poravnave, kot jo predlaga dolžnik, zagotovljeni ugodnejši pogoji poplačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad družbo začet stečajni postopek.

5.3.3 Izračun sedanje vrednosti terjatev z uporabo WACC-a, kot ga predpisuje strokovna literatura za vrednotenje družb v težavah

Kot je bilo prikazano v *poglavju 5.3.1*, bi cenilec ob drugačnih predpostavkah pri izračunu diskontne stopnje za družbo Reflex d. o. o. ocenil precej različen WACC. Predvsem pa nas zanima, kolikšna bi bila razlika pri oceni poplačila navadnih upnikov v primeru, da se za diskontiranja navadnih terjatev uporabi spremenljiv WACC glede na dejansko zadolženost ter z upoštevanjem stroška kreditnega tveganja, pridobljenega s sintetično oceno glede na bonitetno oceno družbe v posameznem letu. Slednje je dodeljeno, enako kot v Scenariju 6, glede na gibanje kazalnika finančni dolg/EBITDA. Izračun poplačila je prikazan v *Tabeli 13*.

Tabela 13: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave z uporabo spremenljive diskontne stopnje glede na zadolženost podjetja

V EUR'000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Plačilo s pobotom	469	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prenos terjatev v kapital v obliki stvarnega vlozka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poplačilo navadnih upnikov v denarju	-	-	-	123	247	247	247	247	247	247	247	247	247	123
Poplačilo terjatev na katere vpliva prisilna poravnava	469	-	-	123	247	247	247	247	247	247	247	247	247	123
Skupaj poplačilo terjatev na katere vpliva prisilna poravnava	2.939													
Časovni faktor	-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
WACC		24,7%	13,8%	15,3%	13,6%	11,8%	11,7%	11,0%	10,5%	9,9%	9,6%	9,7%	9,8%	10,1%
Diskontni faktor	1,00	0,80	0,77	0,65	0,60	0,57	0,51	0,48	0,45	0,43	0,40	0,36	0,33	0,29
Sedanja vrednost poplačil navadnih upnikov	469	-	-	81	148	142	127	119	111	106	99	89	81	35
Skupaj	1.606													
Znesek navadnih terjatev	5.711													
Delež poplačila navadnih terjatev nominalno	51,5%													
Delež poplačila navadnih terjatev diskontirano	28,1%													

Vir: Lastno delo.

Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave je v primeru uporabe spremenljive diskontne stopnje 28,1 %. Ocenjena vrednost poplačila je nekoliko nižja, kolikor jo je izračunal pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij v Poročilu - 28,7 %, vendar še vedno dovolj višja od izračunanega poplačila v procesu stečaja družbe, da lahko ocenjevalec poda mnenje, v katerem s 50-% verjetnostjo oceni, da bodo upniki bolje poplačani v primeru prisilne poravnave kot stečaja.

Uporaba diskontne stopnje, ki vsako leto faze prestrukturiranja podjetja zaobjame tveganja, katerim so izpostavljeni upniki v prisilni poravnavi, je zagotovo pravilnejša kot posploševanje enake diskontne stopnje skozi celotno obdobje prisilne poravnave. Prav tako dopušča manj vpliva posamezne spremenljivke na končni izračun. Pravilneje zaobjame obrestne mere, po katerih bi se lahko zadolžil dolžnik v času prisilne poravnave, kot to zapoveduje prav alineja 40. člena SPS 5. Realneje odraža tveganje trenutne zadolženosti podjetja, kar je sicer v nasprotju z 2. alinejo 40. člena SPS 5, ki navaja, da naj ocenjevalec uporabi za določitev razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem ciljno knjigovodsko vrednost. To je predvsem pomembno pri prisilnih poravnava, v katerih je večji del obveznosti poplačan proti koncu obdobja.

5.4 Izbira diskontne stopnje za izračun sedanje vrednosti terjatev v postopku prisilne poravnave

Po sprejeti metodologiji, ki jo določa SPS 5, mora ocenjevalec preračunati predvidena plačila v prihodnjih letih na sedanjo vrednost, na presečni datum. Pri tem je predpisana uporaba diskontne stopnje, ki odraža tehtano povprečje obrestnih mer, po katerih bi se dolžnik sicer zadolževal, in stopnje pričakovanega donosa kapitala, ki je značilno za panogo in položaj dolžnika glede na načrtovano finančno strukturo ob koncu zaključka postopka prisilne poravnave. Izračun naj bi glede na namen zakonodajalca odražal realno vrednost

predvidenih plačil ter tudi verjetnost, da bo do tega plačila prišlo. Upnik namreč v skladu z zakonodajo presoja, ali bo zanj:

- boljše (višje) poplačilo v stečaju, kjer je tveganj manj, saj izračunane likvidacijske vrednosti že vsebujejo diskont za prisilno prodajo in so v manjši meri odvisne od negotovosti bodočih, slabše predvidljivih gibanj,
- ali pa bodo višja plačila po predvidenem načrtu finančnega prestrukturiranja preračunana na sedanjo vrednost, pri čemer pa mora ta preračun zajeti tudi tveganja nepredvidljive prihodnosti.

Ta tveganja naj bi bila zajeta v višji diskontni stopnji po vključitvi donosov tveganega kapitala.

Usmeritve, ki jih zapoveduje SPS 5 temelji na principih ocenjevanja vrednosti zdravih podjetij. WACC predstavlja tehtano povprečje med zahtevanim donosom lastniškega in dolžniškega kapitala. Lastnik kapitala pričakuje večji donos za vložena sredstva v podjetje kot posojilodajalci, saj prevzema tveganja neuspešnosti poslovanja in tudi izgube vloženi sredstev, v kolikor bi bilo poslovanje bistveno slabše od pričakovanj. V določeni meri se v postopku prisilne poravnave ta tveganja nanašajo tudi na upnike posameznega razreda terjatev, vseeno pa imajo ti **upniki z dolžnikom dolžniški odnos in ne prevzemajo tveganj, povezanih z vlaganjem v kapital**. Upniki so v prisilni poravnavi poplačani pred lastnikom, prav tako pa nimajo nikakršnih koristi, ki pripadajo lastnikom kapitala v primeru ugodnejšega poslovanja.

Posledično ima izbira WACC-a kot ustrezne diskontne stopnje za izračun sedanje vrednosti poplačil upnikov v prisilni poravnavi določene omejitve. Dodatno temu pritrujejo tudi ugotovitve v prejšnjih poglavjih, kjer je prikazano, kako subjektivne odločitve ocenjevalca o izbiri predpostavk vplivajo na višino izračunanega WACC-a. Kljub temu da je metodologija izračuna WACC-a v teoriji in praksi podrobno opredeljena, konkretni izračuni uporabljenih stopenj izkazujejo velik razpon, ki ni nujno utemeljen na značilnostih posameznega podjetja. Dolgoletna spremljanja tovrstnih izračunov kažejo, da se stopnje WACC-a gibljejo od 7 do 15 %, izjemoma tudi več odstotkov, pri čemer bi z drugačnim argumentiranjem in drugačnimi viri tudi v istih primerih lahko uporabili precej drugačne stopnje.

Kljub omejitvam je WACC razširjena metoda izračuna diskontne stopnje, pri kateri ocenjevalec sledi predpisanim postopkom in izbiri faktorjev. S tem je odločanje in izračunavanje vsaj navidezno manj prepuščeno arbitrarnosti ocenjevalca, kot to velja za kakšne druge metode izračuna, pri katerih bi imel ocenjevalec večjo svobodo pri ocenjevanju realne vrednosti poplačil ter predvsem tveganj povezanih s tem, da do takšnega poplačila sploh pride. Pri bolj vsebinskem ocenjevanju ugodnosti ter izvedljivosti predlagane prisilne poravnave bi bila seveda večja tudi odgovornost ocenjevalca pri sestavi poročila ter predlogu upnikom.

5.5 Alternativni način določanja sedanje vrednosti terjatev

Poplačilo upnikov v prisilni poravnavi ima vsebino dolžniško-upniškega razmerja, zato bi morali za izračun sedanje vrednosti bodočih poplačil upoštevati samo obrestno mero, "ki bi jo posojilodajalci zaračunali pri odobritvi posojila dolžniku med trajanjem postopka prisilne poravnave" (SPS 5, člen 40a).

Ob upoštevanju zakonodaje bi morali izračunano vrednost ocenjevati s stališča verjetnosti, da bo dolžnik uspel s predlaganim načinom finančnega in poslovnega prestrukturiranja, kot je predviden v načrtu prisilne poravnave. To seveda lahko izvedemo prek predvidene višje stopnje diskontne mere, izračunane kot WACC, ni pa nujno. Izračun sedanje vrednosti bi ob zasledovanju teorije, ki je bila do sedaj predstavljena, moral biti diskontiran samo z diskontno stopnjo dolžniškega kapitala. Tak izračun bi se nato primerjal z višino poplačila v primeru stečaja in na osnovi tega bi se ocenilo, katera varianta je za upnike ugodnejša, pri čemer bi morali vnesti tudi faktor ali stopnjo verjetnosti za realizacijo načrtane prisilne poravnave.

V tem primeru bi moral ocenjevalec več pozornosti posvetiti oceni realnih možnosti realizacije vseh elementov načrtovanega bodočega poslovanja. Zakon ZFPPIPP v 146. členu nalaga ocenjevalcu, da oceni, ali obstaja več kot 50-% verjetnost, da je načrt finančnega prestrukturiranja izvedljiv oziroma da bo izvedba načrta omogočila prestrukturiranje dolžnika, da bo postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben ter da bo poplačilo upnikov v prisilni poravnavi ugodnejše kot v primeru stečaja. Tudi SPS 5 v točki 25 govori predvsem o ocenah, da ocenjevalec:

- a) poda mnenje, ali so v načrtu finančnega prestrukturiranja predvideni tudi ukrepi in postopki poslovnega prestrukturiranja, ki dolgoročno odpravljajo temeljne razloge, zaradi katerih je podjetje postalo insolventno;
- b) prepozna in razkrije tveganja za uresničitev predvidenih ukrepov poslovnega in finančnega prestrukturiranja oziroma za uresničitev predpostavk, na katerih temeljijo projekcije računovodskih izkazov ter posledično tveganja za uresničitev rezultatov poslovanja, predvidenih v projekcijah računovodskih izkazov;
- c) navede dejstva in okoliščine, na podlagi katerih ocenjuje, da obstaja oziroma ne obstaja več kot 50-% verjetnost, da bo dolžnik sposoben uresničiti predvidene ukrepe poslovnega in finančnega prestrukturiranja in izpolniti vse obveznosti v skladu s predlagano prisilno poravnavo.

Tako zakon kot standardi napotujejo ocenjevalca predvsem v presojo izvedljivosti načrta prestrukturiranja podjetja. Podjetje je zašlo v insolventnost zaradi preteklih napačnih poslovnih odločitev ali/in tudi zaradi poslabšanega poslovnega okolja, zato so ključne predvsem spremembe, ki jih bo dolžnik uvedel v družbo, da se bo poslovanje izboljšalo ter da bo podjetje sposobno ponovno ustvarjati pozitivni denarni tok. V kolikor so bili razlogi

predvsem na strani vodenja podjetja, potem je podjetje dolžno predstaviti ukrepe, ki bodo dosedanje prakso spremenili. Vse prepogosto načrti prestrukturiranja temeljijo predvsem na odpisu obveznosti, ki seveda podjetju omogoči ponovni zagon, solventnost ter tekočo likvidnost, a brez vsebinskih sprememb v poslovanju se podjetje lahko hitro znajde v insolventnem položaju.

Zasledujoč torej usmeritev zakonodajalca, da z odstotkom oceni verjetnost, **da bo prek izvedbe načrta finančnega prestrukturiranja podjetje spet lahko poslovalo pozitivno (da bo postalo kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobno), je to pravzaprav tudi odstotek verjetnosti, da bodo upniki v prisilni poravnavi poplačani.** S tega vidika bi bilo najbolj ustrezno uporabiti enak odstotek tudi pri oceni realne vrednosti poplačila, potem ko smo njegovo sedanjo vrednosti izračunali s pomočjo uporabe diskontne stopnje, določene v višini stroška dolžniškega kapitala, ki se nanaša na zmožnost insolventne družbe pridobiti nove vire dolžniškega kapitala na trgu. Za slednje je najprimernejše uporaba sintetične ocene na podlagi zadolževanja podjetij v podobni situaciji, prikazani v *poglavju 5.3.1.1*.

V *Tabeli 14* je prikazan izračun realne vrednosti poplačilu upnikov v primeru družbe Reflex v skladu z zgoraj navedeno alternativo ocenjevanja vrednosti podjetij. Kot je predstavljeno v prejšnjih poglavjih, bom za določitev stroška dolžniškega kapitala, kot je prikazano v *Tabeli 9*, uporabil sintetično oceno.

Tabela 14: Ocena poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave kot predvideva Poročilo ter z uporabo alternativne metode

v EUR '000	Odstotek poplačila	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Sedanja vrednost poplačil
Navadne obveznosti	100,0%															5.241
Navadne obveznosti - pobot		469														469
Nominalno poplačilo	50,0%	-	-	-	123	247	247	247	247	247	247	247	247	247	123	2.470
Poplačilo v Poročilu																
Diskontna stopnja WACC v Poročilu		10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
Diskontni faktor v Poročilu	1,00	0,91	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55	0,50	0,46	0,41	0,37	0,34	0,31	0,28		
Poplačilo po načrtu finančnega prestrukturiranja	28,7%	469	-	-	92	167	151	137	124	112	102	92	84	76	34	1.640
Poplačilo ob uporabi sintetične ocene dolžniškega kapitala																
Diskontna stopnja sintetična ocena Kd		19,4%	9,0%	11,1%	9,0%	6,6%	6,6%	5,4%	4,5%	3,0%	2,0%	1,4%	1,0%	0,8%		
Diskontni faktor	1,00	0,84	0,84	0,73	0,71	0,73	0,68	0,69	0,70	0,77	0,82	0,86	0,89	0,91		
Poplačilo alternativna metoda	41,4%	469	-	-	90	175	179	168	171	174	189	203	212	219	112	2.362
Odstotek uresničitve planiranih poplačil																
100,0%	41,4%															2.362
90,0%	37,2%															2.126
80,0%	33,1%															1.890
70,0%	29,0%															1.654
60,0%	24,8%															1.417
50,0%	20,7%															1.181
40,0%	16,5%															945
30,0%	12,4%															709
Poplačilu v stečaju																13,8%

Vir: Lastno delo.

Kot je razvidno iz *Tabele 14*, je ocenjevalec predvidel diskontno stopnjo WACC-a v višini 10,34 % in na njeni osnovi izračunano sedanjo vrednost terjatev razreda navadnih upnikov v višini 1,6 milijona EUR, kar predstavlja 28,7 % prijavljenih navadnih terjatev. Ker je ta odstotek višji od poplačila v stečaju v višini 13,8 %, je ocenjevalec podal mnenje, da bodo

navadni upniki z več kot 50-% verjetnostjo ugodneje poplačani iz prisilne poravnave kot v primeru stečaja.

Če bi ugotavljali sedanjo vrednost poplačila terjatev z obrestno mero dolžniškega kapitala, aplicirano z uporabo sintetične ocene glede na dejansko sposobnost podjetja pridobivanja novih virov lastniškega kapitala glede na kazalnik finančni dolg/EBITDA, bi bila realna vrednost poplačila 41,4 %. Dodatno je treba oceniti verjetnost, da bo prisilna poravnava uspešno zaključena, torej da bodo v obdobju trajanje prisilne poravnane vse obveznosti v višini približno 13 milijonov EUR. Ker je ocenjevalec zadolžen, da oceni, ali obstaja več kot 50-% verjetnost, da bo poravnava uspešna, takšna opredelitev pravzaprav pomeni, da ocenjevalec lahko ocenjuje, ali je to odstotek, ki je višji od 50 %.

Ocenjevalec bi se za višino uspešnosti prisilne poravnave odločil na podlagi temeljitega pregleda in analize predpostavk načrta finančnega prestrukturiranja. Tako kot se mora opredeliti, ali je verjetnost večja od 50 %, se lahko tudi opredeli, da je odstotek uresničitve planiranih poplačil nek določen odstotek ali razpon nad vrednostjo 50 %. Tako osnovano mnenje bi bilo v večjo pomoč upnikom ob odločitvi, ali prisilno poravnavo podprejo ali ne.

Glede na navedeno, bi torej ocenjevalec v konkretnem primeru lahko ocenil, da je glede na predpostavke, uporabljene pri projekcijah poslovanja družbe, odstotek uresničitve planiranih poplačil prisilne poravnave 60 %, kar bi v navedenem primeru predstavljalo poplačilo navadnih upnikov v realni višini 1,4 milijona EUR oziroma 24,8-% poplačilo navadnih upnikov, kar je vrednostno ugodneje kot pričakovano poplačilo v primeru stečaja. Slednje bi predstavljalo končno mnenje ocenjevalca v njegovem poročilu ter osnovo za upnike, da se odločijo, ali predlagani načrt podprejo ali ne.

Analiza predlaganega prestrukturiranja družbe Reflex sicer pokaže pozitivno poslovanje ter sposobnost družbe, da bo obveznosti iz naslova prisilne poravnave poplačala v rokih. Vseeno pa je iz podatkov razvidno, da bo od skupnih obveznosti, ugotovljenih na dan uvedbe prisilne poravnave v višini 16,4 milijona EUR, podjetje te obveznosti znižalo samo za 2,5 milijona EUR, kar predstavlja 50 % odpisa navadnih upnikov. Po tem predlogu bo torej družba po prisilni poravnavi prevzela obvezo, da v celoti poravnava preostalih 14 milijonov EUR, začetna višina kapitala pa naj bi bila 1,2 milijona EUR.

Podjetje torej po načrtu prevzema relativno visoke obveznosti, saj načrtuje, da bodo v sklopu prisilne poravnave poplačane vse ločitvene, izločitvene, prednostne in podrejene obveznosti v celoti. Projekcije poslovanja, ki so prikazane na *Sliki 16*, ob tem ne izkazujejo materialnega povečanja in izboljšanja poslovanja glede na rezultate, dosežene pred letom 2014. Kljub temu je načrtovan denarni tok ob manjših investicijskih izdatkih zadosten za izpeljavo predlagane prisilne poravnave. Preobrat v poslovanju glede na podatke NFP izhaja izključno iz predpostavk in splošnih ocen novega posloводства družbe, brez opravljenega operativnega prestrukturiranja poslovanja.

Finančna struktura podjetja ob začetku prisilne poravnave, ki jo opredeljuje nizek odstotek kapitala v celotnih virih financiranja in z visokimi obveznostmi brez izrazitih sprememb v

poslovanju, vsekakor predstavlja precejšnje tveganje za uspešnost prisilne poravnave. Slednje je ključna predpostavka, ki bi jo moral z vso skrbnostjo analizirati in oceniti ocenjevalec, povezana tveganja pa upoštevati pri oceni realne vrednosti poplačila terjatev. Upniki bi v tem primeru dobili dodatno pomoč, da ocenijo in se odločijo, ali predlagani načrt prisilne poravnave podprejo, ali da ocenijo, da bi bilo zanje uvedba stečaja ugodnejša.

SKLEP

Družba v težavah navadno ustvarja negativne denarne tokove zaradi česar ne more poravnati svojih obveznosti ob zapadlosti. Prav tako se za njo pričakuje, da bo negativne denarne tokove ustvarjala tudi v prihodnje. Ob prevelikih količinah dolga in nezmožnosti dostopa do novih virov financiranja obstaja velika verjetnost, da bo ta družba končala v insolventnem postopku.

V slovenski zakonodaji so opredeljeni trije postopki zaradi insolventnosti in sicer, postopek prisilne poravnave, postopek poenostavljene prisilne poravnave in stečajni postopek. ZFPPIPP določa, da mora v postopku prisilne poravnave pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetja pregledati načrt finančnega prestrukturiranja ter k njemu podati pritrdilno ali odklonilno mnenje. Ocenjevalec presoja predvsem, ali bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja insolventnemu podjetju omogočila, da bo postalo plačilno sposobno ter da bodo upniki v postopku prisilne poravnave poplačani ugodneje kot v primeru stečaja podjetja.

Pri oceni višine poplačila posameznega razreda upnikov ocenjevalec v skladu s SPS 5 izračuna sedanjo vrednost poplačila na bilančni presečni datum in to primerja s poplačilom upnikov v primeru stečaja. V kolikor je sedanja vrednost poplačila iz načrta finančnega prestrukturiranja višja od poplačila v stečaju, ocenjevalec poda pritrdilno mnenje k načrtu. To mnenje je tudi osnova za odločanje upnikov v postopku sprejemanja predlaganega načrta finančnega prestrukturiranja in pogojev prisilne poravnave.

SPS 5 napotuje, da se pri izračunu sedanje vrednosti terjatev uporablja diskontna mera, ki odraža tehtano povprečje stroškov kapitala, WACC, po metodologiji, običajni v praksi ocenjevanja vrednosti podjetij. Cilj naloge je bil, da ocenim, ali je tako določena diskontna stopnja ustrezna tudi za izračun sedanje vrednosti terjatev, ki so po vsebini sicer dolžniška obveznost.

Ko sem želel preveriti tuje izkušnje, je pregled literature in zakonodaje pokazal, da v tujini zakonodajalec ni šel v smer tako natančnega opredeljevanja ugotavljanja vrednosti poplačila upnikov v insolvenčnih postopkih. Slednje je osnovano glede na analizo dostopnih virov in potrjeno s strani Slovenskega inštituta za revizijo. V Sloveniji smo sprejeli odločitve o takšnem načinu ugotavljanja realne vrednosti poplačila na osnovi domačega znanja in raziskovanja.

Posledično je bilo proučevanje ustreznosti izbire diskontne stopnje oprto na analizo uporabljenih metod pri vrednotenju podjetij, s posebnim poudarkom na vrednotenju podjetij v težavah. Tradicionalno vrednotenje podjetij z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov je služilo tudi kot osnova smernic, zapisanih v SPS 5. Pri analizi metod vrednotenja podjetij sem podrobneje obravnaval metodo sedanje vrednosti neto denarnih tokov (na donosu zasnovana metoda). Pri tem sem preverjal predvsem izračun diskontne stopnje prek WACC-a, njegove značilnosti in omejitve glede na uporabljene predpostavke. Metodi na osnovi tržnih primerjav, metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij in metoda primerljivih transakcij, sta se v pri vrednotenju podjetja v težavah izkazali kot neustrezni. V sklopu analize vrednotenja podjetij v težavah, glede na smernice svetovne literature, je bila opravljena tudi analiza metode vrednotenja z uporabo realnih opcij ter metoda prilagojene sedanje vrednosti (APV).

Ugotovil sem, da ima izračun WACC-a zlasti pri podjetjih v težavah precej omejitev. Tradicionalne metode vrednotenja namreč zanemarjajo, da se s poslabšanjem strukture financiranja tudi strošek dolžniškega kapitala podjetja pomembno povečuje. Kot ugotavljajo tudi nekateri tuji avtorji ter kot izhaja iz praktičnih primerov, so stroški dolžniškega kapitala praviloma določeni fiksno, ne glede na finančno strukturo podjetja. S tem pridemo do paradoksa, da se s povečevanjem zadolženosti podjetja, povprečni strošek kapitala oziroma zahtevani donos na celotna investirana sredstva celo znižuje, namesto da bi se povečal. Posledično seveda tudi povečuje vrednost družbe v primeru izračuna vrednosti na osnovi bodočih denarnih tokov. To neskladje je še posebej prisotno pri podjetjih v prisilni poravnavi, kjer je zadolženost praviloma višja.

Svetovna literatura za vrednotenje prezadolženih podjetij, katerih zadolženost se s časoma znižuje, predpisuje uporabo spremenljive diskontne stopnje, katera odraža stopnjo zadolženosti v vsakem preučevanem obdobju glede na dejansko spreminjanje strukture financiranja. Pri tem je treba v vsakem obdobju pravilno obravnavati kazalnik D/E pri izračunu bete z zadolženostjo pri določitvi stroška lastniškega kapitala in stroška dolžniškega kapitala na podlagi sintetične ocene, ki odraža pribitek za kreditno tveganje na podlagi trgovanja obveznic podjetij pri posameznih bonitetnih ocenah. Pri analizi podjetja v prisilni poravnavi sem ugotovil, da je bonitetno oceno podjetja v prestrukturiranje najbolje določiti s kazalnikom finančni dolg/EBITDA. SPS 5 je pri opredelitvi diskontne stopnje WACC-a v točki 40.a skladen z ugotovitvami pregleda svetovne literature, saj zapoveduje uporabo stroška dolga, ki izhaja iz obrestnih mer, ki bi jih posojilodajalci zaračunali pri odobritvi posojila med trajanjem prisilne poravnave, 40.b člen pa je v nasprotju, saj predpisuje razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem skozi celotno obdobje v višini ciljnega knjigovodskega razmerja, predvidenega ob zaključku prisilne poravnave. Opravljena analiza je pokazala, da uporaba spremenljive diskontne stopnje bolje odraža tveganje, ki ga v posameznem obdobju nosijo deležniki.

Ob tej ugotovitvi je bila v nalogi narejena tudi analiza vpliva predpostavk, ki gradijo izračun WACC-a. Ta je pokazala, da je ob uporabi različni predpostavk, za katere lahko ocenjevalec

še vedno ponudi ustrezno razlago v gibanjih na finančnih trgih, vrednost izračunanega WACC-a zelo različna. Ob spremembi ene predpostavke, ob upoštevanju načela *ceteris paribus*, se je vrednost izračunanega WACC-a gibala od 7,16 do 11,54 %. Rezultat je pokazal na visoko arbitrarno in subjektivno vlogo ocenjevalca vrednosti pri izračunu ocene vrednosti.

Te ugotovitve imajo zaradi uporabe iste metode vpliv ter mogoče še večje omejitve tudi pri izračunavanju realne vrednosti poplačila upnikov v postopku prisilne poravnave. Pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij naj bi predvsem preveril, ali predlagani načrt finančnega prestrukturiranja omogoča prezadolženemu podjetju dolgoročno in kratkoročno plačilno sposobnost. Dodatno je njegova naloga, da poda mnenje, ali bodo upniki v prisilni poravnavi poravnani ugodneje kot v stečaju.

Izkušnje in tudi analiza konkretnega podjetja, ki predstavlja tipičen primer načrta finančne reorganizacije, kažejo, da se ocenjevalci posvetijo predvsem tehničnim podrobnostim izračuna WACC-a ter sedanji vrednosti poplačila, manj poudarka pa je na realni oceni izvedljivosti predlaganega načrta prestrukturiranja.

Analiza je pokazala, da WACC tudi ni najbolj ustrezna diskontna mera za izračun sedanje vrednosti poplačila terjatev. V osnovi je namenjen izračunu sedanje vrednosti donosov celotnega vloženega kapitala v neko dejavnost in zaradi tega se pri izračunu tudi uporablja povprečje pričakovanih donosov lastniškega ter dolžniškega kapitala, v primeru prisilne poravnave in izračuna sedanje vrednosti terjatev pa gre za oceno realne vrednosti prilivov, ki imajo značaj dolžniškega kapitala. Zaradi tega bi bila mogoče bolj primerna stopnja samo dolžniškega kapitala, ki bi bila za posamezno obdobje prisilne poravnave določena z uporabo sintetične ocene kreditnega tveganja.

Najzahtevnejši del prisilne poravnave je ocena, ali je predlagani načrt prestrukturiranja insolventne družbe izvedljiv. Določitev višine verjetnosti, ki bo zajemala oceno, ali bo dolжник po začasnem moratoriju na plačilo obveznosti, morebitnem odpisu dela obveznosti, nižjim stroškom kapitala in z operativnim prestrukturiranjem poslovanja sposoben po potrditvi prisilne poravnave začeti z uspešnim in dobičkonosnim poslovanjem, ki je ključno za poravnavo preostalih obveznosti, je najpomembnejša informacija za deležnike v postopku. Zaradi tega bi moral ocenjevalec predvsem določiti odstotek uresničitve planiranih poplačil in to uporabiti pri izračunu realne vrednosti poplačila terjatev ter dobljeni znesek primerjati s poplačilom v primeru stečaja.

Določanje tega odstotka je seveda subjektivne narave, a zakon napotuje, da ocenjevalec poda oceno o verjetnosti izvedbe prisilne poravnave, ki presega 50 %, ali bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo ta postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, in ali bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave zagotovljeni ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začel stečajni postopek. Ta odstotek bi zato lahko uporabili tudi pri izračunu vrednosti poplačila terjatev, na katere vpliva prisilna poravnava, prav tako pa bi z oceno navedene verjetnosti upniki dobili dodatno pomoč, da ocenijo in se odločijo, ali predlagani

načrt prisilne poravnave podprejo ali ocenijo, da bi bila zanje ugodnejša uvedba stečaja. Slednje predstavlja le eno od možnih rešitev, ki se nanaša na širšo problematiko vpliva subjektivnosti v ocenjevalca v postopku ocenjevanja vrednosti.

Glede na ureditev obstoječe zakonodaje je ocenjevalec vrednosti poplačila terjatev upnikov izbran s strani predlagatelja prisilne poravnave. V kolikor ocenjena vrednost ni v skladu s pričakovanji predlagatelja prisilne poravnave, ocenjevalec tvega, da za opravljeno storitev ne bo dobil plačila. Prav tako pa je ocenjevalec odgovoren upnikom za škodo, ki jim jo povzroči s kršitvijo pravil stroke ocenjevanja vrednosti podjetij, in sicer do višine 150 tisoč EUR. Zato bi bilo potrebno poleg presoje obstoječih smernic za ocenjevanje vrednosti poplačil upnikov navedenih v SPS 5 opraviti tudi presojo predloga, da se v ZFPPIPP opravi sprememba, s katero bi ocenjevalca vrednosti v postopku prisilne poravnave dodelilo in plačalo sodišče.

LITERATURA IN VIRI

1. Aldrighetti, F. & Savaris, R. (2008). *La Riforma Delle Procedure Concorsuali E I Modelli Di Gestione Dell'impresa In Crisi*. Milano: Progetto di ricerca SMEFIN.
2. Altman, E. I. & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
3. Arzac, E. R. (2005). *Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructurings*. Hoboken: John Wiley & Sons.
4. Barker, R. (2001). *Determining Value: Valuation Models and Financial Statements*, Upper Saddle River: Prentice Hall.
5. Beaver, W. (1996). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 5, 71–111.
6. Bjursten, O., Kottenauer, M. & Lundell, M. (1999). *Valuing Investments Using Real Option Theory*. Stockholm: Stockholm University.
7. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. Mason: Southwestern Thomson Learning.
8. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance (2nd edition)*. Hoboken: John Wiley & Sons.
9. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
10. Damodaran, A. (2014, 17. november). *Twitter's Bar Mitzvah! Is Social Media coming of age?*. Pridobljeno 24. oktobra 2018 iz <http://aswathdamodaran.blogspot.si/2014/11/twitter-bar-mitzvah-is-social-media.html>
11. Damodaran, A. (2019a, januar). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. Pridobljeno 21. januarja 2019 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
12. Damodaran, A. (2019b, januar). *Equity risk premium by country*. Pridobljeno 21. januarja 2019 iz www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls
13. Damodaran, A. (2019c, januar). *Levered and Unlevered Betas by Industry 2016*. Pridobljeno 21. januarja 2019 iz http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#returns.
14. Dubrovski, D. (2010). Pomembnost ugotavljanja pravih vzrokov za nastanek podjetniške krize. *Management*, 5(1), 37–52.

15. Erhardt, M. C. & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice* (13th ed.). Boston: South-Western Cengage Learning.
16. Fabozzi, F. J., Neave, E. H. & Zhou, G. (2012). *Financial Economics*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
17. Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. London: The Macmillan Company.
18. Fishman, J. E., Pratt, S. P., Griffith, J.C. & Wilson, D.K. (2002). *Guide to Business Valuation* (12th ed.). Texas: Practitioners Publishing Company.
19. Gilbert, L.R., Menon, K. & Schwartz, K.B. (1990). Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 161–171.
20. Gilbert, P., Chan, H. & Faff, R. (2006). Investigating the Performance of Alternative Default-Risk Models: Option-Based Versus Accounting-Based Approaches. *Australian Journal of Management*, 3(2), 207–234.
21. Grabowski, J.R., Harrington, J.P., Nunes, C. & Duff & Phelps. 2016 *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*. Hoboken: Wiley Finance.
22. Hendel, I. (1996). Competition under Financial Distress, *The Journal of Industrial Economics*, 54(3), 309–324.
23. Hitchner, J. R. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
24. Javornik, S. (2016). *Ocenjevanje vrednosti podjetij v programih finančnega prestrukturiranja MRA*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
25. Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje: vrednotenje in trženje podjetij*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
26. Leskovšek, M. (2017). *Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij (146. člen ZFPPIPP) za družbo Reflex d. o. o.* Zagorje ob Savi: In-tact d. o. o..
27. Mramor, D. (1997). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Moody's (2017). *Moody's Financial Metrics™ Key Ratios by Rating and Industry for Global NonFinancial Corporates: December 2016*. Pridobljeno 25. januarja 2019 iz: https://www.researchpool.com/download/?report_id=1537315&show_pdf_data=true.
29. Pindado, J., Rodrigues, L. & De la Torre C. (2008) Estimating Financial Distress Likelihood, *Journal of Business Research*, 51(9), 995-1003.
30. Plavšak, N. (2014). Načrt finančnega prestrukturiranja. *Podjetje in delo*, 2014, (6–7), 1041–1066.
31. Pratt, S. P. & Niculita, A. V., (2008). *Valuating a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (5th ed.). New York: The McGraw-Hill Companies.
32. Pratt, S. P. (2001). *Business valuation discounts and premiums*. Hoboken: John Wiley & Sons.

33. Pratt, S. P. & Grabowski, R. J. (2010). *Cost of capital: applications and examples* (4th ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
34. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
35. Praznik, B. (2006). *Ocenjevanje vrednosti poslovnih bank z uporabo metode diskontiranega denarnega toka* (magistrsko delo), Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
36. Purnanadam, A. (2005). *Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory & Evidence*. Ross School of Business, University of Michigan.
37. Reflex d. o. o., Podgrad. (2016). *Letno poročilo družbe Reflex Gornja Radgona d. o. o. za leto 2015*. Podgrad: Reflex d. o. o.
38. Reflex d. o. o., Podgrad. (2017a). *Načrt finančnega prestrukturiranja družbe Reflex v postopku prisilne poravnave, ki teče pred Okrožnim sodiščem v Murski Soboti pod opr. št. St 1140/2017*, Ljubljana, 7. september 2014.
39. Reflex d. o. o., Podgrad. (2017b). *Letno poročilo družbe Reflex Gornja Radgona d. o. o. za leto 2016*. Podgrad: Reflex d. o. o.
40. Reflex d. o. o., Podgrad. (2018). *Letno poročilo družbe Reflex Gornja Radgona d. o. o. za leto 2017*. Podgrad: Reflex d. o. o.
41. Senbet, L.W., & Wang T.Y. (2012). Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey, *Foundations and Trends in Finance*, 5(4), 243–335.
42. Slovenski poslovnofinančni standard številka 5. *Uradni list RS*, št. 56/01, 106/13, 106/13 in 106/13 – SPS 5.
43. Shaw, S. (2018). *Advanced Valuation Skills*, Financial Seminars Ltd.
44. Sirleo, G. (2009). *La Crisi d'Impresa e i Piani di Ristrutturazione: Profili economico-aziendali* (doktorska dizertacija), Rim: Università degli Studi Roma Tre.
45. Standard&Poor's. (2013). *Request For Comment: Corporate Criteria*. Pridobljeno 25. januarja. 2019 iz: https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1493895&type=COMMENTS&subType=CRITERIA
46. Veselinovič, D. (1996). *Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
47. Vidic, Z. (2005). *Analiza gibanja računovodskih kazalnikov podjetij v stečajnem postopku* (magistrsko delo). Ljubljana: Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

Priloga 1: Izračun WACC-a ob spreminjanju zadolženosti ter konstantnim stroškom dolga oziroma z uporabo sintetične ocene za pribitek kreditnega tveganja

Tabela: Izračun WACC-a ob spreminjanju zadolženosti in konstantnim stroškom dolga

Delež dolga v celotnih virih financiranja	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
<i>Izračun $Ke = Rf + \beta_l \times R_{Pm} + R_{Ps}$</i>										
<i>Rf</i>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>β_u</i>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<i>t</i>	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<i>D/E</i>	0,0%	11,1%	25,0%	42,9%	66,7%	100,0%	150,0%	233,3%	400,0%	900,0%
<i>$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t) * D/E)$</i>	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,8	2,2	2,9	4,2	8,3
<i>R_{Pm}</i>	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
<i>R_{Ps}</i>	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
<i>R_{pu}</i>	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
<i>Ke</i>	12,0%	12,5%	13,2%	14,0%	15,1%	16,6%	18,8%	22,6%	30,2%	52,9%
<i>Izračun $Kd = (Rf + Default risk) * (1-t)$</i>										
<i>Default risk</i>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Kd</i>	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<i>WACC = Ke * (E/(D+E)) + Kd (D/(D+E))</i>	12,0%	11,7%	11,3%	11,0%	10,7%	10,3%	10,0%	9,6%	9,3%	8,9%

Vir: Lastno delo.

Tabela: Izračun WACC-a ob spreminjanju zadolženosti in uporabi sintetične ocene za pribitek kreditnega tveganja

Delež dolga v celotnih virih financiranja	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
<i>Izračun $Ke = Rf + \beta_l \times R_{Pm} + R_{Ps}$</i>										
<i>Rf</i>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>β_u</i>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<i>t</i>	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<i>D/E</i>	0,0%	11,1%	25,0%	42,9%	66,7%	100,0%	150,0%	233,3%	400,0%	900,0%
<i>$\beta_l = \beta_u (1 + (1-t) * D/E)$</i>	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,8	2,2	2,9	4,2	8,3
<i>R_{Pm}</i>	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
<i>R_{Ps}</i>	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
<i>R_{pu}</i>	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
<i>Ke</i>	12,0%	12,5%	13,2%	14,0%	15,1%	16,6%	18,8%	22,6%	30,2%	52,9%
<i>Izračun $Kd = (Rf + Default risk) * (1-t)$</i>										
<i>Bonitetna ocena*</i>	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aa2/AA	3aa2/BBB	Ba2/BB	B2/B	B3/B-	Caa/CCC	Ca2/CC	C2/C
<i>Pribitek za kreditno tveganje</i>	0,8%	0,8%	1,0%	2,0%	3,6%	5,4%	6,6%	9,0%	11,1%	14,5%
<i>Kd</i>	2,2%	2,2%	2,4%	3,2%	4,5%	6,0%	7,0%	8,9%	10,6%	13,4%
<i>WACC = Ke * (E/(D+E)) + Kd (D/(D+E))</i>	12,0%	11,5%	11,0%	10,8%	10,9%	11,3%	11,7%	13,0%	14,5%	17,3%

Opomba: *Podatek glede pripadajoči bonitetni oceni je izmišljen. V praksi se pripadajoča bonitetna ocena določi na podlagi kazalnika obrestnega pokritja, ki ga v našem hipotetičnem primeru nimamo.

Vir: Lastno delo.

Priloga 2: Finančni izkazi družbe Reflex d. o. o.

Tabela: Finančni izkazi družbe Reflex d. o. o. – Izkaz poslovnega izida v obdobju 2006–2016

v EUR '000	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čisti prihodki od prodaje	25.718	33.225	36.415	28.671	29.880	31.071	29.747	23.983	25.680	25.689	29.767
<i>Na domačem trgu</i>	18.212	26.110	28.016	20.881	23.018	25.913	23.048	17.850	14.411	13.294	15.821
<i>Na tujih trgih</i>	7.506	7.115	8.399	7.790	6.862	5.158	6.700	6.134	11.270	12.395	13.947
Sprememba vrednosti zalog	(420)	161	(47)	298	85	(239)	620	(602)	9	747	(736)
Usredstveni lastni proizvodi	111	190	233	93	143	33	-	21	79	261	44
Drugi prihodki iz poslovanja	81	34	45	27	215	123	281	40	76	21	269
Kosmati donos iz poslovanja	25.489	33.610	36.646	29.089	30.323	30.989	30.648	23.442	25.844	26.717	29.344
Stroški materiala	(13.681)	(17.457)	(17.574)	(13.393)	(14.642)	(14.971)	(14.023)	(11.321)	(12.195)	(13.292)	(14.935)
Stroški storitev	(3.316)	(4.804)	(5.591)	(4.583)	(5.877)	(7.273)	(7.008)	(3.289)	(3.627)	(4.111)	(5.115)
Stroški dela	(5.802)	(7.219)	(8.539)	(7.683)	(6.767)	(5.186)	(5.266)	(6.336)	(6.793)	(7.609)	(8.374)
<i>Število zaposlenih</i>	306	338	358	351	311	243	238	276	282	313	344
<i>Povprečni mesečni strošek dela v EUR</i>	1.580	1.780	1.988	1.824	1.813	1.779	1.844	1.913	2.008	2.026	2.029
<i>Rast v odstotkih</i>	12,64%	11,68%	(8,24)%	(375)	(200)	(890)	3,67%	3,75%	4,94%	0,92%	0,14%
Prevrednotovalni poslovni odhodki	(263)	(455)	(1.366)	(375)	(200)	(890)	(1.767)	(385)	(618)	(18)	(4.463)
Drugi odhodki iz poslovanja	(127)	(414)	(198)	(158)	(64)	(56)	(60)	(91)	(48)	(45)	(760)
EBITDA	2.300	3.261	3.378	2.898	2.772	2.613	2.523	2.019	2.563	1.641	(4.304)
<i>EBITDA marža</i>	8,94%	9,82%	9,28%	10,11%	9,28%	8,41%	8,48%	8,42%	9,98%	6,39%	(14,46)%
Amortizacija	(1.221)	(1.359)	(1.766)	(1.922)	(1.833)	(1.734)	(1.656)	(1.365)	(1.289)	(1.087)	(1.034)
EBIT	1.079	1.903	1.612	976	939	879	868	654	1.274	554	(5.338)
<i>EBIT marža</i>	4,20%	5,73%	4,43%	3,40%	3,14%	2,83%	2,92%	2,73%	4,96%	2,16%	(17,93)%
Finančni prihodki	85	157	138	129	137	46	2	9	4	21	9
<i>Deleži</i>	36	1	6	0	-	-	-	-	-	0	1
<i>Obresti</i>	49	156	131	129	137	46	2	9	4	21	8
Finančni odhodki	(644)	(727)	(1.028)	(619)	(826)	(799)	(1.619)	(731)	(814)	(553)	(487)
<i>Slabitve</i>	(1)	-	(0)	-	-	-	(771)	(5)	(180)	-	-
<i>Obresti</i>	(644)	(727)	(1.028)	(619)	(826)	(799)	(849)	(726)	(634)	(553)	(487)
Drugi prihodki in odhodki	70	121	212	139	148	(32)	468	106	93	95	158
Dobiček pred davki	590	1.454	934	625	397	94	(281)	38	557	116	(5.658)
Davek na dobiček	(138)	(383)	(289)	(168)	(93)	(79)	(181)	(15)	(117)	(18)	2
<i>Efektivna davčna stopnja</i>	(23,37)%	(26,31)%	(30,97)%	(26,95)%	(23,36)%	(84,79)%	64,37%	(39,67)%	(21,06)%	(15,74)%	(0,04)%
Čisti dobiček obdobja	452	1.072	645	457	305	14	(462)	23	440	98	(5.656)

Vir: Reflex d. o. o. (2017a, str. 35).

Tabela: Finančni izkazi družbe Reflex d. o. o. – Bilanca stanja v obdobju 31. 12. 2006–31. 12. 2016

v EUR '000	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16
Sredstva											
Dolgoročna sredstva	9.954	13.743	15.630	14.832	13.967	12.998	11.041	9.775	9.046	10.535	9.667
Neopredmetna sredstva	169	94	91	121	113	69	37	24	42	57	178
Opredmetna osnovna sredstva	9.719	13.584	15.490	13.923	13.057	12.136	10.805	9.557	8.934	10.402	9.403
- amortizacija	(1.221)	(1.359)	(1.766)	(1.922)	(1.833)	(1.734)	(1.656)	(1.365)	(1.289)	(1.087)	(1.034)
- investicije	-	5.165	3.688	409	967	775	295	108	685	2.571	320
Zemljišča	601	601	601	601	601	601	601	601	663	663	619
Zgradbe	5.070	4.836	7.921	7.734	7.441	7.440	7.182	6.813	6.429	6.404	5.928
Oprema	3.591	4.308	6.546	5.178	4.387	3.491	2.565	1.691	1.187	2.733	2.378
Investicije v teku	251	3.418	6	-	223	143	-	-	532	484	462
Naložbene nepremičnine in sredstva	207	420	415	410	405	461	456	451	122	117	16
Finančne naložbe (posojila)	65	65	49	788	797	792	199	194	71	76	86
-v deleže	44	44	8	8	16	16	7	5	5	5	3
-v posojila	21	21	41	780	782	777	192	189	66	72	83
Kratkoročna sredstva	10.805	13.427	12.243	11.950	13.255	14.572	13.356	12.716	11.571	12.604	7.483
Zaloge	2.519	2.861	3.033	2.973	3.190	2.943	3.501	2.646	2.557	3.755	2.352
Poslovne terjatve	7.966	9.795	8.796	8.922	9.851	11.407	9.771	9.857	8.663	8.434	4.963
Denar in denarni ustrezniki	302	730	381	6	181	194	60	17	325	393	125
AČR	19	40	33	49	34	29	24	196	26	21	43
Skupaj sredstva	20.759	27.170	27.873	26.782	27.222	27.570	24.397	22.491	20.617	23.139	17.149
Obveznosti do virov sredstev											
Kapital	3.560	4.632	5.277	5.733	6.038	6.052	5.552	5.620	5.863	5.869	165
Osnovni kapital	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.132	2.132	2.132	2.132
Kapitalske rezerve in rez. iz dobička	182	209	209	209	209	209	209	211	213	213	-
Presežek iz prevrednotenja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(93)	(120)
Prenesen rezultat	863	1.292	2.337	2.982	3.438	3.743	3.719	3.256	3.081	3.518	-
Rezultat tekočega leta	429	1.045	645	457	305	14	(462)	21	437	98	(1.847)
Rezervacije in dolgoročne PČR	469	800	915	980	764	648	369	403	457	593	451
Finančne obveznosti	7.866	10.683	10.681	11.138	10.647	11.150	9.473	8.268	7.418	7.178	9.347
- dolgoročne	4.563	7.150	6.567	5.393	4.399	5.331	4.252	5.443	4.179	4.901	8.180
- kratkoročne	3.303	3.532	4.113	5.745	6.248	5.819	5.222	2.825	3.239	2.278	1.166
Poslovne obveznosti	8.863	11.055	10.989	8.914	9.731	9.671	9.003	8.137	6.790	9.459	7.123
PČR	-	-	12	18	43	49	-	63	90	40	64
Obveznosti do virov sredstev skupaj	20.759	27.170	27.873	26.782	27.222	27.570	24.397	22.491	20.617	23.139	17.149

Vir: Reflex d. o. o. (2017a, str. 37).

Priloga 3: Projekcije poslovanja družbe Reflex d. o. o.

Tabela: Projekcija poslovanja družbe Reflex d. o. o. – Izkaz poslovnega izida v obdobju 2017–2029

vEUR'000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
ocena projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija	18.269	19.700	20.896	21.523	22.169	22.834	23.519	24.224	24.951	25.699	26.470	27.265	28.082
Čisti prihodki od prodaje	7,83%	6,07%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Rast v odstotkih	-	553	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drugi prihodki iz poslovanja	18.269	20.253	20.896	21.523	22.169	22.834	23.519	24.224	24.951	25.699	26.470	27.265	28.082
Kosmatni donos iz poslovanja	(11.814)	(11.835)	(12.663)	(13.043)	(13.434)	(13.838)	(14.253)	(14.680)	(15.121)	(15.574)	(16.041)	(16.523)	(17.018)
Stroški materiala in storitev	64,67%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%	60,60%
Kot odstrotek od prodaje	(6.801)	(6.786)	(6.985)	(7.195)	(7.410)	(7.633)	(7.862)	(8.098)	(8.340)	(8.591)	(8.848)	(9.114)	(9.387)
Stroški dela	270	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261
Število zaposlenih	2.099	2.167	2.230	2.297	2.366	2.437	2.510	2.585	2.663	2.743	2.825	2.910	2.997
Povprečni mesečni strošek dela v EUR	3,22%	2,93%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Rast v odstotkih	(89)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
Prevrednotovalni poslovni odhodki	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drugi odhodki iz poslovanja	(435)	1.592	1.208	1.245	1.284	1.323	1.364	1.406	1.450	1.495	1.541	1.588	1.637
EBITDA	(2,38)%	8,08%	5,78%	5,79%	5,79%	5,80%	5,80%	5,81%	5,81%	5,82%	5,82%	5,82%	5,83%
EBITDA marža	(981)	(950)	(900)	(800)	(700)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Amortizacija	(1.416)	642	308	445	584	723	764	806	850	895	941	988	1.037
EBIT	(7,75)%	(5,43)%	(2,43)%	(3,41)%	(4,34)%	(5,23)%	(5,36)%	(5,49)%	(5,62)%	(5,74)%	(5,86)%	(5,98)%	(6,09)%
EBIT marža	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finančni prihodki	(303)	(235)	(181)	(157)	(135)	(133)	(132)	(132)	(133)	(116)	(118)	(101)	(93)
Finančni odhodki	(251)	(150)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Drugi odhodki	(1.970)	257	127	288	448	591	633	674	716	778	823	887	944
Dobiček pred davki	-	(24)	(12)	(27)	(43)	(56)	(60)	(64)	(68)	(74)	(78)	(169)	(179)
Davek na dobiček	-	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%	(9,50)%
Uporabljena davčna stopnja	(1.970)	233	115	260	406	535	573	610	648	704	744	718	765
Čisti dobiček obdobja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Vir: Reflex d. o. o. (2017a, str. 35).

Tabela: Projekcija poslovanja družbe Reflex d. o. o. – Bilanca stanja v obdobju 31. 12. 2017–31. 12. 2029

v EUR'000	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29
ocena projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija projekcija													
Sredstva													
Dolgoročna sredstva	8.748	7.565	7.168	6.809	6.521	6.359	6.197	6.035	5.873	5.711	5.549	5.387	5.225
Neopredmetena sredstva	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
Opredmetena osnovna sredstva in naložbene nepremičnine	8.564	7.381	6.984	6.624	6.336	6.174	6.012	5.851	5.689	5.527	5.365	5.203	5.041
- amortizacija	(981)	(950)	(900)	(800)	(700)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
- investicije	141	(233)	503	441	412	438	438	438	438	438	438	438	438
Finančne naložbe (posojila)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Kratkoročna sredstva	7.216	6.427	6.266	6.508	6.622	6.842	7.118	7.530	7.482	7.993	8.047	8.078	8.475
Zaloge	2.352	1.972	2.111	2.174	2.239	2.306	2.375	2.447	2.520	2.596	2.674	2.754	2.836
Poslovne terjatve	3.860	3.283	3.483	3.587	3.695	3.806	3.920	4.037	4.158	4.283	4.412	4.544	4.680
Denar in denarni ustrezniki	376	543	45	119	61	103	195	418	176	486	334	152	330
AČR	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628
Skupaj sredstva	15.964	13.993	13.434	13.316	13.143	13.201	13.315	13.565	13.355	13.704	13.596	13.465	13.700
Obveznosti do virov sredstev													
Kapital	1.208	1.440	1.555	1.815	2.221	2.756	3.329	3.939	4.587	5.291	6.036	6.754	7.519
Rezervacije in dolgoročne PČR	451	451	451	451	451	451	451	451	451	451	451	451	451
Finančne obveznosti	13.136	10.439	9.328	8.165	7.503	6.941	6.394	5.943	4.991	4.539	3.588	2.636	2.000
Finančne obveznosti - predmet prisilne	12.436	10.439	9.328	8.165	7.003	5.941	4.894	3.943	2.991	2.039	1.088	0	-
- ločitveni upniki	8.541	7.356	6.497	5.722	4.947	4.173	3.398	2.718	2.039	1.359	680	-	-
- izločitveni upniki	477	362	246	131	15	-	-	-	-	-	-	-	-
- navadni upniki	2.721	2.721	2.585	2.313	2.041	1.768	1.496	1.224	952	680	408	136	-
- prednostni upniki	697	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finančne obveznosti - ni predmet prisilne	700	-	-	-	500	1.000	1.500	2.000	2.000	2.500	2.500	2.500	2.000
- ostale fin. obveznosti	700	-	-	-	500	1.000	1.500	2.000	2.000	2.500	2.500	2.500	2.000
Poslovne obveznosti	1.059	1.552	1.989	2.773	2.857	2.942	3.031	3.121	3.215	3.312	3.411	3.513	3.619
PČR	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
Obveznosti do virov sredstev skupaj	15.964	13.993	13.434	13.316	13.143	13.201	13.315	13.565	13.355	13.704	13.596	13.465	13.700

Vir: Reflex d. o. o. (2017a, str. 37).