

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

ANJA REK

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

PRESOJA INVESTICIJSKEGA PROJEKTA IZGRADNJE
STANOVANJSKEGA NASELJA ZBILJE

Ljubljana, september 2008

ANJA REK

IZJAVA

Študentka Anja Rek izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom Dr. Tomaža Čaterja in somentorstvom Dr. Jane Šelih, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23.09.2008

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1. UVOD	1
1.1 OPREDELITEV PROBLEMATIKE	1
1.2 NAMEN IN CILJ NALOGE.....	2
1.3 METODE PROUČEVANJA	3
1.4 STRUKTURA NALOGE.....	4
2. GRADBENI PROJEKT	5
2.1 OPREDELITEV PROJEKTA	5
2.2 OPREDELITEV GRADBENEGA PROJEKTA	6
2.3 ŽIVLJENJSKI CIKEL GRADBENEGA PROJEKTA	7
2.4 CILJ GRADBENEGA PROJEKTA.....	8
2.5 TVEGANJE	9
2.5.1 <i>Opredelitev tveganja</i>	9
2.5.2 <i>Model tveganja</i>	9
2.6 TVEGANJE PRI GRADBENEM PROJEKTU	10
2.7 MANAGEMENT TVEGANJA PRI GRADBENIH PROJEKTIH	11
2.7.1 <i>Identifikacija in izvor tveganja pri gradbenih projektih</i>	13
2.7.2 <i>Kvalitativna analiza tveganja</i>	15
2.7.3 <i>Kvantitativna analiza tveganja</i>	16
2.7.4 <i>Odziv na tveganje</i>	18
2.7.5 <i>Kontrola odziva na tveganje</i>	20
3. NEPREMIČNINSKI TRG IN NEPREMIČNINSKA INVESTICIJA	21
3.1 NEPREMIČNINA	21
3.2 TRG NEPREMIČNIN.....	22
3.3 DELOVANJE NEPREMIČNINSKEGA TRGA	24
3.4 INVESTICIJA.....	25
3.5 POMEN INVESTICIJSKE ODLOČITVE ZNOTRAJ PODJETJA	25
3.6 INVESTIRANJE V NEPREMIČNINE	26
3.6.1 <i>Financiranje investiranja v nepremičnine</i>	27
3.6.2 <i>Prednosti in donosi pri investiranju v nepremičnine</i>	28
3.6.3 <i>Tveganje pri investiranju v nepremičnine</i>	29
3.6.4 <i>Tveganje in zahtevana stopnja donosa nepremičninske investicije</i>	30
3.6.5 <i>Investiranje v novogradnje za trg</i>	31
3.6.5.1 <i>Tveganja pri investiranju v novogradnje za trg</i>	31
3.6.5.2 <i>Financiranje novogradnje za trg</i>	33
3.6.5.3 <i>Pomen tržne analize pri investiranju v novogradnjo za trg</i>	34
4. PREDSTAVITEV PODJETJA RIMA IN INVESTICIJSKEGA PROJEKTA	35
4.1 PREDSTAVITEV PODJETJA RIMA	35
4.2 OPIS NASELJA MONTAŽNIH IN ZIDANIH HIŠ TER DVOJČKOV IN OPIS LOKACIJE	36
5. INVESTICIJSKA PRESOJA PROJEKTA	37
5.1 UPRAVIČENOST INVESTICIJE.....	37
5.1.1 <i>Pomen investicije za prihodnost podjetja</i>	37
5.1.2 <i>Pomen investicije za družbo in okolico</i>	38
5.2 RAZMERE NA TRGU NEPREMIČNIN V LJUBLJANI IN NJENI OKOLICI TER NJIHOV VPLIV NA USPEŠNOST INVESTICIJE	39
5.2.1 <i>Ocenitev makroekonomskih dejavnikov</i>	39
5.2.2 <i>Ocenitev gibanja cen nepremičnin v Ljubljani in njeni oklici</i>	41
5.2.2.1 <i>Ocenitev gibanja cen zemljišč v Ljubljani in njeni okolici</i>	41
5.2.2.2 <i>Ocenitev gibanja cen stanovanj v Ljubljani in njeni okolici</i>	42
5.2.2.3 <i>Ocenitev gibanja cen hiš v Ljubljani in njeni okolici</i>	43
5.2.3 <i>Značilnosti prebivalcev in preference potencialnih kupcev hiš v okolici Ljubljane</i>	44
5.2.3.1 <i>Lokacija</i>	45
5.2.3.2 <i>Kakovost, izgled in funkcionalnost hiše</i>	46
5.2.3.3 <i>Substituti za hiše na Zbiljah</i>	47

5.2.4 Konkurenca.....	47
5.3 FINANČNA OCENA INVESTICIJE.....	49
5.3.1 Investicijska vrednost naložbe.....	49
5.3.2 Ocenjena prodajna vrednost investicije.....	51
5.3.3 Viri financiranja.....	52
5.3.3.1 Predpostavljeni opciji financiranja.....	54
5.3.3.2 Ocena virov financiranja.....	54
5.3.4 Dinamika prilivov in odlivov.....	56
5.3.5 Vrednotenje alternativ.....	57
5.3.5.1 Naselje samostojnih hiš, namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš.....	57
5.3.5.2 Delitev naselja na del z dvojčki, namenjenimi starejšim ljudem, in del s samostojnimi hišami, namenjenimi mladim družinam, namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš, namenjenih le mladim družinam..	58
5.3.5.3 Delitev naselja na del z varovanimi stanovanji in del s samostojnimi hišami namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš.....	59
5.3.5.4 »Preselitev« projekta na drugo lokacijo.....	59
5.3.5.5 Druge alternative.....	60
5.4 EKONOMSKA OCENA INVESTICIJE.....	60
5.4.1 Statične metode ocenjevanja investicije.....	61
5.4.1.1 Donosnost investicije.....	61
5.4.1.2 Doba vračanja investicije.....	62
5.4.2. Dinamične metode ocenjevanja investicije.....	63
5.4.2.1 Neto sedanja vrednost.....	65
5.4.2.2 Relativna neto sedanja vrednost.....	66
5.4.2.3 Interna stopnja donosa.....	67
5.4.2.4 Popravljen intern stopnja donosa.....	68
5.4.3 Povzetek ekonomskih ocen investicije.....	69
6. OCENA TVEGANJA PROJEKTA.....	70
6.1 IDENTIFIKACIJA TVEGANJ.....	70
6.2 KVALITATIVNA ANALIZA TVEGANJA: OCENA VERJETNOSTI IN VPLIVA POSAMEZNEGA TVEGANJA TER MATRIKA OCENJENE JAKOSTI TVEGANJA.....	75
6.3 MEDSEBOJNI VPLIV POSAMEZNIH TVEGANJ.....	78
7. POVZETEK REZULTATOV IN PRESOJA PROJEKTA.....	79
8. SKLEP.....	82
LITERATURA IN VIRI.....	83

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Življenjski cikel gradbenega projekta</i>	8
<i>Slika 2: Cilji gradbenega projekta</i>	9
<i>Slika 3: Osnovni model tveganja</i>	10
<i>Slika 4: Management tveganja</i>	12
<i>Slika 5: Priporočljivi odzivi (odstranitev, zmanjšanje, prenos) tveganja glede na stopnjo tveganja in stroške v primerjavi s koristmi</i>	19
<i>Slika 6: Tveganja in zahtevana stopnja donosa finančnih naložb</i>	30
<i>Slika 7: Struktura udeležencev projektnega financiranja</i>	34

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Prikaz nekaterih glavnih skupin izvora tveganja v projektih s klasifikacijo zunanji / notranji</i>	13
<i>Tabela 2: Matrika opisne ocene jakosti tveganja</i>	15
<i>Tabela 3: Matrika opisne in numerične ocene jakosti tveganja</i>	16
<i>Tabela 4: Primerjava tehnik kvantitativne analize tveganja</i>	17
<i>Tabela 5: Ocena bruto domačega proizvoda (BDP) in inflacije za Slovenijo</i>	40
<i>Tabela 6: Oglaševalne cene zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici v EUR/m², marec 2008</i>	41
<i>Tabela 7: Oglaševalne cene stanovanj v Ljubljani v EUR, marec 2008</i>	42
<i>Tabela 8: Oglaševalne cene stanovanj v okolici Ljubljane v EUR, marec 2008</i>	43
<i>Tabela 9: Oglaševalne cene hiš v Ljubljani in njeni okolici v EUR, marec 2008</i>	44
<i>Tabela 10: Povzetek vpliva različnih dejavnikov na prodajo in ceno hiš ter dvojčkov na Zbiljah</i>	48
<i>Tabela 11: Ocenjena investicijska vrednost naložbe Zbilje (cene brez DDV)</i>	50
<i>Tabela 12: Ocenjena prodajna vrednost naložbe Zbilje (cene brez DDV)</i>	52
<i>Tabela 13: Dinamika ocenjenih odlivov projekta Zbilje</i>	56
<i>Tabela 14: Dinamika ocenjenih prilivov projekta Zbilje</i>	57
<i>Tabela 15: Ekonomsko vrednotenje alternativne opcije izgradnje enajstih samostojnih hiš, namesto osmih dvojčkov</i>	58
<i>Tabela 16: Izračun donosnosti projekta Zbilje</i>	62
<i>Tabela 17: Ocena letnega denarnega toka (EUR, brez DDV) in izračun neto sedanje vrednosti</i>	66
<i>Tabela 18: Povzetek izračunanih ekonomskih kazalcev v primeru financiranja projekta Zbilje po opcijah (a) in (b)</i>	70
<i>Tabela 19: Ocena verjetnosti in vpliva posameznega tveganja ter matrika ocenjene jakosti tveganj</i>	77

1. UVOD

V uvodnem delu so predstavljene glavne ovire, s katerimi se srečujejo podjetja pri investiranju v izgradnjo stanovanjskih enot za trg. Predstavljena je torej problematika investiranja v nepremičnine glede na trenutno stanje na nepremičninskem trgu v Ljubljani in okolici, nadalje pa so opredeljeni namen in cilj naloge, metode proučevanja in struktura naloge.

1.1 Opredelitev problematike

Po podatkih nepremičninskega spletnega portala Slonep.net (2008) so se v Ljubljani cene zemljišč, stanovanj in hiš v zadnjem desetletju neprestano dvigovale, saj je bilo povpraševanje veliko večje kot ponudba. Podobno je bilo v okolici Ljubljane, le da je bila rast cen manj intenzivna in so bile v povprečju cene nepremičnin 30 odstotkov nižje od ljubljanskih. Visoke cene nepremičnin in veliko povpraševanje na območju Ljubljane so omogočali visoke dobičke, s čimer je bilo v ta tržni segment privabljenih veliko novih investitorjev, gradbeništvo pa je doživelo pravi razcvet. V takšnih nadvse ugodnih pogojih za investiranje v nepremičnine se investitorjem ni bilo treba posebej posvečati presoji uspešnosti investicije, možnostim prodaje, kakovosti gradnje, itn., saj so večino enot prodali že v času gradnje, morebitne dodatne stroške pa so zlahka prevalili na kupce. V takšnih razmerah tudi ni bilo težko pridobiti bančna posojila, saj so vse tovrstne investicije veljale za dobičkonosne in varne. Poleg tega so na slovenski trg pričele vstopati tuje banke, ki so v boju za stranke ponujale več kot ugodna posojila.

Sedaj pa je situacija precej drugačna. Številni avtorji (npr. Pahor, 2008; Puschner, 2008; Petavs, 2008 idr.) v svojih člankih navajajo, da je povpraševanje sicer še vedno relativno veliko, vendar so se cene nepremičnin v Ljubljani in okolici v povprečju pričele umirjati, kar je posledica več dejavnikov, kot so: vedno večja ponudba vseh vrst novogradenj, zmanjševanje kupne moči prebivalstva (kar je predvsem posledica visoke inflacije, višjih obrestnih mer, otežene dostopnosti do posojil in relativno velike zadolženosti prebivalstva), odseljevanje ljudi v druga večja slovenska mesta in okolice le-teh zaradi tamkajšnjih nižjih cen nepremičnin in tudi splošnega trenda decentralizacije.

V takšnih, trenutno dokaj nestabilnih, predvsem pa nepredvidljivih razmerah na trgu nepremičnin, tako v Ljubljani kot v njeni okolici, morajo investitorji pričeti razmišljati o presoji uspešnosti investicijskih projektov. To je tudi glavni predmet naloge in vključuje presojo uspešnosti z vidika finančne in ekonomske ocene investicije, z vidika tveganj in njihovih negativnih vplivov na gradnjo in nato prodajo objektov ter z vidika upravičenosti investicije in ocenjenih razmer na trgu, pri čemer je pomembna zlasti ocena prodajnih možnosti. Tovrstna večplastna presoja veliko pripomore k boljšemu poslovnemu odločanju in nenazadnje tudi k boljšim poslovnim rezultatom, saj poleg presoje uspešnosti investicije in ocenjevanja tveganja pri izvajanju investicijskega projekta omogoča, na račun predhodno

pridobljenih ključnih podatkov o investiciji, boljšo pripravljenost in hitrejši odziv na nepričakovane dogodke in spremembe v okolju. Slednje potrjujejo tudi številni primeri v praksi.

Presoje uspešnosti investicijskih projektov so izvedene na podlagi različnih metod in modelov. Vsekakor v veliki večini prevladujeta metodi analize in sinteze, izvedeni za različna področja ocenjevanja investicije. Križnik (2003, str. 13-41) je npr. v svojem magistrskem delu izdelal model presoje uspešnosti projektov stanovanjske gradnje, ki temelji na analizi poslovnih funkcij (tržna analiza, proizvodno tehnološka analiza in analiza kadrov, nabave in financiranja), uspešnosti in smotnosti izvedbe po organizacijskem procesu. Fišer (2007, str. 39-65) pa je poleg finančne in ekonomske ocene v presojo uspešnosti poslovno stanovanjskega objekta vključil tudi vpliv obstoječih predpisov in analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti. Sicer pa sodila, ki se praviloma najpogosteje uporabljajo pri vseh vrstah presoj, temeljijo predvsem na uspešnosti z vidika finančne in ekonomske ocene investicije ter z vidika tveganj. Pri finančni oceni je najpomembnejša presoja vseh možnih virov financiranja in opredelitev prilivov in odlivov. Ekonomsko oceno investicije pa omogočajo izračuni statičnih in dinamičnih kazalcev uspešnosti, ki jih opredeljujejo številni avtorji (npr. Senjur, 1993, str. 72-82; Berk, Lončarski in Zajc, 2001, str. 98-109; Kosi, Marc in Peljhan, 2004, str. 103-118 idr.).

Metode dela, izbiro ter obseg vrednotenja in sodil pri presojanju uspešnosti investicije je treba prilagoditi konkretni investiciji in podjetju, ki se zanjo odloča. V primeru projekta Zbilje, kjer je podjetje Rima v vlogi investitorja in izvajalca hkrati, je zato poleg analize trga ter ekonomske in finančne ocene v presojo vključena tudi analiza tveganja tako z vidika izvajanja gradbenega projekta kot tudi z vidika prodaje objektov. Pri tem se analiza tveganja navezuje na management tveganja v gradbenih projektih, ki je nazorno predstavljen v delu Burcarjeve (2005, str. 69-115), in na tveganja pri investiranju v novogradnje za trg.

1.2 Namen in cilj naloge

Namen naloge je na podlagi proučevanja splošnih zakonitosti pri investiranju v nepremičnine ter trenutnih in v prihodnje predvidenih razmer na trgu nepremičnin opozoriti na omejitve, potrebno preišljenost ter strategijo pri investiranju v nepremičnine za trg. V povezavi s tem želimo predstaviti tudi negativni vpliv tveganj v gradbenem projektu, ki vpliva na uspešnost investiranja v novogradnje.

Namen naloge je tudi pomagati podjetju Rima odločiti se glede investicijskega projekta Zbilje. Najbolj optimalno poslovno odločanje za sprejem/zavrnitev investicije oziroma za izbiro najboljše investicije omogoča presoja uspešnosti investicijskih projektov. Zato je za projekt Zbilje izvedena večplastna presoja uspešnosti, ki vključuje tudi proučevanje različnih alternativnih opcij zasnove naselja in opcij financiranja. Tako so poleg ekonomske ocene predvidenega projekta Zbilje ovrednotene tudi različne opcije projekta Zbilje, med katerimi se podjetje odloča.

Cilj naloge je opraviti presojo konkretnega investicijskega projekta izgradnje naselja montažnih in zidanih hiš v okolici Ljubljane (na Zbiljah). V primeru sprejetja investicije bi bilo podjetje Rima tako v vlogi investitorja kot tudi izvajalca. Zato je presoja uspešnosti in ocenitev tveganj v tem primeru še bolj potrebna tako z vidika uspešnega izvajanja gradnje kot tudi z vidika uspešne prodaje. Pri presoji uspešnosti bo poudarek na analitičnem pristopu do različnih opcij zasnove naselja in izbire vrste nepremičnin, izbire virov financiranja, določevanja ciljnih skupin potencialnih kupcev, ipd.. Pri vseh opcijah bodo vodilo presoje ekonomski kriteriji oz. donosnost, izvedljivost in predvsem ocenjena možnost uspešne prodaje. Cilj naloge je zato poiskati odgovora na naslednji vprašanji:

- Ali investicijo na Zbiljah sprejeti ali ne?
- Pod katerimi pogoji je investicija sprejemljiva in katera je optimalna rešitev, ki ob še sprejemljivem tveganju prinaša največji donos?

Glede na cilj naloge in oris trenutne negotovosti ter zaostrovanja na trgu nepremičnin lahko postavim sledečo hipotezo:

H1: Zaradi relativno visoke cene zemljišča na Zbiljah, rasti cen gradbenega dela in materiala, povečanja ponudbe in s tem konkurence ter zniževanja kupne moči donos projekta ne bo nadpovprečen - to je večji od 10 do 15 odstotkov.

Druga hipoteza se navezuje na oceno virov financiranja projekta Zbilje. V nalogi se namreč izpostavita dve najverjetnejši opciji izbire virov financiranja, in sicer opcija financiranja (a), po kateri Rima odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi, za financiranje gradnje pa najame posojilo, in opcija (b), po kateri se Rima odloči za sodelovanje s soinvestitorjem, ki pokrije stroške zemljišča (ti predstavljajo 50 odstotkov vrednosti investicije), stroške gradnje pa financira podjetje z lastnimi sredstvi. Na podlagi tega postavljam naslednjo hipotezo:

H2: Projekt Zbilje je donosnejši v primeru opcije financiranja (b), saj se pri tej opciji zmanjšajo stroški financiranja, tveganje se razpolovi in doba vračanja vloženih sredstev se zmanjša.

Tretja hipoteza se nanaša na alternativne opcije zasnove naselja Zbilje, pri presoji katerih je poleg ekonomskega vidika potrebno upoštevati še izvedljivost in možnosti prodaje:

H3: Projekt Zbilje je lahko v primeru drugačne zasnove predvidenega naselja donosnejši od izgradnje prvotno predvidenega naselja.

1.3 Metode proučevanja

Teoretičen del naloge temelji na metodi kompilacije, zasnovan je na podlagi proučevanja domače in tuje literature s področja gradbenega projekta in managementa tveganja v

gradbenem projektu ter s področja trga nepremičnin in investiranja v nepremičnine. Poudarek je na prednostih in slabostih investiranja v novogradnje za trg, ki jih s pomočjo dedukcije obravnavamo tudi pri praktičnemu delu naloge.

Praktičen del naloge je zasnovan na presoji uspešnosti konkretnega investicijskega projekta izgradnje naselja montažnih in zidanih hiš Zbilje. Presoja uspešnosti je izvedena na podlagi deskripcije lokacije in naselja Zbilje, dedukcije podanih teoretičnih osnov in zakonitosti delovanja nepremičninskega trga, analize in sinteze trenutnih in v prihodnje predvidenih razmer na trgu nepremičnin v Ljubljani, v njeni okolici in v okolici predvidenega območja gradnje naselja Zbilje, ter na podlagi razgovorov s strokovnim osebjem Rime. Z metodo komparacije so ocenjene različne alternativne opcije zasnove naselja Zbilje in opciji financiranja projekta. Izvedeni sta identifikacija tveganj in kvalitativna analiza tveganj, s pomočjo katerih se klasificirajo tveganja projekta Zbilje. Pri tem so upoštevane predvsem izkušnje podjetja pri drugih podobnih projektih iz preteklosti, pričakovanja podjetja glede projekta Zbilje in analiza izvedenih strokovnih presoj uspešnosti različnih investicijskih projektov. Presoja projekta Zbilje je izvedena na podlagi sinteze povzetih rezultatov. Sklep pa je osnovan na podlagi sinteze in generalizacije dobljenih rezultatov.

Treba je poudariti, da imajo na Rimi o projektu Zbilje šele okvirno idejo in rešitev, saj so se s trenutnim lastnikom zemljišča šele pričeli dogovarjati o možnosti gradnje naselja. To pa predstavlja veliko omejenost pri razpolaganju s podatki, saj brez izdelanega načrta naselja ni možno izvesti terminskega in finančnega plana projekta. Kljub temu smo zaradi potrebne ocene predpostavljenega denarnega toka pri izračunu ekonomskih kazalcev uspešnosti ocenili letno dinamiko stroškov in prilivov glede na tri etape gradnje (vsaka traja približno leto dni). To je omogočilo pridobivanje dovolj verodostojnih rezultatov pri ekonomski oceni uspešnosti investicije.

1.4 Struktura naloge

Naloga je razdeljena na štiri dele. Prvi je teoretičen, ostali trije pa so deli presoje konkretnega investicijskega projekta izgradnje naselja montažnih in zidanih hiš na Zbiljah. Vsi deli presoje uspešnosti projekta Zbilje so vsebinsko medsebojno povezani in se dopolnjujejo.

Prvi, teoretičen del, opredeljuje pojme s področja gradbenega projekta, tveganja, investiranja in trga nepremičnin. Predstavitev managementa tveganja v gradbenem projektu podaja osnovo za analizo tveganja pri gradnji naselja Zbilje. Predstavitev prednosti in slabosti ter možnosti financiranja pri investiranju v nepremičnine za trg pa podaja osnovo za analiziranje različnih alternativnih opcij, za identifikacijo tržnih tveganj in s tem tudi za presojo uspešnosti investicije.

Drugi del predstavlja investicijski projekt Zbilje. Poleg opisa predvidenega naselja je v drugem delu predstavljena še lokacija naselja, sledi pa opis podjetja Rima, ki se odloča o

izvedbi investicijskega projekta Zbilje. Z drugim delom se torej prične študija primera in presoja uspešnosti investicijskega projekta.

Tretji del obravnava upravičenost investicije ter ekonomsko in finančno oceno investicije, ki predstavljata najpomembnejši in najboljše del presoje uspešnosti projekta Zbilje. Na začetku tega dela je izvedena analiza razmer na trgu nepremičnin v Ljubljani in njeni okolici ter njihov vpliv na uspešnost investicije, zlasti v smislu možnosti prodaje ter doseganja zelene prodajne cene hiš in dvojčkov. Glede na dejavnike tržne analize, predvsem s stališča konkurenčne ponudbe v okolici Zbilj, naloga predlaga in ovrednoti alternativne opcije zasnove naselja Zbilje, o katerih je vsekakor vredno razmisliti. Zelo pomembno vlogo pri presoji uspešnosti investicije ima ocena virov financiranja, kjer se izpostavita dve najverjetnejši opciji izbire virov financiranja, in sicer opcija financiranja (a), pri kateri Rima odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi, za financiranje gradnje pa najame posojilo in opcija (b), pri kateri se Rima odloči za sodelovanje s soinvestitorjem, ki pokrije stroške zemljišča (predstavljajo 50 odstotkov vrednosti investicije), stroške gradnje pa financira podjetje z lastnimi sredstvi. Za obe opciji so pri ekonomski oceni investicije izračunani statični in dinamični kazalci, saj se izkaže, da je uspešnost investicije zelo odvisna od izbrane opcije financiranja.

V četrtem delu so predstavljena vsa tveganja, ki kakorkoli vplivajo na uspešnost investicije kot celote. Zato so predstavljena tveganja, ki so povezana s pridobivanjem potrebnih soglasij in z izvajanjem gradnje, ter tista, ki vplivajo na uspešnost prodaje. Podani so tudi možni ukrepi za preprečevanje nastopa tveganj (v kolikor je to pač mogoče) ter ukrepi za zmanjševanje negativnih vplivov tveganj.

Pri povzetku rezultatov in presoji projekta Zbilje so nato strnjeni rezultati presoje uspešnosti projekta Zbilje, podano pa je tudi mnenje o sprejemljivosti investicije. Sledi predlog optimalnih rešitev, ki ob še sprejemljivem tveganju prinašajo največji donos.

2. GRADBENI PROJEKT

Pri opredeljevanju gradbenega projekta je treba poudariti, da je vsak gradbeni projekt v prvi vrsti projekt. Zato bomo najprej opredelili projekt in njegove značilnosti.

2.1 Opredelitev projekta

Standardna definicija projekta pravi, da je »projekt zaporedje aktivnosti, s katerimi se začasno ukvarjamo, da ustvarimo edinstven produkt ali storitev, pri čemer je datum zaključka vnaprej določen« (Loch, DeMeyer & Pich, 2006, str. 1). Projekti sočasne strukture in metode managementa, ki dopuščajo fleksibilnost in odziv na tveganje (Loch et al., 2006, str. 1).

V literaturi zasledimo veliko opredelitev pojma projekt in njegovih značilnosti, ki projekt označijo dokaj nazorno. Bistvenega pomena pri vseh opredelitvah projekta pa sta dve lastnosti, in sicer edinstvenost ter začasnost. Edinstvenost projekta lahko razložimo kot nezmožnost ponovitve projekta na enak način z istimi prisotnimi in z istimi produkti ali storitvami oz. z istimi cilji. Začasnost pa pomeni, da ima projekt vnaprej določen začetek in konec, torej ima določeno tudi trajanje. Ne glede na planirani zaključek projekta se lahko projekt zaključi na tri načine (Srđić, 2005, str. 8):

- ko so doseženi zastavljeni cilji projekta oz. končni cilji projekta,
- ko je jasno, da zastavljeni cilji ne bodo oz. ne morejo biti doseženi ali
- ko potreba po projektu ne obstaja več in se projekt zato prekine.

Strnjene značilnosti projekta kot so opredeljene v literaturi, so (Srđić, 2005, str. 7-8; Petrič, 2005, str. 20; Loch et al., 2006, str. 1-2):

- projekt je edinstven in ima omejen čas,
- načeloma ima omejene tudi stroške in obseg,
- zaporedje aktivnosti je točno določeno in logično, zato da z njimi dosežemo željen cilj,
- aktivnosti so v osnovi edinstvene in se ne ponavljajo, torej niso rutinske (lahko pa vključujejo posamezne dejavnosti, ki se izvajajo rutinsko),
- običajno je kompleksen proces, saj vključuje različne vire z različnimi znanji, odgovornostmi in kompetencami,
- biti mora fleksibilen, saj je za doseganje ciljev potrebno uvesti tudi večkratne spremembe,
- vključuje veliko neznank in zagotavlja priložnost za osvojitev novih znanj, ter
- potrebna je koordinacija in skoncentrirana odgovornost (projektni manager).

Današnje nagle spremembe, konkurenčne razmere na trgu, internacionalizacija ekonomskega okolja in vzpon kupne moči so vzrok za zahteve po produktih ali storitvah, ki so vedno bolj različni oz. boljši od vseh ostalih. Današnji projekti so obsežnejši, vzpodbujajo konkurenčnost, sodelovanje med notranjimi in zunanjimi sodelavci, zahtevajo razvoj nove programske opreme, združevanja in nove pridobitve. Novejši projekti so pogosto sicer manj kompleksni od tradicionalnih, vendar nenehno posegajo na nova področja in se s tem soočajo z večjo negotovostjo. Projekti danes predstavljajo pomembno strategijo za vpeljavo sprememb (Loch et al., 2006, str. 1-2).

2.2 Opredelitev gradbenega projekta

Vsi gradbeni projekti so edinstveni in neponovljivi. Tudi če so objekti gradbenega projekta enaki, je situacija drugačna, saj se projekt odvija na drugi lokaciji, v drugem času, z drugačnimi proizvodnimi sredstvi in drugo organizacijsko sestavo. Ravno razlike med gradbenimi projekti so glavni vzrok nepredvidljivosti in tveganja.

Gradbeni projekt je projekt, katerega cilj je izgraditev gradbenega objekta. Poleg že predstavljenih značilnosti projekta (poglavje 2.1) veljajo za gradbeni projekt še določene specifične značilnosti (Nikič, 1998, str. 15):

- sezonsko delo,
- delo na prostem (izpostavljenost klimatskim in vremenskim razmeram),
- sestavljenost procesov,
- visoka cena,
- veliko število sodelujočih različnih strok in kvalifikacijskih struktur,
- statičnost gradbenih objektov, ter
- dinamičnost proizvodnih procesov.

Glavne značilnosti gradbenih objektov, ki jih delimo na stavbe in inženirske objekte, pa so:

- praviloma se gradijo za dolgotrajno uporabo (služijo še naslednjim generacijam),
- z njimi posegamo v naravo in prostorsko ureditev, kar prinaša pozitivne in negativne učinke, ter
- postopna graditev pogosto ni mogoča oz. ni ekonomsko racionalna, zato so finančna sredstva za gradbene objekte zelo velika.

Odgovornost za izvedbo gradbenih projektov je toliko večja ravno zaradi vpliva morebitne porušitve na življenje uporabnikov, dolgotrajne uporabe gradbenih objektov, njihovega vpliva na okolje ter njihove visoke cene.

2.3 Življenjski cikel gradbenega projekta

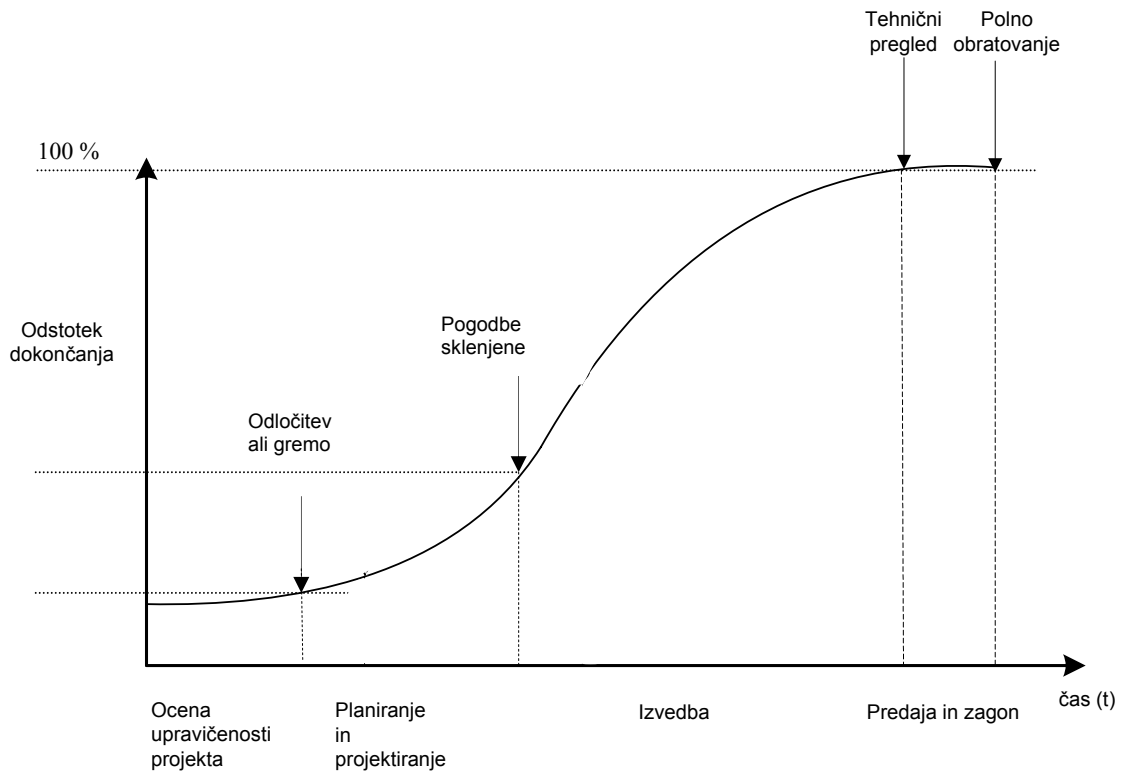
Za gradbene projekte je primeren življenjski cikel po Morris-u (A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK), 1996, str. 14), ki je razdeljen na štiri faze:

- ocena upravičenosti projekta (podfaze: opredelitev projekta - idejna zasnova, študija upravičenosti, strateški načrt in odobritev), iskanje možnih rešitev, okvirna opredelitev projekta in ocena pričakovanih učinkov ter rezultatov z odločitvijo za projekt,
- projektiranje in planiranje (podfaze: idejno projektiranje, detajlno projektiranje, stroškovno in operativno planiranje, definiranje komercialnih pogojev in detajlno planiranje),
- izvedba (podfaze: proizvodnja, dobava, gradbena dela, obrtniška dela, inštalacije, tuje storitve in nadzor) - v tej fazi potekajo izvajalske aktivnosti, poročanje, spremljanje, zaključevanje in ugotavljanje izvrševanja zastavljenih ciljev, ter
- predaja in zagon (podfaze: meritve, tehnični pregled, predaja objekta, zagon in začetek obratovanja).

Na Sliki 1, ki prikazuje življenjski cikel gradbenega projekta, je razvidno za gradbene projekte značilno počasno napredovanje projekta v začetnih fazah, ki sta izrazito dolgi in

počasi naraščajoči. Z začetkom gradbenih del v izvedbeni fazi pa se prične projekt naglo odvijati. V zaključni fazi predaje in zagona se ta rast umiri in projekt se počasi zaključuje.

Slika 1: Življenjski cikel gradbenega projekta



Vir: PMBOK, 1996, str. 14.

Pri navedeni opredelitvi faz gradbenega projekta kot celotnega investicijskega procesa je delitev opredeljena z vidika naročnika oz. investitorja. S stališča izvajalske organizacije pa ima gradbeni projekt v svojem življenjskem ciklu tri faze (Srđić, 2005, str. 12):

- ponudbeni postopek,
- izvedbo projekta, in
- garancijo.

2.4 Cilj gradbenega projekta

Za uspešnost gradbenih projektov je potrebno doseči pravočasnost, ekonomičnost in kakovost. Kot je razvidno s Slike 2, so namreč osnovni cilji gradbenih projektov opredeljeni skozi čas, stroške in tehnične karakteristike oz. kakovost objekta (Baker, 1986, str. 206).

Slika 2: Cilji gradbenega projekta



Vir: Baker, *Handling-Uncertainty*, 1986, str. 206.

Pogoj za doseganje konkurenčnosti je izvedba projekta v vnaprej določenem časovnem obdobju, s čim nižjimi stroški in z dogovorjeno kakovostjo. Poleg tega je potrebno upoštevati še želje oz. pričakovanja naročnika.

2.5 Tveganje

Tveganje lahko razumemo in opredelimo na več različnih načinov, odvisno od namena in stroke. V splošnem ga primerjamo in celo enačimo z negotovostjo, nevarnostjo, verjetnostjo in s priložnostjo. Vsi ti pojmi so s tveganjem nedvomno povezani, ne smemo pa jih z njim kar enačiti.

2.5.1 Opredelitev tveganja

Najprej je treba pojasniti, da tveganje vsekakor vsebuje negotovost, saj bi pojav dogodka, ki se bo zagotovo zgodil, predstavljal problem in ne več tveganja. Nikoli ne moremo biti namreč prepričani, ali se bo določen dogodek zgodil, vse dokler se ne zgodi, in takrat to ni več tveganje. Vendar tveganja ne moremo kar enačiti z negotovostjo. Številni avtorji teoretično razlikujejo med negotovostjo in tveganjem zlasti na podlagi različnih nivojev dostopnosti in poznavanja informacij (dovolj ali premalo poznanih in dostopnih informacij, (ne)poznane numerične vrednosti, ipd.). Za tvegani dogodek velja, da je zanj na voljo dovolj informacij, da se lahko oceni verjetnost in vpliv možnih alternativnih izidov. To pa ni izvedljivo za negotov dogodek. Zato je pri odločanju za investitorje in izvajalce gradbenega projekta pomemben tvegani dogodek, ki lahko ima poleg negativnega tudi pozitivni vpliv na projekt. Tako splošno kot tudi slovarsko tolmačenje tveganja večinoma navaja negativne strani tveganja (možnost izgub, nedoseganje ciljev, ipd.). Razlog za to je dejstvo, da se managementa tveganja večinoma lotimo, kadar gre za možnost izgube.

2.5.2 Model tveganja

Pojem tveganja je dosti lažje razumljiv s pomočjo na Sliki 3 prikazanega modela tveganja in opisa njegovih komponent, s katerimi se lahko nazorno prikaže mehanizem tveganja.

Komponente osnovnega modela tveganja so: vzrok/izvor, dogodek in posledica (Burcar, 2005, str.12).

Slika 3: Osnovni model tveganja



Vir: Burcar, Struktura registra rizika kod upravljanja gradževinskim projektima, 2005, str. 13.

Glavna komponenta tveganja je negotov dogodek. Kadar gre za projektno tveganje je negotov dogodek kakršenkoli identificiran dogodek ali naraven pojav, ki se lahko zgodi in vpliva na rezultate projekta. Posledica je druga komponenta, ki se definira kot rezultat pojavitve dogodka. Posledice dogodka vplivajo na cilje projekta, ki vključujejo stroške, čas in kakovost. Tretja komponenta je vzrok. S stališča vodenja projekta je ta komponenta ključnega pomena, saj lahko z vplivom na vzroke tveganja aktivno upravljamo s tveganjem. Vzrok tveganja večina avtorjev pri projektne tveganju nadomesti z izvorom tveganja, ki je sinonim za vzrok tveganja (Burcar, 2005, str. 12).

Bolj dodelan mehanizem tveganja oz. opis tveganja dobimo, če se v model uvedeta še dve komponenti tveganja, in sicer gonilo tveganja ter vpliv tveganja. Vpliv tveganja predstavlja vpliv pojavitve dogodka oz. posledic na uspešnost projekta, ki se odraža z (ne)doseganjem zastavljenih ciljev projekta. Gonilo tveganja pa je lahko dogodek ali sprememba stanja, ki s svojo pojavitvijo omogoči aktiviranje mehanizma tveganja. Ko se pojavi gonilo, tveganje postane dejanski problem, na katerega se je treba odzvati. Tveganje se lahko s tega vidika opiše kot mehanizem v mirujočem stanju, za katerega je potrebno gonilo, da se aktivira. Osnovne komponente tveganja so torej izvor, gonilo, dogodek/tveganje, posledica in vpliv (Burcar, 2005, str. 13-14).

2.6 Tveganje pri gradbenem projektu

Tveganje pri gradbenem projektu je opredeljeno kot projektno tveganje. Po večini definicij lahko povzamemo definicijo tveganja pri projektih (Burcar, 2005, str. 10) kot: »Projektne tveganje se navezuje na bodoči negotov dogodek, ki lahko v primeru, da se bo zgodil, vpliva (neugodno) na zastavljene cilje projekta, v smislu obsega, kakovosti, časovnih omejitev in stroškov.«

Zaradi časovne omejitve oz. roka dokončanja del in predaje objekta, ki je sestavni del gradbene pogodbe, se med izvajanjem gradbenega projekta praktično vedno pojavi velik pritisk na pravočasno zaključitev gradbenega projekta. Časovna omejitev, dinamičen in

spremenljiv značaj gradbenega projekta so vzrok za situacije, pri katerih se neprestano pojavljajo nova tveganja in negotovosti. Zapleti so bolj pravilo kot pa izjema. Gradbeni projekt in tveganje sta praktično neločljiva. Tega se je danes potrebno zavedati in upoštevati tveganje pri gradbenih projektih, saj ima tveganje zelo pomembno vlogo pri finančno tako velikih investicijah, kot so veliki gradbeni projekti. Pri obravnavanju tveganja je potrebno upoštevati tudi pogoje na trgu, konkurenco, tehnološke inovacije, gospodarske razmere, želje po vedno krajših rokih izvedbe, ipd.

V razvojnih fazah delujejo na gradbeni projekt številni vplivni dejavniki in interesi, ki pogojujejo niz neizbežnih sprememb in začasnih ali trajnih odstopanj od zastavljenih ciljev. Zaradi tega je večina informacij probabilistična, delovanje tveganja pa znatno bolj izraženo kot pa pri drugih industrijskih vejah. V domeni managementa projektov so najpogostejše negativne posledice delovanja tveganja nestabilnost plana in programa izvedbe projekta ter nedoseganje rokov (Radujković, 2000, str. 3).

Pri gradbenih projektih se je potrebno zavedati tudi kompleksnosti tveganja, ki je bolj kot ne stalna spremljevalka tovrstnih projektov. Dokaj verjeten pojav je tudi možnost delovanja sinergije več tveganj hkrati. Npr. pri vkopih nestabilnega pobočja, kar predstavlja prvo tveganje, lahko dolgotrajno deževje povzroči plaz. Razmere se lahko še poslabšajo, če pride do potresa. En negativen dogodek lahko povzroči celo verigo zapletov. Ko gre nekaj narobe, je namreč velika verjetnost nadaljnjih posledic.

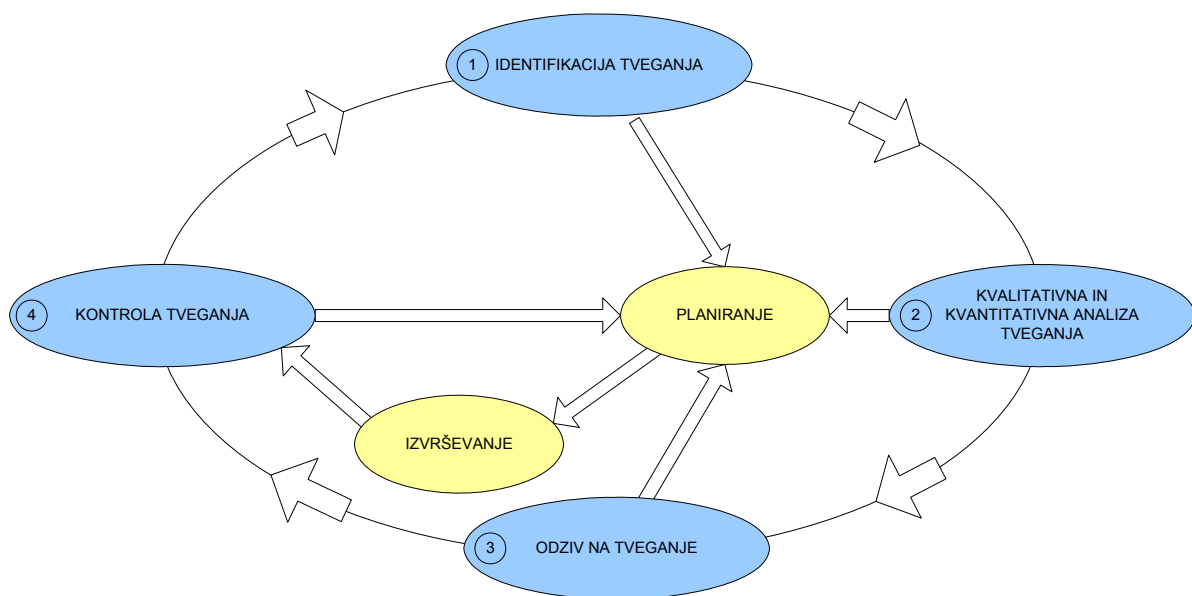
Gradbeništvo ima na splošno slab ugled glede tveganja pri prekoračitvah stroškov in rokov. Poročilo Svetovne banke iz leta 1990 (World Bank, 1990) za zadnjih 15 let potrjuje povprečno 40-odstotno prekoračitev začetnih stroškov v 63 odstotkih od vsega 1778 financiranih projektov oziroma povprečno 70-odstotno prekoračitev začetnega časa v 88 odstotkih od vsega 1627 projektov. Številne druge raziskave kažejo na delovanje množice vplivnih faktorjev na spremembe ciljev projekta. Na denarne in časovne cilje projektov deluje niz spremenljivk tveganja, ki neprekinjeno povzročajo odstopanja od začetno programiranih vrednosti (Radujković, 2000, str. 3).

2.7 Management tveganja pri gradbenih projektih

Management tveganja lahko razumemo kot proces prepoznavanja, analiziranja in vrednotenja tveganja ter odzivanja na projektna tveganja. Z managementom tveganja skušamo v čim večjem obsegu zmanjševati verjetnost pojava tveganja oz. dogodkov, ki imajo negativen vpliv na uresničevanje ciljev projekta. Z njegovo pomočjo poskušamo vsaj omiliti in omejiti negativne posledice in vplive na projektne cilje. Poskušamo torej obvladovati tveganje, kar pa ne pomeni, da imamo tveganje pod nadzorom, saj gre za negotove dogodke. Z managementom tveganja se pripravimo na morebitne negativne posledice negotovih dogodkov in poiščemo alternativne možnosti ukrepanja.

Slika 4 prikazuje ključne faze managementa tveganja, ki jih zasledimo pri večini avtorjev (npr. PMBOK, 2004, str. 237). Vrstni red poteka: najprej identifikacija, kvalitativna in kvantitativna analiza, odziv in nato kontrola tveganja, je vsekakor logičen, vendar je treba poudariti, da se v praksi identifikacija, kvalitativna in kvantitativna analiza ter odziv tveganja večinoma izvajajo sočasno, skupaj s planiranjem. Planiranju sledi izvrševanje in temu kontrola tveganja oz. odzivov na tveganje. Celoten proces se ponavlja, saj se vedno pojavijo nepredvideni dogodki oz. poprej neidentificirana tveganja, pokaže se (ne)ustreznost predvidenih ukrepov za izločanje ali zmanjšanje tveganja...Skratka, spremembe v planu so vedno prisotne, zaradi česar se mora ponoviti tudi proces managementa tveganja.

Slika 4: Management tveganja



Management tveganja v gradbenem projektu ima izjemno velik vpliv na doseganje ciljev gradbenega projekta. S procesom managementa tveganja lahko namreč zmanjšamo, ali celo odpravimo negativni vpliv tveganja na čas, stroške in kakovost gradbenega projekta. Torej je management tveganja pri gradbenih projektih (s tem tudi stroški povezani z njihovim managementom) upravičen. Tudi dolgotrajnost, obsežnost in veliki finančni zneski gradbenih projektov govorijo v prid managementu tveganja.

V slovenski gradbeni praksi pa se management tveganja žal ne pojavlja rutinsko. Gradbena podjetja se še vedno v veliki meri zanašajo na izkušnje zaposlenih, kar pa pogosto ni dovolj. Eden izmed razlogov takšnega odnosa gradbenih podjetij do managementa tveganja je gotovo konkurenčnost na gradbenem tržišču. Ponudbe, ki ne upoštevajo tveganja, so cenovno ugodnejše od ponudb, ki vključujejo tveganje. Ob tem se moramo zavedati, da obstaja pri planu dela, ki vključuje tveganja, večja verjetnost, da bo izpolnjen, kar bi moralo biti v interesu naročnika (investitorja). Zlasti gradbena podjetja, ki gradijo za trg in torej nastopajo kot izvajalec in investitor hkrati, bi se morala zavedati pomembne vloge managementa tveganja pri doseganju plana dela. Drug razlog, da se management tveganja ne uporablja

rutinsko, je potreba po hitrem in cenovno ugodnem planiranju, proces managementa tveganja pa zahteva svoj čas, dodatno izobrazbo kadra in s tem povezane stroške.

2.7.1 Identifikacija in izvor tveganja pri gradbenih projektih

Identifikacija (odkrivanje) tveganja determinira vrste tveganja, ki lahko nastopijo v projektu in njihove značilnosti. Tu ne gre za enkratni proces, temveč poteka identifikacija celoten čas projekta. Upoštevati moramo tako notranja kot zunanja tveganja. Notranja tveganja so tista, na katera lahko projektna ekipa vpliva ali jih celo kontrolira, medtem ko so zunanja tveganja tista, na katera nima vpliva. Identifikacija se lahko izvaja po načelu vzrok-posledica (kaj se lahko zgodi in kaj sledi) ali pa po načelu posledica-vzrok (katere vzroke je glede na posledice treba upoštevati in katere lahko zanemarimo); (PMBOK, 1996, str. 111).

Identifikacija tveganja je odločilnega pomena za nadaljnje faze managementa tveganja, saj kasneje veliko težje aktivno vplivamo na tveganje, če tveganja nismo predvideli in nanj nismo pripravljeni. Tudi ni smiselno analizirati nepravilno prepoznanih dejavnikov. Pri identifikaciji tveganja mora zato sodelovati čim več sodelujočih pri projektu: projektna skupina, manager, zunanji sodelavci, investitor, idr. Potrebno se je tudi zavedati kompleksnosti tveganja in prepoznati odvisnosti med tveganji, ki lahko vplivajo eno na drugo (Prelec, 2005, str.22).

Osrednji namen identifikacije tveganja je poiskati razloge za tveganje oz. izvor tveganja, vključno z elementi, ki ga sprožijo. V slovenski in hrvaški literaturi se pogosto pojavlja spodaj prikazana Tabela 1, ki opredeljuje izvore tveganja z razdelitvijo na zunanje in notranje izvore tveganja pri projektu.

Tabela 1: Prikaz nekaterih glavnih skupin izvora tveganja v projektih s klasifikacijo zunanji / notranji

ZUNANJI IZVORI TVEGANJA V PROJEKTU				
1. PRAVNI	2.POLITIČNI	3.EKONOMSKI	4.SOCIALNI	5.NARAVNI
Lokalni predpisi	Spremembe	Ekonomska politika	Izobraževanje	Klima
Dovoljenja, soglasja	Volitve	Cene, takse	Sezonsko delo	Tla
Spremembe zakona	Vojna	Pogoji financiranja	Stavke	Požari
Standardi	Sporazumi	Valutni tečaji	Fluktuacija ljudi	Potresi, poplave
NOTRANJI IZVORI TVEGANJA V PROJEKTU				
6.MANAGEMENT	7.TEHNIČNA DOKUMENTACIJA	8.ČLOVEŠKI FAKTOR	9.OSKRBA IN LOGISTIKA	10.NAROČANJE, PRIDOBIVANJE POSLA
Nerealni cilj	Nepopolnost	Produktivnost	Dobava, nabava	Oblika pogodbe
Slaba kontrola	Netočnost	Odsotnost z dela	Nedoslednosti	Kratki roki
Tehnologija	Neuskklajenost	Motivacija	Zanesljivost stroja	Nerealna cena
Organizacija	Spremembe	Napake	Pomanjkanje ljudi	Odnosi strank

Vir: Radujković, Upravljanje s tveganjem pri gradbenih projektih, 2000, str. 4.

Pri gradbenih projektih so Zupančič et al. (2000b) opredelili vezanost glavnih izvorov tveganja (ne glede na naravo gradbenega projekta) na naslednje dejavnike:

- velikost objekta oziroma projekta,
- zapletenost del,
- pridobljene izkušnje,
- hitrost in obvladljivost projektiranja in gradnje,
- klimatske razmere in lokacijo,
- preoptimistične začetne cilje projekta po kriteriju čas/stroški, in
- obstoj različnih omejitev v izvedbi projekta.

Zupančič et al. (2000b) so poudarili še pomembnost identifikacije tveganja kot podlago za določanje primerne organizacije dela, razpisnega postopka in oddaje del, sestavo primerne gradbene pogodbe in identifikacijo tveganjih mest v pogodbi. Ponudniki naj bi namreč prepoznali vsebnost tveganja že v sami pogodbi. Za prepoznavanje tveganja in njegovo obravnavanje je vendarle na koncu odgovoren naročnik, ki ga motivira doseganje zelenih ciljev projekta.

V splošnem pa so prekoračitve rokov in stroškov pri gradbenih projektih posledica nepredvidenih dogodkov, ki bi jih izkušeni projektni vodja morebiti lahko predvidel, ali pa so posledica predvidenih dogodkov, katerih negotovost ni bila primerno obravnavana (Zupančič Srdić, Nikić & Radujković, 2000a, str. 2). Vsi ti dogodki imajo svoj izvor tveganja, zaradi katerega se pojavijo. Čim prejšnje predvidenje izvora tveganja je zelo pomembno, saj se le tako lahko pripravimo in vplivamo na izvore tveganja ter s tem aktivno upravljamo s tveganjem. Cilj je reducirati verjetnost nastopa tveganja, ki ima negativen vpliv na projekt. Velja pravilo, da prej kot začneš z ukrepi zmanjševanja verjetnosti nastopa tveganja, večji je učinek in manjši so stroški (Srdić, 2005, str. 15). Biti moramo torej zelo pozorni na vse morebitne izvore tveganja. Pri določanju izvorov tveganja si lahko pomagamo s podatki o izvorih tveganj predhodnih projektov, s posveti med sodelavci in izkušenimi projektnimi vodji oz. z obravnavo problema s celotno projektno skupino, z lastnimi izkušnjami, z izvori tveganja ugotovljenimi z raziskavami, s pregledom projektne dokumentacije, z vključevanjem zunanjih specialistov, itd. (Radujković, 2000, str.4; Prelec, 2005, str. 22-23). Kakorkoli si pomagamo pri iskanju izvorov tveganja oz. pri identifikaciji tveganja, pa se je treba zavedati, da je ta faza ključnega pomena za nadaljnji proces managementa tveganja, kljub temu, da temelji na presoji in je s tem bolj ali manj subjektivna.

Pomanjkanje uporabe postopkov za identifikacijo in zapis vseh izvorov tveganj v pregledni in časovno jasni obliki je eden od vzrokov za nezadostno obravnavanje tveganja v Sloveniji, zlasti pri gradbenih projektih. Podjetja se bolj zanašajo na lastne izkušnje in presojo, le redko pa ovrednotijo negotovost in sistematično ocenijo projektno tveganje. Tudi če ocenijo tveganje, redko predvidijo posledice, ki so povezane s tveganjem (Zupančič et al., 2000b, str. 22).

2.7.2 Kvalitativna analiza tveganja

S pomočjo kvalitativne analize se določijo prioriteta tveganja za nadaljnjo analizo. Identificiranim tveganjem se pripiše verjetnost tveganja in ocena vpliva, če dejansko pride do tveganja. Najprej je torej treba opredeliti verjetnost in vpliv tveganj, nato pa se na podlagi teh opredelitev izdelata matrika verjetnosti in vpliva. V okviru kvalitativne analize se ocenjuje tudi kakovost podatkov tveganja, določi se stopnja uporabnosti podatkov za management tveganja. Kvalitativna analiza je običajno hitra in stroškovno dokaj učinkovita ocena za določitev prioritete (Prelc, 2005, str. 24-26).

Opredelitev verjetnosti tveganja (možnost, da se predviden dogodek oz. tveganje uresniči) in vpliva tveganja (možne posledice, ki lahko vplivajo na cilje projekta) se izvede za vsak projekt in za vsako tveganje posebej. Za te opredelitve so potrebne izkušnje in primerjave s čim več opredelitvami tveganj in vplivov pri podobnih projektih oz. tveganjih. Verjetnost tveganja in stopnja vpliva tveganja sta lahko predstavljeni opisno (zelo nizko (ZN), nizko (N), srednje (S), visoko (V), zelo visoko (ZV)) ali numerično (od 0 do 1; z natančnostjo, ki običajno ni večja od 0.05). Vrednosti verjetnosti nastopa neželenega tveganja se gibljejo od skoraj neverjetnih do skoraj gotovih vrednosti. Stopnja vpliva označuje pomembnost negativnega ali pozitivnega vpliva, če gre za priložnost (Prelc, 2005, str. 25).

Z matriko verjetnosti in vpliva tveganja prikažemo pomembnost tveganja. Takšno matriko lahko imenujemo tudi matrika za oceno jakosti tveganja, saj je produkt verjetnosti in vpliva tveganja ravno jakost tveganja, ki jo lahko podobno kot verjetnost in vpliv tveganja prikažemo numerično (zmnožek verjetnosti in vpliva tveganja) ali opisno (jakost tveganja se določi kot nizka (N), srednja (S) ali visoka (V) glede na vrednost verjetnosti in stopnjo tveganja - glej Tabelo 2); (Burcar, 2005, str. 82). Najbolje je, če matriko ocene jakosti tveganja predstavimo numerično in opisno hkrati (glej Tabelo 3). Pri čemer se moramo zavedati relativnosti opisnega določanja verjetnosti, vpliva in jakosti, saj lahko imajo različna podjetja in posamezniki dokaj drugačno toleranco in odnos do tveganja.

Tabela 2: Matrika opisne ocene jakosti tveganja

Verjetnost \ Vpliv	Nizka	Srednja	Visoka
Nizek	N	N	S
Srednji	N	S	V
Visok	S	V	V

Vir: Burcar, *Struktura registra rizika kod upravljanja gradževinskimi projekti*, 2005, str. 82.

Tabela 3: Matrika opisne in numerične ocene jakosti tveganja

Verjetnost Vpliv	ZN (0,1)	N (0,3)	S (0,5)	V (0,7)	ZV (0,9)
ZN (0,05)	0,005	0,015	0,025	0,035	0,045
N (0,1)	0,01	0,03	0,05	0,07	0,09
S (0,2)	0,02	0,06	0,1	0,14	0,18
V (0,4)	0,04	0,12	0,2	0,28	0,36
ZV (0,8)	0,08	0,24	0,4	0,56	0,72

Vir: Burcar, *Struktura registra rizika kod upravljanja gradževinskim projektima*, 2005, str. 82.

2.7.3 Kvantitativna analiza tveganja

Po identifikaciji tveganj in običajno tudi po kvalitativni analizi pride na vrsto kvantitativna analiza, ki numerično analizira vpliv vseh prepoznanih tveganj na projekt s pomočjo različnih orodij in tehnik.

Cilji kvantifikacije tveganja so (Petrič, 2005, str. 43):

- dognati/domnevati/oceniti vplive in možnost pojavljanja vsakega izmed dejavnikov,
- določiti celotno medsebojno zvezo med dejavniki, ki ogrožajo in promovirajo projektni cilj (t.j. uravnoteženje med tveganji in priložnostmi), in
- določiti pomen vpliva individualnih dejavnikov na skupni izid.

Preden pričnemo z uporabo orodij oz. tehnik za kvantifikacijo moramo določiti:

- toleranco do tveganja,
- stroškovno oceno, in
- oceno trajanja aktivnosti.

Toleranca in odnos do tveganja sta lahko zelo različna in odvisna od finančnega stanja podjetja, njihovih stališč, itd. Z ozirom na toleranco moramo postaviti meje tako za podatke kot tudi za rezultate kvantifikacije tveganja. Stroškovno oceno je praviloma treba izraziti v denarni enoti, saj je to kvantitativna ocena vseh porabljenih sredstev za zaključitev aktivnosti. Ocena trajanja aktivnosti poda številčno oceno števila delovnih ur oz. obdobja za dokončanje aktivnosti (Jernejc, 2002).

Kvantifikacija oz. kvantitativna analiza običajno uporablja zapletene modele in tehnike, ki večinoma zahtevajo podporo računalnika. Pri tem se je treba zavedati, da matematični modeli in tehnike analize tveganja ne odločajo, temveč pomagajo pri odločitvah. Kakovost in uspešnost podpore pa sta odvisni od točnosti vhodnih podatkov, realnosti predpostavk in veščine analitika oz. kadra. Na izbor posamezne tehnike vplivajo velikost in vrsta projekta, kakovost in količina razpoložljivih informacij, izkušnost in sposobnost analitika ter okoliščine (čas analiziranja, zahtevana kakovost rezultatov, ipd.); (Radujković, 2000, str. 5).

V različni literaturi so predstavljene številne tehnike kvantitativne analize. Najpogostejše in primerne za gradbene projekte so tehnike, katerih uporabnost pri gradbenih projektih je predstavljena v Tabeli 4.

Tabela 4: Primerjava tehnik kvantitativne analize tveganja

VRSTA ANALIZE		ZNAČILNOSTI	UPORABA V GRADBENIŠTVU
1	Premija za tveganje	Enostavna ocena sredstev za pokritje posledic delovanja tveganja	Stabilni pogoji.
2	Pričakovana denarna vrednost	Raziskave raznih scenarijev denarne vrednosti po delih projekta. Enostavna in subjektivna metoda.	Niz podobnih projektov.
3	Pričakovana neto sedanja vrednost (NSV)	Proračun NSV v nizu scenarijev. Enostavna in subjektivna metoda.	Niz podobnih projektov.
4	Prilagojena diskontna stopnja	Proračun razmerij stroškov pokritja tveganja in povečane stopnje denarnega povrata. Vključuje izpostavljenost tveganju in ukrepe proti tveganju.	Bančništvo in investitorji.
5	Analiza z odločanjem	Struktura problema – ocena tveganja in posledic – optimalno odločanje- izpeljava. Vključuje izpostavljenost tveganju in ukrepe proti tveganju.	V izrazito nezanesljivih pogojih in okolju.
6	Analiza občutljivosti	Hitrost analiziranja, obdelava majhnega števila informacij hkrati in možnost ročne metode. Ne daje probabilistične slike izpostavljenosti tveganju.	Za odrejanje vplivov sprememb ene spremenljivke na celoto oz. končen rezultat. Vse vrste gradbenih projektov
7	Analiza verjetnosti	Dobra mera izpostavljenosti tveganju, fleksibilen model, korelacije komponent sistema. Potreben je računalnik. Simulacija	Vse vrste izpostavljenih gradbenih projektov.
8	Stohastično odločanje	Subjektivna primerjava probabilističnih rezultatov.	Informativna preverba in primerjava rezultatov.
9	Računalniški programi za kvantitativno analizo	Zelo zanesljiva – uporablja kombinacije zgoraj naštetih tehnik.	Vse vrste gradbenih projektov.

Vir: Radujković, Upravljanje s tveganjem pri gradbenih projektih, 2000, str. 5.

Tehnik analize tveganja je kar nekaj in med njimi se moramo odločati glede na vrsto, velikost in naravo projekta, glede na razpoložljive podatke, glede na okoliščine in pogoje, ki jih imamo, ter glede na naše znanje in sposobnosti. Pri tem ne smemo pozabiti na izkušnje, ki so zelo pomemben faktor, in če jih nimamo, moramo k sodelovanju povabiti izkušene konzultante (Zupančič et al., 2000a, str.3).

2.7.4 Odziv na tveganje

Namen planiranja odzivov na tveganja je določitev tako možnosti zmanjšanja negativnih vplivov na projekt-groženj kot tudi povečanje pozitivnih vplivov-priložnosti. Za začetek planiranja odziva na tveganje potrebujemo podlago, ki jo pridobimo s kvalitativno in kvantitativno analizo. Lahko pa se možni odzivi odkrivajo že med analiziranjem tveganja.

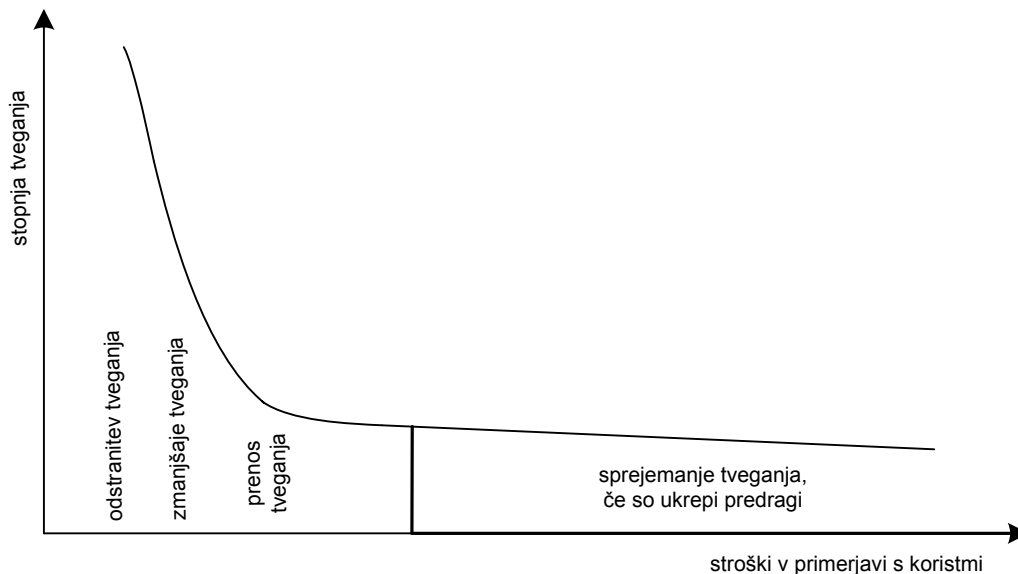
Odzivi na tveganje oz. ukrepi zmanjševanja tveganja in njegovih vplivov so povezani s stroški, ki so pri večjih posledicah večji. Pomembno pa je tudi, kdaj v življenjskem ciklu projekta se odzovemo na tveganje. Običajno pomeni zgodnji odziv na tveganje nižji strošek.

Pri modeliranju odziva na tveganje imamo na razpolago tri možnosti (PMBOK, 1996, str. 119):

- pravočasno prepoznati, se izogniti ali zmanjšati delovanje tveganja,
- preusmeriti tveganje na drugi subjekt zunaj ali znotraj projekta, in
- prevzeti tveganje in eventualno izgubo.

Gotovo je najugodnejše, če tveganje pravočasno prepoznamo in se mu imamo možnost izogniti. Najtežje pa je sprejeti odgovornost za tveganje na svoja ramena, še zlasti v primeru kasnejše izgube. Na žalost ni vedno v naši moči izbrati za nas najugodnejšo možnost odziva na tveganje. Lahko pa si v okviru možnih odzivov glede na stroške v primerjavi s koristmi ukrepov pomagamo pri izbiri ukrepov. Na Sliki 5 je krivulja, ki prikazuje kdaj naj glede na stopnjo tveganja in stroške v primerjavi s koristmi določeno tveganje sprejmemo, prenesemo, zmanjšamo ali odstranimo.

Slika 5: Priporočljivi odzivi (odstranitev, zmanjšanje, prenos) tveganja glede na stopnjo tveganja in stroške v primerjavi s koristmi.



Vir: Burke, *Project Management-Planning & Control Techniques*, 1999, str. 239.

Za vsako kritično tveganje je potreben plan preventivnih ukrepov za njihovo odstranitev ali ublažitev, če se tveganje dejansko pojavi. Možnih je več strategij odziva na tveganje:

- **Planiranje ukrepov (izogibanje tveganju in ublažitev tveganja):** Načeloma se lahko tveganju izognemo z odstranitvijo vzroka. To lahko izvedemo na več načinov, odvisno od vzroka. Ponavadi se tveganju izognemo s spremembo aktivnosti ali njene izvedbe, z menjavo izvajalca, z vključitvijo ustreznih strokovnjakov, z ustrežnejšo metodo gradnje in projektiranja, ipd.. V glavnem vse spremembe pomenijo spremembe v planu in zahtevajo preplaniranje, ki je znova povezano s stroški. Z odstranitvijo tveganja torej povečamo stroške (Stare, 2004, str. 11-12).

Ublažitev oz. zmanjšanje tveganja in njegovega vpliva lahko dosežemo z vrsto ukrepov, ki narekujejo optimalno koriščenje resursov v projektu. Zato so potrebne visoka strokovnost pri managementu projekta in tveganja, stalne analize vzrokov in posledic ter redne kontrole. Sicer tveganja ublažimo npr. z boljšo tehnologijo, opremo, s pomočjo kvalificiranih strokovnjakov, itn..

- **Prenos tveganja:** Tveganje in odgovornost za odzive se prenese na tretjo osebo, torej izven projektne organizacije. Najpogostejši načini prenosa so (Perry & Hayes, 1985):
 - od investitorja na izvajalca ali projektanta,
 - od izvajalca na podizvajalca oz. kooperanta,
 - od investitorja, projektanta, izvajalca ali podizvajalca na zavarovalnico, in

- od izvajalca ali podizvajalca na garanta.
- Pri gradbenih projektih je prenos tveganja vezan na pogajanja, kjer vsaka stranka skuša prenesti kompletno tveganje na drugega oziroma v končnem na zavarovalno družbo. Zaradi običajno velikega finančnega zaloga gradbenih investicij se hočejo vsi vpleteni rešiti bremena tveganja in posledic, ki jih prinaša. Zavarovanje je v gradbeništvu sicer običajno, a ravno zaradi omenjenih razlogov drago (Petrič, 2005, str. 44). Možne pa so tudi posledice delovanja tveganja, ki se pokažejo šele po določenem času, npr. preveliki posedki, povesi, ipd..
- **Prevzem tveganja:** Tveganje se sprejme le, kadar druge strategije odziva niso možne. To je v primeru previsokih stroškov prenosa in/ali previsokih stroških ukrepov odziva na tveganje. Izognitev in/ali zmanjšanje tveganja včasih tudi nista možna ne glede na stroške. Ponavadi prevzamemo tveganje, kadar je verjetnost nastopa tveganja majhna, ali kadar so posledice tveganja majhne, prenos tveganja pa drag. Ponavadi se osnuje rezerva za pokrivanje morebitnih posledic. Predvidijo se tudi ukrepi in časovna rezerva v primeru uresničitve tveganja (Petrič, 2005, str. 44; Prelec, 2005, str.30-31).
- **Izkoriščanje tveganja v primeru priložnosti:** Tveganje s pozitivnim vplivom lahko izkoristimo. Zagotoviti moramo izkoriščenost priložnosti. Predčasno zaključitev projekta lahko npr. zagotovimo z večjo produktivnostjo dela. Z uvedbo boljše tehnologije, orodja, itn., lahko dosežemo tudi boljše kakovost od prvotno načrtovane. Cilj je povečati verjetnost in pozitivni vpliv priložnosti.

V praksi se pri odzivu na tveganje koristi kombinirani pristop, ki vključuje vse vrste odzivov, in naslednja strategija (Radujković, 2000, str. 7):

- Ugotovi se višina sredstev za reševanje tveganja z majhno verjetnostjo nastopa, kot posledica pa se pojavlja majhna izguba.
- Opravi se prenos izbranih tveganj na dejavnike v projektu, ki jih lahko kontrolirajo ali izključijo, ali pa prenos na zavarovanje, če so stranke soglasne.
- Določijo se strategije in razporeditve posledic za preostala pomembna tveganja, ki se ne dajo rešiti s prenosom, zavarovanje pa je drago.
- Ugotovi se množica kontinuiranih dejavnosti za management tveganja v projektu s ciljem izogniti se ali zmanjšati delovanje ostalih, novih in rezidualnih tveganj.

2.7.5 Kontrola odziva na tveganje

S kontroliranjem tveganja spremljamo nova prepoznana tveganja in njihovo analiziranje ter izvajanje ukrepov za ublažitev tveganj in ocenitev učinkovitosti odzivov na tveganje skozi življenjski cikel projekta (Prelec, 2005, str. 31). Namen kontrole je odziv na tveganja tekom

projekta. Potrebna je namreč pozornost pri zaznavanju časa nastopa trenutnega tveganja in pri zaznavanju novih tveganj. Ko nastopi trenutno tveganje, je treba nemudoma ukrepati in pričeti z izvajanjem planiranih odzivov. Med izvajanjem projekta pojavljena nova tveganja pa je potrebno identificirati, analizirati in zanje pripraviti plan odzivov. Cikel managementa tveganja je treba ob pojavu sprememb ponoviti, zlasti ob novo odkritih kritičnih tveganjih (visoka verjetnost nastopa in velik vpliv posledic). Kontroli in iteracijam managementa tveganja se v fazi planiranja kakor tudi med izvajanjem pravzaprav ni moč izogniti, saj ni možno prepoznati vseh tveganj in vplivov tudi pri zelo natančni analizi (Petrič, 2005, str. 67). Zavedati se moramo dejstva, da je vsak projekt, in s tem tudi spremljajoč management tveganja, edinstven in neponovljiv.

Pri kontroli tveganja in odzivov na tveganje ne moremo govoriti ravno o tehnikah kontrole v smislu strategij, omenjenih v predhodnih fazah managementa tveganja. Tu gre bolj za usmerjeno oz. določeno pozornost in temeljitost pri nadzoru. Posvetiti se je treba predvsem (Prelec, 2005, str. 31-32):

- kontroli pokazateljev tveganja in po potrebi uvesti preventivno določene ukrepe,
- preverjanju izvrševanja in ustreznosti trenutnih preventivnih ukrepov (lahko je potreben dodaten razvoj odziva na tveganje, če je učinek tveganja večji od ocenjenega in se planiran odziv izkaže za neprimerne; tudi v primeru neplaniranega odziva pred nastopom tveganja je potreben dodaten razvoj odziva), in
- ponovni oceni in razvrstitvi vseh identificiranih tveganj, vključno z novo odkritimi.

Pri kontroli tveganja si lahko pomagamo s primerjavo v času kontrole doseženih napredkov s planiranimi, s pregledom seznama predpostavljenih tveganj (v pomoč pri odkrivanju novih), s sestanki, z analizo sprememb in razvoja, s ponovno oceno tveganja in z analizo primerjave porabljene rezerve s preostalim tveganjem (ugotovitev zadostnosti preostale rezerve); (Prelec, 2005, str. 32).

3. NEPREMIČNINSKI TRG IN NEPREMIČNINSKA INVESTICIJA

Nepremičninski trg in nepremičninska investicija se navezujeta na pojem nepremičnina. V vsakdanjem življenju nepremičnino obravnavamo kot dejansko nepremično lastnino, ki je stalno dosegljiva na enem mestu.

3.1 Nepremičnina

Stvarnopravni zakonik (2002) opredeljuje nepremičnino kot prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami. Sestavine nepremičnine so vsi objekti in zgradbe na, nad ali pod zemljiščem.

Nepremičnine imajo dolgo življenjsko dobo in so neločljivo povezane s svojo lokacijo. Primerljivost in konkurenčnost med posameznimi nepremičninami je omejena, saj je vsaka nepremičnina svojevrsten unikat. Nepremičnine so torej zaznamovane s specifičnimi lastnostmi (Cirman , Čok, Lavrač & Zakrajšek, 2000, str. 3):

- **Fizične lastnosti:**
 - nepremičnost nepremičnin (zgradbe so le izjemoma lahko premične),
 - neuničljivost zemljišč in dolga življenjska doba zgradb,
 - edinstvenost nepremičnin.
- **Ekonomske lastnosti:**
 - relativna redkost (ponudba zemljišč je fizično omejena, vendar se z intenzivnejšo uporabo zemljišča in prostora ponudba nepremičnin lahko poveča),
 - ekonomska in fizična lokacija nepremičnin ter vpliv okolice (vplivajo na uporabo in vrednost nepremičnine),
 - dolga povračilna doba nepremičninskih investicij.
- **Institucionalne lastnosti:**
 - nepremičninski zakoni, različne regulacije (lokalni in regionalni prostorski plani, nadzor razparceliranja, itn.), lokalne in regionalne navade ter delovanje nepremičninskih združenj in organizacij vplivajo na vrsto, izgled, uporabo, vrednost in druge lastnosti nepremičnin.

Nepremičnine lahko glede na najsplošnejšo delitev nepremičnin, ki izhaja iz namena oziroma dejanske uporabe nepremičnin, razdelimo na naslednje sklope (Cirman et al., 2000, str. 4):

- **stanovanjske nepremičnine** (eno ali več družinske stanovanjske zgradbe in stavbna zemljišča za stanovanje),
- **poslovne nepremičnine** (trgovine in trgovski centri, pisarniške zgradbe, gledališča, hoteli, moteli in stavbna zemljišča za poslovno dejavnost),
- **industrijske nepremičnine** (tovarne, skladišča, rudniki in stavbna zemljišča za industrijsko dejavnost),
- **kmetijske nepremičnine** (kmetije in živinorejske farme, rekreacijske nepremičnine in neuporabljena razvita zemljišča ob urbanih območjih),
- **nepremičnine za posebne namene** (izobraževalne institucije, religiozne institucije, bolnišnice, domovi za upokojence, pokopališča, igrišča za golf, itn.),
- **javne nepremičnine** (avtoceste, pošte, parki, upravne zgradbe, šole in druge nepremičnine namenjene javni uporabi).

3.2 Trg nepremičnin

Trg je opredeljen kot prostor, kjer se kupuje in prodaja blago in storitve glede na ponudbo in povpraševanje. Na trgu nepremičnin se srečujeta ponudba nepremičnin in povpraševanje po nepremičninah. »Trg nepremičnin je stičišče ljudi, ki trgujejo z dobrinami, katerih količina in

kakovost sta težko merljivi, saj se na njih trguje z lastninskimi pravicami« (Cirman et al., 2000, str. 8).

Osnovne funkcije nepremičninskega trga so (Cirman et al., 2000, str. 8):

- menjava lastništva, preraždelitev zemljišč in obstoječega prostora različnim uporabam glede na preference finančno sposobnih uporabnikov,
- informiranje o cenah in vrednostih nepremičnin ter o ostalem dogajanju na nepremičninskem trgu,
- prilagajanje kakovosti in količine prostora glede na spremembe socialnih in ekonomskih potreb.

V primerjavi z ostalimi trgi dobrin (trgi čiste in popolne konkurence) ima nepremičninski trg zaradi specifičnih in edinstvenih lastnosti nepremičnin določene posebnosti, ki močno vplivajo na dogajanja na trgu. Te posebnosti so sledeče (Cirman et al., 2000, str. 8; Nepremičninski trg, <http://www.slonep.net/>):

- Sočasno na trgu deluje le določeno število akterjev, ki trgujejo z omejenim številom različnih nepremičnin, ki so vezane na lokalne trge (uporaba nepremičnine na sedanji lokaciji z vplivi okolja).
- V Sloveniji je lokalna konkurenca na nepremičninskem trgu zelo izrazita (velika odstopanja med vrednostmi sicer primerljivih nepremičnin v različnih regijah in tudi na različnih lokacijah znotraj posameznih regij).
- Ponudba na nepremičninskem trgu se spreminja počasi in tudi odzivi na spremembe povpraševanja so dolgotrajni (novogradnje zahtevajo določen čas, itn.).
- Država zagotavlja zakonsko podlago za delovanje nepremičninskega trga, na katerega tudi močno vpliva s svojimi predpisi, davki, monetarno in fiskalno politiko, itn..
- Informiranost kupcev na trgu je običajno zelo slaba, vendar se razmere izboljšujejo, saj je Geodetska uprava RS dne 21.11.2007 zagotovila javni vpogled v evidenco trga nepremičnin, kar omogoča vpogled v cene nepremičnin, ki so zapisane v prodajnih pogodbah (Ministrstvo za okolje in prostor, 2007). Treba pa se je zavedati dejstva, da se zaradi zmanjševanja plačila davka tudi pogodbene cene lahko razlikujejo od dejanskih.

Na tem mestu je treba omeniti še različne vrednosti nepremičnin, ki so posledica subjektivnih ocen udeležencev nepremičninskega trga, delovanja nepremičninskega trga in stanja na letem, delovanja gradbenih in investicijskih podjetij, bank, ipd.. Pomembno je ločiti zlasti med naslednjimi opredelitvami vrednosti nepremičnin:

- **Tržna vrednost nepremičnine**, to je vrednost, ki je ocenjena na podlagi analize transakcijskih cen podobnih nepremičnin v preteklosti in napovedi ponudbe in povpraševanja v prihodnosti (Križnik, 2003, str.45). To vrednost določa objektivni cenilec.

- **Tržna cena** je vrednost, ki jo nepremičnina doseže v procesu menjave (nakup oz. prodaja). Ceno določita prodajalec in kupec skupaj glede na finančne zmožnosti, dejansko stanje nepremičnine in njuna pričakovanja (Vidič, 2004, str.4).
- **Vrednost v uporabi**, ki predstavlja osebno (subjektivno) oceno vrednosti nepremičnine z vidika specifičnega uporabnika (Cirman et. al., 2000, str. 14).
- **Stroškovna vrednost nepremičnine**, ki vključuje vse nujne stroške, potrebne za gradnjo posamezne nepremičnine. K tem stroškom prištevamo nakup in pripravo zemljišča, komunalno opremo, projektno tehnično dokumentacijo, stroške upravnih postopkov in taks, stroške nadzora in vodenja projekta, stroške trženja, gradbena dela, inštalacijska in obrtniška dela, stroške komunalnih priključkov in ureditve okolice, stroške financiranja in dajatve. Vsota stroškovne vrednosti nepremičnine in planiranega dobička mora biti manjša ali vsaj enaka ocenjeni tržni vrednosti nepremičnine, da se investitor odloči za investiranje (Križnik, 2003, str.45).

3.3 Delovanje nepremičninskega trga

Na nepremičninskem trgu želijo ljudje kupiti ali prodati (najeti ali oddati) nepremičnine, katerih cene se gibljejo glede na spremembe povpraševanja in ponudbe. Če je povpraševanje večje od ponudbe, se vrednost nepremičnin povečuje in vzpostavi se tako imenovani trg prodajalcev. Obratno velja za tako imenovani trg kupcev, kjer se vrednost nepremičnin znižuje in lahko v skrajnem primeru pride do zloma nepremičninskega trga in velikega padca cen. Sicer imajo nepremičnine skozi svojo življenjsko dobo razmeroma stabilno vrednost (odvisno od tržnega ravnovesja) in primerljive nepremičnine dosegajo podobne cene. Nepremičninski trg torej v določeni meri deluje po tržnih zakonitostih, kot jih predpostavlja ekonomska teorija. Vsekakor pa se zaradi že omenjenih specifičnih lastnosti nepremičninskega trga (glej poglavje 3.1) le-ta razlikuje od teoretičnega koncepta popolnokonkurenčnega trga (Cirman et al., 2000, str. 12).

Na povpraševanje po nepremičninah kot tudi na ponudbo nepremičnin vplivajo mnogi dejavniki na ekonomskem, političnem, demografskem in socialnem področju. Najznačilnejši dejavniki, ki vplivajo na stanje in spremembe na nepremičninskem trgu, so (Cirman et al., 2000, str. 12; Fišer, 2007, str.5):

- število in značilnosti prebivalstva (vplivajo na potencialno povpraševanje po večini tipov nepremičnin in lokaciji le-teh),
- kupna moč prebivalstva (odvisna tudi od spremembe dohodka in stopnje brezposelnosti),
- nacionalni varčevalni programi,
- dostopnost posojil in obrestne mere (visoka inflacija zvišuje obrestne mere, kar podraži kredite in posledično znižuje investiranje v nepremičnine),
- davki, regulacije in predpisi s strani države (uporabljajo se za zaviranje ali spodbujanje nepremičninskega trga),

- nabavne vrednosti novogradenj in prenov (oz. cene in dostopnost zemljišč, cene gradbenih materialov, cene dela in gradbenih tehnologij ter spreminjanja le-teh).

Kljub poznavanju ekonomske teorije in dejavnikov, ki vplivajo na spremembe gibanj na nepremičninskem trgu, je napovedovanje gibanja vrednosti nepremičnin dokaj težavno in nezanesljivo, saj je potrebno pri tem upoštevati številne nepredvidljive dejavnike z različnih področij. Določenih dejavnikov, ki se v prihodnje lahko pojavijo, se do njihove pojavitve niti ne zavedamo in jih ne obravnavamo, ali pa jih dotlej celo ne poznamo.

3.4 Investicija

Po najsplošnejši opredelitvi je investicija vsak izdatek z namenom povečanja prihodnjega dogodka. Investicija predstavlja tako materialne kot tudi nematerialne naložbe. Z ekonomskega vidika pa so investicije najpomembnejši dejavnik razvoja (Senjur, 1993, str. 29-30).

Investicija je torej vsaka materialna in nematerialna naložba finančnih sredstev z namenom povečanja prihodnjega dohodka, razvoja in širjenja podjetja. Bodoči prihodki pa naj bi investitorju nadomestili časovno vrednost denarja, inflacijo in tveganje.

3.5 Pomen investicijske odločitve znotraj podjetja

Investicije so najpomembnejši dejavnik razvoja in rasti podjetij. Sprejete investicijske odločitve so ključne za nadaljnje poslovanje in to ne le v smislu realizacije dobička ali izgube, temveč tudi z vidika spremembe poslovanja in dejavnosti podjetja: investiranje v nove proizvodne programe ali v preusmeritev le-teh, investiranje v nova delovna sredstva, v prenavo ali preureditev delovnih sredstev ali prostorov, investiranje v širitev obsega dejavnosti, itn.. Seveda pa je za vsako podjetje ključnega pomena, da lahko glede na vložena sredstva investiranja realizira dobiček. Zgrešena investicija lahko predstavlja za podjetje relativno manjši donos od pričakovanega, visok oportunitetni strošek, izgubo in v najslabšem primeru lahko podjetje pripelje tudi do stečaja. Investicije predstavljajo za podjetja visoke zneske in dolgoročne naložbe, zato je proučevanje investicijskih odločitev nujno potrebno. Investicijske odločitve so praviloma dokaj kompleksne, saj je pri njihovem proučevanju treba upoštevati več različnih vidikov investiranja: finančnega, pravnega, tržnega, kadrovskega, itn.. Pri vseh vidikih investiranja je potrebno razmisliti tudi o izvedljivosti investicije in zmožnostih podjetja. Pri odločanju med več investicijami ali pri odločanju o sprejetju ali zavrnitvi ene same je pomemben faktor tudi usklajenost investicije s strateškimi cilji podjetja. Sicer pa je optimalna investicija tista, ki maksimalno prispeva k poslovni uspešnosti in rasti podjetja. Praviloma je z ekonomskega stališča podjetja osrednji cilj investiranja ustvarjanje dobička in povečanje premoženja. Lahko pa je cilj investiranja tudi neekonomske narave, npr. izboljšanje delovnih razmer. Doseganje opredeljenega cilja predstavlja osnovo za investicijsko odločitev. Ob sprejetju investicijske odločitve pa se zastavljajo tudi vprašanja o

samem obsegu investicije. Uporaba in višina sredstev mora biti vsekakor upravičena in utemeljena. Senjur (1993, str. 36-37) je opredelil sledeče dejavnike, ki vplivajo na obseg investicije:

- pričakovanje podjetja glede prihodnjih prihodkov od prodaje (predvideno povpraševanje vpliva na višino investicijskih sredstev),
- pričakovani (prihodnji) tekoči stroški podjetja (odvisni so od prihodnjega obsega proizvodnje, cene dela, surovin in tehnologije, itn.),
- obrestna mera, ki deluje kot oportunitetni strošek (pomembna je tudi občutljivost investicije na obrestno mero),
- stroški investicijskega vložka (npr. višji stroški najema posojila znižujejo donosnost investicije in s tem posredno znižujejo tudi njen obseg).

Pri investicijskih odločitvah nikakor ne moremo mimo dejstva, da gre za odločanje na podlagi predpostavk. Pretekle izkušnje in poznavanje trenutnih razmer sicer lahko pripomorejo k pravilnejšem proučevanju, vendar se še vedno odločamo za vnaprej. Zaradi številnih nepredvidljivosti na različnih področjih in tudi pri samem izvajanju investicije (zlasti pri investicijskih projektih) je vsaka investicija povezana z določenim tveganjem. Zato je pri odločanju podjetij pomemben maksimalen donos pri še sprejemljivem tveganju.

3.6 Investiranje v nepremičnine

Investiranje v nepremičnine se glede na namembnost loči na:

- investiranje v nepremičnine za lastno uporabo in
- investiranje v nepremičnine kot naložbo z namenom realizacije donosa.

Nepremičninska investicija za lastno uporabo predstavlja za večino ljudi veliko finančno breme. Potrebno je pretehtati, ali je glede na finančne zmožnosti, osebne načrte in želje, stanje na nepremičninskem trgu sedaj in v prihodnosti, ipd., nepremičnino bolje najeti ali kupiti. Te odločitve so praviloma težke in omejene s številnim pogoji. Vsekakor pa so te odločitve na osebni ravni in niso povsem ekonomske narave, saj posamezniki vrednotijo nepremičnine po lastni presoji, željah in potrebah. Kako se le-ti odločajo, katere lokacije in nepremičnine so in bodo najbolj zaželene, ipd., pa so vprašanja pomembna zlasti za investitorje, katerim nepremičnina predstavlja finančno naložbo. Investicija v nepremičnino lahko prinaša donos iz različnih naslovov:

- prejetje najemnine in
- pričakovan kapitalski dobiček (razlika med nakupno in prodajno vrednostjo nepremičnine oz. razlika med stroškovno in prodajno vrednostjo nepremičnine v primeru novogradnje).

V nadaljevanju bodo predstavljeni še preostali razlogi za investiranje v nepremičnine, možnosti financiranja le-teh ter posebnosti in tveganja pri tovrstnih investicijah.

3.6.1 *Financiranje investiranja v nepremičnine*

Investiranje v nepremičnine praviloma zahteva visoke finančne zneske in se zato običajno financira z uporabo različnih finančnih instrumentov in na osnovi predhodne analize upravičenosti investicije. Nepremičnine lahko financiramo z lastniškim kapitalom, z zadolževanjem ali s kombinacijo obeh virov financiranja. Ekonomske značilnosti nepremičnin, dolga življenjska doba in višina potrebnih sredstev za pridobitev nepremičnin v veliki meri določajo način financiranja. Ravno lastnosti nepremičnin pa tudi omogočajo številne možnosti za posojila, ki bi sicer za posojilodajalca bila tvegana, saj gre večinoma za visoke zneske in dolgoročne izposoje (Cirman et al., 2000, str. 51).

Opredelitev osnovnih virov financiranja nepremičnin (Cirman et al., 2000, str. 51-52):

- **Financiranje z lastniškimi viri:** Lastni viri sredstev financiranja izhajajo iz prihrankov posameznikov (npr. namenska stanovanjska varčevanja) ali podjetij. Gospodarske družbe (več različnih investorjev) lahko združijo svoja sredstva in oblikujejo sklad lastniškega kapitala, namenjenega za investiranje v nepremičnine.
- **Dolžniško financiranje:** Za financiranje nepremičnin lahko pridobimo zavarovana in nezavarovana posojila. Kadar posojilodajalec ne zahteva posebnega zavarovanja, gre za nezavarovana posojila. Z nezavarovanim posojilom lahko pridobimo znesek, ki predstavlja le majhen odstotek celotne vrednosti investicije, saj je tveganje s strani upnika sicer zelo veliko. Tovrstna posojila služijo le kot manjši vir sredstev. Zavarovana posojila so višja in veliko bolj pogosta. Zavarovanje lahko pokrivajo ustrezni plačilno sposobni poroki, lahko je v obliki posebne zavarovalniške police, v obliki vrednostnih papirjev, bančnih vlog, menic, ipd.. Najpogosteje pa se zaradi svojih značilnosti (razmeroma dobro ohranjajo svojo vrednost in imajo dolgo življenjsko dobo) vzame v zavarovanje kar sama nepremičnina. V tem primeru gre za hipotekarno vrsto posojila.
- **Hipotekarna posojila:** Hipotekarno posojilo je s hipoteko zavarovano posojilo. Običajno je to dolgoročno posojilo, namenjeno za nakup, gradnjo ali prenovo nepremičnine. Posojilo je zavarovano z nepremičnino, ki jo posojilojemalec s sredstvi posojila kupuje ali pa z njo že razpolaga. Hipoteka se vpiše v zemljiško knjigo in ob morebitnem neplačilu posojilnih obveznosti ima upnik (posojilodajalec) pravico zahtevati prodajo zastavljene nepremičnine. Iz prodajne vrednosti nepremičnine se upnik poplača. Seveda pa je potrebno poprej izčrpati vse druge možnosti, s katerimi bi se posojilno razmerje lahko ohranilo. Z vidika zavarovanja so možna tudi zavarovana hipotekarna posojila, ki so poleg zastavne pravice na nepremičnini zavarovana še pri zavarovalnici. Sicer lahko hipotekarna posojila razvrstimo po različnih značilnostih, in sicer z vidika izdajatelja, namena uporabe, zavarovanja, načina odplačevanja in določitve obrestne mere.

Obstajajo še drugi viri financiranja nepremičnine, ki se večinoma uporabljajo pri novogradnjah in so predstavljeni v poglavju 3.6.5.2.

3.6.2 Prednosti in donosi pri investiranju v nepremičnine

Investitorji se za nepremičninske naložbe odločajo zaradi številnih prednosti in donosov tovrstnega investiranja. Najpogostejši razlogi za investiranje v nepremičnine so sledeči (Cirman et al., 2000, str. 68; Pyhrr et al., 1989, str. 10):

- **Kapitalski dobiček:** Vrednost nepremičnine se po določenem obdobju lahko poveča. Glavni razlog za povečanje vrednosti nepremičnine je povečanje povpraševanja glede na ponudbo. V primeru prodaje nepremičnine lahko investitor realizira kapitalski dobiček, ki tako prispeva k donosnosti naložbe.
- **Zaščita pred inflacijo:** Inflacija lahko povzroči dramatičen dvig cen nepremičnin. Vrednost nepremičnine se torej lahko poveča tudi na račun inflacije in s tem prispeva k donosnosti investicije na podoben način kot povečanje povpraševanja glede na ponudbo nepremičnin.
- **Donosnost z naslova prejetih najemnin:** Predvideno dovolj veliko tržno povpraševanje po prostoru zagotavlja, da bodo pobrane najemnine zadostovale za pokritje tekočih stroškov in ustvarile dodaten presežek kot del donosa.
- **Davčni učinki:** Nepremičnine so pogosto deležne bolj spodbudnega davčnega obravnavanja kot druge oblike naložb.
- **Razpršitev premoženja:** Zaradi nizke korelacije z naložbami v delnice ali obveznice ima naložba v nepremičnine zelo dober učinek na zmanjšanje tveganja s pomočjo razpršitve premoženja.
- **Močan finančni vzvod:** Kadar investitor pri financiranju naložbe uporabi poleg lastniškega kapitala tudi dolžniške vire financiranja, se pojavi finančni vzvod. Pozitivni finančni vzvod predstavlja povečanje donosnosti investicije oz. lastniškega kapitala zaradi zamenjave dražjega lastniškega financiranja s cenejšim dolžniškim financiranjem naložbe. Investitor lahko namreč obvladuje veliko naložbo z le majhnim deležem lastniškega kapitala, saj nepremičnine omogočajo več možnosti zavarovanja dolga.
- **Oseben nadzor investicije:** Nepremičnina v nasprotju z delnicami in obveznicami omogoča investitorju neposreden nadzor nad sredstvom, saj lahko z nepremičnino razpolaga in odloča o obliki lastništva, refinanciranju, ceni, ipd..
- **Pridobivanje premoženja:** Investitor lahko s pomočjo finančnega vzvoda pridobi nepremičnine in nato prihodke od teh nepremičnin ponovno investira. Dolgoročno tako pridobiva premoženje z naslova amortizacije dolga in povečanja vrednosti nepremičnine v določenem obdobju.
- **Lastniški ponos:** Nepremičnina je lahko merilo uspešnosti in pomembnosti (tako pri investiranju posameznikov kot tudi podjetij).
- **Osebna uporaba in posest:** Lastniki pridobivajo koristi od povečanja vrednosti nepremičnine skozi določeno obdobje in od prihranjenega denarja, ki bi ga sicer morali odšteti za najemnine.

3.6.3 Tveganje pri investiranju v nepremičnine

Tveganja lahko imajo velik vpliv na donosnost investicije, zato je potrebno oceniti vpliv posameznih vrst tveganj na investicijo ter razmisliti o možnostih obvladovanja in s tem tudi znižanja tveganja. Prvi korak pri tem pa je prepoznavanje tveganja. Pri investiranju v nepremičnine je treba razmisliti in upoštevati sledeča tveganja (Cirman et al., 2000, str. 71):

- **Poslovno tveganje:** Spremembe na gospodarskem, političnem, demografskem, socialnem in drugih področjih vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in s tem tudi na višino najemnine in kapitalskega dobička v primeru prodaje nepremičnine. Poslovno tveganje tako predstavlja možnost zmanjšanja povpraševanja po nepremičninah zaradi omenjenih nepredvidljivih sprememb. Tveganje lahko zmanjšamo z geografsko razpršitvijo naložb ali pa z razpršitvijo naložb v različne vrste nepremičnin, ki so različno občutljive na tovrstna tveganja. Tudi ustrezna vsebina najemnih pogodb lahko kratkoročno zmanjšuje poslovno tveganje.
- **Finančno tveganje:** Je posledica uporabe finančnega vzvoda pri financiranju investicije (dolžniško financiranje). V primeru, da nepremičnina dalj časa ne prinaša pričakovanega oz. zadostnega donosa, lahko neporavnane obveznosti do posojilodajalca povzročijo propad investicijskega projekta. Finančno tveganje se lahko zmanjša z ustrezno vsebino posojilnih pogodb.
- **Likvidnostno tveganje:** Na trgu z relativno majhnim številom kupcev in prodajalcev, kjer je posledično tudi malo transakcij z nepremičninami, je možnost nastopa likvidnostnega tveganja povečana. Majhna likvidnost trga prisili stranke (investitorje), ki morajo v relativno kratkem času prodati nepremičnino, da le-to prodajo z ustreznim cenovnim diskontom. Relativno slaba likvidnost trga je značilna za trg z nepremičninami, zlasti pri specializiranih nepremičninah (npr. zdravstvene ustanove, razstavišča, itn.), ki se jih ne da enostavno adaptirati za druge namene.
- **Tveganje inflacije:** Rast cen lahko povzroči zmanjšanje realne vrednosti dohodkov, ki jih investitor prejema iz nepremičnine. Pred tem tveganjem se lahko investitor, ki nepremičnino oddaja v najem, zavaruje z valorizirano najemnino (periodično popravljane najemnine glede na stopnjo rasti cen življenjskih potrebščin). V preteklosti se je izkazalo, da pri nepremičninah tovrstno tveganje sicer ni veliko.
- **Tveganje upravljanja:** To tveganje je odvisno od sposobnosti upravljavcev nepremičnine, ki skrbijo za ohranjanje njene vrednosti in prinašanje ustreznega donosa.
- **Tveganje spremembe obrestne mere:** Spremembe obrestnih mer vplivajo na donosnost investicij v nepremičnine, saj po eni strani rast obrestnih mer vpliva na povečanje stroškov dolžniškega financiranja, po drugi strani pa potencialnim najemnikom otežuje dostop do denarnih sredstev in s tem vpliva na višjo ceno najemnine, ki so jo pripravljene plačati. Obratno velja za znižanje obrestne mere. Ker se pri financiranju nepremičnin praviloma uporablja relativno visok finančni vzvod, lahko spremembe obrestne mere povzročijo znatne izgube oz. dobičke. Za zmanjšanje obrestnega tveganja se uporabljajo različni finančni instrumenti, npr. obrestne

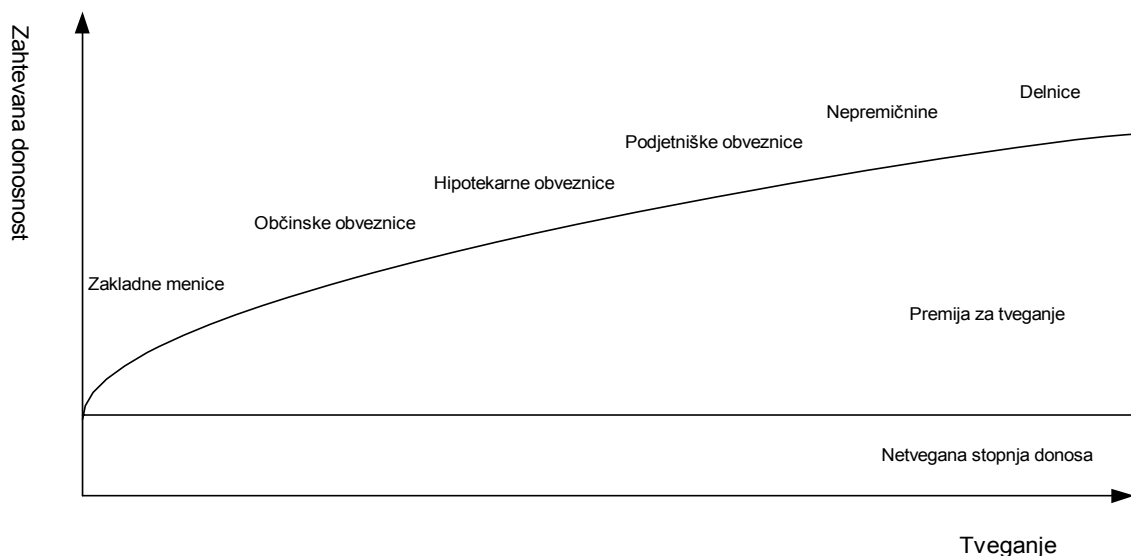
zamenjave¹ (angl. *interest rate swaps*), »obrestne kapice«² (angl. *interest rate caps*) idr.

- **Tveganje sprememb zakonodaje:** Področje nepremičnin je dokaj močno regulirano, zato lahko spremembe v zakonodaji (npr. davčni) zelo vplivajo na donosnost investicije.
- **Tveganje okolja:** Na vrednost nepremičnin lahko zelo vplivajo spremembe v okolju, spremembe v zavedanju nevarnosti iz okolja, zavedanje o škodljivosti nekaterih v preteklosti uporabljenih gradbenih materialov (npr. azbesta), itn..

3.6.4 Tveganje in zahtevana stopnja donosa nepremičninske investicije

Zahtevana donosnost investicije je odvisna od vrste in vpliva tveganja na investicijo. Zaradi številnih navedenih tveganj pri investiranju v nepremičnine je zahtevana stopnja donosa pri tovrstnih investicijah enaka seštevku stopnje donosa za netvegano naložbo (običajno jo predstavlja obrestna mera zakladnih menic) in ustrezne premije za tveganje, ki odraža vsa tveganja povezana z investicijo. Slika 6 prikazuje, da je zahtevana stopnja donosa odvisna od vpliva tveganja, ki se razlikuje glede na vrste finančnih naložb.

Slika 6: Tveganja in zahtevana stopnja donosa finančnih naložb



Vir: Brueggeman & Fisher, *Real Estate Finance and Investments*, 1997, str. 326.

Investicije v nepremičnine so v primerjavi z ostalimi naložbami dokaj tvegane (bolj tvegane so le naložbe v delnice) in imajo zato tudi visoko zahtevano stopnjo donosa. Ustrezna

¹ Obrestne zamenjave pomenijo zamenjavo plačila obresti iz dolga s fiksno obrestno mero za plačila obresti iz dolga z variabilno obrestno mero in obratno.

² »Obrestne kapice« pomenijo, da posojilojemalec s plačilom ustrezne premije pri tretji osebi zavaruje povečanje obrestne mere nad neko določeno stopnjo.

zahtevana stopnja donosa (pri investiranju v nepremičnine) mora izražati naslednja nadomestila oz. premije (Cirman et al., 2000, str. 24):

- Nadomestilo za časovno vrednost denarja. To nadomestilo predstavlja obrestna mera za netvegane naložbe.
- Premijo za tveganje, ki predstavlja verjetnost, da pričakovani dohodki ne bodo uresničeni.
- Premijo za nelikvidnost, saj so nepremične dokaj nelikvidna naložba, ker nepremičnine v relativno kratkem času ne moremo prodati, ne da bi zgubili nekaj vrednosti.
- Nadomestilo za upravljanje z naložbo, zlasti če je pri poslovanju z nepremičnino veliko upravljaljskega dela.
- Nadomestilo za možnost spremembe pričakovane vrednosti nepremičnine. Če se pričakuje povečanje vrednosti nepremičnine (zaradi sprememb v okolju, inflacijskih gibanj, ipd.), je treba glede na pričakovano povečanje zmanjšati zahtevano stopnjo donosa. Obratno velja za pričakovanje zmanjšanja vrednosti nepremičnine.

Treba je še omeniti, da je predstavljena zahtevana stopnja donosa v bistvu diskontna stopnja, ki predstavlja oportunitetni strošek kapitala.

3.6.5 Investiranje v novogradnje za trg

Poleg že poprej predstavljenih prednosti, slabosti in tveganj pri investiranju v nepremičnine, veljajo pri investiranju novogradenj, namenjenih trgu, še določene specifične značilnosti tovrstnega investiranja, saj le-to vključuje tudi tveganja pri gradbenem projektu, pri pridobivanju ustreznih dovoljenj, itn.. Za uspešno načrtovanje in izvajanje investicijskega (gradbenega) projekta novogradnje za trg je potrebno poznavanje nepremičninske, finančne, gradbene in tudi pravne stroke.

3.6.5.1 Tveganja pri investiranju v novogradnje za trg

Vsak investicijski projekt novogradnje za trg je izpostavljen številnim tveganjem. Bistvena tveganja, s katerimi se pri tem soočajo investitorji, so (Križnik, 2003, str. 43, 50-52):

- Tveganje, povezano s pridobivanjem stavbnega zemljišča, ki lahko za več let upočasnijo pridobivanje lastninske pravice zaradi nezaključenega lastninjenja, dedovanja, ipd..
- Tveganje, povezano z negotovostjo dolgotrajnih, togih in relativno dragih upravnih postopkov v fazi pridobivanja ustreznih soglasij in dovoljenj za gradnjo.
- Tveganje, da so razmere na trgu ob začetku prodaje stanovanjskih in drugih enot lahko drugačne od predvidenih razmer, saj odločitev o investiciji temelji na tržni analizi, ki se omejuje na določeno časovno obdobje. To tveganje je veliko zlasti v primeru, če se zaradi prej omenjenih dejstev, začetek gradnje močno zavleče. Poleg tega je trg novogradenj (primarni trg) prisiljen reagirati na manjše povpraševanje po

nepremičninah dosti hitreje kot sekundarni trg, saj je investitor dolžan odplačevati najeta posojila, kar ga sili v hitrejšo prodajo. V nasprotnem primeru investitor tvega večje stroške financiranja, ki bi jih za uresničitev predvidenega donosa moral prevaliti na kupce.

- Tveganje, ki je povezano z oportunitetnimi stroški, saj podjetje pri tovrstnih investicijah vложи večja finančna sredstva, kar zoži manevrski prostor za uresničitev drugih investicij in poslovnih ciljev.
- V fazi projektiranja nastopi tveganje nepredvidljivih stroškov, ki so lahko posledica specifičnih zahtev Zavoda za spomeniško varstvo, Zavoda za varovanje kulturne dediščine, avtorsko zaščiteneh pravic arhitektov, dodatnih urbanističnih zahtev, ipd..
- V fazi gradnje pa je negotovost povezana zlasti z nepredvidenimi zemeljskimi deli in morebitnimi dodatnimi deli, ki niso vključena v ponudbeno pogodbo izvajalca.
- V času gradnje se investitor lahko sooča tudi s tveganjem finančne stiske, zlasti v primeru neprimerne finančne konstrukcije. Zaradi finančne stiske se investitorji zadolžujejo pri finančnih institucijah po obrestnih merah, ki imajo vključeno relativno visoko premijo za tveganje. Dostikrat so investitorji planirali pokrivanje stroškov tudi iz naslova prejetih kupnin. Po sprejetju Zakona o varstvu kupcev (2004) pa kupec ni dolžan plačati celotne kupnine oz. posameznega obroka, dokler prodajalec ne izpolni pogojev za vknjižbo lastninske pravice in dokler ne izroči nepremičnine z lastnostmi, ki so bile dogovorjene s prodajno pogodbo. Prodajalec in kupec se sicer lahko dogovorita za plačilo are, ki se všteje v kupnino in ne sme presegati 10 odstotkov celotne kupnine. Prodajalec lahko zahteva plačilo posameznih obrokov kupnine še pred izpolnitvijo opisanih pogojev le v primeru, če kupcu zagotovi ustrezno zavarovanje pred tveganji (npr. v obliki bančne garancije ali poročstva zavarovalnice). Kupec ima tudi pravico zadržati 5 odstotkov kupnine, dokler prodajalec ne odpravi morebitnih napak. Slabša kakovost izvedenih del pa je pogosto posledica neplačevanja izvajalcev oz. zamud pri plačevanju le-teh, kar je večinoma posledica neprimerne oz. preveč optimistično zastavljene finančne konstrukcije investicijskega projekta.
- Določeno tveganje predstavljajo specifični dejavniki, ki vplivajo na slabšo prodajo. Ti dejavniki so zapleti pri napredovanju gradnje, negativna publiciteta, tožbe, idr..

Banka običajno primerno zavaruje dana posojila, kar pomeni, da si celotno tveganje investicijskega projekta razdelijo investitorji in izvajalci del ter kupci, ki so vplačali are oz. obroke kupnine. Investitor se pred naštetimi tveganji skuša zaščititi na podlagi preteklih izkušenj, ki jih upošteva pri pripravi investicijskega projekta. Pri tem mora biti pozoren na donosnost projekta. Seveda pa investitor ne sme na račun donosnosti zanemariti realnih tveganj, katerim bo projekt izpostavljen. Vsekakor je eden poglobitnih ciljev vsakega investitorja obvladovanje tveganja, saj se z znižanjem tveganja (med drugimi ugodnostmi) lahko zniža tudi potreben kapital za pokrivanje možnih izgub (Križnik, 2003, str. 51-52).

3.6.5.2 *Financiranje novogradnje za trg*

Podjetja se na osnovi izračunanega donosa, ocene tveganja in notranjih finančnih zmožnosti odločajo za način financiranja. Najpomembnejši zunanji vir sredstev, ki jih uporabljajo slovenska podjetja, so kratkoročna in dolgoročna bančna posojila (ročnost daljša od enega leta in običajno ne presega desetih let). Banka pred odobritvijo naložbe presodi kreditno sposobnost podjetja na podlagi tako objektivnih kot tudi subjektivnih ocen (dosedanje sodelovanje banke s podjetjem). Objektivne kriterije predstavljajo rezultati poslovanja, zamude pri poravnavanju obveznosti do banke in drugih partnerjev, blokade transakcijskih računov, idr.. Podjetje lahko zagotovi finančna sredstva tudi s preusmeritvijo prostih oz. kratkoročno vezanih denarnih sredstev, z uporabo zadržanih in nerazdeljenih dobičkov preteklih let in tekočega obdobja, z uporabo obračunane in neporabljene amortizacije, z dezinvestiranjem poslovno nepotrebnih oz. manj donosnih naložb, idr. (Križnik, 2003, str. 23-24).

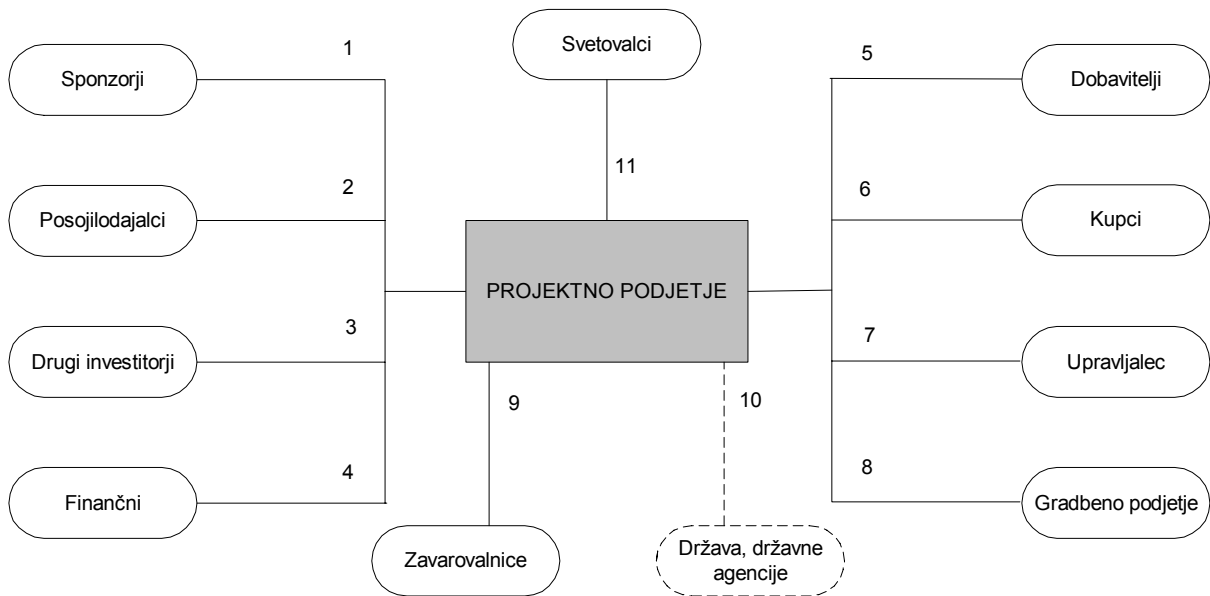
Poleg zgoraj naštetih možnosti in predstavljenih možnosti financiranja v poglavju 3.6.1 lahko pri investiranju v novogradnjo investitor del financiranja prevale na dobavitelje, izvajalce in podizvajalce. Investitor si namreč lahko izpogaja pri dobaviteljih in izvajalcih daljše odloge plačil kot na prodajni strani. Obstaja tudi možnost najema blagovnih kreditov, pri čemer se dobaviteljeve in izvajalčeve terjatve spremenijo v kredit (Križnik, 2003, str. 24).

Za investiranje v novogradnje je specifična še možnost financiranja investicije preko prejetih ar ali posameznih obrokov kupnin, vendar so te možnosti s sprejetjem Zakona o varstvu kupcev omejene (poglavje 3.6.5.1).

V praksi se investitorji običajno odločajo za kombinacijo naštetih oblik zagotavljanja finančnih sredstev. Sicer pa investiranje v novogradnjo predstavlja projektno financiranje, kjer mora struktura virov financiranja zagotavljati, da denarni tok projekta zadostuje za poravnavanje vseh obveznosti. Treba je določiti tudi pogodbeno razmerje med udeleženci na projektu, na podlagi katerih udeleženci vplačajo ustrezne finančne vložke. Projektno financiranje je po finančni in pravni strukturi torej kompleksnejše od klasičnega financiranja (Gazvoda, 2001, str. 1).

Določitev pogodbenih razmerij med udeleženci je pomembna tudi zaradi porazdelitve tveganj (povezanih z investicijskim projektom) v približnem sorazmerju s finančnimi vložki projektnih udeležencev (investitorji, posojilodajalci, dobavitelji, gradbena podjetja, kupci, zavarovalnice, razne državne ustanove, idr.). Struktura udeležencev pri financiranju projekta mora biti jasno določena in medsebojna razmerja pogodbeno urejena. Slika 7 predstavlja strukturo udeležencev projektnega financiranja, kot so jo zasnovali Mrak et al. (2005, str. 22).

Slika 7: Struktura udeležencev projektnega financiranja



Vir: Mrak et al., *Projektno financiranje: Alternativna oblika financiranja infrastrukturnih projektov*, 2005, str. 22.

Legenda:

1. pogodba/delničarski sporazum
2. kreditne pogodbe
3. pogodbe o kvazilastniških/drugih vložkih
4. pogodbe o finančnem zavarovanju
5. pogodbe o dobavi surovin, tehnologije in opreme
6. pogodbe o dolgoročnem odkupu proizvoda/storitve
7. pogodba o poslovanju/upravljanju projekta
8. gradbena pogodba
9. zavarovalne police
10. koncesijske pogodbe, posebni dogovori
11. pogodbe o tehničnem, pravnem in drugem svetovanju

3.6.5.3 Pomen tržne analize pri investiranju v novogradnjo za trg

Vsaka investicija je uspešna le v primeru zadostne prodaje končnih proizvodov ali storitev. Analiza nepremičninskega trga poda investitorjem osnovo za oceno možnosti prodaje prostorov glede na pričakovano povpraševanje. Seveda pa se je pri povpraševanju treba zavedati dejstva, da je poleg potrebe in želje po nakupu nepremičnine osrednjega pomena kupna moč interesentov. Razpoložljiv trg tako predstavljajo potencialni kupci, ki se zanimajo za nepremičnino, imajo ustrezen dohodek in tudi dostop do ponudbe na trgu (Križnik, 2003, str. 18-20).

Dobro izvedena tržna analiza omogoča napoved obsega in intenzivnosti povpraševanja. Z analizo trga je potrebno določiti dejavnike, ki so vplivali na oblikovanje in gibanje cen v

preteklem in tekočem obdobju, ter ugotoviti, kateri dejavniki bodo odločilnega pomena za oblikovanje tržnih cen v prihodnje. Sistematično zbiranje podatkov je ključnega pomena pri tržni analizi. Investitorji si lahko pri tem pomagajo z informacijskim sistemom, ki omogoča zbiranje podatkov iz različnih virov znotraj in zunaj podjetja. Kot osnovna izhodišča služijo informacije o gospodarskem razvoju, dogajanju v panogi, dejavnosti konkurentov, preferencah potrošnikov, itn.. Kot osnova za oceno prodaje proizvodov in storitev določene panoge se uporablja napoved bruto domačega proizvoda (makroekonomsko napovedovanje); (Križnik, 2003, str. 19-20).

Podjetja, ki investirajo v nepremičnine, si lahko pomagajo s podatki iz lastne evidence preteklih investicij in z izkušnjami soudeležencev pri investiranju, ki prihajajo z drugih podjetij. V veliko pomoč pri analiziranju so lahko tudi podatki o aktualnih cenah nepremičnin in njihovem gibanju, ki so dostopni na spletni strani baze Slonep ali v časopisnih ponudbah in nepremičninskih revijah (npr. Kapital). Potrebna pa je kritična presoja razlik med ponudbeno in dejansko ceno. Podatke o gibanju cen novogradenj lahko najdemo tudi v publikacijah statističnega urada. Med najzanesljivejše vire informacij pa gotovo sodi evidenca trga nepremičnin, ki jo vodi Geodetska uprava RS. Ta omogoča vpogled v cene nepremičnin, ki so zapisane v prodajnih pogodbah. Vendar se tudi pogodbene cene lahko zaradi izogibanja plačevanju davka razlikujejo od dejanskih.

S stališča investitorja je pridobivanje informacij o gibanju povpraševanja in cen nepremičnin ključnega pomena pri odločanju o vrsti in obsegu investicije. Vsak investitor si namreč želi čimbolj izkoristiti videno priložnost. Pri investiranju v novogradnjo za trg je zato zelo pomembno, da investitor na podlagi ocene trga in tržnih razmer presodi:

- V kakšne vrste nepremičnine in katerega standarda bo investiral?
- Na kateri lokaciji?
- Kdaj bo nepremičnina gotova za prevzem in odkup?
- Po kakšni ceni in pod katerimi pogoji bo ponudil nepremičnino?
- Kdo so potencialni kupci in kako jih pridobiti?

Treba je še poudariti, da so tudi finančni kazalci uspešnosti investicije kot tudi analiza občutljivosti odvisni od predvidenih različnih tržnih pogojev.

4. PREDSTAVITEV PODJETJA RIMA IN INVESTICIJSKEGA PROJEKTA

4.1 Predstavitev podjetja Rima

Podjetje Rima je bilo ustanovljeno kot družba z omejeno odgovornostjo že v letu 1990 in je v zasebni lasti. Prvotna dejavnost podjetja je bila suhomontažna gradnja, kateri so dodali celovito ponudbo s področja gradbeništva. Danes je v podjetju zaposlenih približno 100 ljudi, podjetje pa uspešno deluje tako na področju suhomontažne gradnje kot tudi na področju

izvedbe celovitih gradbenih projektov, tako novogradenj kot adaptacij. V letu 2003 so pričeli še z lastno proizvodnjo montažnih hiš in so tudi eden izmed desetih članov Sekcije slovenskih proizvajalcev montažnih hiš, katere osrednji cilj je promocija montažne gradnje in montažnih hiš. V ta namen so v Ljubljani postavili naselje vzorčnih montažnih hiš. Rima ima tako za seboj skoraj 15 let izkušenj na trgu in zagotavlja kupcem zanesljivost v smislu finančne stabilnosti družbe kot tudi v smislu ustrezne kakovosti storitev. V letu 2004 so pridobili tudi standard kakovosti ISO 9001:2000 (<http://www.rima.si/>)³.

Na projektu izgradnje naselja Zbilje bo Rima v vlogi investitorja in izvajalca hkrati. Obstaja velika verjetnost, da se bodo odločili za sodelovanje z lastnikom zemljišča, ki bi bil v tem primeru enakovreden soinvestitor, saj cena zemljišča predstavlja 50 odstotkov investicijske vrednosti.

4.2 Opis naselja montažnih in zidanih hiš ter dvojčkov in opis lokacije

Lokacija predvidenega naselja z devetimi samostojnimi hišami in osmimi dvojčki (16 stanovanjskih enot) se nahaja na Zbiljah, v bližini Zbiljskega jezera, in spada pod občino Medvode. Zbilje je atraktivna turistična točka, od Ljubljane oddaljena le deset kilometrov. Problematične so sicer trenutno preobremenjene cestne povezave Ljubljana-Medvode, zlasti med delavniki, vendar se bodo razmere vsaj deloma izboljšale z odprtjem šentviškega predora.

V neposredni bližini parcele so same novozgrajene hiše in veliko zelenih površin. Blizu so šola, rekreacijske površine (kajakaški klub, golf igrišče, sprehajalne poti, razna igrišča, jezero, itn.) kot tudi vse druge pomembne ustanove, saj je mesto od naselja oddaljeno le tri kilometre.

Parcela je velika 12500 m², razdeljena je na dva dela in ima obliko pljuč. Trenutno je na parceli prvoten gozd, del katerega se bo tudi ohranil, saj je primerno umeščanje naselja v naravno okolje in ohranjanje dela naravnega okolja znotraj naselja pomembna odlika. Znotraj naselja bo poleg v obliki otokov ohranjenega prvotnega gozda tudi manjši park in otroško igrišče. Razgibana podoba naselja s pridihom pristne narave je vodilo pri zasnovanju naselja Zbilje.

Podoba hiš bo prilagojena krajini in njenim arhitekturnim značilnostim, saj bodo hiše arhitekturno oblikovane po vzoru tradicije - predstavljale bodo avtorsko interpretacijo tradicije. V Rimi so namreč razvili sklop sodobnih hiš, ki združuje dediščino prejšnjih rodov z arhitekturo sodobne, energijsko varčne hiše, z navdihnjeno preinterpretacijo tradicije. Navdih so našli v kulturnih razlikah in v tipologiji slovenskih hiš, značilnih za različne pokrajine, med njimi tudi za Gorenjsko. Pri naselju Zbilje bo izhodišče vseh hiš zasnovana hiša IZBA, ki je izvedena iz značilne gorenjske hiše, s tipično razporeditvijo veže, izbe in kuhinje okoli

³ Internetno gradivo podjetja Rima d.o.o.

osrednje peči, ter z uporabo naravnih materialov in jasnih razmerij zlatega reza v tlorisu in na fasadah. Sodoben, krožno odprt tloris hiše omogoča zelo dobro razporeditev funkcij. Skupni tloris samostojnih hiš bo 190 m² in vključuje pritličje, mansardo, pokrito nadstrešnico-garažo in večnamensko lopo. Skupni tloris posamezne stanovanjske enote dvojčka pa bo 146 m². Pri gradnji bodo združevali klasični in montažni način gradnje, ki omogoča gradnjo sodobnih hiš, ki se uvrščajo v zgornji srednji kakovostni razred. Vse hiše in dvojčki bodo zgrajeni do tretje podaljšane faze, razen vzorčne hiše, ki bo zgrajena na ključ in se bo prodala zadnja. Vzorčna hiša namreč zelo vpliva na pospeševanje prodaje in mora biti sfinalizirana, da jo lahko kupci občutijo in v njej vidijo potencialni dom.

Hiša Izba z minimalnimi spremembami in dopolnitvami omogoča veliko različic, kar je dodatna prednost pri zunanji in notranji podobi hiš, saj je zagotavljanje individualnega pristopa do podobe vsake hiše, ki se medsebojno ne omejujejo, glavno vodilo pri oblikovanju in umeščanju hiš ter dvojčkov v naselje.

Zaradi doseganja optimalnih rezultatov razgibane podobe naselja in hiš bo k sodelovanju povabljen skupina arhitektov, ki bo skupaj z Rimo omogočila izgradnjo naselja z omenjenimi odlikami. Vsaka družina bo lahko našla v lepo zgrajeni, varni in energijsko varčni hiši, prijazen dom, ki bo zaradi individualnega pristopa k podobi vsake hiše odražal tudi osebnostno noto.

5. INVESTICIJSKA PRESOJA PROJEKTA

Predstavljeni projekt Zbilje je med največjimi projekti novogradenj pri podjetju Rima. Glede na to in glede na vlogo podjetja z vidika tako investitorja kot tudi osrednjega izvajalca je investicijska presoja projekta, še pred sprejemanjem končne odločitve glede projekta Zbilje, nujno potrebna. Investicijska presoja je večplastna in zajema upravičenost investicije, finančno in ekonomsko oceno investicije, kot tudi tveganja, ki vplivajo na uspešnost investicije.

5.1 Upravičenost investicije

Investicija mora biti v prvi vrsti upravičena s strani podjetja, ki se zanjo odloča. Seveda pa je potrebno presoditi tudi o vplivu in pomenu investicije za družbo in okolico.

5.1.1 Pomen investicije za prihodnost podjetja

Projekt Zbilje je zaradi svoje obsežnosti (visok finančni vložek, dolgoročna naložba) ključnega pomena za nadaljnje poslovanje podjetja Rima. V splošnem se podjetja odločajo med različnimi investicijskimi projekti ali za zavrnitev oz. sprejemanje enega, glede na maksimalen donos pri še sprejemljivem tveganju in še sprejemljivimi stroški financiranja. Tudi v primeru projekta Zbilje so pomembni vsi trije omenjeni kriteriji. Najbolj

problematičen pa je tu vidik tveganja, saj skoraj vse tveganje pade na podjetje Rima, ki je investitor in izvajalec hkrati. Manjši del tveganja bi sicer nosili tudi posojilodajalci in kupci, ki bi vplačali aro (znaša maksimalno 10 odstotkov vrednosti nepremičnine). Obstaja pa tudi možnost, da se tveganje razpolovi, če se vključi soinvestitor, ki pokrije ceno zemljišča (predstavlja 50 odstotkov investicijske vrednosti). O tem je gotovo vredno razmisliti, saj je tveganje še toliko večje zaradi trenutne situacije na trgu nepremičnin v Ljubljani in njeni okolici, ker so cene nepremičnin pričele stagnirati in po napovedih nekaterih analitikov naj bi v prihodnje celo upadale, zlasti zaradi zmanjševanja kupne moči (visoka inflacija, padec gospodarske rasti, itn.). V širši okolici Ljubljane določen odstotek novogradenj že ostaja neprodan. Ta dejstva vsekakor kažejo na veliko tržno tveganje projekta Zbilje. Posledica različnih nepredvidenih dogodkov in/ali neprodanih enot v predvidenem času je lahko manjši donos od pričakovanega, relativno visok oportunitetni strošek, ali izguba. Celo v najslabšem primeru pa podjetju najverjetneje ne grozi stečaj, saj investicija Zbilje predstavlja približno eno tretjino letnega prometa podjetja. Če se v Rimi odločijo za investicijski projekt Zbilje, pa bi podjetje izven tega projekta najverjetneje investiralo le v manjše projekte in dela po naročilu.

Poleg osnovnega namena investiranja v projekt Zbilje, ki ga predstavlja želja po realiziranju dobička, je investicija bistvenega pomena za uresničevanje strateških ciljev podjetja. Na Rimi so si namreč zastavili cilj povišati sredstva namenjena investiranju na 30 odstotkov letnega proračuna. Poleg tega bi predstavljen projekt pripomogel k večji prepoznavnosti podjetja kot tudi k njihovem ugledu. Uspešno izpeljan projekt Zbilje bi tako še povečal poslovno uspešnost in prispeval k rasti podjetja.

5.1.2 Pomen investicije za družbo in okolico

Tovrstni projekti, kot je predstavljeno naselje montažnih in zidanih hiš, so vedno atraktivni in deležni relativno velikega zanimanja in povpraševanja, zlasti v okolici večjih mest. Vedno več je namreč povpraševanja po nepremičninah na obrobju večjih mest, saj je tam kakovost bivanja veliko večja kot v mestih. Ljudje so lahko bližje naravi in živijo v bolj umirjenem okolju. Vsekakor k še večji atraktivnosti predmestnih naselij pripomore tudi nižja cena zemljišč oz. nepremičnin v širši okolici večjih mest. Projekt Zbilje je glede na svojo lokacijo zelo atraktiven, saj se bo naselje nahajalo v neposredni bližini Zbiljskega jezera in »neokrnjene« narave. Po drugi strani pa bo naselje dovolj blizu Ljubljane, kjer je še vedno največ možnosti za zaposlitev, trenutno pa še vedno primanjkuje stanovanjskih enot. S strani družbe je projekt Zbilje vsekakor upravičen, saj si ljudje želijo tovrstnih sosesk v okolici Ljubljane, naselje samo pa najverjetneje tudi ne bi oviralo okoliških stanovalcev in drugih ustanov.

Glede na to, da je naselje osnovano po načelu ohranjanja naravnega okolja (pustili bodo del prvotnega gozda in posamezna drevesa) in da bodo vse montažne in zidane hiše energetske varčne in okolju prijazne, ne bo šlo za tako intenzivno poseganje v naravo kot pri večjih

gradbenih objektih. Tudi hrupa in odpadkov bo med samo gradnjo dosti manj kot pri drugih vrstah gradnje. Vplivi na okolje bodo torej zmerni in projekta oz. hiš najverjetneje ne bo treba prilagajati glede na njihove vplive na okolje. Pomisleki so le glede prvotnega gozda, za katerega bi Ministrstvo za okolje in prostor lahko izdalo prepoved sečnje, vendar je to malo verjetno, saj gre za zazidljivo zemljišče.

5.2 Razmere na trgu nepremičnin v Ljubljani in njeni okolici ter njihov vpliv na uspešnost investicije

Ocena razmer na trgu nepremičnin je nujna za ocenitev možnosti prodaje, ki je ključnega pomena za uspešnost investicije. Od predvidenih tržnih pogojev pa so odvisni tudi ekonomski in finančni kazalci uspešnosti investicije ter tudi analiza tveganja in vrednotenje različnih alternativ. Za ocenitev možnosti prodaje hiš na Zbiljah pa je treba upoštevati več dejavnikov, in sicer:

- Makroekonomske dejavnike (bruto domači proizvod, stopnja inflacije, obrestne mere itn.), ki vplivajo zlasti na kupno moč in dostopnost posojil.
- Napovedi gibanja cen nepremičnin v Ljubljani in njeni okolici. Tu je treba vključiti vpliv vseh obravnavanih dejavnikov, kot so: število prebivalcev na tem območju, obseg novogradenj (odvisen od stroškovne vrednosti nepremičnin, od razpoložljivosti in cen zemljišč, kar je povezano tudi z regulacijami s strani države oz. občine) in številni drugi dejavniki.
- Značilnosti, želje in potrebe prebivalcev tega območja. Tu je treba presoditi, kaj so preference potencialnih kupcev, kaj so možne alternative oz. substituti, med katerimi se kupci odločajo, ter kaj ponuja konkurenca.

Seveda je treba upoštevati tudi medsebojne vplive vseh dejavnikov in glede na vse prisotne dejavnike in njihove vplive oceniti najverjetnejše povpraševanje in gibanje cen nepremičnin v prihodnje.

5.2.1 Ocenitev makroekonomskih dejavnikov

Makroekonomski dejavniki predstavljajo osnovo za oceno prodaje proizvodov določene panoge. Ti dejavniki, v primeru nepremičnin, sicer v prvi vrsti vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in manj na ponudbo nepremičnin, saj imajo večji vpliv na kupno moč fizičnih oseb. Gospodarska rast in inflacija namreč vplivata na spremembe dohodka oz. realno vrednost dohodka ter na višanje obrestnih mer, kar podraži posojila. Višanje obrestnih mer pa poleg tega vpliva tudi na zmanjševanje donosnosti investicijskih projektov. Kot je razvidno iz Tabele 5, je Evropska komisija Sloveniji napovedala znižanje gospodarske rasti v tem in prihodnjem letu ter precejšen dvig inflacije v letošnjem letu, kar bo gotovo vplivalo na oteženo dostopnost do posojil in njihovo podražitev ter posledično tudi na zmanjšano povpraševanje po nepremičninah. Zaradi nezaupanja, ki ga prinašata svetovna finančna in

posojilna kriza, je kapital na trgu vedno dražji. Slovenske banke pa so tudi odvisne od tujega kapitala in tako niso imune na globalna dogajanja. Banka Slovenije zato ocenjuje, da se bodo posledično v prihodnje posojila še dražila, saj gre pričakovati rast EURIBOR-a, banke pa bodo s tem poskušale ublažiti tudi izgube zaradi slabih posojil (Tomažič, 2008).

Tabela 5: Ocena bruto domačega proizvoda (BDP) in inflacije za Slovenijo

Leto	BDP(odstotki)	Inflacija (odstotki)
2007	6,1	5,7
2008	4,2	5,4
2009	3,8	3,3

Vir: [Http://www.racunovodja.com/](http://www.racunovodja.com/).⁴

Na kupno moč vpliva tudi stopnja brezposelnosti, ki pa je lani v Sloveniji padla na 4,8 odstotkov (»najverjetneje je pod naravno stopnjo«), in naj bi se v letošnjem in prihodnjem letu še nekoliko znižala. Žal pa se za delovno aktivno prebivalstvo pričakuje upočasnjena rast zaradi upadanja gospodarske rasti (<http://www.racunovodja.com/>).

Nizka stopnja brezposelnosti in padeč stopnje inflacije v letu 2009 predstavljata morebitno možnost ponovnega povečanega povpraševanja po nepremičninah, zlasti če bo znižanju inflacije sledilo tudi znižanje obrestnih mer. Vendar je ob tem treba razmisliti tudi o vplivu nizke gospodarske rasti v letu 2009, ki lahko povzroči tudi večjo brezposelnost, čeprav analitiki zaenkrat tega ne napovedujejo. Poleg tega predstavlja pomembno vlogo pri povpraševanju tudi zadolženost prebivalstva, ki pa je po podatkih GURS-a velika (Petavs, 2008).

Če povzamemo, bodo makroekonomski dejavniki, ki bodo v prihodnje višali ceno kapitala in življenjske stroške, najverjetneje vplivali na zmanjšanje povpraševanja po nepremičninah, zlasti na območju Ljubljane, kjer nepremičnine dosegajo najvišje cene, ki so že presegle kupno moč. Predstavljeni vplivi makroekonomskih dejavnikov so predvideni zlasti v obdobju naslednjih dveh let. Prodaja hiš na Zbiljah pa bi lahko potekala tudi še čez tri ali celo štiri leta. V tem času se lahko obrestne mere znova znižajo, saj glede na statistične podatke posamezen cikel dviganja in spuščanja obrestne mere traja nekje okoli pet do šest let, z doseženim vrhom/dnom na vsaki dve leti in pol do tri leta (Le Bron, 2008). Ob tem se je treba zavedati, da bodo takrat zelo pomembni tudi vplivi drugih dejavnikov, kot so zadolženost (tudi čez štiri leta ne bo manjša, saj se večina ljudi zadolži za daljše obdobje), stopnja brezposelnosti, realna vrednost dohodka in predvsem večja ponudba na trgu nepremičnin.

⁴ Spletna objava revije Računovodja, Bruselj Sloveniji napoveduje precejšnjo upočasnitev rasti in visoko inflacijo.

5.2.2 Ocenitev gibanja cen nepremičnin v Ljubljani in njeni oklici

Za ocenitev cene hiš na Zbiljah je treba upoštevati cene nepremičnin (zemljišč, stanovanj in hiš) tako v okolici Ljubljane, kamor spada Zbilje, kot tudi v Ljubljani, saj je okolica Ljubljane cenovno vezana na Ljubljano, cene nepremičnin pa padajo z oddaljenostjo in s slabšanjem prometnih povezav.

5.2.2.1 Ocenitev gibanja cen zemljišč v Ljubljani in njeni okolici

Med najpomembnejšimi dejavniki gibanja cene stanovanj in hiš je gotovo dostopnost in cena zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici. Po podatkih nepremičninskega spletnega portala Slonep.net povprečne oglaševalne cene⁵ zazidljivih zemljišč v Ljubljani naraščajo vse od leta 1995 naprej. Vmes je sicer bilo nekaj zastojev rasti, vendar je kot posledica skromne ponudbe in velikega povpraševanja očiten trend rasti. V okolici Ljubljane pa dolgoročno gledano ni intenzivne rasti in so cene relativno stabilne. Vzrok zato je predvsem večja in raznolika ponudba ter stalen dotok novih zemljišč na trg, saj je območje okolice Ljubljane veliko večje in manj zazidano kot sama Ljubljana. Višje cene pa sicer dosegajo zemljišča bližje Ljubljani in ob glavnih prometnicah (Puschner, 2008c). Tabela 6 prikazuje oglaševalne cene zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici.

Tabela 6: Oglaševalne cene zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici v EUR/m², marec 2008

Območje	Najmanj	Največ	Povprečno
Ljubljana	40	1000	374
Okolica Lj.	4	538	97

Vir: Puschner, Oglaševane cene zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici, 2008c.

Cene zemljišč v Ljubljani in posredno tudi cene stanovanj se lahko v kratkem znižajo, saj je občina Ljubljana že pričela spreminjati 1000 hektarjev zemljišč v zazidljiva (Pahor, 2008). Dodatni priliv zazidljivih zemljišč v Ljubljani bi lahko vplival tudi na cene zemljišč v okolici Ljubljane, vendar bo ta vpliv manj intenziven, saj je to območje veliko večje in ponudba dosti bolj razgibana kot v Ljubljani.

Glede na predstavljene podatke in pregled ponudbe zazidljivih zemljišč v okolici Zbilj lahko zaključimo, da je postavljena cena zemljišča pri projektu Zbilje, to je 200 EUR/m², previsoka. Primerljiva zemljišča dosegajo povprečno ceno do 150 EUR/ m². V prihodnje pa bodo

⁵ Razlike med oglaševalno in prodajno ceno nepremičnin v Ljubljani in njeni okolici v odstotkih:

Nepremičnine	Ljubljana	Okolica LJ.
Stanovanja	4,9	4,3
Hiše	9,3	6,5
Zemljišča	6,9	6,4

Vir: Šašel, Razlika med oglaševalno in dejansko ceno nepremičnine, 2006.

najverjetneje cene zazidljivih zemljišč na tem območju stagnirale, ali pa se bodo celo nekoliko pocenile.

5.2.2.2 Ocenitev gibanja cen stanovanj v Ljubljani in njeni okolici

Cene stanovanj v Ljubljani (oglaševalne so predstavljene v Tabeli 7) vplivajo na povpraševanje oz. selitev povpraševanja v okolico Ljubljane, kjer se lahko po precej nižji ceni kupi primerljivo stanovanje oz. se lahko za ceno 4-sobnega stanovanja v Ljubljani kupi celo hiša v okolici Ljubljane. Po podatkih nepremičninskega spletnega portala Slonep.net se povprečne oglaševalne cene stanovanj v Ljubljani dvigujejo vse od leta 1995 (takrat so cene pričeli spremljati) naprej. Od začetka leta 2007 pa je pri vseh vrstah stanovanj opaženo padanje intenzivnosti rasti. Oglaševalne cene garsonjer, 2-sobnih in 3-sobnih stanovanj so se celo znižale. Rastejo le še cene 1-sobnih stanovanj zaradi visokih cen večjih stanovanj ter cene največjih stanovanj, ker je leta 2007 prišlo do nenavadnega popravka navzdol. Cene stanovanj so presegle kupno moč prebivalstva zlasti zaradi neugodnih ekonomskih razmer in dolgotrajne intenzivne rasti cen stanovanj. Oglaševalne cene stanovanj v Ljubljani so tako očitno dosegle vrh in se bodo popravljale navzdol (Puschner, 2008b).

Tabela 7: Oglaševalne cene stanovanj v Ljubljani v EUR, marec 2008

Vrsta stanovanja	Najmanj	največ	Povprečno
Garsonjera	55.000	155.000	95.213
1-sobno	65.000	200.056	118.764
2-sobno	85.000	300.000	159.814
3-sobno	114.000	609.000	214.567
4-sobno	136.500	700.000	302.411
5 in več-sobno	149.000	912.500	387.636

Vir: Puschner, Oglaševane cene stanovanj v Ljubljani in njeni okolici, 2008b.

Cene stanovanj v Ljubljani se bodo zniževale tudi zaradi naslednjih dejavnikov:

- Kot že omenjeno, zaradi dražjih in manj dostopnih posojil, zadolženosti prebivalstva ter drugih ekonomskih razmer.
- Zaradi priliva zazidljivih zemljišč in večjega števila izdanih gradbenih dovoljenj, kar bo še dodatno pospešilo novogradnje in s tem povečanje ponudbe na trgu. V naslednjih petih letih naj bi se zgradilo preko 10.000 novih stanovanj (Le Bron, 2008).
- V članku Pahorja (2008) Cirman in Lavrač ocenjujeta, da povečanje razpoložljivosti zazidljivih zemljišč in znižanje cen le-teh lahko poveča konkurenco med gradbeniki in s tem vpliva na zniževanje cen stanovanj, kljub draženju gradbenih materialov in dela. Premožnejši investitorji bi se sicer zaradi zniževanja cen stanovanj lahko odločili za držanje zemljišč, zlasti zaradi odsotnosti davka na nepremičnine.

- Cene se bodo znižale tudi zaradi decentralizacije Slovenije in trenda selitve v sosednja območja, kjer so cene nepremičnin nižje (Le Bron, 2008). Število prebivalcev Ljubljane tako iz leta v leto tudi upada.

Glede na vse predstavljene dejavnike bo v Ljubljani najbrž prišlo do razslojevanja cen stanovanj, in sicer glede na kakovost stanovanj (novogradnja/rabljeno) in kakovost lokacije (Puschner, 2008b). Strokovnjaki napovedujejo, da se bodo stanovanja v središču mesta še naprej dražila, izven središča pa bodo cene bolj stabilne (Kadunec, 2008).

Cene stanovanj v okolici Ljubljane (oglaševalne so predstavljene v Tabeli 8) padajo z oddaljenostjo od Ljubljane in glavnih prometnic in so v povprečju 29 odstotkov nižje od cen v Ljubljani. Cene stanovanj v okolici Ljubljane so zadnja leta rasle zaradi bližine Ljubljane in tamkajšnjih previsokih cen, ki so vzpodbudile selitev povpraševanja na okolico Ljubljane. Rast cen se bo najverjetneje upočasnila, morda se bodo cene celo znižale glede na predvideno znižanje cen v Ljubljani. Bodo pa te spremembe manj intenzivne, saj je območje večje in ponudba že trenutno veliko bolj razgibana kot v Ljubljani (Puschner, 2008b).

Tabela 8: Oglaševalne cene stanovanj v okolici Ljubljane v EUR, marec 2008

Vrsta stanovanja	Najmanj	Največ	Povprečno
Garsonjera	36.000	115.722	85.500
1-sobno	32.000	139.000	95.000
2-sobno	55.000	229.229	133.298
3-sobno	50.000	295.500	175.855
4-sobno	89.700	410.800	220.997
5 in več-sobno	112.000	495.000	274.545

Vir: Puschner, Oglaševane cene stanovanj v Ljubljani in njeni okolici, 2008b.

5.2.2.3 Ocenitev gibanja cen hiš v Ljubljani in njeni okolici

Povprečna oglaševalna cena hiš v Ljubljani (za marec 2008 je predstavljena v Tabeli 9) intenzivno raste od leta 2004 naprej, pred tem pa so bile cene štiri leta relativno stabilne. Visoka rast je posledica prilagajanja cenam stanovanj, ki so v preteklosti intenzivno rasle, tudi, ko se hiše niso dražile. Hiše sedaj lovijo ustrezno razmerje s stanovanji in se dražijo, zlasti na kakovostnih lokacijah. Podobno intenzivno raste povprečna oglaševalna cena hiš v okolici Ljubljane, saj se le-te prilagajajo cenam ljubljanskih hiš, in ker se povpraševanje seli na okolico (Puschner, 2008a).

Cene hiš v okolici Ljubljane (za marec 2008 je oglaševalna cena hiš predstavljena v Tabeli 9) bodo najverjetneje še rasle, ali vsaj stagnirale, ker še vedno zaostajajo za cenami stanovanj v okolici Ljubljane oz. so skoraj izenačene s cenami 5-sobnega stanovanja. Drugo gonilo

nadaljnje rasti cen hiš je povečano povpraševanje po hišah v okolici Ljubljane, kjer je kakovost bivanja višja kot v Ljubljani ali v stanovanjih v okolici Ljubljane. Tretji razlog pa predstavljajo ugotovitve GURS-a, da MOL v Ljubljani ne predvideva gradnje hiš, saj zanje po mnenju MOL-a ni več prostora (Petavs, 2008). Slednje bi lahko vplivalo na še večjo dražitev hiš v Ljubljani in posledično na dodatno selitev povpraševanja po hišah v okolico Ljubljane.

Tabela 9: Oglaševalne cene hiš v Ljubljani in njeni okolici v EUR, marec 2008

Območje	Najmanj	Največ	Povprečno
Ljubljana	36.000	1.000.000	451.012
Okolica Lj.	28.000	991.000	291.053

Vir: Puschner, Oglaševane cene hiš v Ljubljani in njeni okolici, 2008a.

Če povzamemo, visoke cene stanovanj in hiš v Ljubljani pospešujejo selitev povpraševanja na okolico Ljubljane, kjer so cene nižje, območje večje in ponudba večja ter bolj raznolika. Povprečna cena 4-sobnega stanovanja v Ljubljani in povprečna cena pet in več-sobnega stanovanja v okolici Ljubljane sta izenačeni s povprečno ceno hiše v okolici Ljubljane, kar v precejšnji meri vpliva na povpraševanje po hišah v okolici Ljubljane. Napovedane večje ponudbe novogradenj v Ljubljani in nižanje cen stanovanj, kot posledica vseh predstavljenih dejavnikov, lahko znova povečajo povpraševanje v Ljubljani. Vendar je tukaj zelo pomembno, kolikšno bo to znižanje cen stanovanj, zlasti v primerjavi s stanovanji in hišami v okolici Ljubljane. Če se cene stanovanj v Ljubljani ne bodo dovolj znižale, se bo najverjetneje kljub vsemu povečalo povpraševanje po stanovanjih, še bolj pa po hišah v okolici Ljubljane, saj le-te nudijo višjo kakovost bivanja, njihove trenutne cene zaostajajo za cenami stanovanj, ponudba hiš v Ljubljani pa se najverjetneje tudi ne bo občutno povečala. Predstavljene ocene napovedujejo boljše možnosti prodaje hiš na Zbiljah, vendar je treba ob tem upoštevati še povečanje ponudbe hiš na območju okolice Ljubljane, ki lahko nevtralizira vpliv ostalih dejavnikov, ki prispevajo k povečanju povpraševanja. Glede na realne tržne pogoje je ocenjena prodajna cena samostojnih hiš in dvojčkov na Zbiljah najverjetneje povsem dosegljiva, saj sta obe prodajni ceni, če upoštevamo še stroške finalizacije, približno izenačeni s trenutno povprečno ceno hiš v okolici Ljubljane.

5.2.3 Značilnosti prebivalcev in preference potencialnih kupcev hiš v okolici Ljubljane

Ljubljana bo kot prestolnica vedno privlačna za bivanje, čeprav je že opažen tudi trend decentralizacije. Na spletnih straneh časopisa Dobro jutro je v prispevku Cene in povpraševanje Kuplenik podal mnenje, da bodo ljudje, ki se bodo odločali za življenje v Ljubljani, povpraševali po novogradnjah ali novejših stanovanjih s parkirnim mestom ter po stanovanjih na elitnih lokacijah v centru Ljubljane (<http://www.dobro.jutro.net/>). Tisti, ki se bodo selili v okolico Ljubljane, pa bodo pri izbiri v ospredje postavljali atraktivnost lokacije in predvsem njeno oddaljenost do glavnih prometnic. Slovencem je namreč zelo pomembno,

koliko časa dnevno porabijo za pot do službe in nazaj. Urejenost prometnih povezav je torej z vidika potencialnega kupca eden ključnih dejavnikov pri vrednotenju lokacije.

Za ocenjevanje možnosti prodaje in izbiranje ukrepov, ki bi povečali povpraševanje po samostojnih hišah in dvojčkih na Zbiljah, je treba poznati želje, potrebe in preference potencialnih kupcev, ki so predstavljene v nadaljevanju in ocenjene na podlagi objavljenih nasvetov spletnega nepremičninskega portala Slonep (Nasveti, <http://www.slonep.net/>), namenjenih kupcem hiš, mnenja ljudi z nepremičninskega oddelka Rime, spletnega pregleda prodajnih oglasov za hiše v okolici Ljubljane ter magistrskega dela o modelih nakupnega procesa hiš (Kos, 2003, str. 46-97).

5.2.3.1 Lokacija

Dejavniki, ki zvišujejo ali znižujejo vrednost lokacije in s tem tudi prodajno ceno hiš, so:

- Oddaljenost (po kilometrih in času vožnje) od Ljubljane. Pomembna je urejenost prometnih povezav in javnega potniškega prometa.
- Dostopnost do hiše in oddaljenost do glavnih prometnic. Vendar pa je zaradi motečega hrupa potrebna zadostna odmaknjenost od glavne ceste.
- Bližina vrtca, šole, zdravstvenega doma, trgovin in drugih storitvenih dejavnosti, ki so pomembne za življenje. Pomembna je tudi urejenost dostopnih poti (pločnik, kolesarska steza, javni potniški promet) do omenjenih ustanov, zlasti do šole.
- Makrolokacija, to je umestitev nepremičnine v kraj oz. sosesko. Pomembna je namembnost zemljišč v okolici, fizične lastnosti okolice ter družbenoekonomski značaj soseske. Slovencem predstavlja ugled soseske, v kateri živijo, veliko vrednoto, saj izraža njihov življenjski slog in predstavlja tudi statusni simbol.
- Sosedje (njihove navade, način življenja) vplivajo na počutje v soseski. Priporočljivo je, da je starostna struktura stanovalcev v soseski približno enaka.
- Mikrolokacija predstavlja umestitev nepremičnine v okolje, ki jo obdaja, in neposredno vpliva na ugodje bivanja. Idealna je prisojna lega parcele in sončna osvetlitev kuhinje in spalnice zjutraj ter dnevne sobe popoldne.
- Atraktivnost same lokacije glede na razgled. Pogled na gozdove, gore, travnike, polja, itd., je prijetnejši od pogleda na ceste, bloke, ipd..
- Dodatno vrednost prinaša tudi bližina narave, rekreacijskih površin in drugih atrakcij, kot je npr. jezero.

Lokacija parcele pri projektu Zbilje je atraktivna za potencialne kupce predvsem zaradi bližine Zbiljskega jezera in rekreacijskih površin (kajakaski klub, golf igrišče, sprehajalne poti, druga igrišča itd.), bližine šole in drugih ustanov, otroškega igrišča in manjšega parka v samem naselju, ohranjanja dela prvotnega gozda v obliki otokov med hišami, splošne dobre umestitve hiš v naravno okolje, prisojne lege, pogleda na hrib Smlednik in smledniško cerkev, novozgrajenih hiš v bližnji okolici, itn.. Zbilje je vsekakor prepoznavna in turistično

zanimiva točka, oddaljena približno deset kilometrov od Ljubljane. Problem pa so cestne povezave, ki so trenutno preobremenjene. Med delavnikom so namreč vsakodnevnimi zastoji na cesti Ljubljana-Medvode. Razmere naj bi se sicer izboljšale z odprtjem šentviškega predora, vendar najverjetneje težave ne bodo povsem rešene, saj bo prometa na teh cestah vse več. Minus predstavlja še cesta do šole, ki ni urejena s pločnikom in kolesarsko stezo. Sicer pa je dostopnost do naselja dobra in ceste urejene.

5.2.3.2 Kakovost, izgled in funkcionalnost hiše

Dejavniki, ki v splošnem zvišujejo ali znižujejo prodajno vrednost hiš, so:

- Kakovost gradnje in vgrajenih materialov, ki nikakor ne smejo biti škodljivi zdravju. Izvedba mora biti kakovostna.
- Funkcionalen raspored prostorov. Pomembna je tudi postavitev garaže, vrta in vhoda. Najprimernejše je, če je vhod s severne strani, vrt pa na južni ali zahodni strani objekta, odmaknjen od javne in hrupne dostopne poti. Garaža naj bi bila čim bližje cesti, tik ob glavnem vhodu v objekt in odmaknjena od mirnega dela objekta (vrt, spalnica) ter povezana z notranjim hodnikom v hiši.
- Osvetlitev prostorov. Pomembna je primerna razmestitev in velikost oken, saj večje steklene površine omogočajo več svetlobe in s tem ugodno vplivajo na stanovalce. Okna pa morajo biti nameščena tako, da prepuščajo dovolj svetlobe in da se pri pogledu skozi njih odpira čim lepši razgled.

Dejavniki, ki so se izkazali za najpomembnejše, v opravljenem globinskem intervjuju Kosove s kupci in interesenti hiš Riko, so (Kos, 2003, str. 90,93):

- cena izdelka in možnosti financiranja nakupa,
- arhitekturne rešitve in možnosti izbiranja/prilagajanja,
- garancijsko obdobje in poprodajne storitve,
- celotna ponudba podjetja, ki vključuje samo ponudbo, svetovanje, odzivnost podjetja, dodatno ponudbo, promocijski material in razpoložljive informacije,
- izvor ponudnika (slovenska podjetja imajo prednost pred tujimi),
- izolacijske značilnosti, kakovost materialov in gradnje ter hitrost gradnje.

Pri prodaji hiš je zelo pomemben tudi okus potencialnih kupcev in njihova občutenja, povezana s hišo. Čustva, ki se porajajo ob podobi hiše in ob pogledu nanjo ter občutki ob prvem stiku s predstavnikom podjetja, imajo velik pomen pri odločanju potencialnih kupcev (Kos, 2003, str.80).

Hiše na Zbiljah naj bi ustrezale veliki večini dejavnikom, ki so potrebni za zadovoljevanje predstavljenih kupčevih potreb in želja, kar nekaj teh bi najbrž zadovoljile nadpovprečno, zlasti v primerjavi z drugimi naselji novozgrajenih hiš. Hiše se bodo uvrščale v zgornji srednji kakovostni razred, ki kupcem zagotavlja zadostno kakovost za primerno ceno. Zagotovljena

bo funkcionalna razporeditev prostorov, garaže, vrtovi na južni strani, primerna osvetlitev prostorov in velike steklene površine, garancijsko obdobje v skladu z zakonom (pri montažnih hišah tudi daljše garancijsko obdobje). Največjo dodano vrednost pa bo predstavljala individualen pristop k vsaki hiši, ki se torej medsebojno ne bodo omejevale. Kot izhodišče zunanje podobe hiš bo sicer pri vseh enotah uporabljen gorenjski, arhaičen tip hiše Izba. Vendar bo pri vsaki hiši vsaj nekaj drugih dodatnih opcij (npr. dodana zunanja korita za rože, različne balkonske ograje, itn.) in različna pročelja in fasade (različne barve, deloma kamnite ali lesene fasade). Najatraktivnejše detajle bi dodali zlasti hišam, ki v primerjavi z drugimi nimajo tako idealne mikrolokacije znotraj naselja. S tem bi bile vse hiše vsaj približno izenačene glede atraktivnosti. Razlikovale bi se tudi notranje podobe hiš, ki bi jih zasnovali arhitekti. Kupci bi lahko (v primeru rezervacije) tudi sami izbirali določene detajle, zlasti na začetku gradnje drugega dela naselja. S tem bodo kupci imeli na razpolago različne arhitekturne rešitve in možnost izbiranja ter pogojno tudi prilagajanja, kar je velika prednost v primerjavi s konkurenco. Prednost predstavlja tudi energetska varčnost tako zidanih kot montažnih hiš, ki je višja kot pri konkurentih. Poskrbljeno bo tudi za dobro celotno ponudbo podjetja, saj bodo pričeli z oglaševanjem takoj po pridobitvi gradbenega dovoljenja, pripravili bodo promocijski material in že na samem začetku gradnje najprej zgradili vzorčno hišo (zgrajena na ključ in se bo prodala zadnja) ter uvedli dneve odprtih vrat.

5.2.3.3 Substituti za hiše na Zbiljah

Kot že omenjeno, je cenovno gledano povprečna cena hiše v okolici Ljubljane izenačena s povprečno ceno pet in več-sobnega stanovanja v okolici Ljubljane in povprečno ceno 4-sobnega stanovanja v Ljubljani. Vendar stanovanja ne predstavljajo dobrega substituta za hiše, saj gre za povsem drugo kakovost bivanja in način življenja. S tega vidika je primernejši substitut rabljena hiša v Ljubljani ali njeni okolici. Rabljene hiše praviloma niso boljše vrednotene od novozgrajenih, razen npr. v primeru izredno atraktivne lokacije. Poleg tega so rabljene hiše v Ljubljani tudi dražje od novih v okolici Ljubljane.

Najbližji substitut zbiljskim hišam so torej posamezne novozgrajene hiše in naselja hiš, dvojčkov, vrstnih hiš, ipd., v okolici Ljubljane. Drugi bližnji substitut pa predstavljajo zazidljive parcele v okolici Ljubljane, na katerih se bodo vršile individualne gradnje. Prednost teh je gotovo v več opcijah izbiranja parcele, vrste hiše, možnosti postopnega financiranja, itn.. Vendar je v končni fazi to dražja opcija, ki ljudem vzame tudi veliko več časa in energije.

5.2.4 Konkurenca

Konkurenca bo v prihodnje velika, saj se v Ljubljani in okolici že sedaj veliko gradi. Vendar je za prodajo hiš na Zbiljah pomembnejša konkurenca v neposredni bližini oz. v sosednjih naseljih, krajih. S tega vidika predstavlja največjo konkurenco naselje samih dvojčkov (minimalno 20 enot) v Dragočajni, ki se bo v kratkem pričelo graditi in je od lokacije Zbilje

oddaljeno le približno dva kilometra. S tem se zastavlja vprašanje, če je grajenje zbiljskih dvojčkov sploh upravičeno, saj bodo dvojčki v Dragočajni končani pred zbiljskimi in bodo najverjetneje pokrili potrebe po dvojčkih na tem območju. V okolici je tudi novo naselje vil višjega cenovnega razreda. Zaradi tega in zaradi padanja kupne moči v bližnji prihodnosti ne gre pričakovati večjega povpraševanja po višje cenovnih nepremičninah na tem območju.

V Tabeli 10 so povzeti vplivi različnih dejavnikov (predstavljenih v poglavju 5.2), ki vplivajo na prodajo in ceno hiš ter dvojčkov na Zbiljah.

Tabela 10: Povzetek vpliva različnih dejavnikov na prodajo in ceno hiš ter dvojčkov na Zbiljah

Dejavniki	Trenutno	V prihodnje	Vpliv na prodajo in ceno hiš na Zbiljah
BDP (letna rast)	4,2 odstotka	bo padal	↓(zlasti v primeru večanja brezposelnosti)
Inflacija	min. 5,4 odstotka	nekoliko nižja	↓(zlasti v primeru neustreznega prilagajanja stopnje rasti dohodka)
Obrestne mere in dostopnost posojil	letna temeljna obr. mera je 6,07	višje obr. mere, otežena dostopnost	↓
Zadolženost preb.	velika	nič manjša	↓
Cene zemljišč v Ljubljani in okolici	še visoke	stagniranje, najverjetneje padanje	↓(cena zemljišča na Zbiljah je dokaj visoka, kar bo zmanjševalo konkurenčnost)
Cene stanovanj v Ljubljani	še vedno (pre)visoke	razslojevanje in povprečno rahlo padanje	↑(padanje cen najverjetneje ne bo dovolj veliko, da bi se povpraševanje z okolice Lj., selilo nazaj v Lj.)
Cene stanovanj v okolici Ljubljane	cca. 30 odstotkov nižje od ljubljanskih	stagniranje, ali rahlo padanje	↑
Cene hiš v Ljubljani	visoke	bodo še rasle (zaostajajo za cenami stanovanj)	↑(v Ljubljani se najverjetneje tudi ne bo gradilo veliko novih samostojnih hiš)
Cene hiš v okolici Ljubljane	primerljive s cenami velikih stanovanj v Lj. in okolici	bodo rasle (zaostajajo za cenami stanovanj)	↑
Atraktivnost parcele na Zbiljah	precej atraktivna	v primeru rešitve preobremenjenosti ceste Lj.-Medvode, še bolj atraktivna	↑(ohranjeni otoki prvotnega gozda, otroško igrišče in park ter bližina jezera ipd. predstavljajo precejšnjo dodano vrednost)
Kakovost, izgled in funkcionalnost hiš	boljša kot pri konkurenci	se bodo trudili še izboljšati svojo ponudbo	↑(to je njihova glavna konkurenčna prednost, zlasti individualen pristop k podobi hiš)
Ponudba konkurence	relativno velika	se bo povečevala	↓(največji negativni vpliv ima načrtovana gradnja naselja dvojčkov v bližini)

Legenda: ↑ Dejavnik vpliva na povečanje prodajnih možnosti in povišanje prodajne cene.

↓ Dejavnik vpliva na zmanjšanje prodajnih možnosti in znižanje prodajne cene.

5.3 Finančna ocena investicije

Finančno oceno presoje investicijskega projekta večina avtorjev predstavlja kot iskanje ustreznih finančnih sredstev za pokrivanje predvidenih stroškov investicije in kot ugotavljanje denarnega toka investicije. K finančni oceni lahko dodamo tudi presojo virov financiranja in ocenjeno prodajno vrednost investicije ter s tem povezano vrednotenje alternativ.

5.3.1 Investicijska vrednost naložbe

Investicijska vrednost naložbe predstavlja denarno ovrednotenje vseh fizičnih elementov investicije ter vseh drugih del, povezanih z investicijo. Ocenjena investicijska vrednost naložbe je potrebna tako za presojanje finančne zmožnosti investitorja kot tudi za ugotavljanje uspešnosti investicije glede na ekonomske kazalce uspešnosti. Zato v praksi investitorji vsaj v grobem ocenijo investicijsko in potencialno prodajno vrednost naložbe že pred dokončno izdelavo idejnega projekta in pred vlaganjem prošnje za pridobitev gradbenega dovoljenja. Natančnejšo oceno pa se pripravi na osnovi izdelanih tehnoloških in tehničnih načrtov.

Pri projektu Zbilje se podjetje Rima še vedno odloča o sprejemu oz. zavrnitvi projekta in tako lahko razpolagamo le s podatki o idejnem projektu. Zato je v Tabeli 11 predstavljena investicijska vrednost projekta Zbilje, zasnovana na podlagi izkušenj pri podobnih preteklih projektih in na podlagi ocenjevanja vrednosti gradbenih in inštalacijskih del glede na povprečne cene po m² objekta oz. po tekočem metru inštalacij.

Tabela 11: Ocenjena investicijska vrednost naložbe Zbilje (cene brez DDV)

0. PODATKI	m²
0.1 Velikost parcele	(12.500)
0.2 Velikost prodajne stanovanjske površine	4.046
1. PRIPRAVLJALNA FAZA	EUR
1.1 Odkup, priprava in oprema zemljišča^(a)	3.017.920
1.1 Odkup, priprava in oprema zemljišča^(b)	517.920
1.1.1 Stroški zemljišča (200 EUR/ m ²) ^(a)	2.500.000
1.1.2 Komunalna oprema in priprava zemljišča	
1.1.2.1 Dovozna cesta	100.000
1.1.2.2 Meteorna kanalizacija	52.000
1.1.2.3 Fekalna kanalizacija	39.000
1.1.2.4 Vodovod	26.000
1.1.2.5 Plinske inštalacije	30.000
1.1.2.6 Prestavitev SN, izvedba NN vodov in JR, TP	80.000
1.1.2.7 TK vodi	19.000
1.1.3 Komunalni prispevek in stroški priključkov	161.920
1.1.4 Razparcelacija, meritve in zakoličbe	10.000
1.2 Projektno tehnična dokumentacija PGD, PZI, PID (4 odstotke od GOI)	70.648
1.2.1 Projektna dokumentacija za objekte	
1.2.2 Projektna dokumentacija za komunalno opremo	
1.2.3 Pridobivanje EGD (takse in upravni prispevki)	
1.3 Soglasja in priključnine	4.000
1.3.1 Soglasja in priključnine ter tehnični pregled	
2. IZVEDBENA FAZA	79.000
2.1 Upravno prodajna režiija	
2.1.1 Inženiring projekta	
2.1.2 Strokovni in projektni nadzor	55.000
2.1.3 Prodaja	
2.1.4 Oglaševanje (tiskani in elektronski mediji)	15.000
2.1.5 Komercialni katalog	7.000
2.1.6 Notarski stroški	2.000
2.2 Gradbena cena GOI (gradbena, obrtniška in inštalacijska dela) in ureditev okolice	1.766.200
2.2.1 Gradbeno obrtniška dela	1.619.200
2.2.2 Izkop in specifičnost (pilotiranje)	
2.2.3 Inštalacijska dela	
2.2.4 Ureditev okolice	147.000
3. NEPREDVIDENI STROŠKI OZ. ODŠKODNINA	50.000
4. STROŠKI FINANCIRANJA PROJEKTA (4 odstotke od GOI, odkupa, priprave in opreme zemljišča)^(a)	191.365
5. SKUPAJ LASTNA CENA^(a)	5.179.133
5. SKUPAJ LASTNA CENA^(b)	2.487.768

Opomba: ^(a) V primeru, da podjetje Rima odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi in najame posojilo za financiranje gradnje.

^(b) V primeru, da se podjetje Rima odloči za sodelovanje s soinvestitorjem, ki pokrije stroške zemljišča, stroške gradnje pa financira podjetje z lastnimi sredstvi.

Pri podjetju Rima so izračunali tudi investicijsko vrednost projekta Zbilje v primeru, da bodo morali za zemljišče odšteti več, kot so pričakovali. Če bodo morali zemljišče kupiti po ceni 240 EUR/m², bo investicijska vrednost projekta znašala 5.679.133 EUR. Vendar pa je to zelo malo verjetno, saj je že cena zemljišča 200 EUR/m² dokaj visoka. V primeru nepredvidenih dogodkov oz. pojava tveganj, ki vplivajo negativno na cilje projekta, se lahko stroški projekta še povečajo. Prav tako se lahko stroški povečajo, če med oddajanjem del kooperantom in nabavljanjem materiala pride do poslabšanja tržnih razmer. V tem primeru se lahko vrednost investicije poveča tudi za 15 odstotkov, ali celo več. Obstaja pa tudi možnost, da bodo tržne razmere za investitorja zelo ugodne (npr. znižanje cen določenih gradbenih ali pa obrtniških del), kar bi pomenilo zmanjšanje investicijske vrednosti naložbe. Vendar je to v trenutnih razmerah relativno visoke inflacije zelo malo verjetno. Glede na to, da je v Tabeli 11 predstavljena investicijska vrednost naložbe, osnovana na podlagi trenutnih cen in tržnih razmer, bo dejanska vrednost najbrž nekoliko višja. Ponderirana vrednost naložbe znaša pri opciji financiranja (a) 5.321.559 EUR, pri opciji financiranja (b) pa 2.556.182 EUR. Vrednosti sta izračunani na podlagi sledečih predpostavk:

- obstaja 75 odstotna verjetnost uresničitve realno predpostavljenih stroškov (5.179.133 EUR),
- obstaja 20 odstotna verjetnost uresničitve pesimistično predpostavljenih stroškov (kar pomeni 15 odstotkov višje stroške od realno predpostavljenih),
- obstaja 5 odstotna vrednost uresničitve optimistično predpostavljenih stroškov (kar pomeni 5 odstotkov nižje stroške investicije od realno predpostavljenih).

5.3.2 Ocenjena prodajna vrednost investicije

V Tabeli 12 (str. 52) predstavljene prodajne vrednosti investicije so ocenjene s pomočjo podatkov idejnega projekta in opravljene tržne analize prodajnega sektorja podjetja Rima. Ocenjevanje prodajne vrednosti investicije je povezano s številnimi negotovimi dogodki, zato lahko pride do velikega odstopanja med ocenjeno in dejansko prodajno vrednostjo nepremičnin. Pri ocenjevanju vrednosti investicije se z namenom zmanjševanja napak pri ocenjevanju običajno podajo tri ocene vrednosti investicije, in sicer optimistična, realna in pesimistična ocena. Tudi za projekt Zbilje so podane tri prodajne vrednosti investicije.

Glede na trenutno stanje na nepremičninskem trgu v Ljubljani in njeni okolici ter glede na trenutne napovedi številnih analitikov bodo cene nepremičnin v prihodnosti najverjetneje stagnirale oz. se bodo dvigovale zelo počasi in za dosti manjši odstotek kot v preteklem desetletju. Obstaja celo verjetnost padanja cen nepremičnin, vendar se to najverjetneje ne bo zgodilo pri atraktivnih lokacijah v okolici Ljubljane, zlasti ne pri novogradnjah samostojnih hiš in dvojčkov, saj je povpraševanje po teh vedno večje in napovedi kažejo, da bo tako tudi v prihodnje. Navedena dejstva so v prid projektu Zbilje, katerega ponderirana prodajna vrednost znaša 5.721.110 EUR. Le-ta je torej višja od realne ocenjene vrednosti, ki je zasnovana na podlagi trenutnih razmer na nepremičninskem trgu. Ponderirana vrednost je izračunana na podlagi sledečih predpostavk:

- obstaja 80 odstotna verjetnost uresničitve realno predpostavljene prodajne vrednosti,
- obstaja 5 odstotna verjetnost uresničitve pesimistično predpostavljene prodajne vrednosti (kar pomeni 10 odstotkov nižjo prodajno vrednost od realno predpostavljene),
- obstaja 15 odstotna vrednost uresničitve optimistično predpostavljene prodajne vrednosti, kar pomeni približno 11,5 odstotkov višjo prodajno vrednost od realno predpostavljene.

Tabela 12: Ocenjena prodajna vrednost naložbe Zbilje (cene brez DDV)

PESIMISTIČNA OCENA				
Prodaja	m ²	EUR	EUR/ m ²	EUR/stanovanjsko enoto
Enostanovanjska hiša (9 enot)	1.710	2.052.000	1.200	228.000
Dvojček (16 enot)	2.336	3.036.800	1.300	190.000*
Skupna prodajna vrednost				5.092.000
REALNA OCENA				
Prodaja	m ²	EUR	EUR/ m ²	EUR/stanovanjsko enoto
Enostanovanjska hiša (9 enot)	1.710	2.291.400	1.340	254.600
Dvojček (16 enot)	2.336	3.363.840	1.440	210.000*
Skupna prodajna vrednost				5.651.400
OPTIMISTIČNA OCENA				
Prodaja	m ²	EUR	EUR/ m ²	EUR/stanovanjsko enoto
Enostanovanjska hiša (9 enot)	1.710	2.565.000	1.500	285.000
Dvojček (16 enot)	2.336	3.737.600	1.600	233.600
Skupna prodajna vrednost				6.302.600

Opomba: * Zaokrožena prodajna cena.

Vir: Interno gradivo podjetja Rima, 2008.

5.3.3 Viri financiranja

Z vidika vsakega investitorja je iskanje in zagotavljanje najustrežnejših virov financiranja investicije ključnega pomena. Financiranje projekta lahko temelji na različnih sredstvih, najpogosteje pa so to lastna sredstva, sovlaganja, bančni krediti, krediti kooperantov, plačane are, kupnine, itn.. Seveda so cene in obveznosti, ki jih prinašajo posamezni viri financiranja, lahko zelo različne. Običajno se investitor odloči za kombinacijo različnih virov, pri čemer poskuša izbrati kombinacijo najcenejših virov financiranja. Prav tako pa mora upoštevati tudi zmožnost podjetja in razmere zunaj njega, ki vplivajo na izvedljivost oz. realizacijo izbrane kombinacije finančnih sredstev.

Pri podjetju Rima se pri večjih projektih, kar je tudi projekt Zbilje, odločajo za kombinacijo različnih virov sredstev. Za projekt Zbilje obstaja več možnih kombinacij virov financiranja, ki jih sestavljajo spodaj predstavljeni viri:

- **Lastni viri:** Po izkušnjah podjetja Rima je za njih kot investitorja kakor tudi za banko kot posojilodajalca najbolje, da investitor z lastnimi sredstvi financira vsaj nakup zemljišča. Tudi pri projektu Zbilje obstaja možnost, da bodo kupili zemljišče z lastnimi sredstvi, čeprav je cena zemljišča zelo visoka, saj znaša od 2.500.000 EUR, kar predstavlja skoraj 50 odstotkov celotne investicijske vrednosti.
- **Soinvestitor:** Lastnik zemljišča je pripravljen biti soudeležen pri projektu Zbilje kot soinvestitor. Njegov delež finančnega vložka bi predstavljal pokrivanje stroška cene zemljišča. S tako visokim finančnim vložkom bi lastnik zemljišča postal relativno izenačen s podjetjem Rima pri prevzemanju tveganja, po drugi strani pa tudi pri delitvi realiziranega dobička. Najverjetneje bi se z lastnikom dogovorili, da bi si delili vsako prejeto kupnino.
- **Bančna posojila:** Z bančnim posojilom bi se najverjetneje financirala izvedba gradbenih, obrtniških ter inštalacijskih del. Za projekt Zbilje pričakujejo obrestno mero Euribor + 1,2 odstotka ali pa fiksno letno obrestno mero okoli 6 odstotkov. Za najem posojila bo morala Rima vzpostaviti hipoteko na nepremičnino, ki bo predmet gradnje. Ob prodaji kupcem se bo nato s prejetimi kupninami poplačalo posojilo, banka pa bo po prejemu kupnine izdala izbrisno pobotnico. Tako bosta zavarovana banka in kupec.
- **Are:** Are bi pričeli pobirati šele, ko bo izdano gradbeno dovoljenje in bodo zgrajeni prvi objekti. Posamezna ara pa v skladu z Zakonom o varovanju kupcev ne bi presegala 10 odstotkov končne cene posamezne stanovanjske enote oz. hiše.
- **Kupnine:** Na vplačane are bi morali kupci poravnati kupnine, vendar šele, ko bo objekt končan. Hkrati morajo kupci prejeti originalno pogodbo z zemljiškoknjižnim dovolilom in bančno garancijo v višini 5 odstotkov končne cene posamezne stanovanjske enote oz. hiše (v skladu z Zakonom o varovanju kupcev). Prodaja naj bi tako kot gradnja potekala postopoma, pri čemer ne gre pričakovati prodaje vseh enot prej kot v 3 letih po začetku gradnje. Prodaja pa je sicer običajno počasnejša na začetku in hitrejša proti koncu.
- **Kooperanti in dobavitelji:** Za kooperante in ostale dobavitelje je treba doseči povprečne plačilne roke, t.j. 30 dni, vsa plačila pa črpati iz odobrenega kredita ali lastnih sredstev. V določenih primerih so možne tudi kompenzacije. Pri kooperantih in dobaviteljih je najpomembnejše, da planirani stroški ne uidejo navzgor.

- **Prelivanje finančnih sredstev med različnimi projekti:** Pri podjetju Rima so v preteklosti že imeli projekte, ki so jih financirali le iz kratkoročnih in izključno lastnih virov, kjer so finančna sredstva prelivali med vsemi projekti. To je povsem izvedljivo pri manjših projektih, težje pa pri tako obsežnih, kakršen je tudi projekt Zbilje. Vendar tudi pri tem projektu ne izključujejo možnosti prelivanja finančnih sredstev med projekti, razen v primeru ustanovitve investicijskega podjetja za projekt Zbilje. V tem primeru bi bilo treba celoten denarni tok izvajati izključno iz odobrenih sredstev bank, saj banka kot posojilodajalec zahteva popolno kontrolo nad porabo sredstev. Vendar je ta opcija trenutno malo verjetna, saj je projekt zaradi nepredvidljivih tržnih razmer relativno tvegan. Poleg tega bodo banke v prihodnje morale biti dosti bolj previdne pri dodeljevanju večjih posojil, saj se že pozna vpliv svetove finančne krize, ki se kaže tudi v visoki ceni kapitala.

5.3.3.1 Predpostavljeni opciji financiranja

Največja verjetnost je, da bo Rima za projekt Zbilje izbrala eno od sledečih opcij kombinacije virov financiranja:

- Opcija financiranja (a):
 - lastni viri → nakup zemljišča,
 - bančno posojilo → izvajalska faza oz. izvedba gradbeno obrtniških ter inštalacijskih del,
 - are in kupnine → odplačevanje posojila, pokrivanje stroškov in realizacija pričakovanega dobička.
- Opcija financiranja (b):
 - soinvestitor → zemljišče,
 - lastni viri → izvajalska faza oz. izvedba gradbeno obrtniških ter inštalacijskih del,
 - are in kupnine → pokrivanje stroškov in realizacija pričakovanega dobička, ki se v skladu z investicijskim vložkom (50 odstotkov/50 odstotkov) razdeli na pol.

Ob tem je treba dodati, da se pri izračunu dinamike stroškov in nato še pri ekonomskih kazalcih predpostavlja, da ne bo prišlo do prelivanja finančnih sredstev med projekti (čeprav je to pri opciji (b) povsem mogoče), ter da bodo kooperanti prejeli plačilo v roku 30-tih dni po opravljenemu delu.

5.3.3.2 Ocena virov financiranja

Pri opciji (a) izbrana kombinacija finančnih virov (lastni viri, posojilo, are, kupnine) Rimi zagotavlja samostojnost pri odločitvah na projektu Zbilje. Tudi celoten pričakovan dobiček iz naslova projekta Zbilje bo pripadal podjetju. Po drugi strani pa to pomeni, da bo večinski del tveganja prevzela Rima. Izbrana finančna sredstva v primerjavi z drugimi možnimi viri

financiranja tudi niso cenovno najugodnejša. V nadaljevanju je zato predstavljena primerjava te kombinacije z drugimi opcijami.

Opcija (b) je verjetno najboljša opcija pri izbiri finančnih sredstev, saj je vključevanje soinvestitorja-lastnika zemljišča v časih krize in velikih tveganj smiselna. V tem primeru bi se tako vrednost investicijskega projekta kot tudi tveganje pri projektu Zbilje za podjetje Rima skoraj razpolovila. Takšna odločitev pa bi zahtevala tudi delitev dobička ali izgube, hkrati pa bi bilo treba soinvestitorju omogočiti določeno stopnjo sodelovanja pri odločanju na projektu. Zaradi omenjenih razlogov podjetje tovrstnim virom financiranja ni najbolj naklonjeno, saj so najraje, če razmere to le dopuščajo, samostojni investitor in hkrati glavni izvajalec. Vendar pa je tu treba izpostaviti še druge prednosti udeležbe soinvestitorja. Lastna sredstva, ki bi jih sicer porabili za nakup zemljišča (predstavljajo približno 50 odstotkov investicijske vrednosti), bi tako lahko uporabili za poplačilo gradbeno obrtniških in drugih del, torej za izvedbeno fazo. Delež bančnega posojila, ki predstavlja velik strošek financiranja, t.j. približno 4 odstotke celotne investicijske vrednosti, bi bilo torej mogoče zmanjšati ali se mu celo izogniti. Poleg tega bi bilo potem dovoljeno oz. možno tudi prelivanje finančnih sredstev med projekti in koriščenje kratkoročno vezanih sredstev. Nadaljnjo prednost predstavlja postopna in na obdobje od enega do dveh let porazdeljena poraba finančnih sredstev pri izvedbeni fazi, medtem ko je strošek zemljišča potrebno poravnati takoj oz. še pred začetkom pridobivanja gradbenega dovoljenja, ki se lahko zelo zavleče in predstavlja dokaj tvegano fazo. Med fazo izvajanja bodo najverjetneje prejete tudi določene are, kar bo financiranje te faze še olajšalo. Ta opcija ima torej tako izrazite omejitve kot tudi številne pozitivne učinke. Treba je premisliti, če za polovico zmanjšano tveganje odtehta nižji dobiček, ki pa ni pol manjši, saj je treba v primeru udeležbe soinvestitorja upoštevati tudi zmanjšanje stroškov financiranja.

Alternativno opcijo pri izbiri finančnih virov predstavlja ustanovitev investicijskega podjetja za projekt Zbilje. V tem primeru banka kot posojilodajalec zahteva popoln pregled nad projektom (poročanje o napredovanju del na gradbišču, ipd.) ter nadzor nad porabo sredstev. Seveda je tudi prelivanje finančnih sredstev med projekti nedovoljeno. Pozitivna stran te opcije pa je zmanjšano tveganje za Rimo, ki je v tem primeru zgolj dejstvo, da je banka lastnik nepremičnine, dokler le-ta ni poplačana.

Obstajajo še številne druge možnosti financiranja projekta, ki pa niso v skladu s poslovanjem in načeli podjetja Rima in zatorej ne pridejo v možen izbor. V podjetju se npr. ne strinjajo s pobiranjem kupnin pred končanjem objekta, za katere je kupcem sicer treba izdati bančno oz. zavarovalniško garancijo. Rima pa tudi pred sprejetjem Zakona o varstvu kupcev ni pobirala kupnin. Ravno tako se izogibajo posojil kooperantov in dobaviteljev. Vsem zagotavljajo plačilo v roku 30 dni po opravljenem delu. Tudi v primeru finančne stiske se ne poslužujejo neplačevanja izvajalcem, temveč poskušajo ne glede na končni izid denar črpati iz drugih razpoložljivih sredstev, ali pa se dogovorijo za kompenzacijo.

5.3.4 Dinamika prilivov in odlivov

Dinamika ocenjenih prilivov in odlofov projekta Zbilje je predstavljena le v grobem, saj na tej stopnji še ni izveden terminski plan aktivnosti, ki omogoča izvedbo finančnega plana. Dinamika odlivov, prikazana v Tabeli 13, je zato ocenjena glede na predvidene odlive (glej Tabelo. 11, str. 50) in plan gradnje v treh etapah:

- Priprava in komunalna oprema zemljišča ter zgraditev temeljev za vse predvidene objekte. Ta etapa se prične po pravnomočni pridobitvi gradbenega dovoljenja (predvidoma bo to marca 2009) in traja približno eno leto. Večina vseh odlivov te etape bo realizirana do konca leta 2009.
- Gradnja prve polovice naselja, ki se predvidoma začne na začetku leta 2010, takoj ko bodo to dopuščale zunanje temperature, in se konča do konca leta 2010. Gradnja prve polovice naselja naj ne bi trajala več kot leto dni.
- Gradnja druge polovice naselja, ki se predvidoma začne na začetku leta 2011 in se konča do konca leta 2011. Tukaj je treba dodati, da se lahko gradnja drugega dela prične tudi do pol leta kasneje, odvisno od prodaje, povpraševanja in rezervacij ter odvisno od operative oz. siceršnjih zasedenosti kapacitet na drugih projektih, kjer se dela po naročilu, in ne na zalogo, kot v primeru Zbilje.

Tabela 13: Dinamika ocenjenih odlivov projekta Zbilje

Odlivi (EUR, brez DDV)	2008	2009	2010	2011
Odkup zemljišča ^(a)	2.500.000	/	/	/
Priprava in oprema zemljišča		517.920	/	/
Gradbeno obrtniška in inštalacijska dela		404.800	607.200	607.200
Ureditev okolice		/	100.000	47.000
Projektno tehnična dokumentacija		49.453	10.597	10.597
Strokovni in projektni nadzor		18.334	18.334	18.333
Komercialni katalog		7.000	/	/
Oglaševanje		3.000	6.000	6.000
Soglasja, priključnine in teh. pregled		2.000	1.000	1.000
Notarski stroški			1.000	1.000
Nepredvideni stroški		20.000	15.000	15.000
Stroški financiranja ^(a)				191.365
Skupni odlivi posamezne etape ob koncu leta ^(a)	2.500.000	1.022.507	759.131	897.495
Skupni odlivi posamezne etape ob koncu leta ^(b)		1.022.507	759.131	706.130

Opomba: ^(a) V primeru, da podjetje Rima odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi in najame posojilo za gradnje.

^(b) V primeru, da se podjetje Rima odloči za sodelovanje s soinvestitorjem, ki pokrije stroške zemljišča, stroške gradnje pa financira podjetje z lastnimi sredstvi.

Dinamiko prilivov je vedno težko predvideti, saj je število ar in kupnin odvisno od povpraševanja in zanimanja kupcev. Vsekakor pa bo prodaja tako kot gradnja potekala postopoma, in sicer počasneje na začetku ter hitreje proti koncu. Vse enote pa bodo prodane

prej kot v treh letih po začetku gradnje. V Tabeli 14 je dinamika prilivov ocenjena glede na realne prodajne možnosti in cene nepremičnin (glej Tabelo 12, str.52). Ni pa upoštevanih 5-ih odstotkov kupnine, ki jo lahko kupci zadržijo do odprave očitnih napak, odkritih ob prevzemu, saj se le-te napake takoj odpravijo in znesek se poravna. Prav tako ni upoštevanih 5-ih odstotkov zadržane kupnine za odpravo skritih napak, saj se lahko kupcu za odpravo teh napak izroči bančna garancija. Ravno tako se predpostavlja, da bodo zagotovljeni pogoji za vknjižbo lastninske pravice na nepremičnini že ob sami prodaji, s čimer se lahko izognemo zadržanju 5-ih odstotkov kupnine na račun pogojev za vknjižbo.

Tabela 14: Dinamika ocenjenih prilivov projekta Zbilje

Prilivi (EUR, brez DDV)	Priliv na st. enoto (EUR)	2010	2011	2012
Ara za samostojne hiše	25.460	76.380		
Ara za dvojčke	21.000	84.000		
Kupnina za sam. hiše	254.600 (229.140, če je že vplačana ara)	509.200	1.451.220	254.600
Kupnina za dvojčke	210.000(189.000, če je že vplačana ara)	840.000	2.016.000	420.000
Skupni prilivi ob koncu leta (a)		1.509.580	3.467.220	674.600
Skupni prilivi ob koncu leta (b)		754.790	1.733.610	337.300

Opomba: ^(a) Vsi prilivi ob koncu leta pripadajo Rimi, če podjetje odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi in najame posojilo.

^(b) Prilivi, ki ob kocu leta pripadajo Rimi, se delijo z dva, saj druga polovica prilivov pripada soinvestitorju, to je lastniku zemljišča.

5.3.5 Vrednotenje alternativ

Pri vrednotenju alternativ je treba upoštevati predvsem ekonomske dejavnike in možnosti prodaje objektov glede na trenutno in prihodnje stanje na trgu nepremičnin, zlasti na lokalnem trgu. V primeru projekta Zbilje je z ekonomskega vidika pomembna zlasti izkoriščenost dragega zemljišča, z vidika stanja na lokalnem nepremičninskem trgu pa zmanjšanje števila dvojčkov, ki se bodo najverjetneje težje prodali. Navezujoč se na omenjena glavna pomisleka pri projektu Zbilje smo z zaposlenimi v Rimi poiskali različne možne alternativne zasnove naselja Zbilje, ki so predstavljene v nadaljevanju.

5.3.5.1 Naselje samostojnih hiš, namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš

Glede na tržno analizo (v bližini se bo gradilo naselje samih dvojčkov) so prodajne možnosti dvojčkov močno zmanjšane. Zato bi bilo treba gradnjo predvidenega števila dvojčkov precej zmanjšati, če ne celo opustiti. Problem pri tem pa je manjša donosnost, ki jo je najlažje oceniti s pomočjo ekonomskega vrednotenja alternativne možnosti gradnje naselja s samimi

samostojnimi hišami. Ekonomsko vrednotenje je predstavljeno v Tabeli 15 in izpeljano na podlagi sledečih postavk:

- Namesto predvidenih šestnajstih enot dvojčkov (16x146 m²) bi lahko na istem zemljišču zgradili enajst samostojnih hiš (11x190 m²). Glede na to postavko v nadaljnjih izračunih ni treba več upoštevati razlik v stroških obeh opcij na račun zemljišča.
- Stroški gradnje so ocenjeni na osnovi siceršnjih, za projekt Zbilje predstavljenih skupnih stroškov gradnje na m², ki brez cene zemljišča in glede na predpostavljene realne tržne razmere znašajo približno 657 EUR/m².
- Niso upoštevani manjši stroški gradnje pri dvojčkih, z naslova operative, hitrosti gradnje, ipd.. Zaradi potrebnih osmih fasadnih sten več kot pri dvojčkih, pa so upoštevani višji stroški gradnje samostojnih hiš,

Tabela 15: Ekonomsko vrednotenje alternativne opcije izgradnje enajstih samostojnih hiš namesto osmih dvojčkov

Ekonomski dejavniki	8 dvojčkov (16 enot)	11 samostojnih hiš
Stroški gradnje	1.534.752 EUR	1.373.130 EUR
Stroški dodatnih fasadnih sten	(že vključeni v celoti)	33.000 EUR
Prodajna vrednost	3.360.000 EUR	2.800.600 EUR
Razlika med stroški in prodajno vrednostjo	1.825.248 EUR	1.394.470 EUR

Z ekonomskega vidika je osem dvojčkov v primerjavi z enajstimi samostojnimi hišami donosnejših za približno 30 odstotkov. Donosnost celotnega projekta (devet že predvidenih samostojnih hiš + enajst samostojnih hiš, ki bi nadomestile dvojčke), torej opcije naselja dvajsetih samostojnih hiš, bi ob ostalih nespremenjenih pogojih znašala približno 1 odstotek, kar je pogojno sicer še sprejemljivo, vendar glede na tveganost projekta in zahtevano stopnjo donosa veliko premalo. Predstavljena alternativna opcija zmanjševanja števila dvojčkov zaradi ekonomskih dejavnikov ni izvedljiva. Zato je treba razmisliti še o opciji povečevanja prodaje dvojčkov oz. o možnostih zamenjave dvojčkov z drugimi vrstami objektov. Sledi predstavitev teh opcij.

5.3.5.2 Delitev naselja na del z dvojčki, namenjenimi starejšim ljudem, in del s samostojnimi hišami, namenjenimi mladim družinam, namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš, namenjenih le mladim družinam

S to alternativno opcijo bi bilo možno povečati prodajne možnosti dvojčkov, ki bi bili namenjeni drugi ciljni skupini, kot so dvojčki v dva kilometra oddaljeni Dragočajni. Tako bi se lahko zgradilo vseh 8 predvidenih dvojčkov, ki so potrebni za doseganje zadovoljive donosnosti. Predstavljena alternativna opcija je povsem izvedljiva, saj je parcela že razdeljena

na dva dela (ima obliko pljuč), med katerima bi pustili osrednjo zeleno cono prvotnega gozda. Dvojčki bi morali biti prilagojeni potrebam in željam starejših ljudi, kar bi lahko rahlo povišalo tudi stroške same gradnje. Večji problem predstavlja dostopnost do, za to ciljno skupino, pomembnih ustanov. Te dejavnike pa je na tej stopnji proučevanja in dostopnosti podatkov težje ovrednotiti.

5.3.5.3 Delitev naselja na del z varovanimi stanovanji in del s samostojnimi hišami namesto predvidenega naselja dvojčkov in samostojnih hiš

Ta alternativna opcija je gotovo najdonosnejša izmed vseh predstavljenih opcij. Zagotavlja namreč največjo izkoriščenost dragega zemljišča in dobre prodajne možnosti varovanih stanovanj, ki jih trenutno ni dovolj niti v Ljubljani niti v njeni okolici, in bodo zato dosegala visoko prodajno ceno. Ta alternativna opcija je torej upravičena tako z vidika prodajne možnosti kot tudi z ekonomskega vidika. Kot že omenjeno, je delitev naselja glede na obliko parcele in možnosti ohranjanja prvotnega gozda v obliki vmesne zelene cone povsem izvedljiva. Pri izpolnjevanju norm varovanega stanovanja naj ne bi bilo večjih težav, saj sta tu pomembni zlasti bližina in dostopnost z avtomobilom do zdravstvenih ustanov. Dom upokojencev, kjer nudijo ustrezne zdravstvene storitve, je namreč oddaljen približno 3 kilometre od predvidenega naselja Zbilje. Največjo oviro pri tej alternativni opciji predstavlja pridobivanje soglasja za več-stanovanjsko gradnjo. Vendar se to na pobudo lastnika zemljišča lahko pridobi, zlasti zaradi v kratkem načrtovanega spreminjanja občinskega podrobnega prostorskega načrta (v nadaljevanju OPPN). Tu se torej odpira velika priložnost, ki pa ni nujno izvedljiva.

5.3.5.4 »Preselitev« projekta na drugo lokacijo

Glede na tržno analizo je predstavljeno zemljišče na Zbiljah (cena je 200 EUR/m²) dokaj drago, saj je povprečna cena primerljivih zemljišč v okolici Ljubljane 150 EUR/m². Z ekonomskega vidika je celoten projekt veliko donosnejši, če se predvideno naselje dvojčkov in hiš zgradi na drugi lokaciji v okolici Ljubljane. Ob ostalih nespremenjenih pogojih (predpostavljeni enaki stroški gradnje in prodajna vrednost stanovanjskih enot kot pri projektu Zbilje) bi donosnost projekta, pri katerem bi bila cena zemljišča 150 EUR/m², znašala 24 odstotkov. Seveda pa je težko predvideti, ali bi bila lokacija v očeh potencialnih kupcev dovolj atraktivna za doseganje predvidene prodajne cene. Pri tem je namreč treba upoštevati več dejavnikov vrednotenja lokacije, kot tudi ocenitev prodajnih možnosti glede na lokalno konkurenco. Dobro bi bilo najti lokacijo, ki bi glede na lokalno konkurenco dopuščala gradnjo dvojčkov, ki so v primerjavi s samostojnimi hišami donosnejši. Menjava lokacije lahko posledično spremeni marsikaj – spremenijo se lahko stroški gradnje (stroški priprave in opremljanja zemljišča, stroški komunalnega prispevka in priključkov, ipd.), tveganji tako pri gradbenem projektu kot pri prodaji kot tudi načrtovana zasnova naselja. Zato je primerjanje in vrednotenje izvajanja istega projekta na različnih lokacijah praktično nemogoče. Izbira lokacije z vsemi njenimi prednostmi in omejitvami je gotovo odločilen dejavnik pri odločanju

o vseh, poprej predstavljenih alternativnih možnostih izbiranja vrste stanovanjskih objektov v naselju. Tako je opcija »preselitve« projekta Zbilje na drugo lokacijo povezana z vsemi ostalimi, do sedaj predstavljenimi alternativnimi opcijami.

5.3.5.5 Druge alternative

Treba je še dodati, da je možno doseči zmanjšanje stroškov gradnje in s tem povečati donosnost projekta Zbilje še na druge načine. Vendar je pri vsaki od teh opcij treba oceniti tudi njihove prodajne možnosti. Alternativne opcije, ki v primeru uspešne prodaje prinašajo večjo donosnost, so:

- **Povečanje števila montažnih hiš, ki so donosnejše od zidanih.** To je izvedljivo, zlasti pri gradnji drugega dela naselja, če se opazi veliko povpraševanje po montažnih hišah ob začetku gradnje. Zlasti tisti potencialni kupci, ki so v časovni stiski, se bodo najverjetneje zanimali za montažne hiše. Tukaj se je smiselno prilagajati glede na povpraševanje in pripravljenost potencialnih kupcev rezervirati želeno montažno hišo.
- **Opustitev individualnega pristopa k zunanji in notranji podobi dvojčkov in samostojnih hiš.** To bi vsekakor zmanjšalo stroške, čas načrtovanja in gradnje, vendar pa bi v tem primeru izgubili največjo konkurenčno prednost. Zato ta alternativa ni sprejemljiva.
- **Zmanjšanje otkov prvotnega gozda in izključitev načrtovanega igrišča in parka.** S tem bi se stroški nekoliko zmanjšali, zlasti če bi v tem primeru uspeli pridobiti dodatno parcelo za gradnjo. Vendar ta poteza zaradi odvzemanja velike dodane vrednosti ni upravičena. Tako kot v prejšnjem primeru bi namreč tudi to pokvarilo podobo razgibanega, pestrega naselja, kjer je kultura bivanja na zelo visoki ravni.

5.4 Ekonomska ocena investicije

V splošnem pomenu se pri ekonomski analizi vrednotijo vse postavke po njihovi ekonomski vrednosti v uporabi, ali po njihovih oportunitetnih stroških za investitorja. Pomen ekonomske analize je torej podoben analizi stroškov in koristi. (Priročnik za izdelavo analize stroškov in koristi investicijskih projektov, 2004, str. 57)

Ključni namen ekonomske ocene investicije pa je, da omogoča presojo uspešnosti investicije, ki je odločilnega pomena za odločanje med različnimi investicijami oz. odločanje o sprejetju ali zavrnitvi posamezne investicije. Pri presojanju uspešnosti investicije se uporabljajo različna sodila oz. ekonomski kazalci, ki jih različni avtorji različno poimenujejo in razvrščajo. Pri investicijskih projektih se večinoma uporabljajo statične in dinamične metode ocenjevanja. Tako bodo kot najprimernejša sodila za projekt Zbilje v nadaljevanju uporabljene sledeče statične in dinamične metode: donosnost in doba vračanja investicije, neto in relativna neto sedanja vrednost ter interna in popravljena interna stopnja donosa. S pomočjo teh metod je ocenjena uspešnost investicijskega projekta Zbilje, in sicer z vidika obeh predstavljenih opcij financiranja projekta, to je opcije (a) - lastni viri, posojilo, are,

kupnine, in opcije (b) - soinvestitor, lastni viri, are, kupnine. V izračunih ekonomskih kazalcev bosta za obe opciji financiranja uporabljeni investicijska in prodajna vrednost glede na realne tržne razmere, razen pri izračunu donosnosti, kjer bodo uporabljene tudi druge vrednosti (optimistična in ponderirana).

5.4.1 Statične metode ocenjevanja investicije

Statične metode ocenjevanja so v primerjavi z dinamičnimi dokaj enostavne in hitro izvedljive, zato so v praksi tudi najpogosteje uporabljene. Vendar žal omogočajo le grobo presojo poslovnih rezultatov, saj ne upoštevajo časovne vrednosti denarja, različne uspešnosti v posameznih letih ekonomske dobe investicije, kot tudi ne različnih življenjskih dob med posameznimi investicijami (Križnik, 2005, str. 25). Statične kazalce je zato treba obravnavati kot dopolnilno informacijo k dinamičnim kazalcem uspešnosti investicij, saj niso primerno in zadostno merilo za odločanje o sprejemu ali zavrnitvi investicije (Lužnik Pregl & Križaj Bonač, 1991, str. 125).

5.4.1.1 Donosnost investicije

Donosnost je mera uspešnosti poslovanja in jo izračunamo kot razmerje med čistim letnim dobičkom, ki naj bi bil posledica nove investicije, in vrednostjo investicije - glej enačbo (1); (Kavčič, Kokotec-Novak & Turk, 1998, str. 318). Donosnost sicer lahko izračunamo za posamezna leta investiranja, ali pa za skupni donos vseh let obratovanja investicije. S finančnega vidika denarnega toka je treba dobičku pri izračunu donosnosti prišteti tudi amortizacijo, ki ima v finančnem smislu isti pomen kot dobiček (Fišer, 2007, str. 52). Pri projektu Zbilje investitor ne obračunava amortizacije, saj se objekti gradijo za končne kupce.

$$R = (\text{dobiček} / \text{vložena sredstva}) \times 100 \quad (1)$$

Pri izračunu donosnosti projekta Zbilje je v Tabeli 16 izračunana donosnost investicije, ki sicer ne upošteva različne časovne razporeditve donosov, poda pa oceno dobičkonosnosti projekta kot celote, kar je za investitorja pomemben podatek. Seveda je ob interpretiranju tega podatka oz. pri vrednotenju različnih investicijskih projektov treba upoštevati tudi dobo trajanja investicije in tveganja, ki so pri časovno daljših obdobjih večja. Deloma so tveganja upoštevana pri izračunu donosnosti z uporabo ponderiranih vrednosti, ki so izračunane na podlagi predpostavljjanja verjetnosti nastopa različnih tržnih razmer (realnih, optimističnih in pesimističnih z vidika investitorja). Zato je razumljivo, da je donosnost, izračunana s ponderiranimi vrednostmi, nižja od donosnosti, ki je izračunana ob predpostavljjanju realnih razmer, t.j. razmer glede na trenutno stanje. Obe donosnosti pa sta precej nižji od pričakovane donosnosti pri gradnji tržnih stanovanjskih enot, ki običajno znaša približno 20 odstotkov. Tu je treba poudariti, da so navedene prodajne cene enot Zbilje dokaj pesimistično določene, saj gre za zelo atraktivno lokacijo in visoko ceno zemljišča. Donosnost, izračunana na podlagi optimistične prodajne vrednosti in realne investicijske vrednosti, znaša namreč 21,7 odstotkov

pri opciji financiranja (a), in 26,7 odstotkov pri opciji financiranja (b). Podjetje zato ne glede na ponderiran izračun donosnosti pričakuje, da bo le-ta pri projektu Zbilje 15 odstotna, kar je za njihovo dejavnost (montažne hiše, adaptacije, ipd.) nadpovprečna donosnost, saj je planiran RVC⁶ maksimalno 10 odstotkov. Pri opciji financiranja (b) je ta donosnost povsem dosegljiva, medtem ko je pri opciji (a) verjetnejša donosnost okoli 10 odstotkov. Donosnost pa tudi, če odmislimo pomanjkljivosti same metode ocenjevanja, še zdaleč ni najpomembnejše merilo pri investicijskem odločanju. Za podjetje so pomembni še drugi ekonomski kazalci in cilji pri investiranju, npr. zaposlitev prostih kapacitet, povišanje sredstev namenjenih investiranju, itn..

Tabela 16: Izračun donosnosti projekta Zbilje

Potrebni podatki ^(*)	Investicijska vrednost (brez DDV)		Prodajna vrednost (brez DDV)	
	Opcija financiranja ^(a)	Opcija financiranja ^(b)	Opcija financiranja ^(a)	Opcija financiranja ^(b)
Predpostavljena vrednost				
Realna	5.179.133	2.487.768	5.651.400	2.825.700
Ponderirana	5.321.559	2.556.182	5.721.110	2.860.555
Optimistična	/	/	6.302.600	3.151.300
Donosnost (R) projekta Zbilje	Opcija financiranja ^(a)	Opcija financiranja ^(b)		
R realno predpostavljene razmere	9,2 %	13,6 %		
R ponderirane vrednosti	7,5 %	11,9 %		
R realna investicijska vrednost, optimistična prodajna vrednost	21,7 %	26,7 %		

Opomba: ^(*) Navedeni podatki so obrazloženi na straneh 49-52.

5.4.1.2 Doba vračanja investicije

Doba vračanja investicije pomeni število let oz. obdobj, ki so potrebna za povračilo začetnega investicijskega vložka. Dobo vračanja lahko izračunamo glede na računovodsko izkazan denarni tok ali pa glede na dejanski denarni tok. Pri izračunu dobe vračanja primerjamo začetni investicijski izdatek s čistimi prejemki v znesku letnega čistega dobička in amortizacije. Če letni dobički niso enaki, seštevamo letne dobičke in amortizacijo, dokler se števec in imenovalc ne izenačita (Križnik, 2005, str. 26; Kavčič et al., 1998, str. 318).

Predstavljen kazalec ima številne slabosti, saj ne upošteva prejemkov po končani dobi vračanja in s tem ne omogoča ugotavljanja donosnosti, ne upošteva pa tudi časovne vrednosti denarja. Slednja pomanjkljivost se lahko sicer omili z diskontiranjem čistih prejemkov in izdatkov na isti časovni rok. Kljub temu pa lahko dobo vračanja uporabimo le kot dopolnilno

⁶ RVC je razlika med prodajno ceno brez DDV in nabavno ceno brez DDV.

informacijo, ki nam pove katera izmed investicij zagotavlja največjo kratkoročno likvidnost (Lumby, 1994, str. 44). Ob tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da to sodilo podcenjuje investicije z visokimi startnimi stroški in precenjuje investicije z visokimi donosi na začetku (Lumby, 1994, str. 44).

Kot izhodiščno točko pri ugotavljanju dobe vračanja projekta Zbilje je treba pri opciji financiranja (a) upoštevati nakup zemljišča, ki naj bi se izvršil čimprej. Cena zemljišča v tem primeru predstavlja dejanski začetni investicijski izdatek (skoraj 50 odstotkov celotne investicijske vrednosti) in bi se pokrila z lastnimi sredstvi investitorja. Torej bo vložek investitorja vezan v projektu še pred pričetkom gradnje in najemom bančnega posojila, in sicer to najmanj za pol leta oz. najverjetneje leto dni, vse do pravnomočne pridobitve gradbenega dovoljenja (na začetku leta 2009). Potem naj bi gradnja potekala postopoma, prav tako pa bi postopoma potekalo tudi pobiranje ar ter ob končanju gradnje še kupnin. Glede na pričakovano dinamiko prodaje, ki poteka hitreje proti koncu projekta oz. po končani gradnji, vse enote najverjetneje ne bodo prodane prej kot v treh letih po pričetku gradnje. Glede na omenjena dejstva v primeru financiranja projekta po opciji (a), realno gledano, ne gre pričakovati dobe povračila začetnega investicijskega izdatka prej kot v treh letih in pol od nakupa zemljišča oz. v letu 2011, kot je to predvideno glede na oceno letnega denarnega toka (glej Tabelo 17, str. 66). Poleg tega bo morala Rima ob prejetju kupnin najprej poskrbeti za poplačilo bančnega posojila in tako bodo morebiten dobiček lahko realizirali šele v letu 2012 (doba vračanja celotne investicije je namreč 4, 36 let). V primeru financiranja projekta po opciji (b) pa začetni investicijski izdatek predstavljajo stroški gradnje prve etape leta 2009. Ti stroški bodo glede na oceno letnega denarnega toka (glej Tabelo 17, str. 66) povrnjeni v dveh letih in pol, torej v letu 2011. Konec leta 2011 pa bodo povrnjeni tudi stroški celotne investicije (doba vračanja celotne investicije znaša 3 leta). Dobiček bo sicer tudi pri tej opciji realiziran v letu 2012, vendar so prednosti opcije (b) v primerjavi z opcijo (a) glede na dobo vračanja več kot očitne.

5.4.2. Dinamične metode ocenjevanja investicije

V gospodarstvu je čas pomemben dejavnik in isti znesek ima v različnem času različno vrednost. Zato je treba zneske različnih časovnih obdobj pretvoriti na skupni imenovalec in šele nato jih lahko seštevamo, primerjamo oz. uporabljamo pri dinamičnih metodah ocenjevanja investicij. Najbolj znana metoda pretvarjanja na skupni imenovalec je metoda diskontiranja, ki omogoča primerljivost časovno različno razporejenih stroškov in dobičkov (Senjur, 1993, str. 75).

Dinamična sodila temeljijo na sedanji vrednosti denarja, ki jo dobimo z diskontiranjem prihodnjih prejemkov in izdatkov na sedanjo vrednost oz. začetni čas investicije (glej enačbo (2)). Donosnost naložbe je torej odvisna od celotnega denarnega toka prejemkov in izdatkov, prevedenih na sedanjo vrednost, in od uporabljene diskontne stopnje (Kavčič et al., 1998, str. 320).

$$\text{Sedanja vrednost} = \text{prihodnja vrednost} / (1+k)^n \quad (2)$$

k...diskontna stopnja

n...čas

Najtežavnejše pri diskontiranju in s tem pri računanju dinamičnih kazalcev je določevanje ustrezne diskontne stopnje. Zahtevana diskontna stopnja v splošnem predstavlja oportunitetni strošek kapitala. Priročnik za izdelavo analize stroškov in koristi investicijskih projektov (2004, str. 103) oportunitetni strošek definira kot izgubo prihodka od alternativnega projekta, zaradi vlaganja kapitala v določen investicijski projekt. Ta definicija je zelo ohlapna, saj lahko pri izračunu oportunitetnega stroška izhajamo bodisi z vidika minimalnega ali maksimalnega oportunitetnega stroška kapitala bodisi z vidika tehtanega povprečja stroškov kapitala. Minimalen oportunitetni strošek kapitala odraža stroške kapitala, vloženega v določen investicijski projekt, in posledično določevanje diskontne stopnje na podlagi dolgoročne obrestne mere za komercialna posojila (Fišer, 2007, str.53). Maksimalno vrednost oportunitetnega stroška pa predstavlja izgubljeni dohodek zaradi najboljšega alternativnega investicijskega projekta, ki ga lahko ocenimo na osnovi primerljivih projektov posameznega investitorja ali z oceno donosa portfelijev vrednostnih papirjev na mednarodnem finančnem trgu, gledano dolgoročno in ob minimalnem tveganju (Fišer, 2007, str.54). Nekje med vrednostjo diskontne stopnje, ocenjene na podlagi maksimalnega in minimalnega oportunitetnega stroška kapitala, se nahaja vrednost diskontne stopnje, določene s tehtanim povprečjem stroškov kapitala. Kapital večinoma izvira iz več virov, ki se razlikujejo glede na stroške kapitala, in zato je smiselno oz. potrebno izračunati tehtano povprečje stroškov kapitala (Senjur, 1993, str. 79). Tudi v tem primeru je določevanje oportunitetnih stroškov pri porabi lastnih sredstev težavnejše, lažje pa določevanje stroškov najema posojil, ipd..

Obstajajo še drugi načini določevanja diskontne stopnje, ki se ne nanašajo neposredno na oportunitetne stroške. Uporabimo lahko npr. obrestno mero ali stopnjo donosnosti uveljavljenega izdajatelja vrednostnih papirjev, ki velja dolgoročno, in mnogokratnik te minimalne stopnje (Fišer, 2007, str. 54). Priročnik za izdelavo analize stroškov in koristi investicijskih projektov (2004, str. 103) predlaga uporabo 6 odstotne finančne diskontne stopnje, kar ustreza dvakratni vrednosti realnega donosa vrednosti EIB (Evropska investicijska banka).

Na tem mestu je treba poudariti tudi dejstvo, da sta Svetovna banka in Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) prevzeli 10 odstotno zahtevano ekonomsko stopnjo donosa. Ta stopnja je v primerjavi z večino prej predstavljenih stopenj dokaj visoka. Posojilodajalci se torej odločajo za financiranje donosnejših projektov. Posledica tega je, da so v praksi številni investitorji prisiljeni nekoliko prirediti ekonomske kazalce uspešnosti investicije oz. jih izračunajo z uporabo predpostavljenih vrednosti (diskontna stopnja, idr.) in metod, ki omogočajo izračun največje donosnosti in najbolj optimističnih rezultatov.

Glede na predstavljene diskontne stopnje lahko za projekt Zbilje izračunamo več različnih diskontnih stopenj. Diskonto stopnjo pri presojanju investicijskih projektov v glavnem določimo kot strošek kapitala, ki ga opredelimo kot stopnjo donosnosti, s katero primerjamo donosnosti različnih razpoložljivih projektov. Zato je za diskonto stopnjo pri presojanju investicije z dinamičnimi kazalci primernejši izraz stopnja donosa.

Minimalna stopnja donosa projekta Zbilje bi znašala toliko, kolikor znaša strošek najema posojila, t.j. fiksna obrestna mera 6 odstotkov. Ta stopnja donosa pa je prenizka, saj Rima glede na ostale alternativne projekte pričakuje vsaj 10 odstotno stopnjo donosa. Planirana stopnja donosa za projekt Zbilje naj bi namreč znašala 15 odstotkov, saj gre za obsežnejši in bolj tvegan projekt. Ob tem pa se zastavlja vprašanje upoštevanja inflacije, ki je trenutno visoka in se najverjetneje ne bo kmalu znižala. Ob predpostavki 6 odstotne inflacije naj bi stopnja donosa znašala 8,5 odstotka. Izračunana pa je po Senjurjevi (1993, str. 70) enačbi (3).

$$r_{\text{realna}} = (i-c)/(1+c) \quad (3)$$

i...zahtevana stopnja donosa

c...stopnja inflacije

$$r_{\text{realna}} = (0,15 - 0,06)/(1 + 0,06) = 0,085$$

Vendar podjetje kljub temu zahteva pri projektu Zbilje vsaj 10 odstotno stopnjo donosa, ki jo bomo upoštevali tudi v izračunu neto sedanje vrednosti.

5.4.2.1 Neto sedanja vrednost

Neto sedanja vrednost (v nadaljevanju NSV) je ena najpogosteje uporabljenih dinamičnih metod ocenjevanja investicijskih projektov, pri kateri s pomočjo diskontiranja denarnih tokov izračunamo razliko med sedanjo vrednostjo donosov in sedanjo vrednostjo vlaganj. NSV izračunamo s pomočjo sledeče enačbe (4); (Berk, Lončarski & Zajc, 2001, str. 101):

$$NSV = \sum_{t=0}^n DT_t / (1 + r)^t \quad (4)$$

DT_t...pričakovani denarni tok investicije v posameznem obdobju t

n...življenjska doba investicije

r...s strani podjetja zahtevana stopnja donosa

V skladu s to metodo sprejmemo investicijski projekt, če je NSV večja od nič oz. med alternativnimi projekti izberemo tistega, ki ima najvišjo NSV (Kosi, Marc & Peljhan, 2004, str. 106). Pri odločanju pa je pomembno, da se zavedamo tudi sledečih pomanjkljivosti predstavljene metode (Kosi et al., 2004, str. 106; Čibej, 1997, str. 41):

- NSV je odvisna od uporabljene diskontne stopnje oz. zahtevane stopnje donosa, ki je določena bolj ali manj subjektivno.
- NSV ne upošteva ustrezno niti različne časovne razporejenosti donosov različnih projektov niti različnih velikosti investicijskih vlaganj (dva projekta z enako NSV lahko zahtevata različna vlaganja).
- Metoda izračuna NSV predpostavlja, da je donose, ki jih prinaša investicija, mogoče ponovno reinvestirati po predpostavljeni stopnji donosa.

Pri izračunu neto sedanje vrednosti projekta Zbilje je kot zahtevana stopnja donosa izbrana vrednost 10 odstotkov, ki delno upošteva trenutno visoko inflacijo in pogoje investitorja, da sprejme projekt le v primeru pozitivne NSV pri 15 odstotni stopnji donosa (le-ta je glede na visoko inflacijo znižana na 10 odstotkov). Poleg stopnje donosa je treba za izračun NSV ugotoviti tudi pričakovani letni denarni tok projekta. V Tabeli 17 je prikazan letni denarni tok, izračunan glede na dinamiko ocenjenih odlivov in prilivov (glej Tabelo 13, str. 56 in Tabelo 14, str. 57). Prav tako je v Tabeli 17 NSV za obe možni opciji financiranja. Pri opciji (a) je NSV negativna, kar pomeni, da pri tej kombinaciji virov financiranja ni mogoče doseči 10 odstotne stopnje donosa. Glede na ta kazalec se investitor nikakor ne bo odločil za to opcijo financiranja. Povsem drugače pa je pri opciji financiranja (b), kjer je NSV pozitivna.

Tabela 17: Ocena letnega denarnega toka (EUR, brez DDV) in izračun neto sedanje vrednosti

Opcija virov financiranja ^(a)	2008	2009	2010	2011	2012
Razlika med prilivi in odlivi	-2.500.000	-1.022.507	750.449	2.569.725	674.600
Davek od dobička (23%)					-108.621
Neto denarni tok po davkih	-2.500.000	-1.022.507	750.449	2.569.725	565.979
NSV (stopnja donosa 10%)	-492.102				
Opcija virov financiranja ^(b)	2008	2009	2010	2011	2012
Razlika med prilivi in odlivi		-1.022.507	-4.341	1.027.480	337.300
Davek od dobička (23%)					-77.724
Neto denarni tok po davkih		-1.022.507	-4.341	1.027.480	259.576
NSV (stopnja donosa 10%)	17.727				

5.4.2.2 Relativna neto sedanja vrednost

Relativna neto sedanja vrednost (v nadaljevanju RNSV) predstavlja razmerje med neto sedanjo vrednostjo denarnega toka v celotni dobi investicije (NSV) in sedanjo vrednostjo investicijskih stroškov (v nadaljevanju SVI). RNSV torej meri donos na enoto investicijskih stroškov in jo lahko zapišemo z enačbo (5); (Senjur, 1993, str. 77).

$$RNSV = NSV/SVI \quad (5)$$

Investicijo sprejmemo, če je RNSV večja od nič, in zavrnemo, če je manjša od nič. Če pa je RNSV enaka nič, potem je donosnost investicije ravno enaka diskontni stopnji oz. v izračunih uporabljeni zahtevani stopnji donosa (Senjur, 1993, str. 77).

Na podlagi izračunane NSV (glej Tabelo 17, str. 66) in dinamike ocenjenih odlivov (glej Tabelo 13, str. 56) je izračunana RNSV opcije (b):

- $RNSV(b) = 17.727/2.296.205 = 0,008$.

RNSV (a) pa je glede na negativno NSV(a) tako manjša od nič, zato je ni smiselno računati.

5.4.2.3 Interna stopnja donosa

Interna stopnja donosa (v nadaljevanju ISD) je tista diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost investicijskih vlaganj s sedanjo vrednostjo donosov investicije. Je torej diskontna stopnja, pri kateri je neto sedanja vrednost enaka nič. Interno stopnjo donosa lahko opredelimo tudi kot maksimalni oportunitetni strošek, ki je še sprejemljiv za lastnike kapitala. Če je ISD večja ali vsaj enaka stroškom financiranja, se namreč investicija splača (istočasno je NSV pozitivna oz. vsaj enaka nič). In obratno, investicija se ne splača, če je ISD manjša od stroškov financiranja (istočasno je NSV negativna). Torej, čim večja je interna stopnja donosa, tem bolj uspešna je investicija (Kosi et al. 2004, str.107-108).

Interna stopnja donosa se najlažje izračuna z računalniškimi orodji, saj gre pri računanju za metodo poskušanja, ki je zahtevna in manj natančna. Matematično pa lahko ISD izrazimo z enačbo (6); (Kosi et al., 2004, str.107).

$$\sum_{t=0}^n DT / (1 + ISD)^t = 0 \quad (6)$$

ISD...interna stopnja donosa

DT...neto denarni tok investicije

t...posamezno časovno obdobje

n...življenjska doba investicije

Pozitivne strani metode ISD so (Kosi et al., 2004, str.108; Križnik, 2005, str. 28):

- v praksi se pogosto uporablja, ker pri njej ni treba vnaprej določiti stopnje donosa,
- je relativni kazalec in zato bolj priljubljen pri poslovodstvu, in
- upošteva mejo varnosti projekta.

Predstavljeni metodi NSV in ISD sta medsebojno povezani, vendar pa je na splošno NSV bolj zanesljiva metoda, zlasti zaradi sledečih dejstev oz. pomanjkljivosti metode ISD (Kosi et al., 2004, str.107; Levy & Sarnat, 1994, str. 101):

- Metoda ISD predpostavlja, da je donose možno reinvestirati v višini interne stopnje donosa, medtem ko metoda NSV predpostavlja reinvestiranje v višini stroškov kapitala, kar je realnejša predpostavka. Zato upravičenost naložbe bolje opredeljuje kazalec neto sedanje vrednosti.
- Če se stroški kapitala skozi obravnavano obdobje spreminjajo, je metoda ISD neuporabna in lahko uporabimo le NSV. ISD je neustrezna metoda tudi pri nekaterih izključujočih se projektih, ki se razlikujejo po obsegu in časovni razporeditvi neto denarnih tokov.
- Pri enem investicijskem projektu lahko dobimo več različnih rezultatov ISD, če imamo izmenjujoče se pozitivne in negativne denarne tokove od investicije.

Ker investicije z visoko interno stopnjo donosa v primerjavi s tistimi z nižjo interno stopnjo donosa pogosto dosegajo nižjo neto sedanjo vrednost in ker običajno projekti, ki zahtevajo višja investicijska sredstva, izkazujejo višjo neto sedanjo vrednost, je treba predstavljena kazalca dopolniti s kazalcema relativne neto sedanje vrednosti in popravljene interne stopnje donosa, ki tudi odpravljata določene pomanjkljivosti predstavljenih metod (Križnik, 2005, str. 28).

Na podlagi podatkov, predstavljenih pri izračunu NSV (glej Tabelo 17, str. 66), sta izračunani ISD za obe opciji:

- $ISD(a) = 3,76$ odstotka
- $ISD(b) = 10,87$ odstotkov.

Tudi pri tem kazalcu je opcija (b) veliko boljša izbira financiranja, saj pri opciji (a) niso pokriti niti minimalni stroški financiranja, to so stroški bančnega posojila.

5.4.2.4 Popravljena interna stopnja donosa

V praksi investitorji raje uporabljajo kriterije, ki so izraženi relativno (ISD), kot tiste, ki so izraženi absolutno (NSV). Vendar ISD ni najbolj zanesljiva metoda. Določene pomanjkljivosti te metode pa odpravlja popravljena interna stopnja donosa (v nadaljevanju PISD), ki uporablja reinvesticijsko stopnjo na ravni stroškov kapitala in rešuje problem večkratnih internih stopenj donosa. Težava pri tej metodi pa nastopi v primeru, ko gre za velike razlike v obsegu investicij pri medsebojno izključujočih se projektih (Mramor, 1998, str. 30).

Popravljena interna stopnja donosa je opredeljena kot diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost investicijskih izdatkov (vlaganj) s sedanjo vrednostjo končne vrednosti denarnih pritokov, izračunamo pa jo z enačbo (7); (Berk et al., 2001, str. 105).

$$PISD = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n DT_t \times (1+r_p)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}} - 1} \quad (7)$$

DT_t ...pričakovani denarni tok investicije v posameznem obdobju t

I_t ...investicijski izdatek

n ...življenjska doba investicije

r ...s strani podjetja zahtevana stopnja donosa

r_p ...reinvesticijska stopnja

Kot je razvidno iz zgornje enačbe (7), PISD izračunamo na podlagi:

- za denarne pritoke investicije izračunane njihove prihodnje vrednosti, na dan zaključka življenjske dobe projekta (pri čemer stopnja reinvestiranja ni nujno enaka ISD, temveč je od nje praviloma nižja oz. najverjetneje enaka stroškom kapitala, npr. obrestni meri za dolgoročno posojilo ali tehtanemu povprečju stroškov kapitala),
- in (na dan začetka investicije) izračunane sedanje vrednosti vseh investicijskih vlaganj, v celotni življenjski dobi projekta (pri čemer je zahtevana stopnja donosa določena s strani zahtev podjetja).

Z vidika presojanja investicijskega projekta mora biti PISD višja od reinvesticijske stopnje (upoštevata tudi oportunitetne stroške kapitala), da projekt sprejmemo.

PISD je za obe opciji financiranja projekta Zbilje izračunana na podlagi:

- prihodnje vrednosti ocenjenih prilivov (glej Tabelo 14, str. 57), zmanjšanih za davek,
- sedanje vrednosti vseh investicijskih odливov (glej Tabelo 13, str. 56),
- $r = 10$ odstotkov,
- $r_p = 6$ odstotkov, kar je enako obrestni meri za dolgoročno posojilo.

Pri opciji financiranja (b) je $PISD(b) = 8,65$ odstotka, kar pomeni, da je $PISD(b)$ višja od reinvesticijske stopnje, zato se projekt Zbilje v tem primeru lahko sprejme. Tudi glede na ta ekonomski kazalec pa se opcija financiranja (a) projekta Zbilje zavrne, saj je $PISD(a) = 5,84$ odstotka, kar je malo prenizka.

5.4.3 Povzetek ekonomskih ocen investicije

Glede na vse predstavljene ekonomske kazalce se lahko projekt Zbilje sprejme le v primeru opcije financiranja (b), medtem ko je treba, upoštevajoč dinamične kazalce, projekt Zbilje pri

opciji financiranja (a) zavrniti. Ne glede na vrsto kriterijev ocenjevanja uspešnosti investicije je v vseh primerih boljša opcija financiranja (b), kar potrjujejo tudi ekonomski kazalci, zbrani v Tabeli 18.

Tabela 18: Povzetek izračunanih ekonomskih kazalcev v primeru financiranja projekta Zbilje po opcijah (a) in (b).

Ekonomski kazalci	Opcija financiranja(a)	Opcija financiranja(b)
R realno predpostavljene razmere	9,2 odstotka	13,6 odstotka
Doba vračanja investicije	4, 36 let	3 leta
NSV (stopnja donosa 10 odstotkov)	-492.102 EUR	17.727 EUR
RNSV	RNSV(a)<0	0,008
ISD	3, 76 odstotka	10, 87 odstotka
PISD	5, 84 odstotka < r_p	8, 65 odstotka > r_p

6. OCENA TVEGANJA PROJEKTA

Vse, kar se navezuje na investicijski projekt (planiranje, organiziranje, izvajanje, itn.) in odločanje v zvezi z njim, je odvisno od prihodnosti in številnih negotovih dogodkov, ki jih ni mogoče napovedati. Zato se pri vsakem investicijskem projektu pojavljajo številna tveganja, ki se jim ne moremo izogniti, lahko pa jih poskušamo obvladovati in s tem zmanjšati njihov vpliv oz. verjetnost njihovega pojava. Tveganja, ki se pojavijo, lahko namreč zelo spremenijo predviden potek izvajanja investicijskega projekta. Negativni vplivi teh tveganj pa lahko znatno vplivajo na uspešnost investicije, saj lahko povzročijo povečanje stroškov, podaljševanje časa gradnje, slabšo kakovost ter slabšo prodajo.

6.1 Identifikacija tveganj

Najprej je pri identifikaciji tveganj projekta Zbilje treba poudariti, da je podjetje Rima na tem projektu tako v vlogi investitorja kot tudi glavnega izvajalca. Zato je treba za vse faze izvajanja investicije identificirati čim več tveganj, ki kakorkoli vplivajo na uspešnost investicije kot celote. Zato je pri predstavljenemu projektu Zbilje treba obravnavati več vidikov tveganja, in sicer:

- tveganja, povezana s pridobivanjem gradbenega dovoljenja in z zagotavljanjem potrebnega kapitala, kadra, ipd. (tveganja, ki sicer zadevajo investitorja in vplivajo na izvedljivost projekta),
- tveganja, ki so povezana z izvajanjem gradbenega projekta, torej s samo gradnjo (tveganja, ki sicer zadevajo izvajalca in kooperante),
- tveganja, ki vplivajo na uspešnost investicije po končani gradnji, torej na uspešnost prodaje in s tem na dejansko donosnost investicije in pomen le-te za celotno podjetje (tveganja, ki sicer zadevajo zlasti investitorja in so večinoma odvisna od tržnih razmer).

Pri identifikaciji tveganj se lahko notranja tveganja (tista, na katera podjetje lahko vpliva ali jih celo kontrolira) obravnavajo ločeno od zunanjih tveganj (tista, na katera podjetje nima vpliva). V primeru Zbilje pa to ni ravno potrebno, saj lahko Rima kot investitor in izvajalec hkrati do določene mere bolj ali manj vpliva na večino tveganj oz. vsaj omeji njihov vpliv. Natančneje, pri notranjih tveganjih (tveganja pri organizaciji, logistiki, itn.) lahko pri Rimi vplivajo tako na pojavljanje tveganja kot tudi na zmanjševanje njegovih negativnih vplivov. Še več, tveganje lahko tudi preprečijo. Pri zunanjih tveganjih (tveganja spremembe obrestne mere, itn.) pa sicer ne morejo vplivati na pojavljanje oz. uresničitev tveganja, lahko pa skoraj v vseh primerih vplivajo na zmanjševanje negativnih vplivov tveganja, zlasti z načrtovanjem ukrepov za zmanjšanje negativnih vplivov, ki so osnovani na podlagi zgodnjega zbiranja informacij in preteklih izkušenj. Tako lahko npr. z dodatnimi raziskavami tal pridobimo informacije o specifičnih zemeljskih delih, pri spreminjanju obrestne mere se lahko zavarujemo z možnostjo obrestne zamenjave, itn.. V vsakem primeru je torej smiselno obravnavati in načrtovati ukrepe za omejevanje negativnih vplivov tveganja. Seveda pa je to dobro narediti še pred začetkom izvajanja investicije, saj se je za večino ukrepov treba odločiti, preden se tveganje dejansko pojavi. Pridobivanje informacij, načrtovanje in udejanjanje tovrstnih ukrepov je povezano s stroški. Zato je na tem mestu potreben kritičen pristop do tveganj. Treba je določiti prioriteta tveganja glede na verjetnost pojava tveganja in obsežnost negativnih vplivov. Čim več tveganj je priporočljivo vsaj identificirati, zato da se zavedamo možnosti njihovega pojava in lahko nanje opozorimo za to pristojne ljudi.

V nadaljevanju so predstavljena najvidnejša in najpomembnejša tveganja, identificirana pri projektu Zbilje, ter možni ukrepi za zmanjševanje negativnih vplivov teh tveganj. S tem je narejena prva faza managementa tveganja - identifikacija, ki je hkrati tudi najpomembnejša faza. Predstavljeni ukrepi pa predstavljajo možne odzive na tveganja in njihove negativne vplive, kar se sicer običajno izvaja po kvalitativni in kvantitativni analizi tveganja oz. pri planiranju in fazi odziva na prioriteta tveganja. Vendar razmišljanje o ukrepih pri vseh identificiranih tveganjih, ne le pri prioriteta, pripomore k boljši pripravljenosti in hitrejšemu odzivu na tveganja, če se le-ta potem dejansko tudi uresničijo.

Poslovno tveganje, ki ga povzročijo spremembe na gospodarskem, političnem, demografskem, socialnem in drugih področjih. Napovedi o gospodarski krizi ter trenutna visoka inflacija, ki že sedaj otežuje dostop do ugodnih bančnih posojil za nakup nepremičnin, lahko vplivata na zmanjšano povpraševanje po nepremičninah. Zmanjšuje se torej kupna moč potencialnih kupcev. Poleg tega na zmanjšanje povpraševanja lahko vpliva tudi povečanje ponudbe morebitne lokalne konkurence v okolici Zbilja oz. Ljubljane in njene okolice, preseljevanje ljudi v bližino drugih, gospodarsko razvitih mest, kjer so nepremičnine cenejše, ipd.. Sem lahko torej prištejemo tudi tveganje spremembe stanja na lokalnem in državnem nepremičninskem trgu, kar je v primeru projekta Zbilje dokaj verjetno, saj bo izvajanje projekta trajalo najmanj tri leta. Ukrepi: Tveganje lahko (z vidika portfelja nepremičnin oz. poslovanja celotnega podjetja, in ne le projekta) zmanjšamo z geografsko razpršitvijo naložb

ali pa z razpršitvijo naložb v različne vrste nepremičnin, kot je to predlagano pri alternativnih opcijah. Konkretnije, glede na predvideno zasnovo projekta Zbilje lahko tveganje omejimo s čim bolj konkurenčno ponudbo nepremičnin, ki bodo v očeh kupca edinstvene (posamezne hiše in dvojčki v naselju bodo različnih zunanjih in notranjih podob), in z dodano vrednostjo (atraktivnost lokacije in zunanje podobe celotnega naselja ter hiš, visoka kultura bivanja, ipd.). Tudi tržna analiza pripomore k boljšemu ocenjevanju povpraševanja kupcev in k poznavanju njihovih potreb in želja. Priporočljivo je tudi takoj po pričetku gradnje začeti z oglaševanjem ter se dogovoriti z ostalimi lokalnimi nepremičninskimi agencijami o posredništvu pri prodaji. Po izkušnjah Rime pa se prodaja zelo pospeši z vzorčno hišo in uvedbo dneva odprtih vrat. Vsi omenjeni ukrepi vplivajo na povečanje povpraševanja po ponujenih nepremičninah.

Finančno tveganje nastopi v primeru nezmožnosti poravnania obveznosti do posojilodajalca ali nezmožnosti črpanja nepredvidenega dodatnega kapitala. Oboje lahko vodi v propad investicije ter v skrajnem primeru tudi podjetja. Vendar je pri projektu Zbilje to zelo malo verjetno, saj bo sklenjeno hipotekarno posojilo oz. bo najverjetneje stroške zemljišča pokrtil soinvestitor, Rima pa bo stroške gradnje financirala z lastnimi sredstvi. Ukrepi: Finančno tveganje se lahko na splošno zmanjša z ustrezno vsebino posojilnih pogodb. Velik pomen ima tudi določevanje ustrezne strukture kapitala glede na siceršnje poslovanje in finančne zmožnosti podjetja. Čim bolj realno predpostavljen denarni tok investicije in sprotno kontroliranje stroškov pa pripomoreta k zmanjševanju potreb po dodatnem kapitalu. V primeru uresničenja tveganja je vredno razmisliti o vseh možnostih črpanja dodatnega kapitala, kot npr.: ali je mogoče prelivanje kapitala med projekti, pospeševanje prodaje oz. vplačevanje ar, dogovarjanje s kooperanti glede možnosti plačila v obliki kompenzacije, itn..

Tveganje majhne likvidnostni nepremičninskega trga povečuje možnost zniževanja prodajne cene, predvsem zaradi obveznosti odplačevanja posojila. To tveganje sicer lahko obravnavamo podobno kot poslovno tveganje, saj gre tudi v tem primeru za zmanjšanje povpraševanja po nepremičninah. Ukrepi: Pri projektu Zbilje gre za naselje samostojnih hiš in dvojčkov, kjer bodo ciljno skupino predstavljale mlade družine. V primeru slabe likvidnosti lahko poskušamo v delu naselja posamezne hiše prilagoditi potrebam starejših ljudi, kot je to navedeno pri alternativnih opcijah. Sicer pa si pomagamo z ukrepi, navedenimi pri poslovnem tveganju.

Tveganje spremembe obrestne mere vpliva na donosnost projekta Zbilje z dveh vidikov. Rast obrestne mere po eni strani vpliva na povečevanje stroškov dolžniškega financiranja, po drugi pa otežuje dostopnost do posojila za potencialne kupce, kar vodi v zmanjševanje kupne moči in posledično zmanjšano povpraševanje po nepremičninah. Ukrepi: Za zmanjšanje obrestnega tveganja se uporabljajo različni finančni instrumenti, npr. obrestne zamenjave in »obrestne kapice«.

Tveganje visoke inflacije povzroči zmanjšanje realne vrednosti donosov in vpliva, podobno kot rast obrestne mere (na rast katere vpliva tudi inflacija), na zmanjševanje kupne moči. Trenutno je inflacija dokaj visoka in bo najverjetneje tako tudi v prihodnje. Ukrepi: Tukaj so možnosti zelo omejene. Negativne vplive inflacije je namreč nemogoče zmanjšati. Upoštevamo lahko le negativni vpliv pričakovane visoke inflacije pri izračunih ekonomskih kriterijev uspešnosti investicije.

Tveganje sprememb zakonodaje vpliva na uspešnost investicije, saj lahko tovrstne spremembe zaostrijo gradnjo in prodajo hiš. Pomembne so zlasti davčne spremembe in olajšave. Trenutno se odvijajo spremembe pri pridobivanju uporabnega dovoljenja. Ukrepi: Na zaostrovanje zakonodaje ni mogoče vplivati. Morda se lahko kaj doseže z lobiranjem, vendar pa na to ne gre računati. V tem primeru lahko le spremljamo dogajanje na tem področju in se poskušamo pripraviti na morebitne spremembe, ki se napovedujejo oz. že uresničujejo.

Tveganje pri upravnih postopkih. Na Rimi imajo slabe izkušnje zlasti z zapleti pri pridobivanju gradbenega dovoljenja. Takšni zapleti v prvi vrsti povzročijo kasnejši pričetek gradnje in lahko pomenijo tudi povečanje stroškov. Tudi pri projektu Zbilje je to tveganje med največjimi in lahko zelo vpliva na dobo vračanja investicijskega vložka, potrebnega za nakup zemljišča (opcija financiranja (a)), in s tem vpliva tudi na povečevanje oportunitetnih stroškov, saj bo lasten kapital vezan na projekt dalj časa. Poleg tega lahko tovrstni zapleti, s podaljševanjem izvajanja investicije, povečujejo tudi verjetnost pojava različnih sprememb. Največje tveganje pri projektu Zbilje pa predstavlja možnost prepovedi sečnje gozda s strani Ministrstva za okolje in prostor. Parcela je sicer zazidljiva in lokacijska informacija ne podaja nobenih informacij o prepovedi sečnje, vendar se je v preteklosti že pokazalo, da podatki z lokacijske informacije niso bili povsem zanesljivi. Pozitiven vpliv na pridobivanje različnih soglasij pri projektu Zbilje pa ima lahko v kratkem predvideno novo sprejemanje OPPN-ja za obravnavano območje. Tukaj se ponuja priložnost, da se na pobudo lastnika na delu parcele dovoli več-stanovanjska gradnja. Ukrepi: Najpomembnejše pri zmanjševanju tveganja upravnih postopkov je pridobivanje informacij in natančno pregledovanje ter preverjanje vseh potrebnih dokumentacij pri ustreznih institucijah. Vendar je kljub temu nemogoče predvideti vse zaplete pri pridobivanju soglasij. V splošnem velja, da je gradbeno dovoljenje mogoče pridobiti najhitreje, če se investitor drži kriterijev v zvezi z lokacijsko informacijo, in če ne vloži pobude za spremembo.

Tveganje zaostrovanja tržnih razmer (z vidika višanja cen materialov, gradbenega dela, ipd., ter z vidika pomanjkanja kadra, surovin, ipd.). To tveganje vpliva tako na povečevanje stroškov kot tudi na podaljševanje izvajanja projekta. Glede na statistične podatke (Vrednost opravljenih gradbenih del, <http://www.stat.si/>) se je vrednost opravljenih gradbenih del marca 2008 v primerjavi z marcem 2007 povečala za 22,5 odstotka. Glede na to, da bo Rima pri projektu Zbilje glavni izvajalec, lahko omeji vplive zviševanja cen izvajanja gradnje, pojav pomanjkanja kadra pa je malo verjeten. Večji problem predstavljajo dela, ki so v

pristojnosti kooperantov (omejena so na strojne in elektro inštalacije). Ukrepi: Vpliv povečevanja cene dela kooperantov se lahko zmanjša z dogovarjanjem in pogajanjem z več kooperanti, z oddajanjem del vsaj dvema kooperantoma, itn.. Treba je torej poskušati doseči večjo tekmovalnost in s tem tudi večjo konkurenčnost kooperantov. Večina negativnih vplivov zaostrovanja tržnih razmer se lahko zmanjša s sodelovanjem s čim več kooperanti in dobavitelji.

Tveganje nepredvidenih zemeljskih del je pri projektu Zbilje sicer manj verjetno, čeprav se lokacija nahaja v bližini vodnih virov in bi bilo morda potrebno celo pilotiranje, kar pa vsekakor vpliva na čas in stroške izvajanja projekta. Ukrepi: Nepredvidenim zemeljskim delom se je z dodatnimi in ustreznimi raziskavami tal mogoče celo izogniti. V primeru, ko se je treba soočiti z dejansko nepredvidenimi zemeljskimi deli (ob pričetku gradnje), pa je najpomembnejše poskrbeti za čim hitrejšo angažiranje dodatnih kapacitet, kar posredno vpliva tudi na manjše večanje stroškov.

Tveganje nepredvidljivih stroškov izgradnje potrebnih komunalnih priključkov. Ti stroški lahko podražijo celotno investicijo in so po izkušnjah Rime dokaj nepredvidljivi. Glede na lokacijo projekta Zbilje najbrž ne bo večjih nepredvidenih stroškov, saj za naselje ne bo treba postaviti nove transformacijske postaje, pa tudi občina bo letos obnovila primarne vode tega območja. Vendar je kljub temu povsem možno, da bodo stroški večji od pričakovanih. Ukrepi: Treba se je predčasno pozanimati in pridobiti čim več informacij.

Tveganje spremembe okolja. Različne spremembe v okolju lahko vplivajo na zmanjšanje atraktivnosti nepremičnine in s tem na zmanjševanje povpraševanja po nepremičninah. Posledično pa to vpliva tudi na zniževanje njihove cene. V okolici lokacije projekta Zbilje niso predvidene spremembe, ki bi negativno vplivale na atraktivnost naselja. Ukrepi: Na takšno tveganje ni mogoče vplivati. Lahko se le informiramo o kratkoročnih in dolgoročnih urbanističnih planih ter o načrtovanih gradnjah v okolici. Določene negativne vplive pa je možno omejiti, npr. hrup z zvočno izolacijsko ograjo.

Tveganje različnih specifičnih dejavnikov, ki vplivajo na povečevanje stroškov in slabšo prodajo. Po izkušnjah Rime so eden takšnih dejavnikov lahko težave s sosedi mejaši. Podobni specifični dejavniki so še morebitni zapleti pri gradnji, tožbe, ipd.. Ukrepi: Če je to le mogoče, se je tovrstnim dejavnikom najbolje izogniti. Vsekakor je potreben korekten pristop k tovrstnim težavam.

Izključno notranja tveganja (tveganja managementa, operativna tveganja, tveganja pri sklepanju pogodb,...skratka, notranja tveganja z vidika investitorja in izvajalca). Pri Rimi imajo izkušnje tako z vidika investitorja kot tudi izvajalca in z notranjimi tveganji v preteklosti niso imeli posebnih težav. Pričakujejo, da bo tako tudi pri projektu Zbilje, zato tovrstna tveganja ne bodo detajlno predstavljena. Ukrepi: Obstajajo številni možni ukrepi

preprečevanja notranjih tveganj in zmanjševanja njihovih vplivov. Vsa tveganja pa se zmanjšujejo z izkušnostjo kadra, dobrim planiranjem in nadzorovanjem.

6.2 Kvalitativna analiza tveganja: ocena verjetnosti in vpliva posameznega tveganja ter matrika ocenjene jakosti tveganja

Za vsa identificirana tveganja so v Tabeli 19 (str. 77) predstavljene ocene verjetnosti in vpliva posameznega tveganja. Verjetnost, da določeno tveganje nastopi oz. se uresniči, je določena na podlagi analize podobnih projektov, izkušenj in pričakovanj podjetja ter subjektivne opisne ocene, in zatorej predstavlja dokaj subjektivno oceno. Podobno velja za negativne vplive tveganja, ki so določeni z vidika vpliva na stroške, čas in kakovost izvedbe projekta ter z vidika vpliva na prodajno vrednost samostojnih hiš in dvojčkov ter čas njihove prodaje. Produkt verjetnosti in vpliva tveganja pa je jakost tveganja, ki odraža pomembnost tveganja. Na podlagi jakosti tveganja se potem določijo prioriteta tveganja, za katera se praviloma izdelata tudi kvantitativna analiza tveganja (analiza občutljivosti, idr.) ter načrt odzivov na tveganje oz. ukrepov.

Iz podatkov Tabele 19 je razvidno, da bi se stroški izvajanja zaradi negativnih vplivov tveganj zvišali za 140.500 EUR, rok dokončanja gradnje pa bi se podaljšal za 8,4 mesecev. Na samo kakovost gradnje pa imajo negativni vplivi tveganj relativno majhen vpliv. Negativni vplivi tveganj najbolj vplivajo na prodajo objektov, saj lahko znižajo prodajno ceno za 416.000 EUR in podaljšajo čas odprodaje za 10,9 mesecev. Vsi ti negativni vplivi imajo velik vpliv na donosnost investicije in lahko občutno podaljšajo tudi dobo vračanja, saj naj bi bil začetni investicijski vložek (nakup zemljišča) zaradi teh negativnih vplivov tveganj vezan na projekt več kot dodatno leto dni. Z nižanjem prodajne cene in podaljševanjem časa odprodaje pa se povečujejo tudi ostala tveganja, zlasti tista, ki so povezana z vračanjem posojila.

Posamezna tveganja lahko rangiramo oz. določimo prioriteta tveganja. Glede na jakosti tveganja, ki so podana v Tabeli 19, razporedimo od najmočnejšega do najšibkejšega:

- poslovno tveganje,
- zvišanje obrestne mere,
- zapleti upravnih postopkov,
- visoka inflacija,
- nepredvidena zemeljska dela, in
- zaostrovanje tržnih razmer.

Za našeta prioriteta tveganja je priporočljivo pripraviti analizo občutljivosti in simulacije. Namen takšne analize je natančno določiti tako vplive posameznih tveganj kot tudi vplive delovanja več tveganj hkrati. Vsekakor pa je v zvezi s temi tveganji treba razmisliti o možnih ukrepih preprečevanja tveganj in o ukrepih zmanjševanja negativnih vplivov. Predlogi ukrepov so že podani pri identifikaciji tveganj (poglavje 6.1). Najpomembnejše tveganje, to je

poslovno tveganje, ki bistveno vpliva na prodajo objektov, je treba podrobneje proučiti, saj so lahko ob sočasnem vplivu drugih tveganj (tveganje spremembe okolice, višanja obrestne mere, majhne likvidnosti trga, idr.), vplivi negativnih posledic še izrazitejši in pripeljejo celo do izgube.

Tabela 19: Ocena verjetnosti in vpliva posameznega tveganja ter matrika ocenjene jakosti tveganj

Tveganje	Ocena negativnega vpliva					Verjetnost tveganja		Matrika jakosti tveganja				
	Stroški (EUR)	Čas zaključka gradnje (mesec)	Kakovost (opisno)	Znižanje prodajne cene (EUR)	Povečevanje časa prodaje (mesec)	Opisno	Vrednost	Stroški (EUR)	Čas (mesec)	Kakovost (opisno)	Prodajna cena (EUR)	Čas prodaje (mesec)
Poslovno tveganje (zmanjšano povpraševanje po nepremičninah)	/	/	ni vpliva	500.000	12	srednja	0,4	/	/	ni vpliva	200.000	4,8
Finančno tveganje (le pri opciji financiranja(a))	100.000	6	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)	zelo nizka	0,05	5000	0,3	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)
Majhna likvidnost nepremičninskega trga	/	/	ni vpliva	250.000	12	nizka	0,1	/	/	ni vpliva	25.000	1,2
Zvišanje obrestne mere	25.000	/	ni vpliva	250.000	6	srednja	0,5	12.500	/	ni vpliva	125.000	3
Visoka inflacija	50.000	1	možen manjši vpliv	100.000	3	srednja	0,4	20.000	0,4	možen manjši vpliv	40.000	1,2
Sprememba zakonodaje	30.000	1	ni vpliva	10.000	1	nizka	0,1	3000	0,1	ni vpliva	1000	0,1
Zapleti upravnih postopkov	50.000	12	ni vpliva	/	/	srednja	0,5	25.000	6	ni vpliva	/	/
Zaostrovanje tržnih razmer	100.000	2	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)	nizka	0,2	20.000	0,6	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)
Nepredvidena zemeljska dela	150.000	3	ni vpliva	/	/	nizka	0,2	30.000	0,6	ni vpliva	/	/
Nepredvideni stroški izgradnje potrebnih komunalnih priključkov	50.000	/	ni vpliva	/	/	srednja	0,3	15.000	/	ni vpliva	/	/
Spremembe okolja	/	/	ni vpliva	500.000	12	zelo nizka	0,05	/	/	ni vpliva	25.000	0,6
Specifični dejavniki (npr. spori s sosedi mejaši)	50.000	3	ni vpliva	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)	nizka	0,1	5000	0,3	ni vpliva	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)
Izključno notranja tveganja	50.000	1	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)	nizka	0,1	5000	0,1	možen manjši vpliv	(možen manjši posreden vpliv)	(možen manjši posreden vpliv)
Celotni vpliv tveganj								140.500	8,4	ni vpliva	416.000	10,9

6.3 Medsebojni vpliv posameznih tveganj

Pri obravnavanju tveganj je treba upoštevati tudi kompleksnost tveganja, saj lahko eno tveganje oz. njegovi negativni vplivi, vplivajo na večjo verjetnost uresničitve drugih tveganj. Delovanje več tveganj hkrati pa lahko pripelje do sinergije, kar pomeni, da so negativni vplivi sočasnega delovanja več tveganj večji od vsote le-teh. Pri določanju prioriteten tveganj in načrtovanju ukrepov za zmanjševanje negativnih vplivov tveganj je zato pomembno upoštevati tudi medsebojne vplive različnih tveganj. Te medsebojne vplive je sicer zelo težko ovrednotiti, lahko pa določenemu tveganju, ki močno vpliva na uresničitev drugih tveganj, pripišemo višjo prioriteto. Podobno lahko pri načrtovanju ukrepov označimo za bolj potreben tisti ukrep, ki lahko hkrati ublaži negativne vplive več različnih tveganj.

Pri projektu Zbilje je najbolj problematičen medsebojni vpliv poslovnega in drugih tveganj, in to z več vidikov. Prvič, z vidika povečevanja verjetnosti uresničitve poslovnega tveganja (zmanjšano povpraševanje po nepremičninah). Na to tveganje vplivajo spremembe na različnih področjih, zato se verjetnost uresničitve v prvi vrsti povečuje, če se povečuje čas izvajanja projekta, na kar pa lahko vplivajo številna tveganja: tveganje pri zapletih upravnih postopkov, nepredvidena zemeljska dela, spori s sosedo mejaši, zaostrovanje tržnih razmer, sprememba zakonodaje, notranja tveganja in finančno tveganje. Drugič (obratna situacija), uresničitev poslovnega tveganja vpliva na večjo verjetnost uresničitve tveganja majhne likvidnosti nepremičninskega trga in uresničitve finančnega tveganja (nezmožnost odplačevanja posojila). Tretjič, na povečanje negativnih vplivov poslovnega tveganja, to je zmanjšano povpraševanje in posledično nižanje prodajne cene nepremičnin in podaljševanje roka njihove prodaje, vpliva sočasno delovanje številnih drugih tveganj, kot so zvišanje obrestne mere (potencialnim kupcem je otežen dostop do posojil), visoka inflacija, sprememba zakonodaje (dodatna zaščita kupcev in njihovih pravic) ter spremembe v okolici. Če povzamemo, lahko trdimo, da je poslovno tveganje in njegovi negativni vplivi na različne načine bolj ali manj povezano z vsemi preostalimi identificiranimi tveganji. Obravnavanje poslovnega tveganja je zato še pomembnejše. Dobra plat vseh medsebojnih vplivov pa je, da se z večino ukrepov za zmanjševanje negativnih vplivov poslovnega tveganja hkrati zmanjšujejo tudi negativni vplivi preostalih tveganj. Ukrepe za povečevanje zanimanja in povpraševanja po nepremičninah je zato priporočljivo izvesti v čim večjem obsegu. Večjo pozornost pa je zaradi medsebojnih vplivov treba nameniti tudi finančnemu tveganju (veliko večje pri opciji financiranja (a)) in spremembam okolice, ki z vidika jakosti tveganja niso prioriteta tveganja.

Na podoben način bi se lahko opisali še številni drugi medsebojni vplivi tveganj. Tukaj pa bodo naštet le še tisti, ki najbolj izstopajo glede na velikost medsebojnega vpliva:

- Visoka inflacija lahko močno vpliva na povečanje verjetnosti uresničitve povišanja obrestnih mer kot tudi na povečanje negativnih vplivov tega tveganja.
- Na povečanje verjetnosti uresničitve finančnega tveganja vplivajo:

- tveganja, ki vplivajo na uspešnost prodaje (likvidnostno tveganje, poslovno tveganje, tveganje spremembe okolja, idr.), in
- tveganja, ki vplivajo na povečevanje stroškov in podaljševanje časa gradnje (nepredvidena zemeljska dela, zapleti pri upravnih postopkih, zaostrovanje tržnih razmer, ipd.).
- Vzrok za uresničitev nekaterih tveganj (npr. spremembe okolja, poslovno tveganje) so različne spremembe. Daljše kot je časovno obdobje izvajanja projekta, večja je verjetnost njihove uresničitve. Zato tudi na uresničenje teh tveganj vplivajo vsa tveganja, katerih negativni vplivi povzročajo podaljševanje izvajanja projekta.

7. POVZETEK REZULTATOV IN PRESOJA PROJEKTA

Pri sprejemanju odločitve o izgradnji naselja Zbilje je zaradi velike obsežnosti, dolgoročnosti naložbe in relativno visoke investicijske vrednosti, ki predstavlja tretjino letnega prometa podjetja Rima, treba pridobiti čim več relevantnih informacij, proučiti več opcij (zasnove naselja, virov financiranja, idr.) in upoštevati rezultate finančne ter ekonomske ocene investicije.

Prve pomembne informacije je podala analiza razmer na trgu nepremičnin v Ljubljani in njeni oklici ter analiza njihovega vpliva na uspešnost investicije Zbilje. Glavni izsledki te analize so:

- Makroekonomski dejavniki bodo v prihodnje najverjetneje višali ceno kapitala in življenjske stroške ter vplivali na zmanjšanje kupne moči in s tem tudi zmanjševanje povpraševanja po nepremičninah, zlasti tam, kjer nepremičnine dosegajo najvišje vrednosti.
- Postavljena cena zemljišča pri projektu Zbilje, to je 200 EUR/ m², je previsoka. Primerljiva zemljišča dosegajo povprečno ceno do 150 EUR/ m². V prihodnje pa bodo najverjetneje cene zazidljivih zemljišč na tem območju stagnirale, ali pa se bodo celo nekoliko pocenile.
- Povprečna cena 4-sobnega stanovanja v Ljubljani in povprečna cena pet in več-sobnega stanovanja v okolici Ljubljane sta izenačeni s povprečno ceno hiše v okolici Ljubljane, zaradi česar v precejšnji meri vplivata na povpraševanje po hišah v okolici Ljubljane. Če se cene stanovanj v Ljubljani zaradi večje ponudbe novogradenj, zazidljivih zemljišč in drugih dejavnikov ne bodo dovolj znižale, se bo najverjetneje povečalo povpraševanje po hišah v okolici Ljubljane, saj le-te nudijo višjo kakovost bivanja, njihove trenutne cene pa tudi zaostajajo za cenami stanovanj.
- Glede na realne tržne pogoje je ocenjena prodajna cena samostojnih hiš in dvojčkov na Zbiljah najverjetneje povsem dosegljiva, saj sta obe prodajni ceni, če upoštevamo še stroške finalizacije, ki niso vključeni v prodajno ceno, približno izenačeni s trenutno povprečno ceno hiš v okolici Ljubljane.
- Lokacija parcele pri projektu Zbilje izpolnjuje večino pogojev, ki vplivajo na višanje vrednosti parcele, in je zato zelo atraktivna. Poleg tega se bodo potrudili tudi za

dovršeno vsake posamezne mikrolokacije, njeno dovršeno podobo ter umestitev celotnega naselja v pokrajino. Slabost pa predstavlja trenutna preobremenjenost cestne povezave Ljubljana-Medvode, ki bo vsaj delno razbremenjena z odprtjem šentviškega predora.

- Hiše na Zbiljah naj bi ustrezale večini dejavnikov, ki so potrebni za zadovoljevanje kupčevih potreb in želja, zaradi česar bi jih kar nekaj zadovoljile nadpovprečno, zlasti v primerjavi z drugimi naselji novozgrajenih hiš. Največjo dodano vrednost bo predstavljala individualen pristop k vsaki hiši, ki se medsebojno ne bodo omejevale. Prednost predstavlja tudi energetska varčnost in kakovost, ki bo višja kot pri konkurentih, ter dobra celotna ponudba podjetja (oglaševanje, promocijski material, vzorčna hiša, dnevi odprtih vrat, itn.).
- Z vidika lokalne konkurence je odločitev za srednji zgornji razred in individualen pristop pravilna. Kljub temu pa bi bilo, pod pogojem da to dopuščajo ekonomski dejavniki, treba zmanjšati število dvojčkov.

Z namenom iskanja možnosti boljše izkoriščenosti dragega zemljišča in z namenom izboljšanja prodajnih možnosti (z zmanjševanjem predvidenega števila dvojčkov in drugimi ukrepi), je bilo izvedeno vrednotenje različnih možnih alternativnih zasnov naselja Zbilje, kar je prineslo sledeče rezultate:

- Če se namesto naselja 9-ih samostojnih hiš in 16-ih enot dvojčkov zgradi naselje 20-ih samostojnih hiš, znaša donosnost celotnega projekta le 1 odstotek, kar je premalo. Z ekonomskega vidika je namreč osem dvojčkov za približno 30 odstotkov bolj donosnih od enajstih samostojnih hiš.
- Boljša alternativna opcija, ki omogoča povečanje prodaje dvojčkov in je hkrati povsem izvedljiva tudi z vidika ekonomskih dejavnikov, je delitev naselja na del z dvojčki, namenjenimi starejšim ljudem, in del s samostojnimi hišami, namenjenimi mladim družinam.
- Najdonosnejša alternativna opcija je delitev naselja na del z varovanimi stanovanji in del s samostojnimi hišami, ki zagotavlja največjo izkoriščenost dragega zemljišča in tudi dobre prodajne možnosti. Oviro pa predstavlja pridobivanje soglasja za večstanovanjsko gradnjo.
- Z ekonomskega vidika je celoten projekt veliko donosnejši, če se predvideno naselje dvojčkov in hiš zgradi na drugi lokaciji v okolici Ljubljane. Ob ostalih nespremenjenih pogojih bi donosnost projekta, pri katerem bi bila cena zemljišča 150 EUR/ m², znašala 24 odstotkov.
- Donosnost projekta se lahko poveča tudi zaradi povečanja števila montažnih hiš, ki so donosnejše od zidanih.

Pri finančni oceni investicije je najbolj pomembna določitev dveh opcij virov financiranja, in sicer opcije (a), pri kateri podjetje Rima odkupi zemljišče z lastnimi sredstvi in najame posojilo za financiranje gradnje, in opcije (b), pri kateri podjetje Rima sodeluje na projektu s soinvestitorjem, ki pokrije stroške zemljišča, stroške gradnje pa financira podjetje z lastnimi

sredstvi. Prednost opcije (b) v primerjavi z opcijo (a) je za polovico zmanjšano tveganje, ki v trenutno zelo nepredvidljivih tržnih razmerah odtehta siceršnji nižji dobiček, ki pa ni pol manjši, saj je treba v primeru udeležbe soinvestitorja upoštevati tudi zmanjšanje stroškov financiranja (odpadejo stroški obrestnih mer, znižajo se oportunitetni stroški, dovoljeno je prelivanje finančnih sredstev med projekti, nenazadnje pa je omogočena tudi postopna in porazdeljena poraba finančnih sredstev). Za obe opciji financiranja so izračunani tudi ekonomski kazalci uspešnosti investicije, ki so povzeti v Tabeli 18 na str. 70. Iz tabele je razvidno, da ne glede na vrsto kriterijev ocenjevanja uspešnosti investicije je v vsakem primeru boljša opcija financiranja opcija (b). Tudi z vidika tveganja je boljša opcija financiranja opcija (b), ki tveganje razpolovi. Poleg tega pri opciji financiranja (b) ni prisotno finančno tveganje. Z vidika Rime pa se v tem primeru zmanjša tudi čas izvajanja projekta, kar zmanjšuje verjetnost uresničitve tveganj, vezanih na spremembe. Predvsem se na ta način izognejo tveganju pri zapletih upravnih postopkih ter vezanju lastnih sredstev v projekt pred pravnomočno pridobitvijo gradbenega dovoljenja.

Velik vpliv na uspešnost investicije imajo tveganja z negativnimi vplivi na prodajo objektov, saj lahko znižajo prodajno ceno za 416.000 EUR in podaljšajo čas odprodaje za 10,9 mesecev. Med temi tveganji ima največjo jakost tveganja poslovno tveganje, pri katerem je z več vidikov problematičen tudi medsebojni vpliv drugih tveganj. Nekoliko manjši vpliv na uspešnost investicije pa imajo negativni vplivi tveganj, ki vplivajo na gradnjo, in bi lahko zvišali stroške izvajanja za 140.500 EUR, podaljšali rok dokončanja gradnje za 8,4 mesecev, na kakovost gradnje pa imajo le relativno majhen vpliv.

Sklep v zvezi s presojo investicijskega projekta Zbilje je, da lahko podjetje Rima investicijski projekt Zbilje sprejme le v primeru opcije financiranja (b), pri kateri sodeluje na projektu kot enakopraven soinvestitor tudi lastnik zemljišča. Glede načina financiranja je to najdonosnejša in hkrati najmanj tvegana rešitev. Glede na tržno analizo in vrednotenje alternativnih opcij zasnove naselja Zbilje pa predvidena opcija (9 samostojnih hiš in 16 stanovanjskih enot dvojčkov) ni najbolj donosna, niti ni najmanj tvegana, saj je zaradi lokalne konkurence povečana verjetnost slabe prodaje dvojčkov. Najdonosnejša in najmanj tvegana je, v primeru za to pridobljenih vseh potrebnih soglasij, opcija izgradnje varovanih stanovanj in samostojnih hiš. Povsem izvedljiva pa je opcija delitve naselja na del z dvojčki namenjenimi, starejšim ljudem, in del s samostojnimi hišami, namenjenimi mladim družinam, s čimer so povečane tudi prodajne možnosti dvojčkov. Neglede na izbrano zasnovo naselja si mora podjetje prizadevati povečati število donosnejših montažnih hiš ter vztrajati pri vseh načrtovanih dodanih vrednostih hiš in naselja, saj so stroški izvedbe le-teh manjši od možnih zelo obsežnih negativnih vplivov poslovnega tveganja, ki pa ga dodana vrednost celotne ponudbe uspešno zmanjšuje.

8. SKLEP

Namen presoje uspešnosti investicij je zmanjšanje števila slabih investicij in izboljšanje sprejemanja poslovnih odločitev, kar zagotavlja boljšo poslovno uspešnost. Podjetja, ki investirajo v izgradnjo stanovanjskih naselij za trg, so zaradi številnih nepredvidljivih dejavnikov na več področjih in praviloma visoke investicijske vrednosti projekta še toliko bolj izpostavljena pritisku posledic napačnega odločanja, saj lahko le-to pripelje do velikih izgub ali celo stečaja. Zato bi si morala podjetja v ta namen izdelati lasten model, ki na podlagi ocenjevanja najverjetnejših rezultatov investicij v prihodnosti omogoča presojo uspešnosti različnih investicij.

Obstaja več možnosti presoje uspešnosti investicije. Večinoma vsi modeli vključujejo finančno in ekonomsko oceno investicije, priporočljivo pa je, da se izvede tudi analiza tveganja, zlasti identifikacija in vrednotenje tveganja, saj lahko tveganja bistveno vplivajo na slabše rezultate. Poleg tega analiza tveganja omogoči obvladovanje tveganja ali pa vsaj pripravljenost nanj. Nadalje, z namenom proučevanja možnosti doseganja večjega donosa se lahko izvede vrednotenje različnih alternativnih opcij (opcije zasnove naselja, financiranja, idr.). Za najobetavnejše in izvedljive alternativne opcije se nato izvede še presoja uspešnosti z drugih vidikov, saj se lahko alternativna opcija izkaže za uspešnejšo od prvotno predvidene. Zlasti v primeru investiranja v novogradnje za trg je treba vrednotenje alternativnih opcij in tveganj izvesti na podlagi rezultatov analize razmer na trgu nepremičnin, saj so možnosti uspešne prodaje bistvenega pomena za uspešnost celotne investicije.

Izvedena presoja uspešnosti izgradnje naselja montažnih in zidanih hiš na Zbiljah, potrjuje koristnost vseh izvedenih korakov presoje. Slednja dokazuje, da je že sama odločitev sprejeti oz. zavrniti investicijo lahko odvisna od opcije virov financiranja. Podobno tudi različne opcije zasnove naselja povzročajo velike razlike v donosnosti celotnega projekta. Tako se je npr. gradnja dvojčkov izkazala za 30 odstotkov donosnejšo od gradnje samostojnih hiš.

Vsekakor se je treba zavedati, da je izbiro ter obseg vrednotenja in sodila pri presojanju uspešnosti investicije treba prilagoditi konkretni investiciji in podjetju, ki se zanjo odloča. Različne investicije so namreč različno občutljive na spreminjanje dejavnikov, ki vplivajo na njihovo uspešnost. Prav tako so različno izpostavljene tveganjem, omogočajo več ali manj alternativnih opcij itn.. Pridobivanje relevantnih informacij o investiciji pa je povezano z višjimi stroški in zahteva svoj čas. Zato je treba raven informacij, in s tem obsežnost presoje, prilagoditi še sprejemljivim stroškom časa, ki je na razpolago. Oba parametra sta relativna in odvisna od zahtev investitorja, lahko pa tudi od drugih udeležencev na projektu. Najpomembnejše je, da se določi raven informacij, ki zadostuje, da se ob še sprejemljivem tveganju sprejme poslovna odločitev glede obravnavane investicije.

LITERATURA IN VIRI

1. *Annual Review of Project Performance Results: Operations Evaluation Department.* (1990). World Bank.
2. Baker, R.W. (1986). Handling-Uncertainty. *International Journal of Project Management*, 4 (4), 205-210.
3. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2001). *Gradivo za poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Brueggeman, W. & Fisher, J. (1997). *Real Estate Finance and Investments*. Boston: Irwin McGraw-Hill.
5. Bruselj Sloveniji napoveduje precejšnji upočasnitev rasti in visoko inflacijo. (2008, 28. april). *Računovodja*. Najdeno 28. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.racunovodja.com/sta/Novica.aspx?id=110441>
6. Burcar, I. (2005). *Struktura registra rizika kod upravljanja gradževinskim projektima*. Zagreb: Gradževinski fakultet.
7. Burke, R. (1999). *Project Management-Planning & Control Techniques*. (3th ed.). Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
8. Cene in povpraševanje. (2008, 7. marec). *Dobro jutro*. Najdeno 28. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.dobrojutro.net/index.php?stran=novice&tip=4&id=11496>
9. Cirman, A., Čok, M., Lavrač, I. & Zakrajšek, P. (2000). *Poslovanje z nepremičninami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Čibej, A.J. (1997). *Finančna matematika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Fišer, N. (2007). *Analiza investicije v poslovno stanovanjski objekt*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Gazvoda, M. (2001). *Vloga poslovne banke v projektne financiranju*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. *Geodetska uprava RS vzpostavila evidenco trga nepremičnin*. (2007, 21. november). Vlada RS, Ministrstvo za okolje in prostor, sporočila za javnost. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.mop.gov.si/si/novinarsko_sredisce/sporocila_za_javnost/browse/21/?cHash=b5620185c2
14. A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK). (1996). *PMI Standards Committee* (176 str.). Upper Darby: PMI-Project Management Institut.
15. A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK). (2004). *PMI Standards Committee* (390 str.). Newtown Square: PMI-Project Management Institut.
16. *Internetno gradivo podjetja Rima*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.rima.si>
17. *Interno gradivo podjetja Rima* (2008).
18. Jerenjc, G. (2002). *Upravljanje s tveganji pri gradbenih projektih-predlog metodologije*. Ljubljana: Fakulteta za gradbeništvo in geodezijo.
19. Kadunec, V. (2008, 16.marec). Slovenski nepremičninski trg je, kljub težavam v svetu, živahen. *Nedelo*. Najdeno 7. maja 2008 na spletnem naslovu

- http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Nedelo&da=20080316&ed=&pa=6&ar=cacb247e266846d6b2a5fbd79b22935204&fromsearch=1
20. Kavčič, S., Kokotec-Novak, M. & Turk, I. (1998). *Poslovodno računovodstvo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 21. Kos, M. (2003). *Analiza nakupnega odločanja porabnikov na primeru izdelka »po naročilu narejena montažna hiša«*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 22. Kosi, U., Marc, M. & Peljhan, D. (2004). *Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 23. Križnik, G. (2003). *Proces priprave investicijskega projekta stanovanjske gradnje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 24. Kliem, R.L. & Ludin, I.S.(1997). *Reducing Project Risk*. Aldershot: Gower.
 25. LeBron, J. (2008, februar). Analiza preteklih gibanj cen stanovanj v Ljubljani in kratkoročna in dolgoročna napoved/ocena gibanj cen. Najdeno 7. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si>
 26. Levy, H. & Sarnat, M. (1994). *Capital Investment and Financial Decisions*. (5th ed.). Cambridge: Prentice Hall International Ltd.
 27. Loch, C.H., DeMeyer, A. & Pich, M.T. (2006). *Managing the Unknown (A new Approach to Managing High Uncertainty and Risk in projects)*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
 28. Lumby, S. (1994). *Investment Appraisal and Final Decisions*. London: Capman&Hall.
 29. Lužnik Pregl, R. & Križaj Bonač, G. (1991). *Priročnik za izdelavo investicijskega programa*. Ljubljana: Inštitut za ekonomiko investicij, Ljubljanska banka d.d.
 30. Mrak, Mojmir, Gazvoda, M. & Mrak, Maruša. (2005). *Projektno financiranje: Alternativna oblika financiranja infrastrukturnih projektov*. Ljubljana: Služba vlade RS za lokalno samoupravo in regionalno politiko.
 31. Mramor, D. (1998). *Poglavja iz poslovnih financ 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 32. *Nasveti [spletni portal Slonep]*. Najdeno 20. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?view=vodic&direct=326&lev0=1&lev1=10&lang=&lev2=62&lev3=&filt=>
 33. *Nepremičninski trg (splošne zakonitosti)*. Najdeno 20. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=3&lang=&lev2=101&lev3=2607>
 34. Pahor, P. (2008, 5. maj). Cene stanovanj se obračajo navzdol. *Dnevnik*. Najdeno 8. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/novice/slovenija/316909>
 35. Perry, J.G. & Hayes, R.W. (1985, June). Risk and its Management in Construction Projects. Proceedings Institute of Civil Engineers. *Engineering Management Group*, 78, 499-521.
 36. Petavs, S. (2008, 13. maj). Ljubljana ne razume urbane ekonomike. *Finance*. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/212695?src=pj130508>
 37. Petrič, M. (2005). *Notranje podjetništvo in projektni management v slovenskih gradbenih projektih*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 38. Prelec, M. (2005). *Obvladovanje tveganj projektov v podjetju Iskratel*. Kranj: Fakulteta za organizacijske vede.

39. *Priročnik za izdelavo analize stroškov in koristi investicijskih projektov*. (2004). Strukturni skladi-ESRR, Kohezijski sklad in ISPA. Najdeno 4. decembra 2007 na spletnem naslovu <http://euskladi.gov.si/skladi/3dok/dn6024.pdf>
40. Puschner, M. (2008a, 24. april). Oglaševane cene hiš v Ljubljani in njeni okolici. *Slonep*. Najdeno 25. aprila na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=3&lev2=45&view=novice&direct=9463&arhiv=2008>
41. Puschner, M. (2008b, 22. april). Oglaševane cene stanovanj v Ljubljani in njeni okolici. *Slonep*. Najdeno 25. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=3&lev2=45&view=novice&direct=9461&arhiv=2008>
42. Puschner, M. (2008c, 23. april). Oglaševane cene zazidljivih zemljišč v Ljubljani in njeni okolici. *Slonep*. Najdeno 25. aprila na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=3&lev2=45&view=novice&direct=9462&arhiv=2008>
43. Pyhrr, S.A. (1989). *Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decision*. (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
44. Radujković, M. (2000, januar). Upravljanje s tveganjem pri gradbenih projektih. *Gradbeni Vestnik*, 49, 2-10.
45. Senjur, M. (1993). *Gospodarska rast in razvojna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
46. Srdić, A. (2005). *Uporaba teorije mehke logike za modeliranje negotovosti pri vodenju projektov v gradbeništvu*. Ljubljana: Fakulteta za gradbeništvo in geodezijo.
47. Stare, A. (2004). Koristi obvladovanja tveganj pri projektih. *Projektna mreža Slovenije*, 7 (1), 10-14.
48. Stvarnopravni zakonik. (2002). *Uradni list RS*. (Št. 87/2002, 17. oktober 2002).
49. Šašel, G. (2006). Razlika med oglaševalno in dejansko ceno nepremičnine. *Slonep*. Najdeno 25. aprila na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?view=vodic&direct=267&lev0=1&lev1=4&lang=&lev2=45&lev3=&>
50. Tomažič, J. (2008, 20. maj). Banka Slovenije napoveduje dražja posojila in svari pred švicarskimi franki. *Finance*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/213349?src=pj200508>
51. Vidič, N. (2004). *Problematika nepremičninskega trga v RS*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Vrednost opravljenih gradbenih del, marec 2008. (2008). *Statistične informacije*. Statistični urad Republike Slovenije. Najdeno 10. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=1627
53. Zakon o varstvu kupcev. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 18/2004, 27. februar 2004).
54. Zupančič, D., Srdić, A., Nikić, R. & Radujković, M. (2000a). Upravljanje s tveganjem pri projektih v cestogradnji. 5. *Slovenski kongres o cestah in prometu* (str. 1-8). Bled: Družba za raziskave v cestni in prometni stroki Slovenije.
55. Zupančič, D., Srdić, A., Nagode, P., Lipar, P., Nikić, R. & Radujković, M. (2000b). *Upravljanje z rizikom pri gradbenih projektih v cestogradnji*. Ljubljana: Fakulteta za gradbeništvo in geodezijo (naročnik-Ministrstvo za promet in zveze).