
KODEKS POSLOVNOFINANČNIH NAČEL

VSEBINA

UVOD

0. OPREDELITVE TEMELJNIH POJMOV

1. NAČELA O FINANČNI POLITIKI IN FINANČNI FUNKCIJI

- A. Splošno
- B. Odločanje
- C. Informiranje
- Č. Izvajanje

2. SPLOŠNA POSLOVNOFINANČNA NAČELA

- A. Odločanje
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

3. NAČELA DOLGOROČNEGA INVESTIRANJA

- A. Odločanje
 - Splošno
 - Odločanje o dolgoročnem investiranju*
 - Odločanje o dolgoročnem dezinvestiranju*
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

4. NAČELA DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA

- A. Odločanje
 - Splošno*
 - Najugodnejša (optimalna) struktura kapitala*
 - Financiranje z lastniškim kapitalom*
 - Financiranje z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom*
 - Hibridno financiranje*
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

5. NAČELA PLAČILNE SPOSOBNOSTI PODJETJA

I. NAČELA KRATKOROČNE PLAČILNE SPOSOBNOSTI PODJETJA

- A. Odločanje
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

II. NAČELA DOLGOROČNE PLAČILNE SPOSOBNOSTI PODJETJA

- A. Odločanje
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

6. NAČELA KRATKOROČNEGA INVESTIRANJA

- A. Odločanje
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

7. NAČELA KRATKOROČNEGA FINANCIRANJA

- A. Odločanje
- B. Informiranje
- C. Izvajanje

-
8. NAČELA ORGANIZIRANOSTI FINANČNE FUNKCIJE
 - A. Odločanje
 - B. Informiranje
 - C. Izvajanje
 9. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V BANKAH IN DRUGIH FINANČNIH ORGANIZACIJAH
 - A. Splošno
 - B. Odločanje
 - Načela investiranja*
 - Načela financiranja*
 - Načela plačilne sposobnosti finančnih organizacij*
 - Načela organiziranosti finančne funkcije*
 - C. Informiranje
 - Č. Izvajanje
 10. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V ZAVAROVALNICAH
 11. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V INVESTICIJSKIH SKLADIH
 12. POSLOVNOFINANČNA NAČELA PRI PREVZEMU, ZDRUŽITVI IN RAZDRUŽITVI PODJETIJ
 13. POSLOVNOFINANČNA NAČELA PRI STEČAJU IN LIKVIDACIJI PODJETIJ

UVOD

Poslovnofinančna načela so **celovit in strnjen zapis** pravil o organiziranju in delovanju finančne funkcije, logiki finančnega odločanja, oblikovanju informacij zanj ter izvajanju finančnih odločitev.

Načela podrobneje razdeljujejo, kjer je to možno in ima pomen, **poslovnofinančni standardi**.

Poslovnofinančna načela se nanašajo na vse kapitalske družbe in organizacije, ki poslujejo po načelih kapitalskih družb. Vsako od njih v tem kodeksu imenujemo **podjetje**. Za druge poslovne osebe je treba načela prilagoditi oziroma jih je zanje možno uporabljati le v omejenem obsegu, odvisno od tega, koliko se njihova poslovna politika razlikuje od poslovne politike kapitalskih družb.

Načela naj bi bila zlasti

- pomoč nosilcem in izvajalcem finančne funkcije pri njihovem odgovornem delu in njihovi ustvarjalnosti,
- podpora pri prenosu teoretičnih dosežkov v prakso in usposabljanju mlajših strokovnjakov,
- prispevek k uveljavitvi strokovnih norm kot sestavnega dela razvitega družbenega sistema,
- strokovna podlaga pri oblikovanju predpisov,
- prispevek k izboljšanju slovenskega finančnega izrazja,
- podlaga za oblikovanje poslovnofinančnih standardov,
- podpora razvoju finančne stroke v Republiki Sloveniji.

Poglavja kodeksa si sledijo po temeljni logiki načrtovanja poslovanja in financiranja podjetja od finančne politike, dolgoročnega investiranja in financiranja, plačilne sposobnosti podjetja, kratkoročnega investiranja in financiranja do organiziranosti finančne funkcije. Dodana so poglavja o finančnih načelih v posebnih oblikah podjetij (bankah, zavarovalnicah, skladih) za posebne vrste poslovnih dogodkov (prevzeme, združitve, razdružitve, stečaje, likvidacije).

Pri procesnem razumevanju poslovnega sistema se prepletajo odločevalni, informacijski in izvajalni proces, ki so vsak zase delni sistem podjetja kot poslovnega sistema. Povsem podobno lahko obravnavamo temeljne poslovne funkcije podjetja, torej tudi finančno. Zato so načela po posameznih poglavjih opredeljena tako glede na odločanje kot tudi glede na informiranje in izvajanje. Tako je sicer obsežno gradivo kolikor toliko pregledno urejeno.

Načela dosledno zasledujejo finančno funkcijo; razlike glede na računovodsko obravnavanje ali morebitne povezave z njim so po potrebi posebej izkazane.

Predpoglavje kodeksa vsebuje **opredelitve temeljnih pojmov**. Tako naj bi nadaljnje besedilo razbremenili pojasnjevanja temeljnih izrazov.

Prvo poglavje vsebuje **načela o finančni politiki in finančni funkciji**; njegov namen je opredeliti mesto in vlogo finančne politike in finančne funkcije v podjetju, pri čemer izhaja iz ciljev podjetja in finančne funkcije.

Drugo poglavje vsebuje **splošna poslovnofinančna načela**, ki so običajno skupna vsem dejavnostim podjetja na finančnem področju in so temeljni zbir poslovnofinančnih načel podjetja.

Tretje poglavje vsebuje **načela dolgoročnega investiranja**, ki zajemajo finančno logiko odločanja ter finančno informiranje in izvajanje financiranja v zvezi z dolgoročnimi

naložbami. Slednje običajno pomenijo največje tveganje v poslovanju, zato je izvajanje teh načel še toliko pomembnejše.

Četrto poglavje vsebuje **načela dolgoročnega financiranja**, ki predstavljajo najpomembnejše področje financiranja podjetja.

Peto poglavje vsebuje **načela plačilne sposobnosti podjetja**, in sicer ločeno načela kratkoročne in načela dolgoročne plačilne sposobnosti. Njihova pomembnost temelji na dejstvu, da je temeljni cilj finančne funkcije zagotavljanje kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja.

Šesto poglavje vsebuje **načela kratkoročnega investiranja**. Skupaj z načeli dolgoročnega investiranja predstavljajo načela za ravnanje s sredstvi podjetja.

Sedmo poglavje vsebuje **načela kratkoročnega financiranja**. Skupaj z načeli dolgoročnega financiranja predstavljajo načela za ravnanje z obveznostmi do virov sredstev podjetja.

Osmo poglavje vsebuje **načela organiziranosti finančne funkcije**, da bi lahko učinkovito in uspešno izpolnjevala svoje naloge v podjetju in s tem prispevala h konkurenčnosti podjetja kot celote.

Deveto poglavje vsebuje **poslovnofinančna načela v bankah in drugih finančnih organizacijah**. Našteta so le tista, ki se zaradi posebnosti dejavnosti bank in finančnih organizacij nekoliko odmikajo od načel v prejšnjih poglavjih ali imajo drugačno težo.

Deseto poglavje vsebuje **poslovnofinančna načela v zavarovalnicah**; opredeljujejo posebnosti zavarovalništva iz finančnega zornega kota.

Enajsto poglavje vsebuje **poslovnofinančna načela v investicijskih skladih**; opredeljujejo posebnosti investicijskih skladov iz finančnega zornega kota.

Dvanajsto poglavje vsebuje **poslovnofinančna načela pri prevzemu, združitvi in razdružitvi podjetij**. Ti poslovni dogodki imajo poleg drugih tudi pomembne finančne razsežnosti, na katere opozarjajo ta načela.

Trinajsto poglavje vsebuje **poslovnofinančna načela pri stečaju in likvidaciji podjetij**; opredeljujejo finančne razsežnosti stečaja in likvidacije podjetja.

0. OPREDELITVE TEMELJNIH POJMOV

0.1. Finančni položaj je stanje podjetja tako glede na preteklo doseganje njegovih finančnih ciljev kot tudi glede na sposobnost prihodnjega doseganja teh ciljev.

Posebej je pomembno obravnavanje finančnega položaja glede na ročnost (kratkoročni in dolgoročni) in glede na informacijsko osnovo (bilančni in zunajbilančni).

0.2. Finančni inštrument je vsaka pogodba, katere uporaba sproži poslovni tok.

0.3. Poslovni tok je vsaka sprememba bilančnih ali zunajbilančnih sredstev in/ali obveznosti do virov sredstev.

0.4. Zunajbilančni finančni inštrument je vsak finančni inštrument, katerega uporaba sproži zunajbilančni tok.

0.5. Zunajbilančni tok je tisti poslovni tok, ki ni izkazan (ali pa ne v celoti) v temeljnih računovodskih izkazih podjetja.

0.6. Viri financiranja so pravne ali fizične osebe, pri katerih si podjetje priskrbuje sredstva.

0.7. Sredstva so poleg finančnih še vsa druga poslovna sredstva in pravice do sredstev ali zamenjave teh. So dejavnik, ki bo verjetno podjetju v prihodnosti prinesel gospodarsko korist.

0.8. Finančna sredstva so poleg likvidnih sredstev še vse druge terjatve, ki se izpolnjujejo v denarju, tudi lastniške terjatve in pravice do drugih terjatev ali zamenjave teh.

0.9. Likvidna sredstva so poleg denarja še kratkoročne terjatve, ki jih je mogoče zanesljivo sproti preoblikovati v denar oziroma uporabljati za plačevanje (na primer plačilne ali kreditne kartice), pa tudi sproti vnovčljive vrednostnice (sproti vnovčljivi vrednostni papirji) in druge pravice do vnovčljivih vrednostnic (vnovčljivih vrednostnih papirjev) ali terjatev ter pravice do zamenjave vnovčljivih vrednostnic (vnovčljivih vrednostnih papirjev) ali terjatev.

0.10. Vrednostnica (vrednostni papir) je listina (ki ni nujno na papirju), s katero se izdajatelj zavezuje, da bo, ko mu bo predložena, izpolnil z nje izhajajočo obveznost v denarju njenemu zakonitemu imetniku.

0.11. Denar je poleg gotovine glede na možnosti plačevanja tudi depozitni denar (vloge pri bankah, s katerimi se lahko plačuje) ter pogodbeno dogovorjena pravica do črpanja posojila in druge pravice do prejema denarja.

0.12. Gotovina so bankovci in kovanci, ki v skladu s predpisi veljajo za plačilno sredstvo.

0.13. Finančni tokovi so tokovi (pritoki in odtoki) vseh sredstev in z njimi povezani tokovi obveznosti do virov sredstev razen poslovnoizidnih tokov.

0.14. Poslovnoizidni tokovi so prihodki in odhodki, ki vplivajo na poslovni izid podjetja.

0.15. Denarni tokovi so prejemki, ki povečujejo stanje denarja podjetja, in izdatki, ki zmanjšujejo stanje denarja podjetja.

0.16. Tokovi gibanja sredstev so tokovi priskrbe in porabe sredstev podjetja v izbranem obdobju.

0.17. Donos je razlika med prejemki in izdatki v zvezi s posamezno naložbo. To je število denarnih enot nad številom denarnih enot naložbe, zapadle v plačilo, ki jih prejme investitor v določenem obdobju. Donos je običajno v obliki obresti, dividend ali kapitalskega dobička.

0.18. Donosnost je delež donosa v naložbi. Običajno se računa za leto dni. Praviloma se izkazuje (odvisno od investitorja) kot:

- donosnost lastniškega kapitala,
- donosnost dolgovanega (dolžniškega) kapitala,
- donosnost vseh sredstev podjetja.

0.19. Kapital v poslovnofinančnem pomenu je stanje celotnega dolgoročnega financiranja podjetja.

0.20. Obratni kapital je presežek kapitala nad dolgoročnimi naložbami podjetja.

0.21. Dolgoročno v poslovnofinančnem pomenu je vse, za kar lahko upravičeno pričakujemo, da bo trajalo več kot leto dni. V nekaterih primerih (odvisno od namena informacije oziroma odločitve) je treba pričakovati, da bo trajalo tudi več let.

0.22. Kratkoročno v poslovnofinančnem pomenu je vse, kar ni dolgoročno.

0.23. Finančno načrtovanje je proces načrtovanja načinov za doseganje finančnih ciljev.

1. NAČELA O FINANČNI POLITIKI IN FINANČNI FUNKCIJI

A. Splošno

1.1. Podjetje povezuje interese več družbenih skupin.

- **Lastniki** želijo predvsem kar največje povečanje (maksimiranje) vrednosti svojega premoženja, investiranega v podjetje.

-
- **Vodstvo** želi kar najbolj povečati (maksimirati) materialne koristi in ugled podjetja ob njegovi uspešni dolgoročni rasti.
 - **Zaposleni** želijo kar najbolj povečati (maksimirati) materialne koristi ob dobrih delovnih razmerah in stalnosti zaposlitve.
 - **Tržni udeleženci** želijo kot odjemalci ali dobavitelji podjetja njegov dolgoročen obstoj in razvoj zaradi pokrivanja tržnih potreb.
 - **Finančni udeleženci** želijo zadostno plačilno sposobnost in finančno moč podjetja tako zaradi aktivnega kot tudi zaradi pasivnega financiranja.
 - **Država, družba in javnost** želijo kakovostno zadovoljevanje potreb udeležencev in usklajenost s strukturami v družbi, čim večji prispevek podjetja k financiranju državnih in družbenih institucij ter zaposlenosti v državi ob čim manjši obremenitvi okolja.

1.2. Lastniški interes je v podjetju prevladujoč, vendar je praviloma omejen z zadovoljivim doseganjem ciljev preostalih skupin. Zato je v tržnem gospodarstvu temeljni cilj podjetja **dolgoročna rast ob doseganju največje tržne vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala (maksimiranju te vrednosti).**

1.3. Finančna funkcija je ena temeljnih poslovnih funkcij. Podjetje, ki je ne obvladuje, izgublja del svojega podjetništva in se približuje inštrumentalnemu sistemu. Najpomembnejša značilnost finančne funkcije je tesna povezanost z drugimi temeljnimi poslovnimi funkcijami, saj ima vsaka poslovna odločitev finančne posledice. Od tod izvira tudi pomen finančne politike podjetja.

1.4. Finančna politika obsega določanje in uresničevanje finančnih ciljev v okviru poslovne politike podjetja. Temeljni cilji finančne politike izhajajo iz posrednega in neposrednih ciljev finančne funkcije.

1.5. Posredni cilj finančne funkcije je istoveten s temeljnim ciljem podjetja, kar velja tudi za druge temeljne poslovne funkcije. **Neposredni cilji finančne funkcije**, s tem pa tudi finančne politike, so

1. zagotavljanje najugodnejše (optimalne) kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja,
2. prispevanje k dolgoročni donosnosti lastniškega kapitala,
3. prispevanje k zmanjšanju tveganja v poslovanju,
4. prispevanje k poslovni neodvisnosti podjetja.

B. Odločanje

1.6. Finančna politika se udejanja z

- odločanjem o temeljnih ciljih finančne funkcije,
- izbiranjem finančne strategije in taktike,
- uporabo poslovnofinančnih načel.

1.7. Finančna strategija je določanje smeri delovanja za uresničevanje temeljnih finančnih ciljev.

1.8. Finančna taktika je izbiranje poti, ukrepov in metod za uresničevanje finančne strategije.

1.9. Finančna konkurenčnost je rezultat finančne politike in celovit prispevek finančne funkcije h konkurenčnosti podjetja kot celote. Ta prispevek je odvisen od usklajenosti finančne strategije s strategijo podjetja tako na temeljni in razvojni kot tudi na sprotni ravni.

1.10. Dejavnosti finančne funkcije so predvsem

-
- predložitev načrtov financiranja podjetja in njihova uresničitve;
 - predložitev in izvedba finančnih odločitev podjetja; pri odločitvah o nefinančnih naložbah (opredmetenih osnovnih sredstvih, neopredmetenih dolgoročnih sredstvih, zalogah, terjatvah do kupcev) se finančna funkcija omejuje predvsem na njihovo finančno ovrednotenje; finančno ovrednotenje je ovrednotenje glede na plačilno sposobnost podjetja, donosnost, tveganje in neodvisnost poslovanja podjetja;
 - izvedba plačilnega prometa v podjetju.

1.11. Velika odgovornost finančne funkcije za dolgoročno uspešnost poslovanja se kaže v **temeljni odgovornosti za plačilno sposobnost podjetja**. Njene dejavnosti in odgovornosti so zato

- pravočasna ocenitev finančnega položaja v preteklosti (z analizo njegovega stanja in spreminjanja, z ugotovitvijo pozitivnih in negativnih gibanj ter s predložitvijo ukrepov),
- uvedba in izvedba procesa finančnega načrtovanja,
- ocenitev finančnega načrtovanja ter predložitev in izvedba ustreznih ukrepov,
- finančno ovrednotenje vseh poslovnih odločitev podjetja.

C. Informiranje

1.12. Za uspešno izvajanje finančne politike v podjetju je potreben ustrezen informacijski sistem, ki je sestavni del informacijskega sistema podjetja. Informacijski sistem za potrebe finančnega odločanja

- zbira, arhivira in obdeluje podatke, ki so glede na izvor zunanji in notranji, glede na čas pa pretekli in prihodnji,
- zbira, arhivira in oblikuje informacije za finančno odločanje,
- zbira, arhivira in oblikuje informacije o izvajanju finančnih odločitev,
- zbira, arhivira in oblikuje informacije o uspešnosti finančnih odločitev.

1.13. Računovodska funkcija kot temeljna informacijska funkcija v podjetju (z obravnavanjem podatkov tako o preteklosti kot tudi o prihodnosti in z računovodskim analiziranjem) zagotavlja zelo pomemben del podatkov in informacij za finančno odločanje, ne pa vseh.

Pri tem je treba upoštevati, da so računovodski podatki le rezultat uporabe izbranih računovodskih načel in standardov. Zato je pri finančnem odločanju nujno potrebno poznavanje logike nastanka računovodskih podatkov.

Morebitna sprememba računovodskih standardov (ali pa sprememba računovodskih usmeritev) sicer spremeni računovodske podatke, ne pa tudi finančnega položaja podjetja (razen če vpliva na spremembo davčne osnove).

1.14. Temeljno načelo finančnega vrednotenja tako naložbe kot tudi obveznosti podjetja ali kateregakoli finančnega inštrumenta je sedanja vrednost denarnega toka, ki iz njega izhaja.

D. Izvajanje

1.15. O finančni politiki praviloma odločajo lastniki oziroma organi upravljanja, zasnujejo in predlagajo pa jo običajno vodstvo in strokovne službe podjetja.

1.16. Finančno politiko izvaja celotna finančna funkcija podjetja, ki prežema tudi preostale poslovne funkcije. Zato vodja finančne funkcije ni le vodja finančne službe, temveč tudi usklajevalec vseh finančnih odločitev v podjetju, s tem pa tudi odgovorni izvajalec finančne politike podjetja.

1.17. Temeljna inštrumenta za zagotavljanje učinkovitosti finančne funkcije pri izvajanju finančne politike sta zlasti

- ustrezna formalna ureditev v splošnih aktih in organizacijskih navodilih,
- uvedba in izvedba ustreznega procesa finančnega načrtovanja.

2. SPLOŠNA POSLOVNOFINANČNA NAČELA

A. Odločanje

2.1. V skladu s cilji finančne funkcije se **finančno odločanje** v podjetju nanaša na

1. investiranje,
2. financiranje,
3. plačilno sposobnost podjetja,
4. obvladovanje tveganja,
5. poslovno neodvisnost,
6. organiziranost finančne funkcije.

(Načelo vsebine finančnega odločanja)

2.2. Podjetje **investira** v tiste posle, pri katerih se dosega največja neto sedanja vrednost, ki omogoča največjo (maksimalno) rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala. (Načelo najugodnejšega /optimalnega/ investiranja)

Upoštevati je treba **tveganje pri investiranju**, torej verjetnost, da bodo dejanski donosi drugačni od načrtovanih. Podjetje zmanjšuje tako tveganje z razpršenostjo in s skrbno izbiro naložb.

2.3. Podjetje se **financira** iz virov financiranja s tako strukturo, ki omogoča največjo (maksimalno) rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala. (Načelo najugodnejšega /optimalnega/ financiranja)

Tveganje pri plačilni sposobnosti je verjetnost, da podjetje ne bo sposobno poravnati v plačilo zapadlih obveznosti. Podjetje zmanjšuje tako tveganje z oblikovanjem ustrezne likvidnostne rezerve.

Tveganje pri financiranju je verjetnost, da bodo dejanski izdatki v zvezi s financiranjem drugačni od načrtovanih. Podjetje zmanjšuje tako tveganje z upoštevanjem strukture, rokov in vrste naložb ter z uporabo ustreznih finančnih inštrumentov.

2.4. Podjetje mora pri poslovanju skrbeti, da je v vsakem trenutku svoje življenjske dobe sposobno **poravnati v plačilo zapadle obveznosti**. (Načelo plačilne sposobnosti podjetja)

2.5. Podjetje se izpostavlja tveganju pri vsakem sklepanju tekočih poslov. Tudi **tveganje pri tekočem poslovanju** lahko podjetje obvladuje z nakupi ali prodajami ustreznih finančnih inštrumentov. Zato je potrebno tesno sodelovanje finančne in preostalih poslovnih funkcij. (Načelo obvladovanja tveganja pri tekočem poslovanju)

2.6. Poslovna odvisnost je lahko povezana tudi z načinom financiranja podjetja. Pri odločanju o financiranju je treba pretehtati vse pogoje, ki jih postavljajo upniki ali investitorji. (Načelo prispevanja k poslovni neodvisnosti)

2.7. Odločitve v zvezi z **organiziranostjo finančne funkcije** morajo prispevati k njeni učinkovitosti in podpirati doseganje njenih ciljev, upoštevati pa morajo tudi razpoložljive opredmetene in neopredmetene dejavnike. (Načelo odločanja o organiziranosti finančne funkcije)

2.8. Pri finančnem odločanju je treba upoštevati različno sedanjo vrednost nominalno enakih pritokov in odtokov **v različnih časovnih obdobjih**. (Načelo časovne vrednosti denarja)

2.9. Podjetje mora skrbeti za sposobnost sredstev za njihovo preoblikovanje (**preoblikovalnost sredstev**). (Načelo likvidnosti sredstev glede na dinamičnost)

Sredstva podjetja so v različnih trenutkih različno oddaljena od denarne oblike (**stopnja vnovčljivosti sredstev**). Podjetje mora skrbeti za njihovo ustrezno strukturo. (Načelo likvidnosti sredstev glede na statičnost)

2.10. Denar se pri poslovanju preoblikuje v druge oblike sredstev. Ne glede na to, na kateri stopnji oziroma v kakšni obliki so sredstva, se iz finančnega zornega kota opazujejo kot **preoblikovani denar**. (Načelo finančnega dojemanja sredstev)

2.11. Poslovanje in stanje podjetja se finančno dojemata na podlagi denarnih in finančnih **tokov** ter njihovega vpliva na njegov finančni položaj. (Načelo finančnega dojemanja poslovanja in njegovih izidov)

2.12. Vsaka poslovna odločitev ima **finančne posledice**, ki jih je treba pri odločanju nujno upoštevati. Če se porabi več sredstev, kot jih je na voljo, nastane neka oblika zadolžitve, ki zahteva vračilo neokrnjene vrednosti začasno pridobljenih sredstev. (Načelo finančne vestnosti)

2.13. Pri razpolaganju s sredstvi mora podjetje upoštevati veljavne predpise, notranje akte ter druge **norme poslovnega in finančnega obnašanja**. (Načelo normativnosti)

B. Informiranje

2.14. Kadar v razmerah inflacije **primerjamo denarno izražene podatke iz različnih časovnih obdobj**, jih lahko primerjamo le po njihovi sedanji vrednosti, torej z ustreznim ponovnim vrednotenjem (revaloriziranjem) podatkov iz preteklih obdobj. (Načelo realno primerljivih podatkov)

2.15. Informacije o spremembah posamezne finančne kategorije morajo vsebovati razlago o vzrokih zanje. Pri tem je treba vedno podati vsebinsko, in ne računsko-tehnične razlage. Le vsebinska razlaga opredeljuje tudi področja nadaljnjih možnih ukrepov. (Načelo oblikovanja informacij o vzročnosti)

2.16. Upoštevati je treba, da je sprememba posamezne finančne kategorije običajno **rezultat različnih vplivov**, ki jih je treba opredeliti in ovrednotiti. (Načelo oblikovanja informacij o soodvisnosti)

2.17. Ugotovitve **na podlagi posameznih kazalnikov** je treba vedno preveriti z drugimi ustreznimi informacijami, ki iz drugih zornih kotov obravnavajo predmet analiziranja. Te lahko ovržejo ali potrdijo prvotne ugotovitve. (Načelo vzajemnosti sklopa informacij)

2.18. Izrazna moč sklopa ustrezno povezanih informacij je praviloma večja od skupine nepovezanih informacij. (Načelo sinergije sklopa informacij)

2.19. Pred finančnim analiziranjem in oblikovanjem informacij je treba **kritično preveriti podatke** vsaj glede na to, ali

- so razpoložljivi podatki tudi potrebni za namen analiziranja,
- so razpoložljivi podatki zadostni za namen analiziranja,
- so razpoložljivi podatki med seboj primerljivi in usklajeni,
- so razpoložljivi podatki izvorni ali pa so poprej že obdelani, in če so, na kakšen način,
- je posledica načina pridobivanja podatkov njihova neprimerljivost ali manjša izrazna moč (na primer menjavanje računovodskih usmeritev),
- so razpoložljivi podatki preveč sintetizirani in ni možna dovolj poglobljena analiza.

(Načelo vsebine podatkov)

2.20. Informacije je treba **oblikovati** na način in v obliki, ki jo uporabnik razume. (Načelo razumljivosti informacij)

2.21. Kljub morebitnim težavam zaradi spremenjenega načina zbiranja, obdelovanja ali različnih virov podatkov je treba zagotoviti **primerljivost temeljnih informacij** o finančnem položaju. (Načelo primerljivosti informacij)

2.22. Pri oblikovanju informacij je treba zagotoviti in upoštevati njihov **namen**. Sprememba namena praviloma zahteva spremembo informacije. (Načelo usmerjenosti informacij)

2.23. Rezultat analiziranja, ki mu analitik ne more dati **jasne izrazne moči** v pomenu koristne informacije, je nepotreben in odveč. (Načelo racionalnosti informacij)

2.24. Časovno ponavljajoče se informacije naj bodo oblikovane standardizirano, **standardizirati** pa jih je treba tudi po njihovem namenu. (Načelo standardiziranja informacij)

C. Izvajanje

2.25. Naloge finančne funkcije je treba obravnavati glede na odločanje, informiranje in izvajanje, sicer jih ne moremo zajeti **celovito**. (Načelo celovitosti finančne funkcije)

2.26. Posredni, če ga ni, pa neposredni vodja organizacijske enote finančne službe je hkrati tudi **vodja finančne funkcije** v podjetju. Če so pristojnosti pri razpolaganju s finančnimi sredstvi delegirane na druge, kar opredeljujejo splošni akti in/ali poslovni načrt, je vodja finančne funkcije tudi usklajevalec teh dejavnosti. (Načelo vodenja finančne funkcije)

2.27. Organiziranost organizacijske enote finančne službe mora najučinkoviteje podpirati izvajanje finančnih odločitev ob čim manjših splošnih stroških podjetja. Zato je treba pri tem upoštevati naloge finančne funkcije ter organizacijske, kadrovske, poslovne, finančne in druge posebnosti podjetja in njegovega okolja. (Načelo organiziranosti finančne službe)

2.28. Finančna funkcija se lahko v podjetju razvija bolj ali manj usklajeno z razvojem podjetja; na to lahko podjetje bistveno vpliva. Na drugi strani pa lahko **razvitost finančne funkcije**, zlasti glede sposobnosti in znanja, bistveno vpliva na nadaljnjo uspešnost razvoja podjetja. (Načelo razvoja finančne funkcije)

3. NAČELA DOLGOROČNEGA INVESTIRANJA

A. Odločanje

Splošno

3.1. Dolgoročno investiranje vodi do odločitev o dolgoročnih naložbah (v stalna sredstva in dolgoročne terjatve iz poslovanja). Pri tem mora podjetje upoštevati načela dolgoročnega investiranja, ki pa vsebujejo tudi načela dolgoročnega dezinvestiranja.

3.2. Dolgoročno investiranje pomeni zlasti naložbe v

- neopredmetena dolgoročna sredstva,
- opredmetena osnovna sredstva,
- dolgoročne finančne naložbe,
- dolgoročne terjatve iz poslovanja.

Neopredmetena dolgoročna sredstva in opredmetena osnovna sredstva skupaj predstavljajo **osnovna sredstva**.

Dolgoročno dezinvestiranje je nasprotni proces, torej vsako zmanjševanje naštetih kategorij.

Odločanje o dolgoročnem investiranju

3.3. Neopredmetena dolgoročna sredstva lahko, gledano finančno, delimo v dve skupini, in sicer v

- naložbe v pridobitev materialnih pravic,
- dolgoročno vračunljive stroške.

Materialne pravice (koncesija, patent, licenca, blagovna znamka, dobro ime) so naložbe, ki predpostavljajo povečevanje prihodka in dobička podjetja z izkoriščanjem teh pravic. Odločanje o teh naložbah je podobno odločanju o naložbah v opredmetena osnovna sredstva.

Dolgoročno vračunljivi stroški (dolgoročno razmejeni organizacijski in/ali razvojni stroški ter druge dolgoročno razmejene postavke) pogosto vsebujejo večje tveganje glede pozitivnih finančnih učinkov in so zato, gledano računovodsko, bolj podobni aktivnim časovnim razmejitevam, čeprav se od njih finančno razlikujejo zaradi možnosti (in pričakovanja) prihodnjih denarnih tokov.

3.4. Opredmetena osnovna sredstva so opredmetena dolgoročna sredstva (zemljišča, zgradbe, oprema, osnovna čreda, večletni nasadi) in so običajno najpogostejša dolgoročna naložba podjetij. Zanje je značilno (kot tudi za nekatera neopredmetena dolgoročna sredstva), da se ob njihovi vključitvi v poslovanje zaradi povečanja njegovega obsega povečajo tudi trajno vezana sredstva v kratkoročnih naložbah podjetja. Zato je treba to predvideti tudi v naložbenem projektu in zagotoviti ustrezne dodatne vire financiranja. To je neke vrste “dolgoročna naložba v obratna sredstva” (glejte načela o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja).

Glede na namen ločimo te vrste naložb v osnovna sredstva:

- nadomestitev s ciljem vzdrževanja poslovanja,
- nadomestitev s ciljem zmanjševanja stroškov,
- povečanje proizvodnje obstoječih proizvodov ali storitev,
- uvedba proizvodnje novih proizvodov ali storitev,
- naložbe v varstvo okolja in varnost,
- druge naložbe.

Odkupljene lastne delnice se ne štejejo kot dolgoročna finančna naložba (glejte poglavje 6), ker, gledano poslovnofinančno, zmanjšujejo lastniški kapital.

3.5. Dolgoročne finančne naložbe je treba finančno obravnavati v dveh skupinah. Ti sta

- dolgoročne lastniške naložbe,
- dolgoročne dolgovane (dolžniške) naložbe.

Dolgoročne lastniške naložbe so običajno bolj tvegane, zato predstavljajo manj opredeljen, vendar v prihodnosti časovno neomejen denarni tok. Odločitve o investiranju v dolgoročne lastniške naložbe praviloma kažejo strateške poslovne interese, ki jih podjetje skuša dosežati tudi z upravljanjem.

Dolgoročne dolgovane (dolžniške) naložbe so običajno manj tvegane, zato predstavljajo bolj opredeljen, vendar v prihodnosti časovno omejen denarni tok.

Lastniške in dolgovane (dolžniške) naložbe je včasih težko razlikovati, zlasti zaradi razvoja novih finančnih instrumentov (na primer zamenljivih obveznic). Pri odločanju je treba upoštevati njihovo finančno vsebino, in ne le formalno obliko.

3.6. Dolgoročne terjatve iz poslovanja so, gledano finančno, podobne dolgoročnim dolgovanim (dolžniškim) naložbam; oboje lahko obravnavamo enako.

Glede na način nastanka ločimo

-
- dolgoročne terjatve zaradi prodaje na dolgoročno odloženo plačilo,
 - dolgoročne terjatve zaradi dolgoročnega finančnega najema.

Pogosto je možno take terjatve vnovčiti pred njihovo zapadlostjo v plačilo, če so zavarovane z ustreznimi instrumenti (menico, akreditivom).

3.7. Vse odločitve o dolgoročnih naložbah je treba pretehtati glede

- vpliva na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja,
- vpliva na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja,
- donosnosti in tveganja teh naložb.

Rezultat vseh treh sodil se kaže v spremembi donosnosti in tveganja lastniškega kapitala.

Pri odločanju o dolgoročnem investiranju se lahko pojavijo tudi dejavniki, katerih vpliv je težje ovrednotiti glede na našeta sodila; temeljno sodilo (donosnost in tveganje lastniškega kapitala) pa ostaja praviloma nespremenjeno.

3.8. Proces odločanja o dolgoročnem investiranju je sicer odvisen od vrste naložbe, vendar ima praviloma vsaj tele stopnje:

- ustvarjanje zamisli,
- zbiranje ustreznih informacij,
- oblikovanje kakovostnih predlogov,
- sistematično analiziranje in ocenjevanje predlogov,
- odločanje,
- izvajanje,
- spremljanje učinkov.

Prikazani proces pa ne poteka v celoti v okviru finančne funkcije. Še več, tudi nosilka dolgoročnega investiranja v večini primerov ni finančna funkcija. Kljub temu je mogoče temeljna finančna načela zaslediti na skoraj vseh prikazanih stopnjah, na nekaterih pa so celo prevladujoča. Iz tega sledi, da se o dolgoročnih naložbah praviloma odloča skupinsko in celoten proces je po naravi interdisciplinaren.

3.9. Ustvarjanje zamisli in oblikovanje kakovostnih predlogov sta izredno pomembna dela procesa odločanja o dolgoročnem investiranju, saj brez zamisli in predlogov ni o čem odločati. Zato mora finančna funkcija prispevati tudi k inovativnosti v podjetju.

V večjih podjetjih zahteva že sam proces ustvarjanja zamisli in iskanja priložnosti za investiranje dodatno investiranje v razvoj. Tega je mogoče obravnavati kot dolgoročno vračunljive stroške, po finančni vsebini pa je podobno nakupni opciji.

3.10. Proces zbiranja informacij, njihovega analiziranja in ocenjevanja predlogov je podrejen ugotavljanju, ali možna naložba povečuje vrednost enote lastniškega kapitala ali ne. Zato je treba zbrati vse informacije, na podlagi katerih je možno oceniti tržno, finančno in proizvodno uspešnost posameznih predlogov.

3.11. V okviru **spremljanja** naložbe (tako pri njenem izvajanju kot tudi delovanju) je (zaradi novih, nepredvidenih vplivov) potrebno sprotno odločanje za zagotovitev načrtovanih denarnih tokov.

3.12. Vrste dolgoročnih naložb so številne. Glede na metodični prijem pri njihovem ocenjevanju bi lahko našteali zlasti

- popravilo ali nadomestitev,
- izdelavo ali nakup,
- izbiro vrste dolgoročne naložbe,
- izbiro med dolgoročnimi naložbami, ki se izključujejo,
- izbiro med dolgoročnimi naložbami, ki se ne izključujejo,

– odločitev, kdaj investirati.

3.13. V okviru odločitev **popraviti ali nadomestiti** moramo odgovoriti ne samo na vprašanje, ali nadomestiti ali ne, temveč tudi, kdaj nadomestiti.

Čas nadomestitve (dolžina nadomestitvenega cikla) je opredeljen z dobo, ki daje največjo neto sedanjo vrednost denarnih tokov.

Povsem podoben je prijem pri **izbiranju med naložbami s krajšo in tistimi z daljšo življenjsko dobo**.

3.14. Za odločitve tipa **izdelati ali kupiti** je tipično sodilo diskontirani denarni tok. Treba pa je poudariti, da se lahko pojavijo dodatni dejavniki, ki jih je težje finančno ovrednotiti, čeprav bi se morali kazati v višini diskontne stopnje (na primer zmanjšanje tveganja pri nabavi v primeru lastne izdelave).

3.15. Izbira vrste dolgoročne naložbe mora biti v skladu z vizijo in razvojno politiko podjetja, znotraj tega pa je temeljno finančno sodilo izračun prispevka naložbe k povečanju vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala.

3.16. Poseben primer odločitev je **izbira med dolgoročnimi naložbami, ki se izključujejo**. To so projekti, ki jih iz tehnoloških ali drugih razlogov ni mogoče ali ni smotrno uresničiti istočasno oziroma znotraj enega investitorja. Temeljno sodilo je neto sedanja vrednost (ne pa notranja stopnja donosa), pri čemer je diskontna stopnja tehtana povprečna stopnja stroškov kapitala (cena kapitala).

3.17. Pri **izbiri med dolgoročnimi naložbami, ki se ne izključujejo**, je temeljno sodilo največja pozitivna razlika med diskontiranim dodatnim denarnim tokom podjetja kot celote in investicijskim vložkom (načelo neto sedanje vrednosti). Ob upoštevanju nekaterih pomanjkljivosti drugačnega prijema je mogoče opraviti izbiro tudi glede na največji možni diskontni faktor, ki izenači diskontirani denarni tok naložbe z začetnim investicijskim vložkom. Pri tem mora biti ta diskontni faktor večji od tehtanega povprečja stroškov kapitala podjetja. (Načelo notranje stopnje donosa).

3.18. Pri odločitvi, **kdaj investirati**, je treba upoštevati zlasti

- spremenjene denarne tokove zaradi različnih datumov začetka delovanja naložbe,
- različna tveganja v različnih obdobjih (strošek opcije odlaganja ali takojšnje naložbe).

Oboje lahko vpliva na povečanje vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala.

Odločanje o dolgoročnem dezinvestiranju

3.19. Proces odločanja o dolgoročnem dezinvestiranju ima praviloma vsaj tele stopnje:

1. temeljno zamisel,
2. analizo razlogov,
3. opredelitev ciljev,
4. opredelitev oblik,
5. izvedbo,
6. spremljanje učinkov.

Tudi proces dezinvestiranja je po naravi skupinski in interdisciplinaren. Finančno funkcijo je sicer mogoče zaslediti na vseh naštetih stopnjah, vendar so te različno pomembne.

3.20. Temeljna zamisel o dolgoročnem dezinvestiranju je sama po sebi v nasprotju s temeljnimi cilji rastočega podjetja, zato jo je treba obravnavati izredno skrbno in nikakor ne samostojno, praviloma torej v sklopu drugih, vzporednih ukrepov. Dezinvestiranje je običajno sestavni del procesa preobrazbe (*reengineering*) in saniranja podjetij, s katerim se zagotavlja obstoj in nadaljnja rast podjetja.

3.21. Analiza razlogov za dezinvestiranje je pomembna stopnja, saj je od njene korektnosti odvisno, ali bo proces dezinvestiranja na naslednjih stopnjah ustrezno obravnavan. Razlogi so lahko številni, razporedimo pa jih lahko v

- strateške,
- finančne in
- subjektivne temeljne sklope.

Subjektivnih razlogov (lastniškega koncepta zmanjševanja in ugašanja poslovanja, nesposobnosti vodstva, zamenjave solastnikov, osebnega odnosa do objekta dezinvestiranja) glede na poslovnofinančna načela ne obravnavamo, čeprav jih v praksi ne smemo zanemariti.

3.22. Strateškoražvojni razlogi za dolgoročno dezinvestiranje izhajajo iz opredeljene oziroma spremenjene vizije in razvojne strategije podjetja. Sem sodijo zlasti čiščenje programov, ki ne sodijo v vizijo, osredotočanje na temeljno dejavnost (*outsourcing*), prostorsko širjenje, odgovor na poteze konkurence, menjavanje temeljnih strategij, menjavanje koncepta lastninske strukture, organizacijsko čiščenje sistema, prevelike ali neizkoriščene zmogljivosti, preveliki stroški, premajhna produktivnost, negativne sinergije, nekonkurenčen tržni položaj, premajhna na novo ustvarjena vrednost, neustrezno gospodarsko okolje in tako naprej.

3.23. Finančni razlogi za dolgoročno dezinvestiranje so lahko zlasti potreba po likvidnih sredstvih, nezadostno dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb, previsoka zadolženost, možnost ugodnega finančnega posla.

3.24. Opredelitev ciljev dezinvestiranja izhaja iz opredelitve razlogov zanj ter vsebuje kvantifikacijo finančnih posledic in opredelitev drugih zahtevanih učinkov dezinvestiranja. Pri tem je pomembno opredeliti učinke tako ože (samó dejstvo dezinvestiranja) kot tudi širše (v medsebojnem učinkovanju z drugimi vzporednimi poslovnimi ukrepi).

3.25. Opredelitev oblik dezinvestiranja zahteva izbiranje med različnimi možnostmi dezinvestiranja, kot so na primer

- nereinvestiranje amortizacije,
- zmanjšanje dolgoročnih dolgovanih (dolžniških) naložb,
- zmanjšanje dolgoročnih lastniških naložb,
- prodaja neopredmetenih dolgoročnih sredstev,
- prodaja osnovnih sredstev,
- zmanjšanje dolgoročnih terjatev iz poslovanja.

Te možnosti se lahko uresničijo na različne načine, kot so na primer

- dajanje v zakup,
- prodaja ali opustitev programa,
- prenos dejavnosti na novo ali drugo podjetje,
- kapitalaska vloga v novo ali drugo podjetje v obliki stvarnih vložkov,
- prenos dela podjetja ali razdelitev podjetja,
- brezplačni prenos osnovnih sredstev in tako naprej.

Sodila za izbiro možnosti in načinov dezinvestiranja so odvisna neposredno od ciljev dezinvestiranja, pri čemer je nujno treba oceniti tudi morebitne negativne učinke.

B. Informiranje

3.26. Temeljne informacije za odločanje o dolgoročnem investiranju izhajajo iz analize

- uresničenih dolgoročnih naložb,

-
- dolgoročnih naložb v teku,
 - načrtovanih dolgoročnih naložb in naložbenih programov.

3.27. Rezultat analiziranja uresničenih dolgoročnih naložb morajo biti zlasti sklopi informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev stanja in gibanja dolgoročnih naložb ter njihove strukture,
2. ugotovitev neto sedanje vrednosti uresničenih naložb,
3. ugotovitev notranje donosnosti posameznih vrst dolgoročnih naložb,
4. primerjave ugotovitev z načrtovanim stanjem in gibanjem ter pojasnjevanja odmikov od načrtovanega,
5. ugotovitev pozitivnih in negativnih vplivov na donosnost in tveganje lastniškega kapitala,
6. ocene potencialnih nevarnosti (tveganja), ki so povezane z obstoječimi naložbami (ocene iztrošenosti, ekonomske zastarelosti, konkurenčnosti, neustreznosti glede na zahteve ekologije in tako naprej).

Temeljni namen tega analiziranja je izboljšanje predvidevanja in poslovanja (doseganje načrtovanih izidov).

3.28. Rezultat analiziranja dolgoročnih naložb v teku morajo biti zlasti sklopi informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev stanja in gibanja dolgoročnih naložb v teku in njihove strukture,
2. primerjave ugotovitev z načrtovanim stanjem in gibanjem ter pojasnjevanja odmikov od načrtovanega,
3. ocene potencialnih nevarnosti (tveganja),
4. ugotovitev potrebe po rebalansu oziroma spremembi izvedbenega ali celo naložbenega programa ter posledic na vrednost enote in tveganje lastniškega kapitala.

3.29. Rezultat analiziranja načrtovanih dolgoročnih naložb morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz

1. ocene naložbenih možnosti,
2. ocene stanja dolgoročnih naložb na koncu načrtovalnega obdobja in njihove strukture,
3. ocene tveganja (možnih odmikov od načrtovanega),
4. ocene donosnosti dolgoročnih naložb na koncu načrtovalnega obdobja,
5. ocene vplivov dolgoročnih naložb na kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost podjetja,
6. ocene vplivov dolgoročnih naložb na vrednost enote navadnega lastniškega kapitala,
7. ocene vplivov okolja na politiko dolgoročnega investiranja,
8. ocene možnih in potrebnih ukrepov ter njihove učinkovitosti in uspešnosti v primeru odmikov.

3.30. Za načrtovano pomembnejšo opredmeteno dolgoročno naložbo je treba izdelati **naložbeni program**, ki je pri velikih projektih vedno oprt na prednaložbeni program (predstudijo). Naložbeni program kot inštrument načrtovanja dolgoročnega investiranja zajema vsaj

1. možnosti in sposobnosti podjetja,
2. tržne možnosti (prodajne in nabavne),
3. tehnološko-tehnične značilnosti,

-
4. probleme lokacije,
 5. varstvo okolja in varstvo pri delu,
 6. organizacijske rešitve,
 7. finančno analizo naložbe,
 8. oceno upravičenosti naložbe,
 9. oceno zanesljivosti oziroma tveganja,
 10. zbirno oceno z zaključki.

Pri neopredmeteni dolgoročni naložbi se naložbeni program ustrezno prilagodi.

3.31. Pomembnost finančne plati naložbe temelji na dejstvu, da najdemo finančne sestavine vsaj v

1. finančni analizi investitorja,
2. finančni analizi naložbe (finančni konstrukciji),
3. oceni finančne upravičenosti naložbe,
4. finančni oceni zanesljivosti in tveganja,
5. zbirni oceni z zaključki.

3.32. Zaradi informiranja je pomembno, da podjetje spremlja stanje in gibanje obračunane in nereinvestirane amortizacije.

Prvi razlog je v možnosti, da se korektno oceni potreba po dodatnem financiranju naložbe (**neto naložbe**), saj v primeru velike kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja (zaradi nereinvestirane amortizacije) ni potrebe, da bi se celotna vrednost naložbe financirala z dodatnimi viri financiranja (glejte načela o dolgoročnem financiranju).

Drugi razlog je v možnosti ugotavljanja dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb (glejte načela o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja), saj nereinvestirana amortizacija le za krajše obdobje (do zamenjave odpisanih osnovnih sredstev) zvišuje stopnjo dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb.

Tretji razlog je v možnosti spremljanja procesa dezinvestiranja, ki je rezultat izključno nereinvestiranega amortiziranja. Zato bi lahko znesek dezinvestiranja nad zneskom obračunane amortizacije obravnavali kot **neto dezinvestiranje**. Na ta način je mogoče spremljati tudi sanacijske učinke dezinvestiranja na finančni položaj podjetja.

3.33. Spremljanje in analiziranje učinkov dezinvestiranja morata zagotoviti zlasti

- oceno časovnega izvajanja dezinvestiranja, analizo odmikov od načrtovanega in izračun posledic na finančni položaj podjetja,
- ugotovitev izpolnjevanja načrtovanega glede velikosti sproščenih sredstev zaradi dezinvestiranja in analizo odmikov,
- analizo porabe sredstev, ki so se sprostila zaradi dezinvestiranja (v primeru sanacije so namenjena izključno zmanjšanju neto zadolženosti in nujno potrebnim novim naložbam, ne pa na primer za kritje novo nastale izgube),
- oceno vpliva dezinvestiranja na poslovni in finančni vzvod podjetja,
- celovito oceno procesa dezinvestiranja v funkciji uresničitve postavljenih ciljev.

3.34. Vpliv dolgoročne naložbe na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja ocenjujemo s temeljnimi informacijami o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja (glejte načela o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja).

3.35. Vpliv dolgoročne naložbe na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja ocenjujemo s temeljnimi informacijami o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja (glejte načela o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja).

3.36. Informacije o vplivu dolgoročne naložbe na donos in tveganje lastniškega kapitala dobimo, ko jo načrtujemo, s temi temeljnimi metodami oziroma kazalci in kazalniki:

- neto sedanjo vrednostjo,
- notranjo donosnostjo (interno stopnjo donosa),
- popravljeno notranjo donosnostjo,
- dobo vračanja vloženih sredstev,
- računovodsko donosnostjo,
- indeksom donosnosti,
- metodami za oceno tveganja naložbe.

Različne metode dajejo različne vrste informacij z različno izrazno močjo. Za vsako konkretno vrsto odločitve je lahko isti metodi dana drugačna teža, nesmotrno pa bi bilo, če ne bi hkrati upoštevali tudi informacij, dobljenih po drugih metodah.

3.37. Temeljni problemi naštetih metod so zlasti

- načrtovanje denarnega toka,
- opredeljevanje diskontne stopnje,
- predvidevanje vplivov inflacije.

3.38. Denarni tok je za potrebe odločanja o dolgoročnih naložbah opredeljen kot čisti dobiček, povečan za nedenarne odhodke (na primer amortizacijo). Večji je projekt, teže je predvidevati tako denarne prihodke kot tudi odhodke, ki so povezani z naložbo. Upoštevati je treba tudi oportunitetne stroške in morebitne učinke naložbe na druge programe podjetja. Posebej je treba upoštevati potrebno povečanje obratnega kapitala (razliko med zahtevanim povečanjem kratkoročnih naložb in povečanjem kratkoročnih obveznosti), ki pa se povrne po končani življenjski dobi naložbe.

Kadar primerjamo dva denarna tokova z izrazito različno dolgima obdobjema pri odločitvah o trajni nadomestitvi, je treba primerljivost zagotoviti z ustreznimi načini oziroma metodami (na primer z verigo nadomeščanja ali metodo enakih letnih anuitet).

3.39. Diskontno stopnjo v izračunih neto sedanje vrednosti najbolje predstavlja tehtani povprečni odstotek stroškov kapitala (*weighted average costs of capital, WACC*). Ta način daje pravilnejše rezultate, kot bi jih dobili, če bi upoštevali ceno financiranja konkretnega projekta kot diskontno stopnjo.

3.40. Po metodi WACC se stroški kapitala (lastniškega in dolgovanega /dolžniškega/) podjetja izračunavajo za vsako vrsto kapitala posebej. Stroške vsega kapitala dobimo tako, da izračunamo njihovo tehtano povprečje, pri čemer so uteži najugodnejši (optimalni) deleži posameznih oblik kapitala v celotnem kapitalu. Pri tem je pomembna metoda izračunavanja stroškov navadnih delnic (*capital assets pricing model, CAPM*) kot model določanja cen dolgoročnih naložb. Kot strošek posamezne vrste kapitala se upošteva tržna cena, ki bi jo podjetje plačalo, če bi hotelo ustrezno vrsto kapitala povečati.

3.41. Problemi, na katere je treba paziti pri izračunavanju tehtane povprečne stopnje stroškov kapitala, so zlasti

- pomanjkanje zanesljivih podatkov, predvsem pri podjetjih, ki ne kotirajo na borzi, in pri manjših podjetjih,
- relativnost ocene pričakovane rasti čistega dobička na delnico (pri metodi zahtevane tržne donosnosti, ki upošteva tržno pričakovane dividende in pričakovano povprečno letno rast dividend),
- relativnost ocene premije za tveganje (ocene, koliko je navaden lastniški kapital dražji od dolgovanega /dolžniškega/) pri metodi premije za tveganje,

-
- relativnost ocene koeficienta beta, ki v modelu CAPM meri vpliv odmika tveganja nekega podjetja od tveganja povprečne delnice v dejavnosti,
 - relativnost opredeljenih uteži oziroma deležev posameznih vrst kapitala (problem določitve najugodnejše /optimalne/ strukture kapitala).

Zaradi tega je v konkretnih primerih bolje opredeliti razpon ocene stroškov kapitala kot pa eno samo najboljšo oceno.

3.42. Vpliv inflacije v okviru naštetih metod izločimo na dva načina:

1. če načrtujemo denarni tok skupaj z učinki inflacije, je treba tudi v diskontni stopnji zajeti pričakovano stopnjo inflacije (nominalna diskontna stopnja),
2. če načrtujemo denarni tok po stalnih cenah, je treba tudi iz diskontne stopnje (cene kapitala) izločiti pričakovane učinke inflacije (realna diskontna stopnja).

Druga metoda se običajno uporablja pri visokih stopnjah inflacije.

3.43. Metode oblikovanja informacij o tveganju dolgoročnih naložb so različne glede na tri vrste tveganja:

1. tveganje posamezne naložbe, ki je izraženo s spremenljivostjo pričakovanih donosov te naložbe,
2. celotno podjetniško tveganje, ki je izraženo s spremenljivostjo donosov podjetja kot celote,
3. tržno tveganje (tveganje beta), ki je izraženo z učinkom naložbe na beta koeficient podjetja.

3.44. Tveganja posameznih naložb so lahko glede na našete tri vrste različno velika. Kateri vrsti tveganja je treba dati večjo težo (ne pa v celoti), je odvisno od številnih dejavnikov, kot so

- moč posamezne interesne skupine (agenta),
- stopnja diverzifikacije investitorjev (delničarjev),
- manjše zaupanje v zanesljivost modela CAPM,
- verjetnost stečaja in tako naprej.

C. Izvajanje

3.45. Izvajanje dolgoročne naložbe se začne z dokončno odločitvijo o njej in traja do začetka obdobja, ko začne prinašati donos. Za to obdobje so značilne tri stopnje, in sicer

- priprava naložbe,
- zgraditev (investiranje),
- priprava delovanja.

Med seboj se sicer prepletajo, vendar ima vsaka svoje značilnosti.

3.46. Izvajalno obdobje je bistveno krajše pri dolgoročnih finančnih naložbah kot pri opredmetenih osnovnih sredstvih. Izjema so lahko lastniške naložbe, saj je na primer nakup podjetja zelo zahtevna operacija in tudi traja dlje časa.

3.47. Tako kot v naložbenem programu je tudi v izvedbenem obdobju treba obvladovati vsaj

- tehnološki,
- tehnični,
- časovni,
- finančni,
- ekonomski,
- pravni,
- prostorski,
- ekološki in
- organizacijski način delovanja,

pri čemer so finančne sestavine in posledice rdeča nit vsega dogajanja.

3.48. Za izvedbeno obdobje so pomembne nekatere značilnosti:

- V tem obdobju se porabi večina finančnih sredstev ali celo vsa.
- Pojavlja se veliko število sodelavcev, fizičnih in pravnih oseb ter inštitucij najrazličnejših strok in usmeritev; vse to lahko povzroča znatne stroške, ki bremene naložbo in zmanjšujejo njeno donosnost.
- Izredno pomembna je vloga nabavne funkcije pri priskrbi potrebnih sredstev in opreme, saj lahko bistveno zmanjša stroške naložbe.
- Pri zgraditvi osnovnih sredstev so najpomembnejša značilnost sama dela na gradbišču, ki običajno pomenijo večino vrednosti naložbe.
- Pri pomembnejših finančnih naložbah (nakupu podjetja) sta najpomembnejši značilnosti poslovna tajnost in prava taktika.

3.49. Za kompleksnejše naložbe je zaradi interdisciplinarnosti nujen projektni način dela, ki seveda zahteva ustrezen izvedbeni projekt oziroma program (z mrežnim načrtom).

3.50. Izvedbeni projekt je potreben tudi za kompleksnejše **projekte dezinvestiranja**, za katere so bistveni

- čas dezinvestiranja (trenutno ugodne ali neugodne okoliščine),
- hitrost izvedbe,
- strokovnost izvedbe,
- diskretnost (poslovna tajnost).

3.51. Izvedba dezinvestiranja obsega različne stopnje in dejavnosti, na primer pripravo prodaje, iskanje kupca, prodajno strategijo in prodajne metode, vrednotenje, pogajanja in strukturiranje posla ter sklenitev posla. Zanimarjanje katerekoli dejavnosti ima lahko za posledico zmanjšanje načrtovanega finančnega učinka dezinvestiranja.

3.52. Zaradi pomembnih finančnih učinkov dolgoročnih naložb je pomembna **vloga finančne službe** oziroma vodstva finančne funkcije podjetja. Običajno se kaže zlasti

- pri načrtovanju dolgoročnih naložb, ki zajema
 - usklajevanje drugih služb (za razvoj, tehnologijo, trženje),
 - usklajevanje pri načrtovanju priskrbe sredstev oziroma finančne konstrukcije,
 - zagotavljanje, da vsi uporabljajo sklop usklajenih predpostavk,
 - kontroliranje, da ne bi morebitna različna nagnjenja vplivala na kakovost predvidevanj;
- pri izvajanju dolgoročnih naložb, ki zajema
 - finančno analiziranje dolgoročnih naložb v teku,
 - usklajevanje nadzora nad dejavnostmi v izvedbenem obdobju naložbe,
 - zagotavljanje pregleda nad pridobljenimi jamstvi izvajalcev;
- po končani izvedbi (pri funkcioniranju) dolgoročnih naložb, ki zajema
 - finančno analiziranje dolgoročnih naložb,
 - usklajevanje pri morebiti potrebnem vnovčevanju jamstev izvajalcev,
 - izboljševanje metodologije načrtovanja dolgoročnih naložb;
- pri izvajanju dezinvestiranja, ki zajema
 - zagotavljanje usklajenosti ciljev projekta s finančnimi cilji podjetja kot celote,
 - sodelovanje pri postavljanju finančnih ciljev projekta,
 - finančno analiziranje procesa dezinvestiranja v teku ter ustreznem ukrepanju oziroma oblikovanju predlogov,
 - sodelovanje pri strokovnem izvajanju dezinvestiranja, gledano finančno,
 - analiziranje učinkov projekta po končanem dezinvestiranju.

4. NAČELA DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA

A. Odločanje

Splošno

4.1. Dolgoročno financiranje zajema odločitve o financiranju podjetja s kapitalom.

Ker zajema odločanje o kapitalu tudi odločanje o njegovem zmanjševanju, zajemajo ta načela tudi dolgoročno definciranje.

4.2. Odločanje o dolgoročnem financiranju lahko razdelimo na **dve temeljni področji**, in sicer na

- odločanje o obsegu dolgoročnega financiranja in
- odločanje o strukturi dolgoročnega financiranja.

Pri odločanju o strukturi in obsegu dolgoročnega financiranja je treba pretehtati prednosti in slabosti ter oceniti vpliv na tržno vrednost enote navadnega lastniškega kapitala.

4.3. Odločanje o obsegu dolgoročnega financiranja podjetja je tesno povezano z zagotavljanjem dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, zato so načela o njegovem obsegu glede na ustrezni obratni kapital zajeta v poglavju o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja. Z opredelitvijo ustreznega obratnega kapitala je ob znanih dolgoročnih naložbah opredeljen tudi obseg potrebnega dolgoročnega financiranja.

4.4. Temeljno strukturo kapitala predstavlja delitev na

- lastniški kapital in
- dolgovani (dolžniški) kapital.

Lastniški kapital je obveznost do lastnikov podjetja, ki zapade v plačilo, če podjetje preneha delovati.

Dolgovani (dolžniški) kapital so dolgoročni dolgovi in druge dolgoročne obveznosti podjetja.

4.5. Financiranje z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom ima v primerjavi s financiranjem z lastniškim kapitalom nekatere prednosti pa tudi nekatere slabosti.

Prednosti dolgovanega (dolžniškega) kapitala so zlasti tele:

- obresti na dolgovani (dolžniški) kapital so odbitna postavka pred ugotovitvijo davčne osnove;
- upniki imajo stalno določen donos in v primeru večjega donosa podjetja lastnikom ostane celoten presežek;
- podjetje ni izpostavljeno tveganju zmanjšanja vrednosti delnice, ki se pojavi ob novi izdaji delnic;
- stroški financiranja so manjši.

Slabosti dolgovanega (dolžniškega) kapitala pa so zlasti tele:

- z večjo zadolženostjo podjetja se običajno povečuje tudi obrestna mera,
- če podjetje nima dovolj prihodkov za kritje obresti, lahko pride do stečaja (če lastniki ne pokrijejo primanjkljaja), če upniki nimajo dovolj potrpljenja ali zaupanja, da se bo položaj izboljšal.
- politika podjetja je bolj odvisna od upnikov.

4.6. Za mala in nova podjetja je običajno težje pridobiti dovolj kapitala, zlasti zaradi razmeroma velikega tveganja. Zato je v takih primerih nujno pridobiti **tvegadni kapital (tvegani kapital)** - *venture capital*, ki ima lahko vse oblike (pogojne in nepogojne) lastniškega kapitala, vendar je zanj značilno, da prevzema večje tveganje.

Najugodnejša (optimalna) struktura kapitala

4.7. Odločitve o strukturi kapitala neposredno vplivajo na vrednost enote navadnega lastniškega kapitala podjetja prek vseh treh sestavin: pričakovanih dividend, njihove časovne razporeditve in tveganja.

4.8. Povečevanje dolgovanega (dolžniškega) kapitala v strukturi kapitala podjetja zaradi delovanja finančnega vzvoda (pri istočasnem povečevanju obsega poslovanja pa še zaradi delovanja poslovnega vzvoda) povečuje donosnost lastniškega kapitala, kadar je donosnost vseh sredstev podjetja večja od stroška dodatnega dolgovanega (dolžniškega) kapitala in, nasprotno, zmanjšuje donosnost lastniškega kapitala, kadar so stroški dolgovanega (dolžniškega) kapitala večji od donosnosti vseh sredstev podjetja.

4.9. S povečevanjem dolgovanega (dolžniškega) kapitala pa se povečuje tudi spremenljivost donosnosti oziroma tveganje lastniškega kapitala. Zato se vrednost enote navadnega lastniškega kapitala povečuje z rastjo dolgovanega (dolžniškega) kapitala v strukturi kapitala

do neke stopnje (**najugodnejša /optimalna/ struktura kapitala**), nato pa se začne zmanjševati.

4.10. Pri določanju ustreznega razmerja med lastniškim in dolgovanim (dolžniškim) kapitalom je treba upoštevati posebnosti podjetja, zato je najugodnejše (optimalno) razmerje za različna podjetja različno. Večji obseg dolgovanega (dolžniškega) kapitala je praviloma smotrno, če se v podjetju

- poveča dobiček,
- utrdita prodajo in dobiček,
- izboljša likvidnostna struktura sredstev.

Dejansko razmerje med dolgovanim (dolžniškim) in lastniškim kapitalom je odvisno tudi od "mehkih" dejavnikov v podjetju, kot na primer od moči vodstva podjetja v primerjavi z močjo lastnikov. Slednje praviloma zanima zadolževanje (večje dividende) bolj kot vodstvo podjetja (večja varnost).

4.11. Delež lastniškega kapitala je torej večji predvsem v podjetjih, pri katerih je večja verjetnost plačilne nesposobnosti, pri katerih so večji stroški finančne stiske (glejte poglavje o plačilni sposobnosti podjetja, točka 5.4) in pri katerih je davek na dobiček manjši (možnosti zmanjšanja davčne osnove). Povečevanje deleža lastniškega kapitala pa spodbujajo tudi drugi dejavniki, na primer želja lastnikov po manjšem nadzoru poslovanja ali (subjektivne) ocene posojilodajalcev in drugih institucij o prevelikem finančnem tveganju podjetja. V podjetjih z večjimi možnostmi ugodnih naložb je delež lastniškega kapitala običajno večji zaradi potrebe po boljši prilagodljivosti naložbenim priložnostim.

Večji stroški finančne stiske pri enako zadolženih podjetjih veljajo predvsem za podjetja, ki

- imajo manj likvidna sredstva,
- imajo večja nihanja v obsegu prodaje,
- imajo večja nihanja v obsegu stroškov,
- imajo večji delež stalnih stroškov poslovanja,
- težje pridejo do dodatnih finančnih sredstev, ko se na trgu kapitala ponuja malo prihrankov.

4.12. Na razmerje med lastniškim in dolgovanim (dolžniškim) kapitalom pa vplivajo tudi dejavniki iz okolja, in sicer predvsem na ponudbo in povpraševanje na trgu kapitala, s tem pa tudi na obrestne mere. Na povečevanje dolgovanega (dolžniškega) kapitala lahko vplivajo na primer tale gibanja:

- zviševanje davčnih stopenj na dobiček podjetij,
- povečevanje inflacije,
- povečevanje ponudbe neobdavčenih obveznic podjetij,
- zniževanje osebnih davčnih stopenj,
- zmanjševanje stroškov finančne stiske,
- zmanjševanje ponudbe obdavčenih obveznic nepodjetniških sektorjev.

4.13. Najugodnejša (optimalna) struktura kapitala se lahko hitro spreminja, vendar tudi spreminjanje načina financiranja povzroča podjetju določene stroške. Zato je prilagajanje najugodnejši (optimalni) strukturi smotrno, kadar so stroški zamenjave manjši od donosov zaradi izboljšane strukture financiranja.

4.14. Opredelitev najugodnejše (optimalne) strukture kapitala ni samo finančni problem. Tudi vodenje podjetja s pretežno lastniškim kapitalom se bistveno razlikuje od vodenja podjetja s

pretežno dolgovanim (dolžniškim) kapitalom. Upniki so namreč bistveno manj potrpežljivi in pripravljeni na pogajanja kot lastniki. To pomeni, da struktura kapitala in struktura premoženja vplivata tudi na način vodenja podjetja.

Financiranje z lastniškim kapitalom

4.15. Glede na način nastanka ločimo **posredni in neposredni lastniški kapital.**

Neposredni lastniški kapital prispevajo lastniki z

- ustanovitvenim lastniškim kapitalom,
- dodatnim lastniškim kapitalom, in sicer z
- zadržanim dobičkom in
- povečanjem vlog oziroma prodajo nove izdaje delnic.

Posredni lastniški kapital nastane z zamenjavo obveznosti podjetja v lastniški kapital.

4.16. Glede na možnost nastanka lastniškega kapitala poznamo tudi **pogojni lastniški kapital, ki postane lastniški, če so izpolnjeni določeni pogoji.**

Glede na pravice lastnikov ima **nepogojni lastniški kapital** različno obliko, na primer obliko

- navadnih delnic (deležev),
- prednostnih delnic, in sicer
 - s stalnim ali spremenljivim odstotkom (odvisno od gibanja obrestnih mer) dividende,
 - s pogojnimi glasovalnimi pravicami ali brez njih,
 - kumulativnih ali nekumulativnih,
 - udeležbenih ali neudeležbenih,
 - z odpoklicem (odkupom) ali brez njega.

4.17. Financiranje z **navadnimi delnicami (deleži) ima nekatere prednosti pa tudi nekatere slabosti.**

Prednosti financiranja z navadnimi delnicami (deleži) so zlasti:

- so trajni kapital (brez zapadlosti v plačilo),
- izplačevanje dividend ni nujno,
- zmanjšujejo upniške omejitve pri poslovanju podjetja,
- če podjetju kaže dobro, se lahko prodajajo pod boljšimi pogoji kot obveznice,
- povečujejo sposobnost podjetja za najemanje posojil.

Slabosti financiranja z navadnimi delnicami (deleži) so zlasti:

- možnost zmanjševanja cene delnice pri izdaji novih delnic,
- delitev nadzora nad poslovanjem in dobička z novimi delničarji,
- večji stroški izdaje in večja zahtevana donosnost v primerjavi s prednostnimi delnicami ali dolgovanim (dolžniškim) kapitalom,
- dividende navadnih delnic niso odbitna postavka pred ugotovitvijo osnove za davek na dobiček.

Do določenega deleža financiranja podjetja z navadnimi delnicami je učinek prednosti večji od učinka slabosti, po določenem deležu pa učinek slabosti narašča in nadaljnje povečevanje deleža financiranja z navadnimi delnicami nima več pomena.

4.18. Financiranje s **prednostnimi delnicami** ima nekatere prednosti pa tudi nekatere slabosti.

Prednosti financiranja s prednostnimi delnicami so zlasti:

- to financiranje je cenejše od financiranja z navadnimi delnicami,
- pridobi se kapital, ki zahteva bolj ali manj stalen donos, vendar še vedno nosi del tveganja podjetja,
- pridobljeni kapital je v primerjavi z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom trajen,
- navadni delničarji ohranijo nadzor nad poslovanjem podjetja, če je normalno uspešno.

Slabosti financiranja s prednostnimi delnicami so zlasti:

- to financiranje je (zlasti iz davčnih razlogov) v primerjavi z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom dražje;
- zahtevana donosnost je v primerjavi z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom večja.

4.19. Če **delniška družba kupi lastne delnice** ali če podjetje izplača družbenika (kupi lastniški delež), se, gledano finančno, zmanjša lastniški kapital podjetja, kar v načelu pomeni dolgoročno definciranje. Izjema je položaj, ko lahko nakup lastnih delnic delniške družbe štejeemo za kratkoročno finančno naložbo (glejte načela kratkoročnega financiranja).

4.20. Nakup lastnih deležev oziroma delnic ima nekatere prednosti pa tudi nekatere slabosti.

Prednosti so zlasti:

- podjetje lahko na ta način nagradi delničarje (družbenike), ne da bi jim izplačalo dividende (oblika dividend),
- podjetje lahko zmanjša delež lastniškega kapitala v strukturi kapitala (zlasti če naložbene priložnosti niso dovolj zanimive),
- običajno se pri tem poveča cena preostalih delnic v lasti delničarjev (zaradi zmanjšanja števila delnic in povečanja donosa delnice),
- podjetje lahko z odkupom odstrani presežno ponudbo, ki zmanjšuje tržno vrednost delnice,
- podjetje si s tem zagotovi razpoložljivost svojih delnic pri izvršitvi nakupnih delniških opcij in nakupnih bonov ali zamenjavi zamenljivih vrednostnic (zamenljivih vrednostnih papirjev),
- odkupljene delnice se lahko prodajo, če se kaže potreba po denarju ali kapitalu,
- podjetje nima obveze glede nadaljnjih odkupov,
- podjetje lahko s tem poveča stroške sovražnega prevzema,
- podjetje lahko hitreje spremeni lastniško strukturo,
- podjetje lahko pomaga delničarjem (družbenikom), ki ne najdejo drugih kupcev,
- lahko je signal delničarjem, da uprava ocenjuje delnice kot podcenjene.

Slabosti so zlasti:

- podjetje lahko plača previsoko ceno za odkupljene delnice (deleže),
- delničarji, ki prodajajo delnice, so lahko nepopolno informirani,
- lahko je signal o omejenih naložbenih možnostih podjetja.

Nakup lastnih deležev ima bistveno manj prednosti (pa tudi slabosti) v primerjavi z nakupom lastnih delnic.

Nakup lastnih delnic je praviloma zakonsko omejen tako po obsegu kot tudi po vsebini (namenu).

4.21. Glede na računovodsko obravnavanje je nepogojni lastniški kapital lahko

- **bilančni lastniški kapital**, ki je izkazan v bilanci stanja podjetja (osnovni kapital, vplačani presežek kapitala, rezerve, revalorizacijski popravek kapitala, preneseni čisti dobiček, nerazdeljeni čisti dobiček tekočega obdobja);
- **zunajbilančni lastniški kapital**, ki
 - je izkazan zabilančno,
 - je izkazan v pojasnilih k računovodskim izkazom,
 - sploh ni izkazan.

4.22. Kot zunajbilančni lastniški kapital lahko obravnavamo **skrite in tihe rezerve**, ki se kažejo v podvrednotenih sredstvih in nadvrednotenih stroških ter v nadvrednotenih obveznostih in podvrednotenih prihodkih. Do takih rezerv prihaja tako zaradi zavestne politike podjetja kot tudi zaradi nehotenih vzrokov. Sem sodijo

- hitro amortiziranje osnovnih sredstev,
- nižje vrednotenje zalog nedokončane proizvodnje in zalog gotovih proizvodov,
- višje vrednotenje porabe materiala,
- višje vrednotenje rezervacij,
- previdno vrednotenje tveganih terjatev in finančnih naložb,
- neustrezne metode ponovnega vrednotenja (revaloriziranja) in tako naprej.

Na istih področjih je seveda mogoče ustvariti tudi skrite izgube, kar pa je v nasprotju s temeljnimi finančnimi cilji podjetja. Zato so dopustne le tiste skrite izgube, do katerih prihaja izključno zaradi nehotenih vzrokov in kljub upoštevanju načela previdnosti. V tem primeru je nepogojni lastniški kapital podjetja manjši od bilančnega.

4.23. Oblikovanje skritih in tihih rezerv zmanjšuje izkazani dobiček (povečuje izkazano izgubo) podjetja, njihovo sproščanje pa ga povečuje (zmanjšuje izkazano izgubo).

Za oblikovanje skritih in tihih rezerv veljajo različne omejitve, kot so predpisi oziroma standardi o vrednotenju sredstev, davčna zakonodaja, stvarna velikost doseženega dobička, politika izplačevanja dividend in tako naprej.

O tihih rezervah govorimo, kadar so te predstavljene v računovodskih ali poslovnih poročilih, skrite rezerve pa so tiste, ki sicer obstajajo, vendar niso prikazane.

4.24. Na velikost nepogojnega lastniškega kapitala pomembno vpliva **politika dividend**, ki predstavlja odločitve o morebitnem izplačilu čistega (oziroma nerazporejenega) dobička ali njegovega dela ali pa o njegovem reinvestiranju v podjetje.

4.25. V razmerah omejenega pridobivanja kapitala povečevanje dividend v načelu na eni strani povečuje ceno delnice, na drugi pa zmanjšuje vire za njeno nadaljnjo rast, kar lahko zmanjšuje ceno delnice. Zato predstavlja **najugodnejšo (optimalno) politiko dividend** tisto ravnovesje med tekočimi dividendami in prihodnjo rastjo, ki daje največjo ceno delnice.

4.26. Dejanski vpliv politike dividend na ceno delnice je odvisen od številnih dejavnikov, na primer od

- želje investitorjev po sedanjih v primerjavi s prihodnjimi dividendami,
- ocene tveganja kapitalskih dobičkov v primerjavi z dividendami,
- davčnih prednosti kapitalskih dobičkov glede na dividende in

-
- obsega informacij pri odločitvah o dividendah,

ki jih je zelo težko meriti. Različni teoretični modeli so le pomoč pri razmišljanju v konkretnih okoliščinah.

4.27. Nekatero konkretne možnosti politike dividend, med katerimi lahko podjetje izbira, so na primer politika

- preostalega dobička, ki se izplača po pokritju potrebnega obsega lastniškega kapitala pri predvidenem obsegu naložb,
- nespremenjenih ali enakomerno naraščajočih dividend,
- enakega deleža izplačanega dobička,
- majhnih rednih dividend in izplačila dodatnih dividend v primeru presežnih sredstev.

4.28. Temeljni dejavniki, ki vplivajo na politiko dividend, so zlasti

- omejitve, ki jih postavljajo upniki,
- znesek prenesenega čistega dobička,
- razpoložljivi obseg denarja,
- naložbene možnosti,
- časovna prilagodljivost naložbenih projektov,
- razpoložljivost in cena drugih virov kapitala,
- nevarnost prevzema podjetja,
- zmanjšanje nadzora dosedanjih delničarjev v korist novih financerjev.

4.29. Pogojni lastniški kapital ima zunajbilančno naravo (razen nevplačanega vpisanega kapitala), saj je lahko računovodsko izkazan kot dolgovani (dolžniški), lahko je izkazan v pojasnilih k računovodskim izkazom ali pa sploh ni izkazan. Načelno ima lahko zlasti obliko

- zamenljivih dolgoročnih vrednostnic (zamenljivih dolgoročnih vrednostnih papirjev),
- nakupnih bonov in drugih pravic za nakup delnic,
- pogodb o pogojni izdaji delnic.

4.30. Najpogostejše **zamenljive dolgoročne vrednostnice (najpogostejši zamenljivi dolgoročni vrednostni papirji)** so zamenljive obveznice. Pri njih sta najpomembnejša

- doba, ko je možna zamenjava v delnice,
- menjalno razmerje do delnic, ki je vnaprej določeno.

Pogosto so zamenljive obveznice izdane tudi z možnostjo odpoklica po določeni ceni, kar lahko včasih še spodbudi njihove imetnike k zamenjavi. Financiranje z zamenljivimi obveznicami praviloma ni uspešno v podjetjih s težavami v poslovanju.

4.31. Glede na obveznost zamenjave in način plačila ločimo dve vrsti zamenljivih dolgoročnih vrednostnic (zamenljivih dolgoročnih vrednostnih papirjev):

- zamenljive dolgoročne vrednostnice (zamenljive dolgoročne vrednostne papirje) z obvezno ali pa neobvezno zamenjavo po določenem času,
- zamenljive dolgoročne vrednostnice (zamenljive dolgoročne vrednostne papirje) z obveznim ali pa dovoljenim denarnim izplačilom ob času zamenjave.

4.32. Nakupni boni in druge pravice za nakup delnic so izvedeni finančni instrumenti, ki dajejo imetnikom možnost nakupa določenega števila navadnih delnic podjetja po določeni

ceni v določenem roku. Če podjetje želi pridobiti dodatne investitorje, izdaja take inštrumente, na primer

- pogodbe o nakupu delnic,
- možnost nevplačanega, vendar vpisanega kapitala,
- načrte odloženih kompenzacij, ki zahtevajo izdajo navadnih delnic,
- pravice nakupa delnic ali nagrade, ki se lahko plačajo z delnicami.

4.33. Glede na način plačila lahko druge pravice delimo na pravice,

- da se mora dobiček, ki izhaja iz njihovega vnovčenja, uporabiti za vračilo dolga ali drugih vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- da se pri nakupu delnic uporabi za plačilo samo dolg podjetja ali druge vrednostnice (drugi vrednostni papirji), ki jih je izdalo podjetje, ne pa denar,
- da sme imetnik za plačilo delnic ponuditi denar, dolg podjetja ali druge vrednostnice (vrednostne papirje), ki jih je izdalo podjetje.

4.34. Pogodbe o pogojni izdaji delnic pomenijo obveznost podjetja, da bo izdalo nove delnice, če se bo v prihodnosti izpolnil določen pogoj. Pogoji so lahko številni, med njimi omenjamo tri temeljne:

- delnice bodo izdane v določenem roku,
- delnice bodo izdane, če bo dobiček presegel določeno sodilo (na primer znesek),
- delnice bodo izdane, če bo tržna cena obstoječih delnic dosegla določeno sodilo.

4.35. Kot posebno obliko pogojnega (vendar bilančnega) lastniškega kapitala lahko štejemo dolgoročne rezervacije. Ob predpostavki njihovega stalnega obnavljanja v rastočem podjetju je nekaj kapitala stalno rezerviranega za prihodnje odhodke. Zato lahko dolgoročne rezervacije poslovnofinančno obravnavamo podobno kot tiho rezervo.

4.36. Temeljna odločitev o strukturi in značilnostih lastniškega kapitala je podana z opredelitvijo konceptov v okviru vizije podjetja. Gre za odločitev o vrsti kapitalске družbe (d. d., d. o. o. in tako naprej). Tudi ta odločitev ima svoje finančne razsežnosti in dolgoročne posledice na način financiranja podjetja. Vsaka oblika kapitalске družbe ima glede financiranja nekatere prednosti, ki so seveda slabosti drugih oblik.

Odprta delniška družba ima na primer v primerjavi z družbo z omejeno odgovornostjo zlasti te prednosti:

- možnosti pridobitve sorazmerno velikega dodatnega kapitala,
- transparentnost uspešnosti poslovanja in vrednosti družbe,
- visoko kredibilnost in zaupanje v okolju.

Družba z omejeno odgovornostjo pa ima v primerjavi z delniško družbo zlasti te prednosti:

- cenejše in enostavnejše pridobivanje dodatnega kapitala,
- manjši vpliv in nadzor okolja,
- enostavnejša razmerja med upravo in lastniki.

Za vsako podjetje je treba ugotoviti, katere prednosti so večje. Temeljno sodilo pri tem je, katera oblika kapitalске družbe učinkoviteje podpira uresničevanje vizije in razvojne strategije podjetja. Na določeni stopnji razvoja podjetja (ko prednosti druge oblike odtehtajo njene slabosti) je zato lahko smotrno spremeniti obliko kapitalске družbe, na primer družbo z omejeno odgovornostjo v delniško družbo in nasprotno.

Financiranje z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom

4.37. Oblike dolgovanega (dolžniškega) kapitala lahko zajamemo v tele temeljne skupine:

-
- dolgoročna posojila,
 - dolgoročni komercialni krediti,
 - izdane dolgoročne dolžniške vrednostnice (izdani dolgoročni dolžniški vrednostni papirji),
 - zunajbilančno dolgoročno dolgovno (dolžniško) financiranje.

4.38. Pri večini oblik dolgovanega (dolžniškega) kapitala je možna izbira med **zadolžitvami z nespremenljivimi ali pa s spremenljivimi stroški financiranja**. Nespremenljivi stroški financiranja so praviloma ustrežnejši, če je tveganje v poslovanju manjše. Če je tveganje večje, pa je del tega tveganja koristno prenesti na financerje prek spremenljivih stroškov financiranja. Seveda so možne finančne konstrukcije tudi s kombinacijo obeh načinov.

V načelu sta možni dve obliki spremenljivosti stroškov financiranja, in sicer glede na

- gibanje določene (tržne) obrestne mere in
- poslovni izid podjetja, kar prenaša še več tveganja na upnika.

4.39. Dolgoročna posojila je mogoče dobiti predvsem pri bankah, zavarovalnicah in drugih finančnih inštitucijah (državnih skladih in podobnih). Za taka posojila je značilno, da zapadejo v plačilo v obdobju od 3 do 15 let; odplačevanje je anuitetno, pogosto tudi z moratorijem na odplačevanje dolga krajši čas ob začetku (na primer dve leti za dolgoročnejša posojila).

Finančno se lahko kot dolgoročno obravnava tudi odobreno obnavljajoče se posojilo (posojilo revolving), vendar je treba upoštevati tveganje podjetja glede zagotavljanja zahtevanih pogojev za obnavljanje posojila.

4.40. Prednosti dolgoročnih posojil pred izdajo dolgoročnih vrednostnic (dolgoročnih vrednostnih papirjev) so zlasti

- krajši postopek pridobitve posojila,
- večja prilagodljivost potrebam podjetja in
- manjši stroški pridobitve posojila.

Slabost dolgoročnih posojil pa je običajno zahteva upnika po zavarovanju posojila (hipoteki ali drugih zastavnih pravicah, depozitu in podobnem).

4.41. Dolgoročni komercialni krediti so inštrument, ki ga uporabljajo dobavitelji za pospeševanje svoje prodaje. Tudi v teh primerih so običajno potrebna zavarovanja (na primer bančno poroštvo), pogosto pa se oba partnerja dogovorita za neko vrsto dolgoročnega najema (zakupa).

4.42. Pri odločanju o dolgoročnem najemu (zakupu) gre za drugo možnost v primerjavi z nakupom, ki je financiran s posojilom. Pri tem je temeljno sodilo neto sedanja vrednost stroškov obeh možnosti, pri čemer pa je treba upoštevati

- preostalo vrednost predmeta najema,
- posebnosti davčnega sistema,
- računovodsko obravnavanje,
- vse opcije, ki jih daje konkretni najem.

4.43. Pri odločanju o **finančnem ali poslovnem najemu** (slednjega štejemo med zunajbilančne inštrumente) je treba upoštevati, da ima vsaka od oblik nekaj prednosti pred drugo. Izbrati je treba tisto obliko, ki je v danih okoliščinah najustrežnejša.

Finančni najem je smotrni zlasti, kadar

- najemojemalec pričakuje, da bo predmet najema uporabljal v njegovi celotni življenjski dobi,

-
- je predmet oblikovan in izdelan posebej za potrebe uporabnika (na primer merilna ali kontrolna oprema),
 - se pričakuje, da tehnološki napredek ne bo bistveno vplival na ceno ali učinkovitost opreme v prihodnjih dveh letih,
 - je natančnejša predvidljivost denarnih tokov pomembnejša od špekulacijskih pričakovanj pri prihodnjih gibanjih obrestne mere ali najemnin,
 - predmet najema ni odvisen od rednega zunanjšega servisa v povezavi z jamstvom proizvajalca.

Poslovni najem je smotrni zlasti, kadar

- se predmet najema potrebuje za poseben posel in je čas najema krajši od življenjske dobe predmeta,
- je predmet najema splošno dosegljiv (v prodaji) in lahko hitro tehnološko zastari,
- se pričakuje padanje tržne cene predmeta najema,
- se zaradi naštetega lahko pričakuje zmanjševanje najemnine,
- najemjemalec ni prepričan o ustreznosti predmeta najema.

4.44. Posebej je razvita vrsta inštrumentov za dolgoročno financiranje izvoza. K njim lahko (poleg menice - forfaiting) štejemo dokumentarne akreditive v povezavi z odkupom dokumentov in bančnimi diskonti ter druge specializirane bančne storitve. Ti inštrumenti so pomembni tudi zato, ker poleg naloge financiranja zlasti v povezavi s specializiranimi zavarovalnimi institucijami opravljajo tudi funkcijo zmanjševanja tveganja pri izvozu.

4.45. Temeljna oblika **izdanih dolgoročnih dolžniških vrednostnic (izdanih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev)** je obveznica kot pogodba, ki obljublja določen denarni tok. Obveznica ima številne možne različice; nekatere se lahko med seboj kombinirajo, kot na primer

- nezavarovane,
- podrejeno zavarovane,
- hipotekarne,
- zavarovane z vrednostnicami (vrednostnimi papirji),
- zamenljive,
- z nakupnim bonom,
- s prodajno opcijo,
- dobičkovne (v odvisnosti od obresti, pokritih s prihodkom),
- udeležbene (v odvisnosti od dobička),
- indeksirane (prilagajajo se inflaciji),
- z možnostjo odpoklica,
- diskontirane (na primer brezkuponske),
- imenske ali prinosniške,
- kombinirane (imenske s kuponi),
- s spremenljivo obrestno mero,
- z enkratnim odplačilom ali z obročnim odplačilom,
- brez zapadlosti v plačilo (plačujejo se le obresti, ne pa glavnica).

4.46. Zunajbilančno dolgoročno dolgovno (dolžniško) financiranje zajema številne oblike finančnih inštrumentov, ki so izkazani zabilančno oziroma v pojasnilih k računovodskim izkazom ali pa sploh niso izkazani. Mednje sodijo zlasti

- dolgoročni poslovni najem,

-
- prodaja in poslovni najem (s prodajo ni več potrebe po financiranju),
 - dolgoročni ponovni nakup (v času do ponovnega nakupa se zmanjša potreba po financiranju prodanega sredstva),
 - dolgoročno dogovorjena prodaja terjatev (odkupljene terjatve financira njihov kupec, kar zmanjšuje potrebo po obratnem kapitalu podjetja),
 - franšizing (povečani obseg poslovanja financira prejemnik franšize),
 - listinjenje (vrednostničenje), pri čemer se z izdajo novih vrednostnic (vrednostnih papirjev) predhodno pridobi denarni tok, ki izhaja iz določenih terjatev,
 - prenos dodatnega zadolževanja na podjetja, ki so formalno neodvisna, so pa kljub temu nadzirana,
 - odstop (cesija) določenih pritokov iz prodaje na banko, ki redno plačuje določenega dobavitelja podjetja.

Za zunajbilančno dolgovno (dolžniško) financiranje veljajo iste prednosti in slabosti kot za kratkoročno zunajbilančno financiranje.

Hibridno financiranje

4.47. Različne vrste dolgovanega (dolžniškega) kapitala imajo lahko številne (ali celo večino) lastnosti lastniškega kapitala, prav tako pa imajo lahko različne vrste lastniškega kapitala številne (ali celo večino) lastnosti dolgovanega (dolžniškega) kapitala. Zato jih imenujemo **hibridni instrumenti financiranja** (na primer hibridne vrednostnice (hibridni vrednostni papirji). Zanje je značilna zahtevnost v razumevanju in ocenjevanju njihovega tveganja ter vplivanju na upravljanje podjetja, kar prinaša tudi dodatne nevarnosti.

Tudi zunajbilančni finančni instrumenti so lahko hibridne narave, kot na primer nakupni boni (jamstva), pravica do zamenjave terjatev v lastniški delež in tako naprej.

Različne vrste hibridnih instrumentov so bile naštetje tako v načelih financiranja z lastniškim kapitalom (od točke 4.15 naprej) kot tudi v načelih financiranja z dolgovanim (dolžniškim) kapitalom (od točke 4.37 naprej).

4.48. Pri instrumentih financiranja z večjim tveganjem investitorji praviloma zahtevajo večjo donosnost in nasprotno. Ker dajejo investitorji prednost različnim tveganjem in donosnostim, je smotno, da podjetje izdaja različne instrumente, ker je tako mogoče pritegniti več investitorjev. Smotrna politika izdajanja finančnih instrumentov izkorišča prednosti tržnega položaja in zmanjšuje stroške celotnega kapitala pod raven, ki bi jo podjetje doseglo z eno samo vrsto financiranja.

B. Informiranje

4.49. Temeljne informacije za odločanje o dolgoročnem financiranju izhajajo iz analize

- uresničene dolgoročne financiranja,
- načrtovane dolgoročne financiranja.

4.50. Rezultat analiziranja uresničene dolgoročne financiranja morajo biti zlasti sklopi informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev stanja in gibanja dolgoročnega financiranja ter njegove strukture (vključno z zunajbilančnim dolgoročnim financiranjem),
2. primerjave ugotovitev z načrtovanim stanjem in gibanjem ter ugotovitev temeljnih vzrokov odmikov od načrtovanega,

-
3. ugotovitev pozitivnih in negativnih gibanj (vplivov na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja in donosnost lastniškega kapitala),
 4. vplivov okolja na pozitivna in negativna gibanja,
 5. ocene potencialnih nevarnosti (tveganj), ki izhajajo iz stanja dolgoročnega financiranja.

Celovita analiza mora podati oceno o ustreznosti kombinacije različnih vrst dolgoročnega financiranja in predlagati smernice sprememb, delna analiza pa odgovore in predloge v skladu s svojim namenom.

4.51. Donosnost lastniškega kapitala je pomembno izračunavati z upoštevanjem tako nepogojnega kot tudi pogojnega kapitala. Podobno velja tudi za izračunavanje razmerja med ceno delnice in pripadajočim deležem čistega dobička (*price/earnings ratio*).

Donosnost lastniškega kapitala, gledano finančno, se izračunava z upoštevanjem **tržne vrednosti lastniškega kapitala**, ki je izražena z neto sedanjo vrednostjo prihodnjih pričakovanih denarnih donosov.

Pri spremljanju uspešnosti poslovnih odločitev o dolgoročnem financiranju glede na cilj poslovanja podjetja je koristno uporabljati oceno **notranje vrednosti lastniškega kapitala**.

4.52. Rezultat analiziranja načrtovanega dolgoročnega financiranja morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz ocene

1. razvojnih in naložbenih programov glede na dolgoročno financiranje,
2. stanja dolgoročnega financiranja na koncu načrtovalnega obdobja in njegove strukture,
3. ustavljanja negativnih gibanj iz preteklosti in zagotavljanja pozitivnih gibanj,
4. vplivov okolja na politiko dolgoročnega financiranja,
5. tveganja (možnih odmikov od načrtovanega),
6. možnih in potrebnih ukrepov ter njihove učinkovitosti v primeru odmikov.

Sodilo za te ocene je najboljša načrtovana kombinacija različnih vrst dolgoročnega financiranja glede na tveganje in donosnost lastniškega kapitala.

4.53. Med pomembnimi sestavinami naložbenega programa je **finančna konstrukcija**, ki kaže predvideni način financiranja naložbe. V njenem okviru se kot vir financiranja naložbe praviloma pojavlja **amortizacija**, ki pa ni vir financiranja podjetja kot celote. Z odpisi osnovnih sredstev se namreč praviloma spreminja le struktura premoženja (to postaja bolj likvidno), obveznosti do virov sredstev (financiranje) pa se ne spremenijo (glejte načela dolgoročnega investiranja).

4.54. Pomembnejši kazalci in kazalniki v zvezi z dolgoročnim financiranjem so

- obratni kapital in odstotek dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb,
- stopnja zadolženosti podjetja (neto presežek dolgov v primerjavi z osnovnimi sredstvi in zalogami),
- denarni tok, ki ga zahteva predvidena zapadlost dolgoročnih obveznosti v plačilo,
- stroški različnih vrst kapitala podjetja in njihovo tehtano povprečje,
- različni stroški financiranja ter drugi pogoji in možnosti za različne vrste dolgoročnega financiranja iz okolja,
- obseg in kakovost zavarovanj vračil dolgoročnih posojil,
- razmerje med dolgoročnimi obveznostmi in celotnim kapitalom,
- stopnja poslovnega in finančnega vzvoda (glejte poglavje 5),

-
- donosnost posameznih sredstev, donosnost vseh sredstev podjetja in donosnost lastniškega kapitala,
 - povprečni stroški dolgoročnega financiranja in povprečna obrestna mera.

4.55. Temeljni vir informacij za odločanje o dolgoročnem financiranju je **načrtovanje dolgoročnega financiranja**, ki obsega zlasti opredelitev

1. potrebnega obratnega kapitala (glejte načela dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja),
2. obsega potrebnih dolgoročnih naložb v bilanci stanja,
3. obsega potrebnega dolgoročnega financiranja (1 + 2),
4. strukture dolgoročnega financiranja glede na lastniški in dolgovan (dolžniški) kapital,
5. ciljne strukture lastniškega kapitala,
6. ciljne strukture dolgovanega (dolžniškega) kapitala.

C. Izvajanje

4.56. Podjetje lahko pridobiva kapital iz različnih virov. Temeljni **vir lastniškega kapitala** so zlasti

1. neformalni, in sicer
 - zasebniki in
 - poslovni partnerji, ter
2. formalni, in sicer
 - finančne institucije tvegalnega kapitala (tveganega kapitala),
 - lokalni in državni razvojni skladi,
 - investicijske banke
 - zaprti krogi investitorjev,
 - upniki v primeru konverzije terjatev.

4.57. Temeljni **vir dolgovanega (dolžniškega) kapitala** so v načelu isti kot za lastniški kapital, vendar se njihov krog (zaradi zmanjšanja tveganja) širi z večanjem pridobljenega lastniškega kapitala podjetja.

Za večje poslovne sisteme ali večje število samostojnih podjetij je lahko dodatno zanimiva možnost ustanovitve notranje zavarovalne organizacije (*captive insurance company*) ali pa pokojninskih skladov (*pension funds*). Te oblike izboljšujejo tako bilančni (dodatni vir financiranja in dobička) kot tudi zunajbilančni (zmanjševanje tveganja in stroškov zavarovanja) finančni položaj podjetja.

4.58. Viri kapitala z ustreznimi institucijami tvorijo trg kapitala, na katerem je treba upoštevati troje temeljnih načel:

- trg kapitala je usmerjen naprej, gibanja so odvisna od pričakovanj, in ne od preteklih gibanj,
- učinkovit trg kapitala dovolj dobro kaže vrednost posameznih finančnih instrumentov,
- investitorji imajo prvenstveni interes: čim večjo sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov.

4.59. Podjetje (zlasti delniška družba) ima na voljo številne **metode za pridobivanje kapitala** s prodajo lastniških in dolžniških vrednostnic (lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev). Temeljne so

- zaprta prodaja vnaprej znanim investitorjem, s katerimi je že dogovorjena;

-
- javna prodaja, in sicer
 - komisijaska prodaja,
 - prodaja z odkupom,
 - samostojna prodaja;
 - kombinacije naštetih.

4.60. Pri pridobivanju kapitala je treba upoštevati, da je za to potrebno veliko časa, napora, ustvarjalne energije in dodatnih stroškov. Zato je koristno

- ne podcenjevati stroškov in možnosti neuspeha,
- ne prepustiti vodenja tega procesa v celoti drugim,
- skrbno raziskati trg in možne vire kapitala,
- upoštevati tveganje in obvladovati podrobnosti.

4.61. Zaradi narave poslovanja so pristojnosti izvajanja dolgoročnega financiranja in definciranja lahko razporejene na različne organizacijske enote in posameznike v podjetju, vendar je treba poudariti ključno **vlogo finančne službe** oziroma vodstva finančne funkcije. Ta se kaže zlasti

- pri odločanju o dolgoročnem financiranju in njegovem načrtovanju, kamor sodijo
 - opredeljevanje najugodnejšega (optimalnega) obsega dolgoročnega financiranja,
 - opredeljevanje strukture dolgoročnega financiranja,
 - usklajevanje drugih poslovnih funkcij in služb,
 - usklajevanje načrtovanja dolgoročne priskrbe sredstev,
 - nadziranje izvajanja dolgoročnega financiranja;
- pri oblikovanju informacij, kamor sodijo
 - analiziranje ustreznosti načrtovanega glede na finančni položaj podjetja,
 - spremljanje uresničevanja načrtovane priskrbe sredstev in analiziranje odmikov,
 - pridobivanje zunanjih informacij za odločanje o dolgoročnem financiranju;
- pri izvajanju dolgoročnega financiranja, kamor sodijo
 - zagotavljanje priskrbe dolgoročnih sredstev in njeno usklajevanje,
 - zagotavljanje vračanja dolgoročnih sredstev (definciranje) in njegovo usklajevanje,
 - usklajevanje in izvajanje preoblikovanja obveznosti do dolgoročnih virov sredstev.

5. NAČELA PLAČILNE SPOSOBNOSTI PODJETJA

I. Načela kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja

A. Odločanje

5.1. Podjetje mora pri svojih poslovnih odločitvah upoštevati temeljno **načelo kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja**. To pomeni, da mora biti sposobno, da v kratkem roku zagotovi potrebna likvidna sredstva za pravočasno izvedbo plačil. Položaj, ko so prejemki (vključno z začetnim stanjem denarnih sredstev) v danem trenutku ali kratkem roku enaki ali večji od izdatkov za obveznosti, zapadle v plačilo, opredeljujemo kot **kratkoročno plačilno sposobnost podjetja**.

5.2. Primanjkljaj denarnih sredstev za poravnavo obveznosti, zapadlih v plačilo, pomeni **kratkoročno plačilno nesposobnost podjetja**. Na drugi strani pa je presežek sredstev za poravnavo obveznosti, zapadlih v plačilo, v danem trenutku likvidnostna rezerva, ki pomeni, da je podjetje sposobno do njene velikosti poravnati tudi nepričakovane (nenačrtovane) obveznosti oziroma nadomestiti nepričakovano izpadle prejemke.

5.3. Temeljni pogoj za zagotavljanje kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja je usklajevanje materialnih, denarnih in poslovnoizidnih tokov podjetja. Nepogrešljiv inštrument za tako usklajevanje je **kratkoročno finančno načrtovanje**.

5.4. Pri načrtovanju je treba upoštevati stopnjo tveganja, saj je pri še tako skrbnem in podrobnem prijemu nemogoče v vsakem danem trenutku zagotoviti natančno tisto velikost sredstev, ki jo potrebujemo za poravnavo obveznosti, zapadlih v plačilo. Pri tem je treba posebej poudariti različne vrste tveganja, ki zadevajo kratkoročno plačilno sposobnost podjetja. Zato podjetje praviloma načrtuje določeno likvidnostno rezervo (presežek prejemkov nad izdatki). Pri tem morajo biti stroški financiranja teh likvidnih sredstev manjši oziroma enaki stroškom finančne stiske, ki bi nastali z zmanjšanjem oziroma odpravo rezerve. Zato govorimo o **najugodnejši (optimalni) likvidnostni rezervi**. S stroški finančne stiske mislimo stroške stečaja, stroške navzkrižij interesov med upniki in lastniki, stroške nadzora upnikov nad poslovanjem podjetja in druge stroške, ki nastanejo v poslovanju zaradi zmanjšanja plačilne sposobnosti podjetja.

5.5. Kadar prejemki (z vključenim začetnim stanjem denarnih sredstev) presegajo izdatke le za najugodnejšo (optimalno) likvidnostno rezervo, govorimo o **najugodnejši (optimalni) kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja**.

5.6. Čim manj natančno je kratkoročno finančno načrtovanje, večja sta tveganje in potreba po likvidnostni rezervi glede na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja. V tem primeru je **potrebna likvidnostna rezerva** praviloma večja od najugodnejše (optimalne). Kratkoročno finančno načrtovanje je tako neposredno v funkciji doseganja najugodnejše kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja (optimiranja te sposobnosti).

5.7. Kot likvidnostno rezervo pa lahko obravnavamo tudi tiste rezerve, ki jih lahko podjetje črpa iz okolja. To so na primer odobrena in nečrpana posojila pri bankah ali drugih organizacijah, odobrene prekoračitve na bančnem računu in tako naprej. Tudi stroške takih rezerv upoštevamo pri doseganju najugodnejše likvidnostne rezerve podjetja (optimiranju te rezerve).

B. Informiranje

5.8. Temeljne informacije za odločanje o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja izhajajo **iz sistema kratkoročnega finančnega načrtovanja**. Kratkoročni načrti denarnih sredstev so predvsem načrti denarnih tokov (prejemkov in izdatkov). Po ročnosti so lahko na primer

- dnevni,
- desetdnevni,
- mesečni,
- trimesečni,
- polletni,
- letni (po mesecih).

5.9. Glede na kakovost izkazovanja tokov, način obdelovanja podatkov in način (vir) zajemanja podatkov lahko **metode načrtovanja tokov denarnih sredstev** razvrstimo v

- čiste bilančne metode,
- delne bilančne metode,
- čiste finančne metode.

5.10. Pri čistih bilančnih metodah je temeljni vir podatkov računovodstvo z računovodskimi izkazi; načrtovani tokovi denarnih sredstev so izraženi predvsem v računovodskih kategorijah. Sem sodijo na primer metoda odstotka od prihodkov od prodaje, metoda enostavne regresije in metoda multiple regresije.

5.11. Za delne bilančne metode je še vedno značilno računovodstvo kot vir podatkov, vendar so ti na različne načine prevedeni v kategorije pritokov in odtokov. Sem sodijo na primer izkazi finančnih tokov.

5.12. Pri čistih finančnih metodah računovodstvo ni temeljni vir podatkov, temveč so to predvsem načrti posameznih poslovnih funkcij, torej podatki o materialnih, blagovnih in storitvenih tokovih, ki se z ustrezno obdelavo prevedejo v prejemke in izdatke. Sem sodijo na primer izkazi denarnih tokov.

5.13. V procesu načrtovanja denarnih tokov je treba upoštevati tudi stroške angažiranih sredstev v zalogah, terjatvah in tudi denarnih sredstvih ter oportunitetne prihodke. Zato je treba najprej izračunati zelena stanja prej naštetih kategorij, pri tem pa upoštevati največjo (maksimalno) razliko med koristmi in stroški različnih možnosti, vključno z načrtovano najugodnejšo (optimalno) likvidnostno rezervo. Nato je načrtovana stanja potrebno primerjati z zelenimi, na tej podlagi pa dobimo načrtovane presežke ali primanjkljaje denarnih sredstev.

5.14. Pomembne informacije za zagotavljanje kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja je mogoče oblikovati na podlagi odmikov uresničenih denarnih tokov od načrtovanih. Zato je treba tekoče spremljati načrt ter ga ustrezno prilagajati in dopolnjevati.

5.15. Dolgoročni vidik kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja lahko predstavlja neto kratkoročna terjatev (neto presežek kratkoročnih terjatev) oziroma neto kratkoročni dolg (neto presežek kratkoročnih dolgov). Neto presežek kratkoročnih terjatev namreč na eni strani kaže na možnost obstoja kratkoročne likvidnostne rezerve podjetja, na drugi strani pa je odvisen izključno od dolgoročnega financiranja zalog, torej od velikosti zalog in obratnega kapitala. To pa še ne pomeni, da podjetje ne more imeti kratkoročne likvidnostne rezerve, če je neto kratkoročni dolžnik, saj je likvidnostna rezerva odvisna predvsem od presežkov prejemkov nad izdatki. Vsekakor pa podjetje z neto presežkom kratkoročnih terjatev običajno lažje rešuje probleme svoje tekoče plačilne sposobnosti kot podjetje z neto presežkom kratkoročnih dolgov.

Če podjetje nima zalog, pomeni neto presežek kratkoročnih terjatev dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb in je enak obratnemu kapitalu.

C. Izvajanje

5.16. Na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja lahko neposredno vplivamo s temi kratkoročnimi ukrepi:

- s povečevanjem ali zmanjševanjem prejemkov,
- z zmanjševanjem ali povečevanjem izdatkov,
- z usklajevanjem prejemkov in izdatkov,
- z obvladovanjem kratkoročnega tveganja.

5.17. S povečevanjem prejemkov je mišljeno povečevanje tako njihove velikosti kot tudi pogostnosti v izbranem časovnem obdobju, ki nima vedno za posledico zmanjševanja njihove velikosti ali pogostnosti v prihodnjem obdobju.

Tako povečevanje prejemkov je možno zlasti z vnovčevanjem vrednostnic (vrednostnih papirjev), pospeševanjem izterjave terjatev do kupcev in drugih dolžnikov, povečevanjem prodaje blaga in storitev, skrajševanjem prodajnih plačilnih rokov, povečevanjem zahtevanih predujmov pri prodaji blaga in storitev, spreminjanjem strukture proizvodnje in prodaje v korist proizvodov in storitev, ki hitreje povečujejo denarni tok, prodajo dela osnovnih sredstev ali pravic, izdajanjem kratkoročnih in/ali dolgoročnih vrednostnic (kratkoročnih in/ali

dolgoročnih vrednostnih papirjev), izdajanjem lastniških vrednostnic (lastniških vrednostnih papirjev) in izplačevanjem dobička odvisnih družb.

5.18. Z zmanjševanjem prejemkov je mišljeno zmanjševanje njihove velikosti in/ali pogostnosti v izbranem časovnem obdobju, ki pa mora imeti za posledico povečevanje njihove velikosti in/ali pogostnosti v prihodnjem obdobju.

Táko zmanjševanje prejemkov je možno zlasti s podaljševanjem prodajnih plačilnih rokov, če se zato povečuje obseg prodaje ali zaračunavajo ustrezne obresti, prodajo blaga ali storitev na kredit, podaljševanjem roka vračila danih posojil, pripisovanjem obresti na dana posojila glavnici in zato njihovim kasnejšim vnovčevanjem, zmanjševanjem zahtevanih predujmov pri prodaji blaga ali storitev, neizplačevanjem dobička odvisnih družb in preoblikovanjem kratkoročnih terjatev v dolgoročne dolgovane (dolžniške) ali lastniške naložbe.

5.19. Z zmanjševanjem izdatkov je mišljeno zmanjševanje tako njihove velikosti kot tudi pogostnosti v izbranem časovnem obdobju, ki nima vedno za posledico povečevanja njihove velikosti ali pogostnosti v prihodnjem obdobju.

Táko zmanjševanje izdatkov je možno zlasti s podaljševanjem roka, v katerem prejeta posojila zapadejo v plačilo, zmanjševanjem danih predujmov pri nabavi blaga ali storitev, zmanjševanjem obsega poslovanja, odlaganjem uresničevanja načrtovanih dolgoročnih naložb in preoblikovanjem kratkoročnih obveznosti v dolgoročne ali v kapital.

5.20. S povečevanjem izdatkov je mišljeno povečevanje njihove velikosti in/ali pogostnosti v določenem časovnem obdobju, kar pa mora imeti za posledico zmanjševanje njihove velikosti in/ali pogostnosti v prihodnjem obdobju.

Táko povečevanje izdatkov je možno zlasti z nakupom vrednostnic (vrednostnih papirjev), povečevanjem finančnih naložb, povečevanjem danih predujmov pri nabavi blaga in storitev, skrajševanjem roka, v katerem prejeta posojila zapadejo v plačilo, povečevanjem obsega poslovanja, pospeševanjem uresničevanja načrtovanih dolgoročnih naložb in plačevanjem obveznosti pred njihovo zapadlostjo v plačilo (ob ustreznem diskontu).

5.21. Z usklajevanjem prejemkov in izdatkov sta mišljeni

- prilagajanje poslovnih odločitev, ki imajo za posledico denarne izdatke, gibanju predvidenih prejemkov in
- vplivanje na gibanje prejemkov za zagotovitev sredstev za plačilo predvidenih izdatkov.

Temeljni inštrument za tako usklajevanje je kratkoročno finančno načrtovanje.

5.22. Z obvladovanjem kratkoročnega tveganja je mišljeno zmanjševanje možnosti nepričakovanih negativnih vplivov na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja, in sicer na obseg, ki ga podjetje lahko prenese, torej do velikosti oblikovane likvidnostne rezerve.

Obvladovanje tega tveganja je potrebno zlasti pri

- cenah,
- kratkoročnih finančnih naložbah,
- poslih.

5.23. S tveganjem pri cenah je mišljeno tveganje neugodnih sprememb v vrednosti sredstev ali obveznosti do virov sredstev podjetja, in sicer zlasti

- tržno tveganje (trg blaga in storitev, trg kapitala, trg delovne sile),
- tveganje obrestne mere,
- valutno tveganje.

5.24. S tveganjem pri kratkoročnih finančnih naložbah je mišljeno tveganje teh naložb glede na možne spremembe bonitete dolžnika. Pri tem lahko dolžnik vrne ali le del dolga ali le del obresti ali pa ne more vrniti ničesar.

5.25. Tveganje pri poslih je tveganje glede sposobnosti izpeljave posla v okviru lastnega poslovanja oziroma tveganja zaradi notranjih napak podjetja (pomanjkanja kontrole).

5.26. Podjetje lahko tveganje kratkoročne plačilne sposobnosti obvladuje zlasti z

- ustreznimi notranjimi kontrolami poslovanja,
- zavarovanjem svojih sredstev (tudi terjatev) pri zavarovalnici,
- uporabo različnih načinov poravnave obveznosti,
- uporabo inštrumentov za zavarovanje plačil,
- usklajevanjem ročnosti tveganih sredstev in ustreznih dolgov,
- uporabo kratkoročnih zunajbilančnih finančnih inštrumentov.

5.27. Obveznosti je mogoče poravnati

- z gotovino,
- z nalogo za prenos,
- s čekom,
- s prenosom vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- s pobotom ali kompenzacijo,
- drugače (z odstopom od terjatve, asignacijo).

5.28. Plačila je možno zavarovati na različne načine, ki različno zmanjšujejo stopnjo tveganja in zato nosijo tudi različne stroške. Ti so zlasti

- akceptni nalog,
- menica,
- podjetniško ali bančno poroštvo ali podporoštvo,
- akreditiv,
- zastava terjatev ali vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- zastava premoženja,
- zastava nepremičnin (hipoteka).

5.29. Kratkoročni zunajbilančni inštrumenti se nenehno razvijajo. Med njimi so najznačilnejši

- komercialni inštrumenti (kratkoročni poslovni najem, ponovni nakup, kratkoročni terminski posli, opcije in podobno),
- finančni inštrumenti (obrestne pogodbe, pogodbe vnaprej, arbitražna, obrestna in valutna zamenjava, opcije, kombinirane opcije, delniške pravice in podobno).

5.30. Zaradi narave poslovanja so pristojnosti zagotavljanja kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja razporejene na številne organizacijske enote in posameznike v podjetju. Zato se **vloga finančne službe** oziroma vodstva finančne funkcije kaže zlasti:

- pri odločanju o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja in o njenem načrtovanju, kamor sodijo
 - usklajevanje preostalih poslovnih funkcij in služb,
 - usklajevanje procesa kratkoročnega načrtovanja,
 - vodenje doseganja najugodnejše likvidnostne strukture obratnih sredstev (optimiranja te strukture),
 - nadzorovanje zagotavljanja kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja;
- pri oblikovanju informacij, kamor sodijo
 - spremljanje kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja in analiziranje odmikov od načrtovanega,
 - oblikovanje informacij za odločanje o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja;

-
- pri izvajanju, kamor sodijo
 - usklajevanje priskrbe in porabe sredstev,
 - poravnavanje obveznosti podjetja,
 - izvajanje zavarovanja plačil,
 - dogovarjanje s finančnimi inštitucijami in drugimi poslovnimi partnerji (upniki in dolžniki).

5.31. Glede pristojnosti na področju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja lahko opredelimo vsaj

- odločanje o prodaji in nabavi, posledica česar so denarni tokovi,
- dogovarjanje o plačilnih pogojih pri nabavi in prodaji,
- najemanje in dajanje kreditov oziroma posojil,
- odločanje o začetku in zaključku dolgoročnih naložb,
- podpisovanje različnih listin, katerih posledica so denarni tokovi.

5.32. Organizacijske rešitve in opredelitve pristojnosti so odvisne zlasti od

- stopnje notranje decentraliziranosti vodenja podjetja (notranjega podjetništva),
- razpoložljivih kadrov,
- finančnega položaja podjetja,
- posebnosti dejavnosti,
- informacijskega sistema in sistema načrtovanja in tako naprej,

v vsakem primeru pa ostaja temeljna vloga finančne službe (načelo 5.30) nespremenjena.

II. Načela dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja

A. Odločanje

5.33. Podjetje mora pri svojih odločitvah upoštevati tudi temeljno **načelo dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja**. To pomeni, da mora z ustrezno poslovno politiko zagotavljati plačilno sposobnost podjetja na dolgi rok v času poslovanja podjetja.

5.34. V danem trenutku je lahko podjetje sicer plačilno sposobno, vendar posluje z izgubo ali pa financira dolgoročne naložbe s kratkoročnimi obveznostmi. Ta položaj kaže na tveganje pri uresničevanju načela dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja. Skrajni primer tega položaja nastopi, kadar so sredstva podjetja manjša od njegovih dolgov (stvarna dolgoročna plačilna nesposobnost podjetja). Nasprotno pa ima lahko podjetje v danem trenutku težave le s kratkoročno neusklajenostjo prejemkov in izdatkov (torej s kratkoročno plačilno sposobnostjo podjetja), sicer pa posluje dobičkonosno in ima ustrezno strukturo financiranja dolgoročnih naložb; to zmanjšuje tveganje pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja.

V skladu s **temeljnim načelom dolgoročne plačilne sposobnosti** mora rastoče podjetje

- ohranjati in povečevati svoj lastniški kapital ter
- vzpostavljati in ohranjati ustrezno dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb.

5.35. Vsako zmanjševanje lastniškega kapitala (ob nespremenjenem obsegu poslovanja) praviloma poslabšuje dolgoročno plačilno sposobnost podjetja, kar pa seveda ne pomeni, da bo v vseh primerih prišlo do tekoče plačilne nesposobnosti podjetja. Pomeni le povečevanje tveganja pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti. Na drugi strani pa povečevanje

lastniškega kapitala podjetja zmanjšuje to tveganje, zato izboljšuje dolgoročno plačilno sposobnost podjetja.

5.36. V stabilnem tržnem gospodarstvu je lastniški kapital praviloma najdražji vir financiranja, dolgoročni dolgovi so cenejši, še cenejši pa so kratkoročni dolgovi. To pomeni, da povečevanje lastniškega kapitala sicer zmanjšuje tveganje pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, vendar praviloma povečuje celotne stroške financiranja poslovanja (seštevek plačanih obresti in pričakovanih dividend).

Tveganje pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja se povečuje tudi, če se sorazmerno zmanjšuje dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb (zmanjšuje se torej obratni kapital v primerjavi s kratkoročnimi naložbami). Če pa se sorazmerno povečuje dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb, se tveganje pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja zmanjšuje. Podobno kot pri povečevanju lastniškega kapitala se povečevanje dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb praviloma kaže v povečanih celotnih stroških financiranja.

Največje možno zmanjšanje celotnih stroškov financiranja bi lahko na prvi pogled pomenilo financiranje celotnega poslovanja s kratkoročnimi obveznostmi. Vendar bi lahko pravzaprav z gotovostjo trdili, da v tem primeru praviloma ni mogoče zagotoviti dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, kar (zaradi slabe bonitete takega podjetja) povečuje stroške tudi kratkoročnemu financiranju.

Smotrna rešitev je torej (ob upoštevanju obeh skrajnosti) praviloma kombinacija financiranja poslovanja z lastniškim kapitalom, dolgoročnimi obveznostmi in kratkoročnimi obveznostmi. Skupni izraz za tako kombinacijo je ustrezno dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb. Zato govorimo o **načelu ustreznega obratnega kapitala**. Temeljna pogoja za zagotavljanje dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja sta torej oblikovanje in stalno vzpostavljanje takšnega razmerja med strukturo ročnosti naložb in strukturo ročnosti financiranja, kakršno omogoča ustrezno obvladovanje tveganja, da bi prišlo do kratkoročne plačilne nesposobnosti podjetja. Pri tem je treba upoštevati, da je odstotek stalno vezanih sredstev v kratkoročnih naložbah različen v različnih dejavnostih in tudi v različnih podjetjih.

5.37. Temeljni dejavniki, ki povečujejo tveganje na področju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, so zlasti

- zmanjšanje koeficienta obračanja kratkoročnih naložb in njihovih posameznih oblik,
- povečanje koeficienta obračanja kratkoročnih obveznosti in njihovih posameznih oblik,
- zmanjšanje zmožnosti dolgoročnega obnavljanja (*revolving*) kratkoročnih posojil,
- zmanjšanje sposobnosti obnavljanja dolgoročnih posojil, če je zadržani dobiček manjši od zneska odplačila dolgoročnih posojil,
- zmanjšanje sposobnosti povečevanja dolgoročnega financiranja za znesek izgube, ki ni nadomeščena s povečevanjem vplačanega lastniškega kapitala,
- povečevanje dolgoročnih naložb, ki ni v celoti pokrito z novim dolgoročnim financiranjem,
- povečevanje obsega poslovanja, ki ga ne spremlja ustrezno povečevanje dolgoročnega financiranja.

5.38. Nepogrešljiv inštrument za obvladovanje tveganja na področju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja je **dolgoročno finančno načrtovanje**. V tem procesu načrtujemo tudi ustrezno rezervo v dolgoročnem financiranju kratkoročnih naložb, kar naj bi zmanjšalo stopnjo tveganja.

5.39. Čim manj natančno je dolgoročno finančno načrtovanje, večje je tveganje in večja je potreba po rezervi v dolgoročnem financiranju kratkoročnih naložb. V tem primeru je

potrebna rezerva praviloma večja od najugodnejše (optimalne). Rezerva v dolgoročnem financiranju kratkoročnih naložb je najugodnejša (optimalna), kadar so stroški financiranja denarne enote dodatne rezerve večji od zmanjšanja stroškov zaradi tveganja tekoče plačilne sposobnosti podjetja. Dolgoročno finančno načrtovanje je tako neposredno v funkciji doseganja najugodnejše strukture financiranja podjetja (optimiranja te strukture).

5.40. Upoštevanje načela ustreznega obratnega kapitala je posebej pomembno v procesu saniranja in finančnega konsolidiranja podjetja, saj je poleg dobičkonosnega poslovanja temeljni pogoj sanacije iz poslovno-finančnega zornega kota.

B. Informiranje

Splošna načela

5.41. Temeljne informacije za odločanje o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja izhajajo iz analize

1. uresničene dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja,
2. načrtovane dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja.

5.42. Rezultat analiziranja uresničene dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev strukture financiranja na začetku in koncu analiziranega obdobja,
2. ugotovitev gibanja lastniškega kapitala in strukture financiranja v analiziranem obdobju,
3. ugotovitev posameznih pozitivnih gibanj oziroma stanj,
4. ugotovitev posameznih negativnih gibanj oziroma stanj,
5. ugotovitev denarnega toka,
6. ocene potencialnih nevarnosti,
7. ocene priložnosti.

Posebej je treba poudariti pomembnost empiričnega spoznavanja notranjih zakonitosti poslovanja podjetja (učenje iz preteklosti), ki olajšujejo predvidevanja in omogočajo normiranje nekaterih razmerij oziroma kazalcev poslovanja.

5.43. Rezultat načrtovane dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz ocene

1. strukture financiranja na začetku in koncu načrtovalnega obdobja,
2. ustavitve (obvladovanja) negativnih gibanj iz preteklosti,
3. temeljne razvojne težnje finančne moči in strukture financiranja v načrtovalnem obdobju,
4. denarnega toka,
5. možnih odmikov od načrtovanega,
6. možnih vplivov okolja na načrtovano dolgoročno plačilno sposobnost podjetja,
7. možnih ukrepov in njihove učinkovitosti v primeru odmikov.

5.44. Načrtovanje dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja ne sme biti občasno (na primer enkrat na leto), ampak mora v vsakem trenutku poslovnega odločanja zagotavljati informacije o posledicah poslovnih odločitev na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja.

Informacije o kapitalu in zadolženosti

5.45. Pomembne so zlasti informacije o

-
- stanju in gibanju ter vzrokih sprememb celotnega lastniškega kapitala in njegove strukture,
 - vplivu inflacije na poslovni izid (revalorizacijska bilanca),
 - donosu lastniškega kapitala in donosu vseh vloženih sredstev,
 - vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala in njenem gibanju,
 - stanju in gibanju ter vzrokih sprememb neto presežka dolgov (neto dolga) ali neto presežka terjatev (neto terjatve),
 - financiranju materialnih sredstev,
 - stanju in gibanju stopnje zadolženosti oziroma samofinanciranja,
 - stanju in gibanju kakovosti finančnoposredniškega položaja,
 - pokritju obresti s čistim dobičkom in plačanimi obrestmi,
 - stanju in gibanju poslovnega vzvoda (razmerja med obsegom poslovanja in dobičkom).

Informacije o dolgoročnem financiranju kratkoročnih naložb

5.46. Med pomembnejše informacije o dolgoročnem financiranju kratkoročnih naložb sodijo zlasti informacije o

- višini in gibanju stopnje ter o vzrokih sprememb dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb,
- stanju in gibanju ter o vzrokih sprememb obratnega kapitala, njegovega presežka ali primanjkljaja,
- stanju in gibanju kakovosti obratnega kapitala,
- bilanci finančnih tokov,
- koeficientih obračanja sredstev in njihovih delov,
- koeficientih obračanja obveznosti do virov sredstev in njihovih delov,
- stanju in gibanju faktorja finančnega vzvoda (razmerja med tujimi in lastnimi viri),
- stanju in gibanju strukture financiranja in stroškov financiranja poslovanja.

5.47. V normalnih razmerah običajno del dolgoročnih obveznosti do virov sredstev financira kratkoročne naložbe (obratni kapital). Ker so kratkoročne naložbe sestavljene iz več kategorij (na primer denarnih sredstev, vrednostnic /vrednostnih papirjev/, terjatev, zalog), lahko te kategorije primerjamo z obratnim kapitalom. Analiza gibanja teh razmerij temelji na predpostavki standardne strukture kratkoročnih naložb podjetja pri bistveno nespremenjenih okoliščinah poslovanja.

5.48. Med informacije o dolgoročnem financiranju posameznih delov obratnih sredstev sodijo zlasti informacije o

- stanju in gibanju razmerij med obratnim kapitalom in posameznimi kratkoročnimi naložbami,
- velikosti in spremembah pospešenega koeficienta in hitrega koeficienta v primerjavi s kratkoročnim koeficientom.

S pospešenim koeficientom mislimo razmerje med kratkoročnimi naložbami, zmanjšanimi za zaloge, in kratkoročnimi obveznostmi, s hitrim koeficientom pa razmerje med denarnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Kratkoročni koeficient je razmerje med kratkoročnimi

naložbami in kratkoročnimi dolgovi ter na drugačen način izraža dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb.

5.49. Kakovost obratnega kapitala je odvisna od njegove strukture; sestavljen je iz lastniškega kapitala in dolgoročnih dolgov. Tesno je povezana s stopnjo dolgoročne zadolženosti podjetja, ki je razmerje med dolgoročnimi dolgovi in celotnim dolgoročnim financiranjem podjetja.

Načela o informacijah v zvezi z načrtovano dolgoročno plačilno sposobnostjo podjetja

5.50. Informacije o prihodnosti dobimo tako, da uporabimo isti model informacij kot za preteklost, vendar za načrtovane oziroma simulirane osnovne podatke. Pri tem pa je treba upoštevati še tveganje pri oceni prihodnjih razmer, v katerih bo poslovalo podjetje, oziroma uresničitve načrtovanega, zato so nujne dodatne informacije.

5.51. Posebej je treba upoštevati različne stroške financiranja (redni lastniški kapital, prednostni lastniški kapital, dolgoročne dolgove, kratkoročne dolgove) in s tem povezano doseganje najugodnejše (optimalne) strukture financiranja ob izkoriščanju finančnega vzvoda. Pri tem je **finančni vzvod** možnost podjetja, da z dodatnim zadolževanjem poveča dobiček. Merimo ga s stopnjo finančnega vzvoda, ki je razmerje med dobičkom skupaj z obrestmi in dobičkom.

5.52. Temeljne informacije v zvezi z načrtovano dolgoročno plačilno sposobnostjo podjetja so (poleg informacij v točkah 5.45, 5.46 in 5.48) še informacije o

- potrebnem obratnem kapitalu (glede na predvideni obseg poslovanja in načrtovane dolgoročne naložbe),
- predvidenem gibanju in vzrokih sprememb neto kratkoročnih dolgov (neto kratkoročnega dolga) ali neto kratkoročnih terjatev (neto kratkoročne terjatve),
- vplivu okolja na tveganje podjetja, in sicer na
 - finančno tveganje,
 - tržno tveganje,
 - tehnološko in ekološko tveganje,
 - kadrovsko tveganje,
 - tveganje v posamezni državi oziroma regiji.

5.53. Pri analiziranju in oblikovanju informacij o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja je treba zaradi časovne primerljivosti posebej upoštevati vpliv nekaterih računovodskih kategorij na izrazno moč kazalcev. To so zlasti amortizacija, predujmi, dolgoročne vrednostnice (dolgoročni vrednostni papirji), kratkoročne finančne naložbe in tako naprej.

5.54. Pri analiziranju in oblikovanju informacij o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja je treba dosledno razločevati med formalno računovodsko opredelitvijo in finančnim tolmačenjem posameznih računovodskih kategorij. V skladu s tem načelom je treba računovodske informacije tolmačiti glede na njihovo izrazno moč o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja. To pomeni, da je treba upoštevati

- dejansko (vsebinsko) ročnost sredstev in virov sredstev, in ne le formalno (glede na financiranje je lahko, na primer v analizi naložbene sposobnosti, posojilo na 13 mesecev kratkoročno, obnavljajoče se kratkoročno posojilo (posojilo revolving) pa lahko pod določenimi pogoji in v ustreznem obsegu obravnavamo kot dolgoročno financiranje),
- ceno posameznega vira financiranja (primerjava različnih možnih vrst financiranja in stroškov finančne stiske),

-
- davčni vidik (iz davčnih razlogov je lahko finančna vsebina nekaterih računovodskih kategorij nekoliko drugačna od njihove pojavne oblike),
 - pri informacijah o prihodnosti še tveganje (predvidevanja lahko opremimo s stopnjami verjetnosti, kar daje različnim kategorijam različno težo).

5.55. Posebej so za oblikovanje informacij o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja pomembne kategorije, ki jih obravnavamo kot zunajbilančne; nekaterih celo v zabilančni evidenci podjetja ne najdemo. Zato oblikujemo tudi informacije o **zunajbilančnem dolgoročnem finančnem položaju** podjetja. Kažejo vpliv dolgoročnih zunajbilančnih instrumentov na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja.

C. Izvajanje

5.56. Na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja lahko neposredno vplivamo

- s povečevanjem ali zmanjševanjem lastniškega kapitala,
- s povečevanjem ali zmanjševanjem donosnosti lastniškega kapitala,
- s povečevanjem ali zmanjševanjem stalnih sredstev,
- s povečevanjem ali zmanjševanjem dolgoročnih finančnih naložb in terjatev,
- s povečevanjem ali zmanjševanjem dolgoročnih dolgov,
- s povečevanjem ali zmanjševanjem stalno vezanih kratkoročnih naložb,
- z obvladovanjem tveganja, gledano dolgoročno.

5.57. S povečanjem lastniškega kapitala je mišljeno povečanje vseh vrst lastniškega kapitala, če ima za posledico povečanje celotnega kapitala.

Táko povečanje je možno zlasti z izdajo rednih ali prednostnih delnic ali vplačili novih družbenikov, povečanjem zadržanega dobička, povečanjem rezerv in združitvijo podjetja z drugim.

5.58. Z zmanjšanjem lastniškega kapitala je mišljeno zmanjšanje vseh vrst kapitala, če ima za posledico zmanjšanje celotnega kapitala, vendar le s ciljem povečati njegovo donosnost ali jo začasno zmanjšati.

Táko zmanjšanje je možno zlasti z zmanjšanjem osnovnega kapitala, razdružitvijo podjetja, odkupom delnic podjetja in izplačilom družbenika.

Knjigovodsko pokritje izgube z zmanjšanjem rezerv ni zmanjšanje kapitala v pomenu prejšnjega odstavka (saj je zaradi izgube, finančno gledano, že zmanjšan), ampak le sprememba njegove strukture.

5.59. S povečanjem donosnosti lastniškega kapitala je mišljeno povečanje dobička na enoto navadnega lastniškega kapitala.

Táko povečanje je možno zlasti s povečanjem prihodkov iz prodaje in/ali zmanjšanjem odhodkov iz naslova nabavne vrednosti ali proizvodjalnih stroškov prodanih količin, zmanjšanjem stroškov prodaje in uprave, zmanjšanjem potreb po odpisu kratkoročnih naložb, zmanjšanjem stroškov financiranja ob nespremenjenem obsegu poslovanja, zmanjšanjem negativnih inflacijskih vplivov (inflacijskih izgub), povečanjem donosnosti lastniških deležev v povezanih in drugih podjetjih ter zmanjšanjem dolgoročnih rezervacij.

5.60. Z zmanjšanjem donosnosti lastniškega kapitala je mišljeno zmanjšanje dobička na enoto navadnega lastniškega kapitala, vendar le, kadar je to zmanjšanje začasno oziroma nujno zaradi zmanjšanja tveganja na področju plačilne sposobnosti podjetja.

Táko zmanjšanje je možno zlasti s povečanjem lastniškega kapitala podjetja za namene financiranja novih naložb, povečanjem lastniškega kapitala podjetja zaradi izboljšanja dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb, preoblikovanjem kratkoročnih obveznosti do virov sredstev v dolgoročne zaradi izboljšanja dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb in povečanjem nerazdeljenega dobička v strukturi financiranja poslovanja za namene financiranja novih naložb.

5.61. S povečanjem stalnih sredstev je mišljeno povečanje neodpisane vrednosti neopredmetenih dolgoročnih sredstev in/ali opredmetenih osnovnih sredstev s ciljem povečati obseg poslovanja in donosnost kapitala.

Táko povečanje je možno zlasti s povečanjem predujmov za neopredmetena dolgoročna sredstva, nakupom koncesij, patentov, licenc in podobnega, povečanjem dolgoročno odloženih stroškov razvijanja in/ali organizacijskih stroškov, nakupom zemljišč, zgradb ali opreme, povečanjem osnovne črede in večletnih nasadov ter povečanjem predujmov za opredmetena osnovna sredstva.

5.62. Z zmanjšanjem stalnih sredstev je mišljeno zmanjšanje neodpisane vrednosti neopredmetenih dolgoročnih sredstev in/ali opredmetenih osnovnih sredstev s ciljem povečati donosnost kapitala ali izboljšati dolgoročno financiranje obratnih sredstev. Gre torej za zmanjšanje tistih sredstev, ki niso oziroma v skladu z razvojnim ali sanacijskim načrtom ne bodo v funkciji neposrednega poslovnega procesa podjetja.

Táko zmanjšanje je možno zlasti s prodajo pravic, prodajo opredmetenih osnovnih sredstev, oddajo opredmetenih osnovnih sredstev v finančni najem, preoblikovanjem pravic in/ali opredmetenih osnovnih sredstev v lastniške deleže ter naložbo pravic in/ali opredmetenih osnovnih sredstev v skupno poslovanje.

5.63. S povečanjem dolgoročnih finančnih naložb in terjatev je mišljeno njihovo povečanje s ciljem povečati donosnost lastniškega kapitala podjetja.

Táko povečanje je možno zlasti z nakupom delnic ali deležev podjetij, dajanjem dolgoročnih posojil, dajanjem dolgoročnih depozitov, prodajo z dolgoročno odloženim rokom plačila, preoblikovanjem kratkoročnih terjatev ali zalog v dolgoročne finančne naložbe in odobritvijo finančnega najema.

5.64. Z zmanjšanjem dolgoročnih finančnih naložb je mišljeno njihovo zmanjšanje s ciljem povečati donosnost lastniškega kapitala ali izboljšati dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb. Gre torej za zmanjšanje tistih sredstev, ki niso oziroma (v skladu z razvojnim ali sanacijskim načrtom) ne bodo v funkciji neposrednega poslovnega procesa podjetja.

Táko zmanjšanje je možno zlasti s prodajo delnic ali deležev v podjetjih, prodajo ali odstopom (cesijo) dolgoročnih posojil in/ali dolgoročnih terjatev iz poslovanja in/ali depozitov ali njihovo predčasno izterjavo in preoblikovanjem dolgoročnih terjatev v kratkoročne.

5.65. S povečanjem dolgoročnih dolgov je mišljeno njihovo povečanje s ciljem izboljšati dolgoročno financiranje obratnih sredstev ali povečati donosnost lastniškega kapitala.

Táko povečanje je možno zlasti s povečanjem dobljenih dolgoročnih posojil, povečanjem dolgoročnih obveznosti iz poslovanja, preoblikovanjem kratkoročnih obveznosti v dolgoročne in izdajo dolgoročnih dolžniških vrednostnic (dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev).

5.66. Z zmanjšanjem dolgoročnih dolgov je mišljeno njihovo zmanjšanje s ciljem povečati donosnost lastniškega kapitala ali izboljšati strukturo financiranja poslovanja.

Táko zmanjšanje je možno zlasti s preoblikovanjem dolgoročnih dolgov v kapitalske vloške, odkupom dolgov z diskontom, odpisom obveznosti, prenosom obveznosti in predčasnim odplačilom dolgov.

5.67. S povečanjem stalno vezanih kratkoročnih naložb je mišljeno povečanje stalno angažiranih sredstev v posameznih oblikah ali celotnih kratkoročnih naložbah, kadar je to potrebno zaradi povečanja donosnosti lastniškega kapitala.

Táko povečanje je možno zlasti s povečanjem obsega poslovanja, zvišanjem najugodnejše (optimalne) ravni denarnih sredstev (na primer zaradi povečanja variabilnosti), povečanjem obsega terjatev (na primer zaradi podaljšanja plačilnih rokov), povečanjem obsega zalog surovin in materiala (na primer zaradi spremenjenih pogojev nabave), povečanjem obsega nedokončane proizvodnje (na primer zaradi spremenjene tehnologije), povečanjem obsega zalog gotovih proizvodov (na primer zaradi spremenjenih pogojev prodaje) in povečanjem obsega zalog trgovskega blaga (na primer zaradi spremenjenega načina poslovanja).

5.68. Z zmanjšanjem stalno vezanih kratkoročnih naložb je mišljeno zmanjšanje stalno angažiranih sredstev v posameznih oblikah ali celotnih kratkoročnih naložbah, kadar je to koristno zaradi povečanja donosnosti lastniškega kapitala ali izboljšanja strukture financiranja poslovanja.

Táko zmanjšanje je (pri nezmanjšanem obsegu poslovanja) možno zlasti z znižanjem najugodnejše (optimalne) ravni denarnih sredstev (na primer zaradi zmanjšanja spremenljivosti velikosti denarnih sredstev), zmanjšanjem obsega terjatev (na primer zaradi skrajšanja plačilnih rokov ali odkupovanja terjatev (faktoring)), zmanjšanjem obsega zalog surovin in materiala (na primer zaradi dobave ob pravem času), zmanjšanjem obsega nedokončane proizvodnje (na primer zaradi skrajšanja proizvodjalnega procesa), zmanjšanjem obsega zalog gotovih proizvodov (na primer zaradi drugačnega načina prodaje), zmanjšanjem zalog trgovskega blaga (na primer zaradi spremembe sortimenta).

5.69. Z obvladovanjem dolgoročnega tveganja je mišljeno zmanjševanje možnosti pojava nepričakovanih negativnih vplivov na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja, in sicer na tak obseg, ki ga podjetje lahko prenese, torej do velikosti oblikovane rezerve v dolgoročnem financiranju.

Táko obvladovanje tveganja, gledano dolgoročno, je potrebno zlasti pri tveganju pri

- razvoju,
- dolgoročnih finančnih naložbah,
- strukturi financiranja.

5.70. S tveganjem pri razvoju je mišljeno zlasti tveganje, ki izhaja iz

- tržnega položaja podjetja,
- tržne usmeritve podjetja,
- gospodarske politike,
- okolja, v katero se podjetje usmerja,
- tehnološkega napredka.

5.71. S tveganjem pri dolgoročnih finančnih naložbah je mišljeno tveganje naložb glede na verjetnost, da pričakovani denarni tok iz naložbe ne bo uresničen v pričakovanem obsegu in/ali v pričakovanem trenutku.

5.72. S tveganjem pri strukturi financiranja je mišljeno tveganje glede na verjetnost, da pričakovani denarni tokovi iz finančnih naložb ne bodo usklajeni s pričakovanimi denarnimi tokovi iz obveznosti podjetja.

5.73. Podjetje lahko dolgoročno tveganje obvladuje zlasti

- s strateškim in dolgoročnim načrtovanjem,
- z uporabo inštrumentov za zavarovanje plačil,
- z usklajevanjem strukture sredstev in obveznosti do virov v okviru podbilanc posameznih tveganih naložb oziroma obveznosti,

-
- z uporabo dolgoročnih zunajbilančnih instrumentov.

5.74. Dolgoročni zunajbilančni instrumenti se nenehno razvijajo. Med njimi so najznačilnejši

- komercialni instrumenti (konsignacija, franšizing, dolgoročni poslovni najem, prodaja in najem, ponovni nakup),
- finančni instrumenti (dolgoročna jamstva, dolgoročne opcije, obrestna in valutna zamenjava, dolgoročni terminski posli, faktoring, forfaiting, listinjenje /vrednostničenje/),
- lastninskokapitalski instrumenti (kapitalski vzvod, kontrola na videz neodvisnih podjetij, podjetja by pass).

5.75. Zaradi narave poslovanja so pristojnosti za zagotavljanje dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja razporejene na številne organizacijske enote in posameznike v podjetju.

Vloga finančne službe se zato kaže zlasti

- pri odločanju o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja in njenem načrtovanju, ki zajema
 - usklajevanje preostalih poslovnih funkcij in služb,
 - usklajevanje procesa letnega in dolgoročnega načrtovanja,
 - predlaganje ukrepov za doseganje najugodnejše strukture sredstev in strukture obveznosti do virov sredstev (optimiranje teh struktur) ter ustreznih povezav med obema,
 - nadzorovanje zagotavljanja dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja;
- pri oblikovanju informacij, ki zajema
 - spremljanje dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja in analiziranje odmikov od načrtovanega,
 - ugotavljanje vzrokov za spremembe tveganja pri zagotavljanju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja ter oblikovanje nabora ukrepov;
- pri izvajanju, ki zajema
 - zagotavljanje ustrezne stopnje dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb,
 - povečevanje prihodkov in zmanjševanje odhodkov financiranja,
 - zagotavljanje ustrezne strukture kapitala,
 - ocenjevanje tveganja glede na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja.

5.76. Glede na pristojnosti na področju dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja lahko opredelimo vsaj tale temeljna področja odločanja o

- obsegu poslovanja,
- najmanjših (minimalnih), najugodnejših (optimalnih) in največjih (maksimalnih) zalogah,
- naložbah v opredmetena osnovna sredstva,
- dolgoročnih terjatvah,
- dolgoročnih obveznostih.

5.77. Organizacijske rešitve in opredelitve pristojnosti so odvisne zlasti od

- stopnje notranje decentraliziranosti vodenja podjetja (notranjega podjetništva),
- razpoložljivih kadrov,
- finančnega položaja podjetja,

-
- posebnosti dejavnosti,
 - informacijskega sistema, sistema načrtovanja in tako naprej,
- v vsakem primeru pa ostaja temeljna vloga finančne službe (načelo 5.75) nespremenjena.

6. NAČELA KRATKOROČNEGA INVESTIRANJA

A. Odločanje

6.1. Kratkoročno investiranje vodi do odločitev o kratkoročnih naložbah (gibljivih sredstev, zmanjšanih za dolgoročne terjatve iz poslovanja) podjetja. Pri tem mora podjetje upoštevati načela kratkoročnega investiranja.

Ker zajema odločanje o kratkoročnih naložbah tudi odločanje o njihovem zmanjšanju, zajemajo ta načela tudi kratkoročno dezinvestiranje.

Kratkoročne naložbe, zmanjšane za kratkoročne finančne naložbe, obravnavamo kot obratna sredstva.

6.2. Kratkoročno investiranje zajema zlasti

- denarna sredstva (denar v blagajni, prejete čeke in denar na žiro računu),
- kratkoročne finančne naložbe,
- kratkoročne terjatve iz poslovanja,
- zaloge,
- aktivne časovne razmejitve.

6.3. Vse kratkoročne naložbe je treba pretehtati glede na

- vpliv na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja in
- donosnost naložbe.

Posledica obojega je sprememba donosnosti in tveganja lastniškega kapitala.

Pri odločanju o terjativah iz poslovanja in zalogah je treba posebej upoštevati tržne, proizvodjalne in druge značilnosti teh naložb, njihov vpliv na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja ter donosnost in tveganje lastniškega kapitala.

6.4. Podjetje mora imeti določen obseg **denarnih sredstev** zlasti

- iz transakcijskih razlogov (tekočega poslovanja, nakupov),
- iz varnostnih razlogov (kritja tveganja zaradi nepredvidljivih dogodkov),
- zaradi različnih poslovnih možnosti (cenejših nakupov, popustov, diskontov, večje prilagodljivosti),
- iz špekulativnih razlogov.

6.5. Denarna sredstva kot naložba niso privlačna oblika zlasti zaradi

- izpostavljenosti vplivom inflacije,
- vezanosti sredstev v poslovanju,
- stroškov financiranja.

6.6. Ker je določen obseg denarnih sredstev potreben, je (zaradi neprivlačnosti naložbe) treba zagotavljati najugodnejši (optimalni) obseg teh sredstev. Pri njem bi bil prihranek pri stroških financiranja zaradi zmanjšanja denarnih sredstev za eno enoto manjši od dodatnega stroška plačilne nesposobnosti podjetja in izgubljenih možnosti.

6.7. Kratkoročne finančne naložbe zajemajo zlasti

- kratkoročne dolžniške vrednostnice (kratkoročne dolžniške vrednostne papirje) z majhnim tveganjem,
- kratkoročne depozite,
- kratkoročna posojila,
- kratkoročne izvedene vrednostnice (kratkoročne izvedene vrednostne papirje).

Kratkoročna posojila so tvegana in se zato manj uporabljajo, izvedene vrednostnice (izvedeni vrednostni papirji) pa so navzoče praviloma le v obsegu, ki je potreben zaradi zmanjšanja tveganja na področju obrestne mere, valutnega tveganja ali tveganja osnovnih vrednostnic (osnovnih vrednostnih papirjev).

Med kratkoročne finančne naložbe sodijo po svoji vsebini tudi lastne delnice delniške družbe, odkupljene za nadaljnjo prodajo, če delnice kotirajo na borzi oziroma če so hitro vnovčljive in imajo objektivno določljivo pošteno tržno vrednost. (Več o odkupu lastnih delnic glejte v poglavju 4)

6.8. Kratkoročne finančne naložbe so praviloma drugotno (sekundarno) sredstvo za zagotavljanje plačilne sposobnosti podjetja. So torej likvidnostna rezerva, ki ni tako nedonosna kot denarna sredstva, je pa zato za stopnjo manj likvidna. Odločanje o obsegu kratkoročnih finančnih naložb je praviloma najprej vezano na odločitve o potrebnem obsegu likvidnih sredstev, nato pa o deležu drugotne (sekundarne) likvidnosti. Tudi pri teh odločitvah je bistveno tehtanje med stroški (transakcijskimi stroški, stroški finančne stiske, izgubami zaradi hitre prodaje in tako naprej) in koristmi (prihodki od financiranja).

6.9. Kratkoročne terjatve iz poslovanja zajemajo predvsem terjatve do kupcev in druge terjatve iz poslovanja. Nastajajo predvsem iz potrebe po vsaj delnem kreditiranju kupcev, saj se pri boljših pogojih kreditiranja praviloma poveča obseg prihodkov od prodaje, s tem pa tudi pričakovani donos kapitala. V njihovem okviru najdemo lahko tudi odkupljene kratkoročne terjatve, ki pa so po naravi največkrat kratkoročne finančne naložbe.

6.10. Povečevanje terjatev ima tudi negativne posledice, ki se kažejo zlasti v povečevanju

- obsega vezanih sredstev v poslovanju,
- stroškov financiranja,
- tveganja pri izterjavi,
- tveganja pri stabilnosti prodaje,

kar se kaže v skupnem učinku kot zmanjševanje donosa lastniškega kapitala in/ali povečevanje tveganja pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja.

6.11. Najugodnejši (optimalni) obseg kratkoročnih terjatev iz poslovanja je tisti, pri katerem so pozitivni vplivi povečanja terjatev za eno denarno enoto manjši od dodatnih negativnih vplivov na vrednost enote navadnega lastniškega kapitala.

6.12. V inflacijskih razmerah obstaja tveganje pri kratkoročnih finančnih naložbah in kratkoročnih terjativah iz poslovanja v pogledu zmanjševanja lastniškega kapitala ali pa zmanjševanja njegove donosnosti. Tveganje je mogoče zmanjšati z ustreznimi klavzulami za zagotavljanje realnega vračila naložb in obresti.

6.13. Zaloge zajemajo zlasti

- material,
- nedokončano proizvodnjo,
- proizvode,
- trgovsko blago,

-
- dane predujme za zaloge.

6.14. Pozitivni vplivi povečevanja zalog so lahko zmanjševanje

- tveganja izgubljenih možnosti prodaje,
- tveganja pri zagotavljanju za proizvodnjo potrebnega materiala,
- stroškov nabave in količinski popusti.

6.15. Negativni vplivi povečevanja zalog so zlasti povečevanje

- obsega vezanih sredstev v poslovanju,
- stroškov financiranja,
- drugih stroškov (skladiščenja, zavarovanja, manipulacije, uničenja, zastaranja in tako naprej),

kar se kaže v skupnem učinku kot zmanjševanje donosa kapitala in/ali povečevanje tveganja pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja.

6.16. Najugodnejši (optimalni) obseg zalog je obseg, pri katerem so koristi dodatne enote zalog manjše od dodatnih stroškov.

6.17. V okviru **aktivnih časovnih razmejitev** vplivajo odloženi stroški in odhodki ter nezaračunani prihodki praviloma negativno tako na plačilno sposobnost podjetja kot tudi na donos kapitala, saj povečujejo

- obseg vezanih sredstev in s tem tveganje pri zagotavljanju tekoče plačilne sposobnosti podjetja ter
- stroške financiranja.

Gledano finančno aktivne časovne razmejitve ne dajejo pozitivnih učinkov, zato je koristno, da je njihov obseg čim manjši.

6.18. Pomembno orodje za odločanje o kratkoročnih naložbah je kratkoročni načrt in njegove simulacije. Mora pa biti dopolnjen z modeli doseganja najugodnejših posameznih vrst kratkoročnih naložb (optimiranja teh naložb), kot so denarna sredstva, terjatve iz poslovanja in zaloge.

6.19. Modeli doseganja najugodnejših kratkoročnih naložb (optimiranja teh naložb) temeljijo na tehtanju med stroški (vezanimi sredstvi, stroški financiranja, oportunitetnimi stroški, drugimi stroški) in koristmi kratkoročnih naložb v povezavi s tveganjem in zagotavljanjem kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja.

6.20. Doseganje najugodnejših kratkoročnih naložb (optimiranje teh naložb) zajema tako obseg posamezne vrste kratkoročnih naložb kot tudi njeno strukturo. Pri tem je pomemben proces preoblikovanja kratkoročnih naložb iz ene pojavne oblike (vrste naložbe) v drugo, kar pa lahko zahteva oziroma povzroča dodatne stroške.

B. Informiranje

6.21. Temeljne informacije za odločanje o kratkoročnem investiranju izhajajo iz analize

- uresničenih kratkoročnih naložb,
- načrtovanih kratkoročnih naložb.

6.22. Rezultat analiziranja uresničenih kratkoročnih naložb morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev stanja in gibanja kratkoročnih naložb in njihove strukture,
2. ugotovitev koeficientov obračanja posameznih naložb in njihovih večjih skupin,

-
3. primerjave ugotovitev uresničenega stanja in gibanja z načrtovanim ter ugotovitev temeljnih vzrokov za odmike od načrtovanega,
 4. ugotovitev pozitivnih in negativnih gibanj (vplivov na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja in donosnost lastniškega kapitala),
 5. ugotovitev vplivov okolja na pozitivna in negativna gibanja,
 6. ocene nevarnosti (tveganj), ki izhajajo iz stanja kratkoročnih naložb.

6.23. Rezultat analiziranja načrtovanih kratkoročnih naložb morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz ocene

1. stanja kratkoročnih naložb na koncu načrtovalnega obdobja in njegove strukture,
2. ustavitve negativnih gibanj iz preteklosti in zagotavljanja pozitivnih gibanj,
3. vplivov okolja na politiko kratkoročnega investiranja in možnosti zanj,
4. tveganja (možnih odmikov od načrtovanega),
5. možnih in potrebnih ukrepov ter njihove učinkovitosti in uspešnosti v primeru odmikov,
6. priložnosti.

6.24. Pomembnejši kazalci in kazalniki v zvezi s kratkoročnimi naložbami so

- koeficienti obračanja posameznih naložb in njihovih skupin ter koeficient obračanja celotnih kratkoročnih naložb,
- struktura kratkoročnih naložb in posameznih vrst kratkoročnih naložb,
- denarni tok, ki izhaja iz ročnosti in sprememb kratkoročnih naložb,
- dolžina cikla sprememb nedenarnih sredstev v denar (čas kroženja denarja),
- povprečna donosnost kratkoročnih finančnih naložb,
- možni donosi različnih vrst kratkoročnih naložb na finančnem trgu in njihova tveganja.

Denarni tok za potrebe odločanja o kratkoročnem investiranju je opredeljen kot čisti dobiček, povečan za nedenarne odhodke (amortizacijo) in povečanje obveznosti do dobaviteljev ter zmanjšan za povečanje zalog in povečanje terjatev do kupcev.

C. Izvajanje

6.25. Kratkoročne naložbe uporabljamo zlasti za

- poravnavanje obveznosti,
- povečevanje obsega poslovanja,
- obvladovanje (zmanjševanje) tveganja,
- pridobivanje prihodkov od financiranja in s tem povečevanje donosnosti lastniškega kapitala,
- zavarovanje plačil upnikom.

6.26. Obveznosti se praviloma poravnava po vrstnem redu zapadlosti v plačilo, vendar po možnosti z upoštevanjem stroškov, ki jih obveznosti prinašajo.

6.27. Obveznosti s kratkoročnimi sredstvi se poravnava

- z gotovino (bankovci in kovanci),
- brez gotovine, in sicer
 - z denarjem na žiro računu oziroma pri bankah,

-
- s čeki ali menicami,
 - s prenosom vrednostnic (vrednostnih papirjev),
 - s pobotom ali kompenzacijo,
 - z odstopom terjatve,
 - z različnimi plačilnimi inštrumenti (asignacijo in tako naprej).

Vsako poravnavanje obveznosti podjetja na enega od naštetih načinov je hkrati tudi kratkoročno dezinvestiranje.

6.28. S kratkoročnimi naložbami lahko povečujemo **obseg poslovanja** predvsem s kreditiranjem prodaje kupcem, in to posredno ali neposredno, pri čemer morajo biti plačilni pogoji različni za različne prodajne programe oziroma skupine proizvodov (glede na tržni položaj, strategijo in pomembnost posameznega programa), obseg kreditiranja pa sorazmeren donosnosti posameznega programa. Pri tem je treba upoštevati, da praviloma povečan obseg kratkoročnih naložb zaradi povečanega obsega poslovanja zahteva povečanje obratnega kapitala.

Vsako zmanjševanje obsega poslovanja mora pomeniti tudi zmanjševanje kratkoročnih naložb (kratkoročno dezinvestiranje), sicer se njihov obrat poslabšuje, stroški financiranja pa se ne zmanjšujejo.

6.29. S kratkoročnimi naložbami **obvladujemo tveganja** zlasti pri

- zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja (sposobnosti plačila tudi nepredvidenih izdatkov),
- zmanjševanju tveganj obrestne mere, tečaja valut in tržnih tveganj, zlasti z nakupom ali prodajo opcij in drugih izvedenih vrednostnic (izvedenih vrednostnih papirjev) ter finančnih inštrumentov.

6.30. S kratkoročnimi naložbami povečujemo **donosnost lastniškega kapitala**, in to predvsem s kratkoročnimi finančnimi naložbami pa tudi z izkoriščanjem gotovinskih in drugih popustov ter različnih poslovnih možnosti.

6.31. Pri kratkoročnih finančnih naložbah obstaja tveganje tako v zvezi z vračilom kot tudi v zvezi z donosom. Zmanjšati ga je mogoče

- z razpršenostjo premoženja, sestavljenega iz vrednostnih papirjev (portfolio)
 - po številu dolžnikov,
 - po ročnosti,
 - po stopnji likvidnosti naložb;
 - s skrbno izbiro končnih dolžnikov.

Za to pa je potrebna ocena kreditnega tveganja po posameznih dolžnikih oziroma finančnih inštrumentih.

6.32. Kratkoročne naložbe se lahko uporabljajo za **zavarovanje plačil**, in sicer kot

- predujem,
- nakazilo na depozitni račun,
- odprtje akreditiva,
- zastava vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- zastava terjatev,
- zastava zalog.

6.33. Zaradi narave poslovanja so pristojnosti pri izvajanju kratkoročnega investiranja in dezinvestiranja običajno razporejene na številne organizacijske enote in posameznike v podjetju. Zato se **vloga finančne službe** oziroma vodstva finančne funkcije kaže zlasti

-
- pri odločanju in načrtovanju kratkoročnih naložb, ki zajema
 - usklajevanje preostalih poslovnih funkcij in služb,
 - usklajevanje izdelovanja načrtov kratkoročnih naložb,
 - izbiranje najugodnejših (optimalnih) kratkoročnih finančnih naložb,
 - nadzorovanje izvajanja kratkoročnega investiranja glede na donos, kratkoročno plačilno sposobnost podjetja in tveganje;
 - pri oblikovanju informacij, ki zajema
 - analiziranje ustreznosti načrtovanega glede na finančni položaj podjetja,
 - spremljanje kratkoročnih finančnih naložb in analiziranje odmikov od načrtovanega,
 - pridobivanje zunanjih informacij za odločanje o kratkoročnem investiranju (tako glede tveganja kot tudi glede izbirnih možnosti);
 - pri izvajanju kratkoročnega investiranja, ki zajema
 - usklajevanje porabe kratkoročnih sredstev,
 - usklajevanje vnovčevanja in zagotavljanja ustrezne stopnje likvidnosti kratkoročnih naložb,
 - izvajanje kratkoročnih finančnih naložb.

6.34. Pri kratkoročnem investiranju lahko opredelimo vsaj tale temeljna področja pristojnosti:

- iskanje možnih naložb,
- ugotavljanje kreditne sposobnosti dolžnikov,
- pogajanja,
- sklepanje pogodb in podpisovanje vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- izvajanje pogodb in ustreznega zavarovanja,
- izvajanje investiranja.

6.35. Organizacijske rešitve in opredelitve pristojnosti so odvisne zlasti od

- stopnje notranje decentraliziranosti vodenja podjetja (notranjega podjetništva),
- razpoložljivih kadrov,
- finančnega položaja podjetja,
- posebnosti dejavnosti,
- informacijskega sistema, sistema načrtovanja in tako naprej,

v vsakem primeru pa ostaja temeljna vloga finančne službe (načelo 6.33) nespremenjena.

7. NAČELA KRATKOROČNEGA FINANCIRANJA

A. Odločanje

7.1. Kratkoročno financiranje zajema odločitve o financiranju podjetja s kratkoročnimi dolgovi in drugimi obveznostmi. Pri tem mora podjetje upoštevati načela kratkoročnega financiranja.

Ker zajema odločanje o kratkoročnih dolgovi in drugih obveznostih tudi odločanje o njihovem zmanjševanju, zajemajo ta načela tudi kratkoročno definciranje.

7.2. Kratkoročno financiranje ima v primerjavi z dolgoročnim nekatere **prednosti** pa tudi nekatere **slabosti**.

Kratkoročno financiranje ima pred dolgoročnim zlasti te prednosti:

- možnost hitrejše pridobitve,
- prilagodljivost potrebam in manjše omejitve (ki jih postavljajo upniki) v poslovni politiki,
- večja razpoložljivost,

Slabosti kratkoročnega financiranja v primerjavi z dolgoročnim pa so zlasti

- večji stroški financiranja (stroški pridobitve, obresti, stroški morebitnega predčasnega plačila),
- veliko število potrebnih obnavljanj in s tem povezani stroški,
- večje tveganje glede spreminjanja stroškov financiranja,
- večje tveganje glede možnosti obnavljanja,

kar se kaže v povečanju negotovosti poslovanja in večji verjetnosti nastanka stroškov finančne stiske.

7.3. V načelu so **nameni**, za katere se uporablja kratkoročno financiranje, zlasti tile:

- financiranje občasnega ali sezonskega povečanja obratnih sredstev,
- financiranje posameznih kratkoročnih poslov,
- financiranje začasnega časovnega neskladja med prejemki in izdatki,
- zmanjšanje povprečnih stroškov financiranja podjetja,
- zmanjšanje vpliva drugih upnikov na poslovanje.

7.4. Namen kratkoročnega financiranja opredeljuje tudi ustrezna sodila pri odločanju o financiranju. Vsako vrsto kratkoročnega financiranja je treba pri odločanju pretehtati zlasti glede vpliva na

- kratkoročno plačilno sposobnost podjetja,
- dolgoročno plačilno sposobnost podjetja,
- donosnost in tveganje lastniškega kapitala.

7.5. Obseg kratkoročnega financiranja je opredeljen z doseganjem najugodnejšega dolgoročnega financiranja (optimiranjem tega financiranja). Zato je na kratkoročnem področju treba zagotoviti le najboljšo kombinacijo vseh vrst kratkoročnega financiranja. Pri tem je treba upoštevati zlasti

- stroške,
- razpoložljivost,
- časovne omejitve,
- prilagodljivost,
- stopnjo obremenjenosti sredstev (zastavne pravice in tako naprej) podjetja.

7.6. Temeljno sodilo pri iskanju najboljše kombinacije različnih vrst kratkoročnega financiranja so neposredni (obrestna mera, provizije in tako naprej) in posredni stroški financiranja (stroškovna ocena preostalih sodil: časovne omejitve in tako naprej).

Najpreprosteje je razvrstiti vse kratkoročne vire po neposrednih stroških, nato pa to razvrstitev popraviti na podlagi preostalih sodil.

Upoštevati pa je treba tudi morebitno dogovorjeno spremenljivo obrestno mero. Običajno je odvisna od gibanja nekaterih tržnih obrestnih mer, za katere je znan način izračunavanja in se redno objavljajo. Manj običajna, vendar možna, je odvisnost obrestne mere od uspešnosti konkretnega posla, ki se financira. Tako se tveganje prenese tudi na posojilodajalca.

7.7. Kratkoročno financiranje zajema zlasti tele možnosti:

- obveznosti do dobaviteljev,
- kratkoročna posojila,
- kratkoročne komercialne kredite,
- druge komercialne obveznosti,
- druge kratkoročne obveznosti iz poslovanja,
- izdane kratkoročne vrednostnice (izdane kratkoročne vrednostne papirje),
- notranje financiranje (kratkoročne lastne vire),
- zunajbilančno kratkoročno financiranje.

7.8. Obveznosti do dobaviteljev so običajen vir financiranja poslovanja podjetja. Nastanejo kot posledica nakupa na odprt račun z opredeljeno zapadlostjo v plačilo, na primer od 8 do 15 dni. Rok plačila je lahko tudi daljši; v tem primeru je običajen popust za predčasno plačilo. Vsako podaljšanje roka plačila prinaša dodaten vir financiranja (povečanje obveznosti do dobaviteljev) in nasprotno. Dogovor o plačilnih pogojih je praviloma odvisen od pogajalske moči partnerjev oziroma od poslovnih običajev za posamezno dejavnost ali državo.

Pri izračunavanju primerljive obrestne mere kot kazalca stroškov obveznosti do dobaviteljev upoštevamo

- stroške obveznosti do dobaviteljev, to je morebitne neizkoriščene popuste za predčasno plačilo,
- obseg posojila, to je nabavno vrednost (zmanjšano za popuste hitrega plačila),
- ročnost posojila, to je skrajni rok plačila.

Poplačilo po tem roku prinaša seveda dodatne stroške (zamudne obresti, stroške neredne in neakovostne dobave in tako naprej).

Na teh osnovah izračunana obrestna mera je primerljiva z izbirnimi možnostmi financiranja, v praksi pa se lahko pokaže tudi kot zelo neugodna.

Obrestna mera za financiranje z obveznostmi do dobaviteljev se lahko do določenega roka zamude pri plačilu zmanjšuje, potem pa se začne povečevati. Hkrati se povečuje tudi tveganje takega financiranja. Oboje vpliva na pričakovane donose kapitala in tveganje.

Obseg obveznosti do dobaviteljev je najugodnejši (optimalen) pri tistem povprečnem roku plačila, pri katerem nižja obrestna mera in večje tveganje najbolj pozitivno vplivata na tržno vrednost enote navadnega lastniškega kapitala, in ko je ta vpliv hkrati še večji, kot bi bil vpliv najetega kratkoročnega posojila.

7.9. Kratkoročna posojila je mogoče dobiti predvsem pri

- bankah,
- drugih finančnih inštitucijah,
- drugih pravnih ali fizičnih osebah.

7.10. V stabilnih razmerah so najpogostejša bančna posojila, ki se razlikujejo po vsebini (načinu obrestovanja, pogojih obnavljanja, določenem namenu in podobnem) zavarovanju (lombardno, menično in podobna) ali tehniki izvedbe (neposredno nakazilo, limit na tekočem računu in podobne). Različne vrste bank običajno ponujajo storitve z različnimi kombinacijami teh in in tudi drugih sestavin.

Bančna posojila se običajno najemajo za

- financiranje sezonskih obratnih sredstev,
- financiranje posameznih večjih poslov,
- v načrtu predvidene potrebe pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja,
- razne oblike premostitvenih posojil.

7.11. Posojila drugih finančnih inštitucij (zavarovalnic, hranilnic, hranilno-kreditnih služb, kreditnih zadrug, investicijskih skladov, različnih razvojnih ali pospeševalnih skladov, pokojninskih skladov in tako naprej) se običajno najemajo za

- namensko financiranje kratkoročnih projektov in dopolnilno financiranje dolgoročnih projektov,
- financiranje posameznih manjših poslov,
- v načrtu nepredvidene premostitve pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja.

7.12. Posojila drugih pravnih ali fizičnih oseb imajo v normalnih razmerah bistveno manjši pomen; so le dopolnilni vir za financiranje nepričakovanih izdatkov, zlasti v primerih zmanjšane kreditne sposobnosti posojilojemalca. Ker praviloma prinašajo večja tveganja, so lahko tudi špekulantske narave, in sicer tako na strani posojilojemalca kot tudi na strani posojilodajalca.

Posebej pa je za oba partnerja lahko zanimivo najetje posojila pri pravni osebi, ki je hkrati tudi kupec proizvodov podjetja. To pomeni, da lahko obstoječi blagovni tokovi (ali potreba po njih) spodbujajo finančne poslovne dogodke tudi na posojilnem področju.

7.13. Pri odločanju o najemu kratkoročnega posojila je treba upoštevati zlasti

- celotne stroške posojila (obresti, provizije, stroške zavarovanja, vezavo sredstev na žiro računu, depozit in podobno),
- ustreznost roka vračila in možnosti podaljševanja,
- morebitne probleme ali neugodnosti pri zavarovanju posojila,
- namen zadolžitve in ustrezno kalkulacijo posla,
- stopnjo odvisnosti od upnika.

Tveganje in stroške pri najemu kratkoročnih posojil lahko podjetje zmanjša z uspešnim pogajanjem (prepričljivi argumenti izhajajo zlasti iz zanesljivih poslovnih in finančnih načrtov) in skrbno izbiro finančne inštitucije (glede na pripravljenost sprejeti tveganje, zvestobo komitentu, pripravljenost svetovati in opravljati druge dodatne storitve, obseg možnih posojil, celovitost poslov, morebitno specializacijo).

Dodatno zmanjšanje stroškov kratkoročnih posojil je mogoče z ustreznim zavarovanjem vračila posojila (na primer zastavo različnih vrst sredstev podjetja).

Najugodnejši (optimalni) obseg kratkoročnih finančnih posojil je odvisen od skupnega najugodnejšega (optimalnega) obsega kratkoročnega financiranja in od obsega drugih ugodnejših oblik kratkoročnega financiranja.

7.14. Kratkoročni komercialni krediti, ki jih odobrava prodajalec kupcu blaga, so ena najpomembnejših oblik kratkoročnega financiranja. Zlasti običajni so pri manjših in hitro rastočih podjetjih.

7.15. Pri odločanju o najemu komercialnega kredita je pomembno upoštevati zlasti

- običajne pogoje financiranja prodaje v posamezni dejavnosti (za blago večje vrednosti in trajnejše narave so roki vračila daljši),
- konkurenčne ponudbe (pri večji konkurenci so pogoji ugodnejši in bolj izenačeni),
- kreditno sposobnost podjetja (slabšanje njegove kreditne sposobnosti pomeni povečevanje tveganja za dobavitelje, zato se posojilni pogoji slabšajo),
- nekatere tržne dejavnike (sezonsko blago se običajno prodaja do konca sezone) in splošno gospodarske razmere (konjunktura, recesija in tako naprej).

7.16. Med **druge komercialne obveznosti** štejemo zlasti prejete predujme, varščine in podobno. Tudi za pridobitev predujmov mora imeti podjetje določeno kreditno sposobnost, kar se (zlasti v povezavi z dobrim tržnim pogajalskim položajem) lahko kaže tudi v manjših stroških tega načina financiranja.

7.17. Druge kratkoročne obveznosti iz poslovanja so zlasti obveznosti

- v zvezi s stroški oziroma odhodki poslovanja (obveznosti za opravljeno delo in obveznosti za dajatve, ki niso odvisne od poslovnega izida),
- v zvezi s stroški oziroma odhodki od financiranja naštetih obveznosti,
- iz naslova izplačila dobička,
- iz naslova izdanih čekov in tako naprej.

Te obveznosti nastajajo spontano (podjetje ne more bistveno vplivati niti na njihovo velikost niti na njihovo zapadlost v plačilo); njihova prednost so sorazmerno majhni stroški financiranja, ki pa praviloma začnejo rasti, če podjetje s plačilom dlje časa odlašča.

7.18. Izdane kratkoročne vrednostnice (izdani kratkoročni vrednostni papirji) so zlasti

- menica,
- komercialni zapis,
- druge kratkoročne vrednostnice (kratkoročni vrednostni papirji).

7.19. Menično kreditiranje je lahko zelo privlačno (manjše tveganje zaradi zakonskih predpisov), še zlasti v primeru sodelovanja banke (eskont, akcept, aval), kar še zmanjšuje tveganje.

Menično kreditiranje se pogosto uporablja v zunanjetrgovinskih poslih, lahko pa tudi v povezavi z rembursnim kreditiranjem. O rembursnem kreditu govorimo, če druga banka za račun uvoznika ali njegove banke akceptira nanjo trasirano menico in jo izroči uvozniku po predložitvi blagovnih dokumentov, tako da jo lahko ta diskontira pri katerikoli banki. Glede na to, kje je rembursna banka, ločimo remburs v nevtralni državi, v prodajalčevi državi ali v kupčevi državi. Glede na možno povezavo z akreditivom pa ločimo remburs z akreditivom in brez akreditiva.

7.20. Komercialni zapisi in druge kratkoročne vrednostnice (drugi kratkoročni vrednostni papirji) so v načelu po naravi nezavarovane obljube plačila, zato je njihova izdaja praviloma uspešna le pri podjetjih z veliko kreditno sposobnostjo. Pri tem je koristno pridobiti še dodatno bančno posojilo za zavarovanje plačila zapadlih dolžniških vrednostnic (dolžniških vrednostnih papirjev), saj se s tem zmanjša tveganje njihovega kupca, na drugi strani pa to povzroči dodatne stroške financiranja (stroške odobrenih in nečrpanih bančnih posojil).

7.21. Notranje financiranje zajema zlasti

-
- med letom nerazporejeni čisti dobiček,
 - pasivne časovne razmejitev.

Za notranje financiranje je značilno, da ni mogoče takoj ugotoviti upravičenca oziroma zapadlosti obveznosti v plačilo. Ta način ima formalno sicer lahko nižje stroške financiranja, vendar vsebinsko predstavlja financiranje z lastniškim kapitalom (razen vnaprej vračunanih stroškov).

7.22. V okviru pasivnih časovnih razmejitev so zajeti kratkoročno odloženi prihodki in kratkoročno vnaprej vračunani stroški in odhodki; običajno pomenijo razmeroma majhen delež v financiranju podjetja. Pri tem je koristno povečevati zlasti kratkoročno odložene prihodke (če je strošek njihovega financiranja ustrezen), medtem ko so vnaprej vračunani stroški le obračunska kategorija, ki praviloma nima vpliva na finančni položaj podjetja, razen če zmanjšujejo davčno osnovo.

7.23. Zunajbilančno kratkoročno financiranje je tisto financiranje, ki presega kratkoročne obveznosti, izkazane v bilanci stanja. To financiranje se lahko doseže tako s komercialnimi kot tudi finančnimi inštrumenti. Med najpogostejšimi so zlasti

- kratkoročni poslovni najem,
- ponovni nakup zalog in tako naprej,
- zaloge v konsignaciji,
- posredno financiranje.

7.24. Vsem pogodbam o ponovnem nakupu je skupno to, da prodajalec ne prenese celotnega tveganja (in seveda tudi koristi) v zvezi s prodanim sredstvom na kupca, kot je to pravilo pri običajni prodaji (ki ni zunajbilančno financiranje). Prodajalec ima praviloma pravico in/ali obveznost do ponovnega nakupa prodanega sredstva po določenem času ali pa je udeležen pri dobičku (ali izgubi) v zvezi s prodanim sredstvom.

Podoben finančni položaj nastane tudi, če druga oseba (finančna inštitucija ali drugo podjetje) kupi sredstvo, katero se je podjetje obvezalo kupiti v bližnji prihodnosti, seveda po dejanski nabavni ceni z ustreznimi obrestmi.

7.25. Zaloge v konsignaciji predstavljajo zunajbilančno financiranje podjetja, kadar večina tveganja in koristi v zvezi njimi pripada drugemu podjetju (principalu), torej podjetju, ki te zaloge financira.

7.26. Financiranje je posredno, če na primer banka (po dogovoru) financira kreditno sposobne kupce ali dobavitelje podjetja in s tem izboljša njihove plačilne pogoje. V poštev pride zlasti, če podjetje samo ni dovolj kreditno sposobno.

7.27. Prednosti zunajbilančnega kratkoročnega financiranja v primerjavi z bilančnim kratkoročnim financiranjem so zlasti

- povečanje izbirnih možnosti financiranja,
- zmanjšanje celotnih stroškov financiranja,
- izboljšanje denarnega toka in plačilne sposobnosti podjetja,
- zmanjšanje tveganja tako na strani terjatev kot tudi na strani obveznosti,
- zmanjšanje izkazanega obsega zadolženosti ter s tem izboljšanje bilančnega finančnega položaja in kreditne sposobnosti podjetja.

Med slabosti zunajbilančnega kratkoročnega financiranja pa bi lahko šteli zlasti

- večjo zahtevnost poslovnih dogodkov pri izvedbi,
- dodatne stroške izvedbe,
- možno dodatno tveganje.

7.28. Pomembno orodje za odločanje o kratkoročnem financiranju je kratkoročni finančni načrt in njegove simulacije, obseg kratkoročnega financiranja pa je opredeljen z načrtom dolgoročnega financiranja podjetja kot potrebni presežek nad načrtovanimi obveznostmi do dolgoročnih virov.

Kakovost (cena, razpoložljivost, potrebna zavarovanja in tako naprej) kratkoročnega financiranja vpliva praviloma tudi povratno na končno odločitev o velikosti dolgoročnega financiranja. Čim ugodnejše je kratkoročno financiranje (če se v prihodnosti ne pričakujejo bistvene spremembe), manjši je potrebni delež dolgoročnega financiranja, kar pa ne sme ogroziti dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja.

B. Informiranje

7.29. Temeljne informacije za odločanje o kratkoročnem financiranju izhajajo iz analize

- uresničenega kratkoročnega financiranja,
- načrtovanega kratkoročnega financiranja.

7.30. Rezultat analiziranja uresničenega kratkoročnega financiranja morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz

1. ugotovitev stanja in gibanja kratkoročnega financiranja ter njegove strukture (vključno z zunajbilančnim kratkoročnim financiranjem),
2. ugotovitev koeficientov obračanja posameznih pomembnejših obveznosti do kratkoročnih virov financiranja,
3. primerjave ugotovitev z načrtovanim stanjem in gibanjem ter ugotovitev temeljnih vzrokov odmikov od načrtovanega,
4. ugotovitev pozitivnih in negativnih vplivov na kratkoročno plačilno sposobnost podjetja in donosnost lastniškega kapitala,
5. vplivov okolja na pozitivna in negativna gibanja,
6. ocene potencialnih nevarnosti (tveganj), ki izhajajo iz stanja kratkoročnega financiranja.

Celovita analiza mora podati oceno o ustreznosti kombinacije različnih vrst kratkoročnega financiranja in predlagati smernice sprememb, delna analiza pa odgovore in predloge v skladu s svojim namenom.

7.31. Rezultat analiziranja načrtovanega kratkoročnega financiranja morajo biti zlasti sklopi temeljnih informacij, ki izhajajo iz ocene

1. stanja kratkoročnega financiranja v teku in na koncu načrtovalnega obdobja ter njegove strukture,
2. ustavitve negativnih gibanj iz preteklosti in zagotovitve pozitivnih gibanj,
3. vplivov okolja na politiko kratkoročnega financiranja,
4. tveganja (možnih odmikov od načrtovanega),
5. možnih in potrebnih ukrepov ter njihove učinkovitosti in uspešnosti v primeru odmikov.

Sodilo za te ocene je najboljša načrtovana kombinacija različnih vrst kratkoročnega financiranja glede na tveganje in donosnost lastniškega kapitala.

7.32. Pomembnejši kazalci in kazalniki v zvezi s kratkoročnim financiranjem so

- struktura in koeficienti obračanja posameznih kratkoročnih obveznosti,
- povprečni koeficient obračanja kratkoročnih obveznosti kot celote,
- denarni tok, ki ga zahteva ročnost kratkoročnih obveznosti,

-
- različni stroški financiranja ter drugi pogoji in možnosti za različne vrste kratkoročnega financiranja iz okolja,
 - pomembnost zavarovanj vračil kratkoročnih posojil,
 - razmerje med prihodki od prodaje in kratkoročnimi obveznostmi,
 - razmerje med kratkoročnimi obveznostmi in kosmatim donosom,
 - povprečni stroški kratkoročnega financiranja in povprečna obrestna mera.

C. Izvajanje

7.33. Načini, oblike in metode priskrbe kratkoročnega financiranja so različni in jih lahko tudi obravnavamo različno, na primer kot

- zunanje in notranje financiranje,
- usklajeno in neusklajeno financiranje,
- financiranje s stalno ali spremenljivo obrestno mero,
- financiranje s stalnimi stroški in udeležbeno financiranje,
- enkratno ali obnavljajoče se financiranje,
- posredno ali neposredno financiranje,
- pogodbeno ali nepogodbeno financiranje,
- komercialno ali nekomercialno financiranje,
- zavarovano in nezavarovano financiranje,
- bilančno in zunajbilančno financiranje.

Ti načini priskrbe kažejo na široko paleto možnosti, ki se lahko med seboj tudi kombinirajo.

7.34. V nasprotju z notranjim mora podjetje pri zunanjem financiranju dokazati morebitnemu upniku svojo kreditno sposobnost. Ta se dokazuje zlasti

- s prepričljivim kratkoročnim finančnim načrtom, ki kaže vire za odplačevanje posojila,
- z analizo možnega tveganja kratkoročnega finančnega načrta,
- s komercialno dokumentacijo o realnosti posameznih poslov,
- z dokumentacijo o zanesljivosti poslovnih partnerjev,
- s finančno močjo podjetja in možnostmi zavarovanja vračila,
- z drugimi informacijami, ki zanimajo posojilodajalca.

7.35. Zaradi narave poslovanja so pristojnosti pri izvajanju kratkoročnega financiranja in definciranja običajno razporejene na številne organizacijske enote in posameznike v podjetju. Zato se **vloga finančne službe** oziroma vodstva finančne funkcije kaže zlasti

- pri odločanju in načrtovanju kratkoročnega financiranja, ki zajema
 - usklajevanje preostalih poslovnih funkcij in služb,
 - usklajevanje izdelovanja načrtov kratkoročne priskrbe sredstev,
 - nadziranje izvajanja kratkoročnega financiranja;
- pri oblikovanju informacij, ki zajema
 - analiziranje ustreznosti načrtovanega glede na finančni položaj podjetja,
 - spremljanje uresničevanja načrtovane priskrbe sredstev in analiziranje odmikov,
 - pridobivanje zunanjih informacij za odločanje o kratkoročnem financiranju;
- pri izvajanju kratkoročnega financiranja, ki zajema

-
- zagotavljanje priskrbe kratkoročnih sredstev in njeno usklajevanje,
 - zagotavljanje vračanja kratkoročnih sredstev (definanciranje) in njegovo usklajevanje,
 - usklajevanje in izvajanje preoblikovanja obveznosti do kratkoročnih virov sredstev.

7.36. Glede pristojnosti na področju kratkoročnega financiranja lahko opredelimo vsaj tale temeljna področja:

- iskanje možnih virov,
- predstavljanje kreditne sposobnosti
- pogajanje, sklepanje pogodb in podpisovanje vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- izvajanje pogodb in ustreznega zavarovanja,
- izvajanje financiranja.

7.37. Organizacijske rešitve in opredelitve pristojnosti so odvisne zlasti od

- stopnje notranje decentraliziranosti vodenja podjetja (notranjega podjetništva),
- razpoložljivih kadrov,
- finančnega položaja podjetja,
- posebnosti dejavnosti,
- informacijskega sistema, sistema načrtovanja in tako naprej,

v vsakem primeru pa ostaja temeljna vloga finančne službe (načelo 7.35) nespremenjena.

8. NAČELA ORGANIZIRANOSTI FINANČNE FUNKCIJE

A. Odločanje

8.1. Podjetje mora uresničevanje ciljev finančne funkcije podpreti z njeno ustrezno organiziranostjo. Organizirana mora biti glede na svoje naloge v konkretnem podjetju, hkrati pa mora upoštevati splošna načela o organiziranosti finančne funkcije. Pri tem je treba posebej upoštevati dinamičnost, to je prilagajanje spremembam v času.

8.2. Naloge finančne funkcije podjetja zajamemo celovito, če jih obravnavamo glede na

1. izvajanje, kamor sodijo
 - 1.1. priskrba sredstev,
 - 1.2. uporaba sredstev,
 - 1.3. vračanje sredstev,
 - 1.4. preoblikovanje obveznosti do virov sredstev;
2. informiranje, kamor sodijo
 - 2.1. obravnavanje finančnih podatkov o preteklosti,
 - 2.2. finančno napovedovanje,
 - 2.3. finančno analiziranje,
 - 2.4. nadziranje obravnavanja podatkov;
3. odločanje, kamor sodijo
 - 3.1. strateško, taktično in operativno finančno načrtovanje,
 - 3.2. priprava izvajanja,
 - 3.3. nadziranje izvajanja.

To so trije delni sistemi finančne funkcije kot sistema.

8.3. Struktura in obseg nalog, s tem pa tudi organiziranost finančne funkcije v podjetju oziroma poslovnem sistemu, sta odvisna zlasti od

- temeljnih razvojnih ciljev in vizije podjetja,
- posebnosti poslovnega oziroma proizvodjalnega procesa in vrste dejavnosti,
- velikosti podjetja in obsega poslovanja,
- notranje organizacijske strukture,
- prostorske razvejenosti podjetja,
- informacijske tehnologije in tehnološke opremljenosti podjetja.

8.4. Naloge finančne funkcije so odvisne od temeljnih razvojnih ciljev in vizije podjetja, in sicer:

- organiziranost mora učinkovito podpirati uresničevanje ciljev, zato naloge finančne funkcije sledijo posebnostim ciljev podjetja,
- upoštevati je treba tako zmožnost zagotavljanja kot tudi velikost potrebnih finančnih sredstev na dolgi rok.

8.5. Naloge finančne funkcije so odvisne od posebnosti poslovnega oziroma proizvodjalnega procesa in vrste dejavnosti glede na njene značilnosti, gledano finančno, kot so na primer

- dolžina poslovnega oziroma proizvodjalnega cikla,
- hitrost obračanja naložb in obveznosti,
- teža finančne funkcije v konkurenčni strategiji podjetja (pomembnost finančne konkurenčnosti).

Finančna funkcija mora biti organizirana ob upoštevanju teh značilnosti; pristojnosti in odgovornosti, s tem pa tudi naloge pri financiranju poslovanja, morajo biti ustrezno porazdeljene.

8.6. Naloge finančne funkcije so odvisne od velikosti podjetja in obsega poslovanja. Večje podjetje ima praviloma večjo možnost porazdelitve dela in specializacije po posameznih organizacijskih enotah, kar omogoča večjo decentraliziranost, če ima ustrezno razvit informacijski sistem.

8.7. Naloge finančne funkcije so odvisne od notranje organizacijske strukture, in sicer se ji morajo prilagajati. V vseh oblikah organizacijskih struktur (funkcijski, produktni, matrični, procesni, prostorski, linijski in tako naprej) je treba zagotoviti celovitost finančne funkcije glede na izvajanje, informiranje in odločanje, s tem pa je opredeljena tudi porazdelitev nalog finančne funkcije.

8.8. Naloge finančne funkcije so odvisne od prostorske razvejenosti podjetja. Ta namreč zahteva določeno decentraliziranost, ki pa ne sme zmanjšati učinkovitosti finančne funkcije pod sprejemljivo raven.

8.9. Naloge finančne funkcije so odvisne od informacijske tehnologije in tehnološke opremljenosti podjetja. Obe omogočata večjo decentraliziranost finančne funkcije, hkrati pa tudi boljši nadzor, torej njeno večjo učinkovitost.

8.10. Pri odločanju o organiziranosti finančne funkcije pa je treba poleg njenih nalog upoštevati tudi

- organizacijsko obliko podjetja, torej obliko kapitalske družbe,
- oblike povezanosti podjetja znotraj skupine in zunaj nje,
- strukturo virov financiranja,

-
- gospodarnost in učinkovitost izvajanja finančne funkcije,
 - razpoložljive kadre,
 - obstoječo raven znanja,
 - prevladujoči slog vodenja,
 - organizacijsko kulturo podjetja,
 - posebnosti ožjega in širšega okolja.

8.11. Oblika kapitalske družbe (delniška družba, družba z omejeno odgovornostjo, komanditna družba in tako naprej) vpliva na organiziranost finančne funkcije zaradi različnih pravil poslovanja in razvoja, kar vpliva tudi na način vodenja financ.

8.12. Oblika povezanosti podjetja (kapitalska povezanost, poslovna povezanost, formalna ali neformalna odvisnost in tako naprej) znotraj in zunaj skupine vpliva na stopnjo decentraliziranosti in način vodenja finančne funkcije.

8.13. Gospodarnost in učinkovitost sta dve pomembni merili pri organiziranju finančne funkcije, saj je njene naloge mogoče izvajati na različne načine oziroma na različnih ravneh organiziranosti.

8.14. Razpoložljivi kadri so ena od omejitev pri organiziranju finančne funkcije, saj bo organiziranost, ki tega ne upošteva dovolj, predraga ali pa ne zadosti učinkovita.

8.15. Podobna omejitev je **obstoječa raven znanja**, ki je zajeta tako v preteklih izkušnjah in praksi podjetja kot celote (izdelanih načinih dela, metodologijah in programski opremi) kot tudi v vseh zaposlenih, ki imajo kakršnokoli pristojnost in odgovornost pri razpolaganju s sredstvi ali obveznostmi do virov sredstev.

8.16. Prevladujoči slog vodenja (avtokratični slog, demokratični slog, usmerjenost na ljudi, transakcijsko vodenje, transformacijsko vodenje in tako naprej) tako v podjetju kot v sami finančni funkciji vpliva na organiziranost, zlasti pa na način poslovanja finančne funkcije, in to tako navznoter kot tudi navzven.

8.17. Podobno velja za **vpliv organizacijske kulture** v podjetju, kar je treba pri doseganju najugodnejše organiziranosti finančne funkcije (optimiranju te funkcije) upoštevati.

8.18. Vpliv oziroma **posebnosti ožjega ali širšega okolja** (sosednjih podjetij, poslovnih partnerjev, finančnih inštitucij, kontrolnih inštitucij, strokovnih in svetovalnih inštitucij in tako naprej) je lahko v posameznih primerih zelo močan; to je koristno upoštevati, če prispeva k učinkovitosti in najugodnejši (optimalni) organiziranosti finančne funkcije.

8.19. Pri odločanju o organiziranosti finančne funkcije je treba upoštevati njeno **povezanost z drugimi poslovnimi funkcijami**, ki se kaže zlasti v tem, da imajo poslovne odločitve, ki jih sprejemajo nosilci teh funkcij, finančne posledice.

8.20. Praviloma se del nalog finančne funkcije opravlja zunaj finančne službe, torej v drugih organizacijskih enotah podjetja, ali celo zunaj podjetja. Zato so odločitve o pristojnostih in odgovornostih na področju financ pomemben sestavni del odločitev o organiziranosti drugih poslovnih funkcij, s tem pa tudi podjetja kot celote. Na drugi strani pa je neurejenost (neusklajenost) pristojnosti in odgovornosti na področju financ v podjetju pomembna pomanjkljivost organiziranosti podjetja kot celote, ki praviloma zmanjšuje učinkovitost in donosnost poslovanja.

8.21. Pri odločanju o **opravljanju nalog finančne funkcije zunaj finančne službe** (organizacijske oblike za opravljanje nalog finančne funkcije) je mogoče uporabiti troje temeljnih načel, in sicer

- načelo centraliziranosti,

-
- načelo decentraliziranosti,
 - načelo kombinirane organiziranosti.

Nobenega od njih ni smotrno (in ne mogoče) uporabiti v celoti, ne da bi vsaj deloma upoštevali tudi preostali dve.

8.22. Načelo centraliziranosti predstavlja združitev pristojnosti odločanja na področju finančne funkcije v eni organizacijski enoti (oziroma podjetju znotraj skupine). Možne prednosti centraliziranosti so zlasti

- enoten nastop navzven,
- višja stopnja delitve dela in specializacije znotraj finančne funkcije,
- večja koncentracija in izkoriščenost virov,
- večja učinkovitost pri izvajanju nalog,
- boljši pregled in nadzor,
- boljše sodelovanje med poslovnimi funkcijami,
- manjši stroški delovanja finančne funkcije,
- zmanjševanje tveganja (na primer pri solidarnostni odgovornosti).

8.23. Načelo decentraliziranosti predstavlja prenos pristojnosti odločanja na področju finančne funkcije v več organizacijskih enot (oziroma podjetij znotraj skupine). Možne prednosti decentraliziranosti so zlasti

- izvajanje nalog na kraju samem, ne pa v oddaljenem središču,
- poenostavljanje in pospeševanje izvajanja posameznih nalog,
- oblikovanje več sposobnih nosilcev in izvajalcev finančne funkcije,
- množitev in podpiranje finančne pobude, usposobljenosti in čuta za odgovornost.

Nevarnost decentraliziranosti je načeloma v doseganju najugodnejših interesov (optimiranju interesov) na nižji ravni, na primer nezdrava konkurenca med povezanimi podjetji (negativne sinergije).

8.24. Načelo kombinirane organiziranosti predstavlja vmesne rešitve med obema skrajnostma. Njegova prednost je zmožnost izkoristiti prednosti obeh skrajnih načel in se istočasno izogniti njunim slabostim. Posebej je to pomembno, ker je mogoče izbirno uporabiti načelo centraliziranosti (na primer pretežno za odločevalni del finančne funkcije) in načelo decentraliziranosti (na primer pretežno za izvajalni del finančne funkcije).

8.25. Centraliziranost finančne funkcije je tesno povezana z razvojem informacijske tehnologije, ki na primer kljub veliki decentraliziranosti omogoča ustrezen nadzor in informiranost na vseh odločevalnih ravneh.

8.26. Pri **povezanih podjetjih** je treba upoštevati načelo podjetniške samostojnosti (podjetje brez finančne funkcije je le inštrumentalni sistem) in temu primerno decentralizirati odločanje o finančni funkciji v sistemu. Intenzivnost centraliziranja je odvisna zlasti od oblike sistema (holding ali koncern); najpogosteje je centralizirano zlasti dolgoročno finančno odločanje, kratkoročno pa je bolj decentralizirano. Pri tem je morebitno centraliziranje strokovno vedno bolj zahtevnih in specializiranih izvajalnih nalog finančne funkcije praviloma posledica težnje po zmanjševanju stroškov.

8.27. Odločitve o organiziranosti finančne funkcije je **treba prilagajati tudi spremembam v času**, zlasti pa razvitosti finančne funkcije v podjetju samem. Razvoj finančne funkcije lahko poteka od tesne (lahko tudi organizacijske) povezave z računovodstvom ali celo kakšnim drugim oddelkom (na primer s komercialnim) na začetku, prek samostojnejših oblik (služb, sektorjev, področij) do popolnoma samostojnih oblik (interne banke sistema, finančne organizacije sistema, poslovne banke ali druge finančne inštitucije), ki so sposobne zagotavljati konkurenčno ponudbo finančnih storitev.

Ker je finančna funkcija ena od temeljnih poslovnih funkcij podjetja, njen razvoj ni odvisen le od potreb, ki izhajajo iz poslovanja podjetja, temveč tudi od priložnosti, ki se za finančno funkcijo neposredno odpirajo na trgu. To pomeni, da se pridobljeno znanje, kadrovske zmogljivosti in poslovne povezave finančne funkcije lahko vnovčijo na trgu samem, torej zunaj ožjega poslovnega procesa podjetja. Tako lahko finančna funkcija podjetja zagotavlja ugodnejše (optimalno) izkoriščanje svojih zmogljivosti in financiranje svojega razvoja ter prispeva k povečevanju vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja. Pri tem pa je treba nujno zagotoviti, da se s takim načinom poslovanja ne povečujejo tveganja podjetja prek sprejemljivih okvirov.

Če se razvijajo samostojnejše oblike finančne funkcije, je treba nujno zagotoviti ustrezno decentraliziranost finančne funkcije sistema na eni in določeno centraliziranost na drugi strani, ki predstavlja sistem nasproti okolju, s tem pa tudi nasproti morebitni novi samostojni finančni organizaciji. Stopnja samostojnosti slednje je seveda odvisna od njene kapitalske in poslovne povezanosti v sistem.

B. Informiranje

8.28. Informacije o organiziranosti finančne funkcije lahko delimo na informacije o

1. učinkovitosti in uspešnosti finančne funkcije,
2. ustreznosti in učinkovitosti kontrol v finančni funkciji,
3. finančni konkurenčnosti podjetja,
4. razvoju finančne funkcije.

Informacije pod točkama 1 in 2 je treba spremljati sproti, nekatere pa le občasno, informacije pod točkama 3 in 4 pa občasno ali po potrebi, nekatere pa tudi sproti.

8.29. Temeljne informacije o učinkovitosti in uspešnosti finančne funkcije kažejo njeno uspešnost pri uresničevanju temeljnih ciljev. Pri tem je zelo pomembno, da so cilji finančne funkcije za izbrano obdobje jasno opredeljeni. Sem sodijo zlasti informacije o

- uspešnosti finančne funkcije pri zagotavljanju plačilne sposobnosti podjetja,
- stroških organizacijske enote finančne funkcije (finančne službe),
- stroških posameznih finančnih storitev znotraj sistema,
- prihodkih od finančnih storitev, opravljenih za odjemalce zunaj sistema,
- prihodkih od finančnih poslov ob upoštevanju ustreznega tveganja,
- učinkih obvladovanja poslovnega tveganja s finančnimi inštrumenti,
- dolgoročno angažiranih sredstvih za poslovanje finančne službe,
- prispevku finančne funkcije k povečanju vrednosti podjetja,
- hitrosti odzivanja finančne funkcije na spremembe v poslovanju.

8.30. Temeljne informacije o ustreznosti in učinkovitosti kontrol v finančni funkciji so rezultat

- sprotne kontrole, ki jo izvaja vodja finančne funkcije,
- notranje kontrole in/ali revizije,
- zunanje revizije.

8.31. Informacije zajemajo zlasti ugotovitve o kontrolah

- odobrenega razpolaganja s sredstvi,
- odobrenega razpolaganja z obveznostmi,

-
- učinkovitosti izvajanja nalog finančne funkcije,
 - smotrnosti razpolaganja s sredstvi in obveznostmi do virov sredstev.

8.32. Informacije o **finančni konkurenčnosti** podjetja kot celovitem prispevku finančne funkcije h konkurenčnosti podjetja kot celote spremljamo na temeljni, razvojni in sprotni ravni.

8.33. Informacije o finančni konkurenčnosti **na temeljni ravni** morajo pokazati slabosti, prednosti, priložnosti (izzive) in nevarnosti posameznega odseka financ podjetja. Zato lahko uspešno uporabimo matriko SPIN (SWOT), seveda pa moramo ustrezno razporediti dejavnike finančne funkcije, na primer

1. finančni položaj, in sicer
 - 1.1. kratkoročnega,
 - 1.2. dolgoročnega,
 - 1.3. zunajbilančnega;
2. organiziranost finančne funkcije, in sicer
 - 2.1. odgovornosti in pristojnosti na področju financ,
 - 2.2. finančno načrtovanje,
 - 2.3. informacijski sistem za potrebe finančne funkcije,
 - 2.4. finančno analizo,
 - 2.5. finančni nadzor;
3. organiziranost finančne službe (organizacijske enote finančne funkcije), in sicer
 - 3.1. kadre,
 - 3.2. opremljenost,
 - 3.3. vodenje finančne funkcije in finančne službe,
 - 3.4. razmerja do preostalih poslovnih funkcij,
 - 3.5. znanje;
4. razmerje do finančnega okolja, in sicer do
 - 4.1. bank,
 - 4.2. drugih finančnih inštitucij,
 - 4.3. poslovnih partnerjev (kupcev, dobaviteljev, potrošnikov),
 - 4.4. gospodarskega okolja v državi in regiji,
 - 4.5. gospodarskega okolja poslovnih partnerjev.

8.34. Informacije o finančni konkurenčnosti **na razvojni ravni** morajo pokazati mesto posameznih strateških poslovnih področij (*strategic business area*) v podjetju in njihov vpliv na njegov finančni položaj, s tem pa je podana tudi osnova za oblikovanje ustrezne finančne podpore posameznemu področju. Pogosti inštrumenti za oblikovanje teh informacij so na primer portfeljska analiza, neto sedanja vrednost in denarni tok.

8.35. Informacije o finančni konkurenčnosti **na sprotni ravni** morajo pokazati vpliv posameznih finančnih dejavnikov (na primer razmerje med tržnim deležem in rokom plačila, razmerje med plačilnim rokom in dobavitelji, razmerje med obračanjem terjatev in zalogami gotovih proizvodov, razmerje med zalogami gotovih izdelkov in zalogami nedokončane proizvodnje, razmerje med zalogami surovin in obveznostmi do dobaviteljev in tako naprej) na različna strateška poslovna področja podjetja. Tudi za oblikovanje teh informacij je zelo primerna portfeljska analiza.

8.36. Informacije o razvitosti finančne funkcije morajo zajeti zlasti informacije o

- razvitosti finančne funkcije v podjetju,
- usklajenosti organiziranosti finančne funkcije z razvojem podjetja kot celote,
- razvitosti finančne funkcije po njenih posameznih dejavnikih.

8.37. Informacije o razvitosti finančne funkcije opredeljujejo stopnjo njene razvitosti od osnovne (enostavne) stopnje do vrhunske razvitosti, za kar je koristno znane metodološke prijeme prilagoditi posebnostim podjetja.

8.38. Informacije o usklajenosti organiziranosti finančne funkcije z razvojem podjetja kot celote obravnavajo makroorganiziranost finančne funkcije ter njeno organizacijsko obliko. Pokazati morajo, koliko je stopnja razvitosti finančne funkcije usklajena s trenutnim stanjem razvoja podjetja kot celote, torej oceniti uspešnost izvajanja nalog finančne funkcije glede na cilje podjetja v danem trenutku oziroma obdobju.

8.39. Informacije o razvitosti finančne funkcije po posameznih dejavnikih so temelj za izvajanje njene razvojne politike. Pri tem je izredno pomembno ustrezno razvrščanje dejavnikov finančne funkcije, ki mora biti prilagojeno posebnostim podjetja in njegovim potrebam.

C. Izvajanje

8.40. Pri organiziranju finančne funkcije v podjetju je **treba upoštevati njeno odločanje, informiranje in izvajanje.**

8.41. V okviru izvajanja finančne funkcije je treba opredeliti zlasti

- obseg finančnih poslov, delegiran na nosilce zunaj podjetja,
- obseg finančnih poslov, delegiran na enote zunaj finančne službe znotraj podjetja,
- razmerje med obsegom finančnih poslov in velikostjo finančne službe.

8.42. V okviru odločanja finančne funkcije je treba zlasti zagotoviti

- ustrezno stopnjo centraliziranosti finančne funkcije in opredeliti razmerje do lastnika oziroma lastnikov podjetja,
- ustrezno stopnjo decentraliziranosti po posameznih odločevalnih ravneh,
- ustrezen nadzor nad izvajanjem nalog finančne funkcije.

8.43. V okviru informiranja finančne funkcije je treba zlasti

- ustrezno rešiti povezavo z računovodsko funkcijo in preostalim informacijskim sistemom,
- zagotoviti pravočasne, točne in ustrezne informacije na vseh ravneh odločanja,
- zagotoviti informacije o organiziranosti in učinkovitosti finančne funkcije.

8.44. Pri (re)organiziranju finančne funkcije v podjetju je treba **upoštevati vsaj pet stopenj.** Te so:

1. diagnoza stanja:

- 1.1. naloge, ki jih opravlja finančna funkcija,
- 1.2. organizacijske enote, v katerih se opravljajo te naloge,
- 1.3. oseba, ki opravlja te naloge, ter njene pristojnosti in odgovornosti,
- 1.4. učinkovitost in stroški opravljanja nalog,
- 1.5. naloge, ki se ne opravljajo, pa bi se morale,
- 1.6. ocena ustreznosti organiziranosti finančne funkcije;

2. potrebne spremembe organiziranosti finančne funkcije:

- 2.1. zagotovitev ustrezne strukture,
- 2.2. zagotovitev ustreznih sistemov,
- 2.3. opredelitev razmerij do preostalih poslovnih funkcij;

3. načrtovane dejavnosti za izvedbo sprememb, nosilci in roki;

4. uvedba sprememb;

5. kontrola uspešnosti in ustreznosti sprememb.

8.45. Pri organiziranju finančne funkcije v podjetju je pomembna tudi **vloga ustreznih splošnih aktov** (statuta, pravilnika o financiranju) ter preostalih izvedbenih dokumentov (srednjeročnih in letnih načrtov), s katerimi se natančneje opredeljujejo pristojnosti in odgovornosti posameznikov, organizacijskih enot in nekaterih organov v podjetju.

8.46. Posebej je treba opredeliti zlasti **pristojnosti odločanja**

- o kratkoročnih naložbah in v njihovem okviru
 - terjatvah iz poslovanja,
 - zalogah,
 - finančnih naložbah;
- o dolgoročnih naložbah in v njihovem okviru
 - terjatvah iz poslovanja,
 - neopredmetenih dolgoročnih sredstvih,
 - opredmetenih osnovnih sredstvih,
 - finančnih naložbah,
 - lastniških naložbah;
- o kratkoročnem financiranju in v njegovem okviru
 - obveznostih iz poslovanja,
 - obveznostih iz financiranja;
- o dolgoročnem financiranju in v njegovem okviru
 - dolgoročnih obveznostih iz poslovanja,
 - dolgoročnih obveznostih iz financiranja,
 - dolgoročnih rezervacijah,
 - kapitalskem financiranju;
- o nadzoru nad izvajanjem nalog finančne funkcije;
- o nalogah finančne službe.

8.47. Vse odločitve pristojnih na področju finančne funkcije morajo biti pisne in na ustrezni knjigovodski listini.

8.48. Naloge finančne službe podjetja so običajno (kot primer)

- poravnavanje obveznosti,
- priskrba dodatno potrebnih sredstev,
- razmerja do finančnih inštitucij,
- vodenje blagajniškega poslovanja
- izvajanje vseh vrst plačil (tudi s tujino),
- finančno analiziranje, obvladovanje tveganja in finančno informiranje,
- usklajevanje kratkoročnega in dolgoročnega finančnega načrtovanja,
- nadziranje izvajanja nalog finančne funkcije zunaj finančne službe.

8.49. Organizacijska oblika in obseg nalog finančne službe sta odvisna od istih dejavnikov kot finančna funkcija podjetja, pri čemer pa je treba še posebej upoštevati dejansko in potrebno težo ter razmerje finančne funkcije do drugih funkcij v konkretnem podjetju.

9. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V BANKAH IN DRUGIH FINANČNIH ORGANIZACIJAH

A. Splošno

9.1. To poglavje zadeva le banke in druge finančne organizacije (odslej FO), vendar brez investicijskih skladov in zavarovalnic. To pomeni, da zajema

- banke (razen centralne banke),
- hranilnice,
- druge FO in sklade.

Pri tem je treba poudariti, štejemo k FO le organizacije kapitalskega tipa. Samo za te namreč velja isti **temeljni cilj** kot za druge kapitalske družbe: **dolgoročna rast ob kar največjem povečanju (maksimiranju) tržne vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala.**

9.2. FO so podjetja, pri katerih je izvajanje finančne funkcije razvito v samostojne poslovne dejavnosti, kot so opravljanje finančnih storitev, naložbena dejavnost, plačilni promet, financiranje in podobne. Kljub temu morajo tudi FO imeti vse temeljne poslovne funkcije, tako tudi svojo finančno funkcijo. Obravnavamo torej le načela finančne funkcije v FO. Pri tem pa se omejujemo le na tista poslovnofinančna načela, ki so posebnega pomena za FO; sicer pa za njih veljajo ista načela kot za druga podjetja in jih v tem poglavju ne ponavljamo.

Nekatera poslovnofinančna načela, ki veljajo za FO, se lahko koristno uporabijo tudi v drugih podjetjih.

9.3. Zaradi posebnega predmeta poslovanja imajo FO nekatere značilnosti, ki se kažejo tako v posebnih ali nekaterih bolj poudarjenih vidikih finančne funkcije kot tudi v posebnostih organiziranosti finančne funkcije v FO. Take značilnosti so zlasti:

- poleg temeljnega sta zelo poudarjena še dva cilja:
 - plačilna sposobnost,
 - varnost naložb;
- ključni pogoj poslovanja je zaupanje strank in širšega okolja;
- visoka izpostavljenost finančnim tveganjem;
- visoka stopnja nadzorovanosti poslovanja, ki ga izvajajo zunanje inštitucije, zlasti glede
 - statusnih sprememb, lastništva in vodenja,
 - kapitalske ustreznosti in uporabe kapitala oziroma rezerv,
 - plačilne sposobnosti,
 - zaščite varnosti naložb in vlog;
- velik vpliv na finančnih trgih;
- razmeroma velik obseg zunajbilančnega investiranja in financiranja, ki je posledica dejstva, da zlasti FO izdajajo in razvijajo nove zunajbilančne finančne instrumente;
- tesna povezanost z uspešnostjo gospodarstva in kupno močjo prebivalstva.

B. Odločanje

Načela investiranja

9.4. Investiranje zajema zlasti tele naložbe:

-
- denar,
 - obvezne rezerve (sredstva po posebnih predpisih centralne banke),
 - posojila, vrednostnice (vrednostne papirje) in druge finančne naložbe,
 - dolgoročne lastniške naložbe,
 - osnovna sredstva.

9.5. Obseg **denarnih sredstev** je praviloma velik, zato je gospodarno ravnanje toliko pomembnejše. Pri tem gre (poleg zagotavljanja likvidnostnih rezerv) zlasti za

- prilagajanje velikosti gotovine stvarnim potrebam,
- doseganje kar najmanjših (minimiranje) stroškov rokovanja z gotovino (hranjenja, razpečevanja, zavarovanja, opreme in tako naprej.)

9.6. Obvezne rezerve (v smislu sredstev) oblikujejo nekatere FO (banke, hranilnice) v skladu z posebnimi predpisi. Običajno so obrestovane z obrestno mero, ki je nižja od tržne, ali pa sploh niso obrestovane. Če se denarna sredstva po predpisih priznajo kot sestavni del obvezne rezerve, je treba najugodnejšo (optimalno) velikost obveznih rezerv v okviru predpisov prilagajati stvarnim potrebam obsega denarnih sredstev.

9.7. Z naložbami v posojila, **vrednostnice (vrednostne papirje) in druge finančne naložbe** (tržne naložbe) FO običajno ustvarja pretežni del svojih prihodkov, in sicer zlasti v obliki

- obresti,
- razlike v ceni (nakupni in prodajni) za terjatve ali vrednostnice (vrednostne) papirje,
- udeleža v dobičku,
- prihodkov od storitev v zvezi z naložbami.

9.8. Na velikost obresti vpliva predvsem obrestna mera, ki pa je odvisna zlasti od

- medbančne obrestne mere oziroma splošne obrestne mere centralne banke ter
- likvidnosti in tveganosti naložb.

9.9. Pri investiranju v tržne naložbe je treba upoštevati vsaj tri sodila:

- likvidnost (čas do preoblikovanja v denarno obliko),
- tveganost,
- donosnost.

9.10. Likvidnost naložbe opredeljujejo zlasti tile dejavniki:

- ročnost (kratkoročna zapadlost v plačilo do leta dni, srednjeročna do pet let in dolgoročna več kot pet let),
- obličnost (pogodba ali pa standardizirana formalna oblika, ki dopušča hiter prenos),
- kreditna sposobnost dolžnika.

9.11. Bolj likvidne naložbe so praviloma manj tvegane, zato pa tudi manj donosne. FO prilagaja likvidnostno strukturo naložb (portfelja) potrebam zagotavljanja svoje plačilne sposobnosti.

9.12. Tveganost naložb FO predstavljajo zlasti

- negotovost plačila obresti in vračila naložbe (finančno tveganje),
- negotovost zaradi inflacije,
- negotovost zaradi sprememb medvalutnih razmerij,
- negotovost zaradi sprememb tržne obrestne mere.

FO je dolžna zmanjšati **obseg tveganj** na sprejemljivo stopnjo. Zato sme obseg vseh tveganj presegati rezerve in rezervacije FO le v velikosti, ki še omogoča zahtevano strukturo njene kapitalске ustreznosti. Pri tem s kapitalsko ustreznostjo mislimo ustrezno razmerje med prostim kapitalom in obsegom tvegane aktive FO.

9.13. Donosnost naložb predstavlja delež donosa v naložbi, pri čemer lahko v donos zajemamo vse vrste prihodkov od naložb. Za FO je pomembno, da je donos naložb večji od stroškov v zvezi z naložbo (čisti donos). V stroške v zvezi z naložbo lahko štejemo tako ceno obveznosti do ustreznih virov kot tudi stroške v zvezi s plasmajem naložbe.

9.14. Dolgoročne lastniške naložbe zajemajo zlasti naložbe v

- lastna odvisna podjetja,
- solastništvo v podjetjih, ki je posledica preoblikovanja upniških terjatev.

Pri odločanju za naložbe v lastna odvisna podjetja se FO ravna po istih načelih kot podjetje. Solastništvo v drugih podjetjih pa je pogosto izsiljeno, zlasti kadar je preoblikovanje terjatev ugodnejše od stečaja ali likvidacije.

V obeh primerih pa FO praviloma upošteva načelo, da se take naložbe financirajo le z lastniškim kapitalom.

9.15. Pri odločitvah o naložbah v **osnovna sredstva** (zlasti v poslovne prostore, opremo in informacijsko tehnologijo) se sicer uporabljajo običajna načela investiranja drugih podjetij, upoštevati pa je treba, da je poslovanje FO praviloma zelo občutljivo za naložbe, ki neposredno ne prinašajo prihodkov oziroma ne prispevajo k zmanjšanju stroškov.

9.16. Iz zornega kota dolžnikov lahko naložbe FO obravnavamo kot naložbe v

- **banke**, kar prispeva k zmanjšanju tveganja naložb, vendar tudi k zmanjšanju njihove donosnosti;
- **državo**, zlasti v obliki državnih vrednostnic (vrednostnih papirjev), ki so zaradi razmeroma velike likvidnosti in varnosti (vendar praviloma z manjšo donosnostjo) primerne kot oblika likvidnostne rezerve,
- **podjetja** (kot praviloma največje dolžnike in uporabnike finančnih storitev), ki so donosne, vendar tvegane;
- **fizične osebe**, ki imajo razmeroma visoko obrestno mero, vendar so povezane z velikimi stroški rokovanja in drugimi stroški.

9.17. Glede na tveganje je pomembna delitev naložb FO na

- naložbe za lasten račun,
- naložbe za tuj račun.

Naložbe za tuj račun so praviloma manj tvegane in koristno dopolnjujejo paleto storitev FO.

9.18. Posebno vrsto naložb FO predstavljajo **zunajbilančne naložbe**. Te so praviloma rezultat izdaje, nakupa ali uporabe zunajbilančnih finančnih inštrumentov (garancije, opcije, terminske pogodbe in tako naprej). Pri tem veljajo ista načela kot za druga podjetja, vendar je treba poudariti, da je obseg zunajbilančnih naložb v FO praviloma bistveno večji in lahko predstavlja tako pomemben vir prihodkov kot tudi pomemben vir tveganj v poslovanju.

Načela financiranja

9.19. Obseg financiranja v FO se praviloma neposredno prilagaja tržnim možnostim plasmaja finančnih sredstev oziroma storitev. Njegovo **zmanjšanje** (brez ustreznega povečanja prihodkov od drugih storitev) lahko ogrozi konkurenčnost in donosnost FO (zaradi

prevelikih stalnih stroškov), njegovo **povečanje** pa zahteva prilagoditev ustrezne strukture financiranja glede na donosnost lastniškega kapitala.

Pri povečevanju ali zmanjševanju obsega naložb za tuj račun praviloma ni potrebe po ustreznem prilagajanju strukture financiranja FO.

9.20. Na **donosnost** FO vplivajo zlasti tile ključni dejavniki:

- obrestna mera na naložbe (aktivna obrestna mera),
- obrestna mera na obveznosti do virov sredstev (pasivna obrestna mera),
- prihodki od storitev,
- stroški poslovanja,
- obseg lastniškega kapitala.

9.21. Strukturno financiranja sestavljajo tele osnovne skupine:

- lastniški kapital,
- rezervacije,
- vloge (depoziti), posojila, vrednostnice (vrednostni papirji) in druge obveznosti.

9.22. FO praviloma financirajo le manjši del svojih naložb z **lastniškim kapitalom**. Za banke in hranilnice spodnjo mejo lastniškega kapitala običajno predpiše centralna banka. Lahko jo predpiše tudi v razmerju do tehtane aktive (seštevek vseh aktivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk, tehtanih po stopnji tveganosti). Običajno je v odstotku od lastniškega kapitala določena tudi zgornja meja možnih naložb v osnovna sredstva in dolgoročne lastniške naložbe.

9.23. Lastniški kapital, ki je večji od najmanjšega (minimalnega), zagotavlja boljšo plačilno sposobnost, večjo varnost za upnike in lažje širjenje obsega poslovanja. Na drugi strani pa večji lastniški kapital zmanjšuje donosnost FO. Najugodnejši (**optimalni**) **delež lastniškega kapitala** je zato odvisen od številnih dejavnikov, zlasti od

- vrste poslov, ki jih FO opravlja,
- velikosti FO,
- strukture naložb,
- strukture dolžniških obveznosti do virov sredstev,
- tržnega položaja FO,
- razvojne strategije FO.

9.24. Rezervacije so oblikovane za pokritje tveganj v zvezi z naložbami in zavarovanji. Njihovo oblikovanje (tudi popravke vrednosti naložb) urejajo mednarodni in domači standardi, notranji standardi FO, pogosto pa tudi predpisi centralne banke ali druge državne inštitucije. V večini primerov predstavljajo pomemben vir financiranja naložb FO, ki pa je po svoji vsebini pravzaprav lastniški kapital, saj povečuje tržno vrednost FO.

9.25. Vloge (depoziti) so najpomembnejša oblika financiranja v bankah in hranilnicah. Vlagatelji so pravne in fizične osebe. Vloge so lahko

- vpogledne in
- vezane
 - kratkoročno,
 - srednjeročno,
 - dolgoročno.

9.26. Daljšo zapadlost vlog v plačilo banke sicer spodbujajo z višjo obrestno mero, kljub temu pa so pomembne tudi vpogledne vloge, saj so najmanj obrestovane. Za vlagatelja so poleg

obrestne mere najpomembnejše varnost vlog, bančna mreža in kakovost storitve. To so tudi temeljni dejavniki konkurenčnega boja.

9.27. Vrednostnica (vrednostni papir), ki ga izda FO, je bolj likvidna finančna naložba, kot so vloge, praviloma pa je tudi zelo varna. Zato so vrednostnice (vrednostni papirji) še posebej primerne (primerni) za dolgoročno financiranje FO, zlasti bank.

9.28. Pomemben način financiranja FO so **posojila** (kratkoročna in dolgoročna), zlasti v mednarodnem poslovanju, pri čemer je treba podrobno proučiti vsa določila o morebitnem omejevanju poslovnih odločitev in o zavarovanju posojila.

9.29. V FO, v bankah pa še posebej, je pogosto (običajno pogosteje kot v podjetjih) navzoče **hibridno financiranje**, saj predpisi omogočajo, da se najmanjša (minimalna) potrebna struktura financiranja doseže tudi z izdajo hibridnih dolgoročnih vrednostnic (vrednostnih papirjev).

9.30. V FO, zlasti v bankah, je visoko razvito tudi **zunajbilančno financiranje**. Zanimivo je tudi zaradi tega, ker običajno zmanjšuje potrebo po povečanju bilančne aktive FO. Med pomembnejšimi instrumenti zunajbilančnega financiranja FO so zlasti

- prenos danih posojil (prodaja, delni prenos, zamenjava),
- olistninjenje (vrednostničenje),
- prenos dodatnega zadolževanja na podjetja ali FO, ki so formalno neodvisna, so pa kljub temu nadzirana.

Načela plačilne sposobnosti

9.31. Zaradi nujno potrebnega zaupanja strank je pri FO zahteva po plačilni sposobnosti praviloma še bolj zaostrena kot pri drugih podjetjih. Za zagotavljanje **kratkoročne plačilne sposobnosti** je zato običajno angažiran znaten del sredstev. Doseganje najugodnejšega obsega teh sredstev (njihovo optimiranje) lahko torej veliko prispeva k uspešnosti poslovanja FO. Zato je pomemben tudi obseg (in struktura) kratkoročnega zunajbilančnega poslovanja.

9.32. Tudi za FO velja temeljno načelo **dolgoročne plačilne sposobnosti**. Pri tem pa so manj uporabne nekatere postavke, ki so sicer pri uravnavanju plačilne sposobnosti podjetja zelo pomembne (na primer obratni kapital, čista kratkoročna terjatev). V okviru politike dolgoročne plačilne sposobnosti upošteva FO zlasti tole:

- kapital naj bo ustrezno večji od osnovnih sredstev in dolgoročnih lastniških naložb;
- velika posojila naj ne presegajo (niti posamezna niti vsa skupaj) ustreznega dela kapitala;
- kapital naj bi predstavljal ustrezeni odstotek tvegane aktive;
- tveganje, tako v zvezi z naložbami kot tudi v zvezi z njihovim financiranjem, je treba zmanjšati na sprejemljivi obseg;
- sistematično in dosledno je treba zbudjati in ohranjati zaupanje v okolju.

Načela organiziranosti finančne funkcije

9.33. Posebnosti FO se kažejo tudi v organiziranosti njihove finančne funkcije. V nekaterih FO so posamezne naloge finančne funkcije prerasle v samostojne dejavnosti komercialne narave. V bankah na primer sta tako priskrba kot tudi plasma (poraba) finančnih sredstev samostojni funkciji, ki ju lahko primerjamo z nabavo in prodajo v trgovskih podjetjih. Tako se je odločanje v finančni funkciji na področju priskrbe in porabe omejilo zlasti na usklajevanje, ki pa še vedno izhaja iz temeljne naloge finančne funkcije, to je zagotavljanja plačilne sposobnosti. To usklajevanje se v FO praviloma izvaja prek oblikovanja finančne politike in strategije, operativno pa prek različnih organov, kot je na primer likvidnostna komisija.

9.34. V okviru nalog finančne funkcije lahko glede na informiranje preraste v samostojno funkcijo na primer finančna analiza kreditne sposobnosti poslovnih partnerjev in se dopolni še z drugimi področji analize (trga, kadrov, okolja in tako naprej) v samostojno bonitetno službo. Zato se finančna funkcija FO omeji na analiziranje, nadzorovanje in napovedovanje finančnega položaja FO ob upoštevanju podatkov bonitetne službe.

Pri tem bi bilo treba opozoriti, da je organiziranost bonitetne službe pomembna ne samo v tipičnih finančnih organizacijah, temveč v vseh tistih, katerih poslovno tveganje je močno odvisno od tveganj njihovih poslovnih partnerjev (na primer v podjetjih, ki dajejo v večjem obsegu v najem svoja osnovna sredstva).

9.35. Posebnostim FO se prilagaja tudi odločevalni del finančne funkcije. Načrt je namreč praviloma rezultat izključno kolektivnega dela vseh funkcij (finančne metode načrtovanja), pri čemer finančni funkciji še vedno ostaja usklajevanje procesa finančnega načrtovanja.

9.36. Organizacijska oblika in pristojnosti finančne službe v FO so torej odvisne ne samo od dejavnikov, ki vplivajo na organiziranost v drugih podjetjih, temveč tudi od stopnje osamosvojitve posameznih nalog finančne funkcije v posamezni FO. Pri tem pa vedno ostaja nespremenjena in nezmanjšana odgovornost finančne funkcije glede plačilne sposobnosti FO.

C. Informiranje

9.37. Poleg temeljnih informacij, ki so opredeljene v načelih za poslovanje drugih podjetij, so za FO pomembne še zlasti informacije, ki izhajajo iz

- analize donosnosti naložb,
- analize stroškov naložb,
- analize obrestne marže (razlike med povprečno aktivno in povprečno pasivno obrestno mero),
- analize kreditne sposobnosti komitentov,
- analize kapitalske ustreznosti FO.

9.38. Pod pojmom kreditna sposobnost komitentov razumemo celovito oceno tveganj, ki jim je izpostavljen posamezni komitent in ki imajo za posledico določeno finančno tveganje FO. V tem okviru so pomembne zlasti informacije, ki izhajajo iz analize komitenta glede na

- finančni položaj (kratkoročni, dolgoročni in zunajbilančni),
- tržni položaj in konkurenčnost,
- vpliv ožjega in širšega okolja,
- kadre,
- tehnologijo,
- varstvo okolja,
- interesne povezave,
- razvojno vizijo in strategijo.

(Vrstni red ne kaže na pomembnost področja.)

Č. Izvajanje

9.39. Posebnosti FO imajo tudi nekatere posledice na izvajanje njihovih nalog. Najmočnejše vpliva nanj poudarjeno načelo varnosti, in sicer zlasti, kar zadeva

- fizično zavarovanje (prenašanje, hranjenje ter rokovanje z gotovino in vrednostnicami (vrednostnimi papirji),
- varovanje podatkov komitentov,

-
- (za)varovanje glede poslovnih tveganj.

9.40. Fizično varovanje se nanaša tako na prenašanje in prevažanje različnih oblik vrednosti kot tudi na objekte in poslovne prostore FO, še posebej na varovanje premoženja komitentov v depojih. Stroški fizičnega varovanja se deloma zmanjšujejo z zavarovanjem pri zavarovalnici in s prehodom na nematerializirane oblike prenosov vrednosti.

9.41. Varovanje podatkov komitentov tako glede zasebnosti kot tudi glede poslovne skrivnosti je eden od temeljnih pogojev zaupanja v FO. To zahteva na eni strani razmeroma visoko organizacijsko in poslovno kulturo v FO, na drugi strani pa tudi zelo dobro varovano in razvito informacijsko tehnologijo kot podporo poslovanju.

9.42. FO je izpostavljena enakim vrstam poslovnih tveganj kot druga podjetja. Pri tem pa so zaradi njenih posebnosti poudarjena zlasti

- kreditno tveganje,
- tveganje obrestne mere,
- valutno tveganje,
- tržno tveganje,
- razvojno tveganje.

9.43. Kreditno tveganje obvladuje FO z različnimi kombiniranimi prijemi, ki zajemajo zlasti

- učinkovit bonitetni informacijski sistem (in ne le njene bonitetne službe),
- ustrezno naložbeno politiko in politiko zavarovanja naložb,
- ustrezno politiko strukture sredstev in obveznosti do njihovih virov tako glede ročnosti kot tudi glede deviznih pozicij,
- izdajo, nakup in uporabo številnih osnovnih in izvedenih finančnih inštrumentov.

9.44. V okviru naložbene politike FO zlasti

- ne financira nedonosnih naložb,
- zavezuje posojilojemalce k različnim ukrepom za zagotavljanje plačilne sposobnosti,
- omejuje svoje izpostavljanje pri posameznem komitentu do določenega obsega,
- ne financira plačilno nesposobnih komitentov,
- primerno zavaruje naložbe,
- pravočasno oblikuje rezervacije za slabe naložbe,
- določa zavarovanja pred inflacijskimi tveganji (revalorizacijo, vezavo nominalne obrestne mere na tisto, ki je praviloma višja od inflacijske stopnje),
- določa spremenljivo obrestno mero za srednjeročne in dolgoročne naložbe.

9.45. Pri izdaji ali uporabi nekaterih finančnih inštrumentov je koristno ali celo potrebno oblikovati nove družbe ali pa uporabiti specializirana podjetja za te namene (na primer olistninjenje /vrednostničenje/ in prenosi danih posojil).

9.46. Tržno tveganje prevzema FO v primeru prevzetih zastav ali nakupa določenih osnovnih sredstev ali zalog (zlasti v okviru sanacij ali drugačnega financiranja podjetij) in pri dolgoročnih lastniških naložbah. Pri večjem obsegu takih poslov je koristno uporabiti ali oblikovati specializirano podjetje za te namene.

9.47. Poseben primer tržnega tveganja FO je konkurenca, ki zmanjšuje obrestno maržo. To zahteva zlasti

- učinkovitejše upravljanje naložb in obveznosti do njihovih virov,

-
- dviganje kakovosti finančnih storitev,
 - uvajanje in širjenje novih finančnih storitev,
 - zmanjševanje poslovnih stroškov.

9.48. Tudi **razvojno tveganje** je pomembna sestavina pri zbujanju in ohranjanju zaupanja v FO. FO (zlasti banke) izvajajo običajno na eni strani bolj konzervativno politiko v smislu prevzemanja tveganj, na drugi strani pa je treba izvajati zelo aktivno kadrovsko in razvojno politiko, ki omogočata FO tisto prilagodljivost, ki jo zahteva trg.

10. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V ZAVAROVALNICAH

A. Splošno

10.1. To poglavje obravnava posebnosti poslovnofinančnih načel, ki veljajo za zavarovalnice. Z zavarovalnicami mislimo

- zavarovalnice, ki opravljajo kot delniške družbe zavarovalne, sozavarovalne, pozavarovalne ali/in druge zavarovalne posle;
- zavarovalnice, ki opravljajo kot družbe za vzajemno zavarovanje (vzajemne zavarovalnice) zavarovalne posle za svoje člane po načelu vzajemnosti;
- zavarovalna in pozavarovalna združenja (poole), ki opravljajo v svojem imenu in za račun svojih ustanoviteljev zavarovalne, sozavarovalne in/ali pozavarovalne posle;
- Slovenski zavarovalni biro za del njegove dejavnosti, ki se nanaša na zavarovalne posle, opredeljene z mednarodnimi sporazumi o zavarovanju lastnikov motornih vozil proti odgovornosti (zeleno karto), ki jih kot gospodarsko interesno združenje opravlja za zavarovalnice;
- Družbo za zavarovanje in financiranje izvoza Slovenije za del njene dejavnosti, ki se nanaša na zavarovanje izvoznih kreditov za komercialne in nekomercialne nevarnosti;
- Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije ter Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije za del njune dejavnosti, ki se nanaša na posle prostovoljnih zdravstvenih oziroma prostovoljnih pokojninskih in invalidskih zavarovanj.

10.2. V splošnem veljajo tudi za zavarovalnice temeljna poslovnofinančna načela, ki veljajo za druga podjetja. Zato jih ne ponavljamo. Poslovnofinančna načela, ki veljajo za finančne organizacije, se smiselno uporabljajo tudi v zavarovalnicah, razen v delu, ki se nanaša na

- zunajbilančno investiranje in financiranje, ki v zavarovalnicah ni pomembno;
- obseg denarnih sredstev, ki v zavarovalnicah praviloma ni velik;
- obvezne rezerve, ki za zavarovalnice niso predpisane, ker so za zagotavljanje njihove varnosti pomembni predvsem dolgoročne tehnične rezervacije in garancijski sklad;
- rezervacije, ki so zaradi pomena in posebnosti v zavarovalnicah posebej obravnavane v tem poglavju;
- vloge in najeta posojila, ki za zavarovalnice niso značilni.

10.3. Dolgoročna rast ob kar največjem povečanju (maksimiranju) tržne vrednosti lastniškega kapitala je temeljni cilj zavarovalnic, ki so organizirane kot delniške družbe. Dosegajo ga z ustvarjanjem gospodarske varnosti z zavarovanjem in izravnavanjem gospodarskih nevarnosti.

Temeljni cilj vzajemnih zavarovalnic, če opravljajo zavarovalne posle le za svoje člane, je ustvarjanje gospodarske varnosti za njene člane z izravnavanjem gospodarskih nevarnosti. Ta

cilj ne izključuje težnje po dolgoročni rasti in doseganju dobička, postavlja pa jo v podrejeno vlogo. To velja tudi za zavoda, če opravljata posle prostovoljnih zdravstvenih oziroma prostovoljnih pokojninskih in invalidskih zavarovanj.

B. Odločanje

Načela investiranja

10.4. V zavarovalnicah zajema investiranje zlasti

- posojila, dolžniške vrednostnice (dolžniške vrednostne papirje) in druge kratkoročne finančne naložbe,
- dolgoročne finančne naložbe, predvsem lastniške naložbe,
- naložbe v osnovna sredstva,
- terjatve iz poslovanja,
- denar.

10.5. Finančne naložbe so praviloma najpomembnejši del naložb zavarovalnic. Zavarovalnice jih ločujejo na naložbe iz kapitala (naložbe iz netehničnih virov) in na naložbe iz tehničnih virov. Slednje ločujejo po osnovnih oblikah zavarovanj. Pri določanju ročnosti naložb, financiranih s tehničnimi rezervacijami, upoštevajo zavarovalnice funkcijo posamezne rezervacije v poslovnem procesu in pri tem pazijo, da z investiranjem v posamezne nederarne oblike sredstev ne ogrozijo pravočasnega uresničevanja te funkcije.

Glede na funkcijo posamezne tehnične rezervacije v poslovnem procesu zavarovalnice naložijo sredstva, ki v času vezave predvidoma ne bodo potrebna za zagotavljanje tekoče plačilne sposobnosti,

- za najdaljšo dobo pretežni del sredstev matematične rezervacije, in to v odvisnosti od ročnosti sklenjenih pogodb o življenjskih zavarovanjih in drugih zavarovanjih, ki se sklepajo po enakih tehničnih načelih;
- za več kot eno leto del sredstev rezervacij za prenosne premije, škodne rezervacije, izravnalne rezervacije, rezervacije za jedrske nevarnosti in rezervacije za nevarnosti zaradi uporabe farmacevtskih izdelkov;
- do leta dni del sredstev rezervacij za bonuse in popuste, rezervacij za storniranja in sredstva drugih z zakonom predpisanih oziroma s statutom opredeljenih tehničnih rezervacij.

10.6. Zavarovalnice lahko investirajo lastniški kapital v vse vrste **dolgoročnih lastniških naložb**. Sredstva tehničnih rezervacij pa smejo v skladu s predpisi investirati le v lastniške vrednostnice (lastniške vrednostne papirje), s katerimi se posluje na borzi.

10.7. V zavarovalnicah sestavljajo **naložbe v osnovna sredstva**

- naložbe v osnovna sredstva, ki jih zavarovalnice potrebujejo za izvajanje dejavnosti, ki le posredno vplivajo na njihove donose, in
- naložbe v osnovna sredstva, ki prinašajo prihodke iz najemnin.

Naložbe v osnovna sredstva za opravljanje zavarovalne dejavnosti financirajo zavarovalnice z lastniškim kapitalom, z dolgoročnimi posojili pa le izjemoma.

Naložb v osnovna sredstva za opravljanje zavarovalne dejavnosti zavarovalnice ne smejo financirati iz tehničnih rezervacij. Iz njih lahko financirajo le naložbe v tista osnovna sredstva, ki neposredno prinašajo stalne prihodke in niso namenjena izvajanju zavarovalnih poslov.

10.8. Terjatve iz poslovanja v zavarovalnicah so praviloma kratkoročne in se nanašajo predvsem na

- terjatve do zavarovalcev za zavarovalne premije,
- terjatve do pozavarovateljev,
- terjatve pozavarovalnic do odstopnikov terjatev (cedentov),
- terjatve do posrednikov in
- terjatve za dana policna posojila.

10.9. Terjatve do zavarovalcev za zavarovalne premije so lahko le zelo kratkoročne. Načeloma mora biti premija plačana ob sklenitvi zavarovanja, razen kadar gre za dolgoročno zavarovanje, kot so na primer življenjska zavarovanja. Če se zavarovalnica in zavarovalec izjemoma dogovorita za odlog plačila dela zavarovalne premije, zavarovalnica zaračuna obresti po obrestni meri, ki velja za kratkoročna bančna posojila.

10.10. Terjatve do pozavarovateljev se nanašajo na deleže pozavarovateljev v odškodninah odstopnikov terjatev (cedentov), ki so jih pozavarovalnice prevzele v izravnavanje po pozavarovalnih pogodbah. V teh pogodbah se običajno opredelijo trimesečni obračuni pozavarovalne premije in deležev v odškodninah. Te terjatve se pobotajo z obveznostmi do pozavarovalnic za obračunane pozavarovalne premije do manjšega zneska. Zavarovalnice pa ne smejo pobotati teh terjatev z obveznostmi do pozavarovateljev iz naslova njihovih depozitov po pozavarovalnih pogodbah.

10.11. V zavarovalnicah, ki opravljajo aktivne pozavarovalne posle (pozavarovalnicah), pomenijo pomembno vrsto terjatev **terjatve iz naslova depozitov pri odstopnikih terjatev** (cedentih), neposrednih zavarovateljih. Pozavarovalnice pri odločanju o obsegu obračunane pozavarovalne premije, ki jo deponirajo pri odstopniku terjatve (cedentu), in obrestni meri za te naložbe upoštevajo boniteto zavarovalnic. Tovrstne naložbe so praviloma kratkoročne, lahko pa se depozit nanaša tudi na dobo, daljšo od leta dni.

10.12. Zavarovalnice lahko skleniteljem življenjskega zavarovanja kot **policno posojilo** vnaprej izplačajo del zavarovalne vsote do odkupne vrednosti police. Za policno posojilo plačujejo sklenitelji zavarovanja pogodbeno določene obresti.

10.13. Denarna sredstva vodijo zavarovalnice posebej za

- posle življenjskih zavarovanj in
- posle drugih osnovnih oblik zavarovanj.

Sredstev življenjskih zavarovanj zavarovalnice ne smejo uporabljati za poravnavanje obveznosti iz drugih zavarovalnih poslov, ker so življenjska zavarovanja zaradi svoje varčevalne funkcije posebej zaščiteni. Ta denarna sredstva tudi ne morejo biti predmet izvršbe za obveznosti iz drugih zavarovalnih poslov.

Zavarovalnice prilagajajo velikost denarnih sredstev dejanskim potrebam posebej za poravnavanje obveznosti življenjskih zavarovanj, drugih zavarovanj in obratovalnih poslov.

Kljub negotovostim in tveganjem, ki so povezani z načrtovanjem izdatkov iz naslova zavarovalnih poslov, je obseg potrebnih denarnih sredstev v zavarovalnicah praviloma razmeroma majhen v primerjavi z obsegom potrebnih denarnih sredstev v bankah. Zavarovalnice lahko razmeroma natančno načrtujejo prejemke iz naslova zavarovanj, pri časovni razporeditvi finančnih naložb po rokih njihove vnovčljivosti pa tudi prejemke, ki so povezani s prihodki financiranja in z dezinvestiranjem pri finančnih naložbah. Nekoliko manj natančno lahko zavarovalnice načrtujejo denarne tokove v zvezi z izdatki za odškodnine oziroma zavarovalnine, saj množičnih in katastrofalnih škod ni mogoče vnaprej predvideti. Pa tudi za takšne dogodke lahko zavarovalnice s primerno pozavarovalno obliko pogodbeno predvidijo pravočasno udeležbo pozavarovalnic v teh izdatkih.

10.14. Pri odločanju o finančnih naložbah in naložbah v osnovna sredstva zaradi prihodkov iz najemnin zavarovalnice upoštevajo tale **temeljna načela**:

- načelo varnosti,
- načelo plačilne sposobnosti,
- načelo donosnosti in
- načelo ustaljenosti.

10.15. Varnost ima pri izvajanju zavarovalnih poslov izjemno pomembno vlogo. Temeljni smoter zavarovanja je zagotavljanje določene ravni gospodarske varnosti zavarovalcem in zavarovancem, to je gotovosti, da bo v primeru uresničitve nevarnostnega primera, ki je predmet zavarovanja, zavarovancem zagotovljena zavarovalnina za delno ali popolno nadomestitev neugodnih finančnih posledic nastale škode. Uspešnost uresničevanja tega smotra zavarovanja je tesno povezana z zaupanjem zavarovalcev in zavarovancev v zavarovalnico in celotno zavarovalstvo.

Zato ima pri naložbah sredstev zavarovalnic načelo njihove varnosti celo prednost pred drugimi načeli. Zavarovalnice ga uresničujejo predvsem z mešanjem in razprševanjem naložb in pridobivanjem informacij o boniteti finančnih partnerjev.

Zaradi zaščite interesov zavarovalcev in zavarovancev je poslovanje zavarovalnic predmet posebnega državnega nadzora, ki sega tudi na področje investiranja zavarovalnic. Tako morajo zavarovalnice upoštevati zlasti

- obveznost vlaganja predpisanega dela prostih sredstev lastniškega kapitala in predpisanega dela matematične rezervacije v državne lastniške vrednostnice (lastniške vrednostne papirje) in v posojila, za katera jamči država;
- obveznost pridobitve poprejšnjega soglasja nadzornega organa za investiranje v dolgoročne lastniške naložbe;
- vrste naložb, v katere smejo investirati sredstva tehničnih rezervacij z omejitvami za skupno velikost sredstev, investiranih v posamezno vrsto naložb, za nekatere vrste naložb pa tudi omejitev sredstev, ki jih investira posamezni uporabnik;
- obveznost vodenja sredstev življenjskih zavarovanj na posebnih računih organizacije, ki je pooblaščen za vodenje teh računov, s prepovedjo poravnavanja obveznosti iz drugih zavarovalnih poslov.

10.16. Zavarovalnice skrbijo za varnost naložb z **mešanjem** množstva vrst **naložb**, kot so

- državne vrednostnice (državni vrednostni papirji),
- posojila z jamstvom države,
- hipotekarna in druga posojila z jamstvi,
- druge dolžniške vrednostnice (drugi dolžniški vrednostni papirji),
- depoziti in druge naložbe v banke.

10.17. K varnosti naložb prispeva tudi **razpršenost naložb**; to pomeni, da je znotraj izbrane vrste naložb množica ne prevelikih posameznih naložb. Sem sodi tudi omejevanje velikosti posamezne naložbe in omejevanje skupne velikosti naložb v posamezno banko oziroma posameznemu uporabniku.

Pri zagotavljanju varnosti naložb zavarovalnice upoštevajo, da predpisane najnižje (minimalne) ravni mešanja in razprševanja nekaterih njihovih naložb niso nujno tudi najugodnejše (optimalne).

10.18. Zavarovalnice ne smejo zanemarjati načela **donosnosti naložb**; pomembno ni zgolj zaradi kar največjega povečanja (maksimiranja) tržne vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala, temveč je tudi v interesu zavarovalcev in zavarovancev. Donosi naložb zavarovalnic namreč

-
- v nekaterih zavarovalnih vrstah preprečujejo izgubo,
 - pri življenjskih zavarovanjih lahko povečujejo delež življenjskih zavarovancev v dobičku,
 - krepijo rezerve zavarovalnic in
 - zagotavljajo večje dividende oziroma deleže v dobičku lastnikom kapitala.

10.19. Načelo ustaljenosti (stabilnosti) donosa zahteva, da donos iz investiranja sredstev tehničnih rezervacij ne pade pod načrtovano spodnjo mejo. Uresničevanje načela ustaljenosti je pomembno zlasti pri življenjskem zavarovanju. Zavarovalnice namreč pri izračunavanju potrebne zavarovalne premije upoštevajo tudi načrtovano spodnjo mejo donosa. Tako zmanjšana zavarovalna premija šele z načrtovanim donosom zagotavlja potrebno velikost prihodkov življenjskih zavarovanj.

To načelo velja tudi za druge zavarovalne vrste, če se pri izračunavanju potrebne zavarovalne premije upošteva tudi donos iz naložb sredstev tehničnih rezervacij.

Načela financiranja

10.20. Obseg potrebnega financiranja v zavarovalnicah je praviloma neposredno odvisen od obsega njihovega poslovanja. Ta obseg merijo zavarovalnice glede na

- stanje matematične rezervacije življenjskih zavarovanj;
- dosežene letne zavarovalne premije, obračunane v zadnjem letu, za druge zavarovalne vrste iz neposrednih zavarovalnih poslov in iz sozavarovanj;
- dosežene letne pozavarovalne premije iz aktivnih pozavarovalnih poslov in iz sprejetih retrocesijskih poslov;
- zneske odškodnin oziroma zavarovalnin, obračunanih v zadnjih treh letih;
- stanje drugih tehničnih rezervacij.

10.21. Značilno **strukturo financiranja** sestavljajo v zavarovalnicah tele osnovne skupine:

- lastniški kapital,
- dolgoročne tehnične rezervacije,
- kratkoročne obveznosti iz zavarovanja (in pozavarovanja)
- druge obveznosti,
- druge dolgoročne rezervacije.

10.22. Lastniški kapital zavarovalnic sestavljajo

- delniški kapital v delniški zavarovalni družbi,
- ustanovitveni sklad in varnostne rezerve v družbah za vzajemno zavarovanje ter
- druge zakonske in statutarne rezerve.

10.23. Spodnja meja lastniškega kapitala je predpisana z zakonom kot obveznost oblikovanja garancijskega sklada. Najugodnejša (optimalna) velikost potrebnega garancijskega sklada ni odvisna le od obsega poslovanja zavarovalnice, temveč tudi od

- vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja zavarovalnica, ker je glede na tveganja za različne zavarovalne vrste potrebna različna velikost garancijskega sklada;
- lastnega deleža, namenjenega za izravnavanje prevzetih nevarnosti, ker se s povečanim lastnim deležem poveča tveganje zavarovalnice;

-
- investiranja v neopredmetena dolgoročna sredstva za organizacijske in razvojne stroške, ker iz njihovega naslova ni nobenih tekočih donosov, prihodnji pa so povezani z velikimi tveganji, lahko tudi z zmanjšanjem lastniškega kapitala;
 - neporavnanih izgub.

V primerjavi z drugimi vrstami podjetij je najugodnejši (optimalni) obseg lastniškega kapitala v zavarovalnicah razmeroma majhen, saj niso potrebne velike naložbe v osnovna sredstva za opravljanje dejavnosti, pa tudi potrebni obratni kapital je razmeroma majhen.

10.24. Tehnične rezervacije so v zavarovalnicah najpomembnejši vir financiranja. Zavarovalnice jih oblikujejo v skladu z

- načeli, ki jih opredeljujejo računovodski standardi,
- metodologijo, ki jo določajo zavarovalni statistični standardi.

10.25. Posojila v zavarovalnicah niso pomemben vir financiranja. V skladu s poslovnofinančnimi načeli so le posojila za investiranje v osnovna sredstva za opravljanje zavarovalne dejavnosti.

Posojila, ki jih najamejo zavarovalnice za poravnavo v plačilo zapadlih obveznosti iz zavarovalnih pogodb, kažejo na neupoštevanje splošnih poslovnofinančnih načel in načel investiranja zavarovalnih sredstev. Vzroki odklonov od teh načel so lahko

- slabo načrtovanje ročnosti naložb,
- slaba ocena tveganosti posamezne naložbe,
- odlogi plačil zapadlih zavarovalnih oziroma pozavarovalnih premij,
- neustrezni viri financiranja organizacijskih in razvojnih stroškov,
- negativni tehnični izidi v posameznih zavarovalnih vrstah ali izguba iz poslovanja zavarovalnice.

Načela plačilne sposobnosti

10.26. Kratkoročna plačilna sposobnost zavarovalnice mora biti zagotovljena za sprotno poravnavanje v plačilo zapadlih obveznosti zavarovalnice iz zavarovalnih in pozavarovalnih pogodb ter drugih obveznosti.

Če morajo zavarovalnice najemati posojila za poravnavanje v plačilo zapadlih obveznosti in/ali predčasno dezinvestirati naložena sredstva, se šteje, da v svoji naložbeni politiki ni upoštevala posebnosti poslovnofinančnih načel, značilnih za zavarovalnice.

10.27. Zavarovalnice morajo s čim natančnejšim kratkoročnim finančnim načrtovanjem zagotavljati **kratkoročno plačilno sposobnost**, ki je osrednjega pomena za ohranjanje zaupanja zavarovalcev v zavarovalnice in celotno zavarovalstvo.

Za doseganje najugodnejše (optimalne) kratkoročne plačilne sposobnosti so zavarovalnicam potrebni po dnevih, tednih in mesecih razčlenjeni letni (drseče načrtovani) načrti denarnih tokov. Zavarovalnice izdelajo načrte denarnih tokov predvsem na podlagi čistih finančnih metod. Temeljni vir podatkov so zlasti načrti zavarovalnih premij, načrti pričakovanih odškodnin, načrti obratovalnih stroškov, operativni podatki o ročnosti finančnih naložb ter pozavarovalne pogodbe.

10.28. Zagotavljanje **dolgoročne plačilne sposobnosti** zavarovalnic je tudi predmet državnega nadzora zavarovalnic. Zavarovalnice lahko organu za državni nadzor zavarovalnic to sposobnost dokažejo, če z nekaterimi viri financiranja dosežejo predpisano mejo. Ti viri so

- lastniški kapital;

-
- varščine za zagotavljanje dolgoročne plačilne sposobnosti, položene na zahtevo državnega organa;
 - stanje izravnalne rezervacije;
 - del dobička iz življenjskih zavarovanj, prenesen v matematično rezervacijo, a še ne pripisan posameznim zavarovalnim vsotam;
 - del tehničnih rezervacij, ki je varno naložen; kot tak se šteje tisti del naložb, ki je v državnih vrednostnicah (državnih vrednostnih papirjih) ali v posojilih, za katera jamči država.

V okviru politike dolgoročne plačilne sposobnosti zavarovalnice skrbijo,

- da so tehnične rezervacije kot najpomembnejši vir financiranja zadostno oblikovane, da je njihovo preoblikovanje usklajeno z roki vnovčljivosti naložb, financiranih iz teh virov, ter da so te naložbe varne in donosne,
- da so z lastniškim kapitalom financirane naložbe v osnovna sredstva za zavarovalno dejavnost, v neopredmetena dolgoročna sredstva in v lastniške vrednostnice (lastniške vrednostne papirje), razen dovoljenih iz tehničnih rezervacij,
- da tveganja v zvezi z naložbami z ustreznim mešanjem, razprševanjem in presojanjem bonitete finančnih partnerjev kar najbolj zmanjšajo (minimizirajo),
- da ima pri odločanju o investiranju varnost naložb prednost pred donosnostjo, ki jo obetajo,
- da s pravočasnim poravnavanjem v plačilo zapadlih obveznosti do zavarovancev in drugih upravičencev iz zavarovalnih pogodb ter drugih v plačilo zapadlih obveznosti vzdržujejo in krepijo zaupanje v okolju.

C. Informiranje

10.29. Za zavarovalnice so poleg temeljnih finančnih informacij potrebne še zlasti informacije, ki izhajajo iz analiz

- donosnosti naložb,
- stroškov naložb,
- bonitete poslovnih partnerjev v zvezi z naložbami,
- bonitete zavarovalcev, zavarovalnic, pozavarovalnic in zavarovalnih posrednikov,
- ustreznosti oblikovanih tehničnih rezervacij,
- neposrednih obratovalnih stroškov po skupinah in vrstah zavarovanj.

Analiza bonitete zavarovalcev zajema predvsem oceno tveganj zavarovalnice v zvezi s plačilno sposobnostjo zavarovalcev pri dogovorjenih odloženih plačilih zavarovalnih premij in tveganj, povezanih s škodnim procesom in potrebo po diferenciaciji zavarovalne premije (bonus, malus).

Analiza bonitete drugih zavarovalnic se nanaša na tržni položaj in konkurenčnost ter na odločitve o sprejemanju sozavarovalnih poslov od drugih zavarovalnic.

Analiza bonitete pozavarovalnic zajema informacije zlasti o finančnem položaju in interesnih povezavah pozavarovateljev.

Pozavarovalnice analizirajo boniteto zavarovalnic, zlasti njihov finančni položaj, poslovno politiko, strukturo premoženja, sestavljenega iz vrednostnih papirjev (portfolio), škodne procese, strokovnost kadrov pa tudi njihove interesne povezave.

Analiza zavarovalnih posrednikov obsega predvsem informacije o finančnem položaju, strokovnosti kadrov, ugledu v okolju in interesnih povezavah.

Analize donosnosti naložb in stroškov naložb zavarovalnic se izvajajo

- po osnovnih oblikah zavarovanj,
- po zavarovalnih skupinah in znotraj teh še po pomembnejših zavarovalnih vrstah ter posebej
- za naložbe lastniškega kapitala.

11. POSLOVNOFINANČNA NAČELA V INVESTICIJSKIH SKLADIH

A. Odločanje

11.1. To poglavje se nanaša na investicijske sklade kot eno izmed oblik finančnih organizacij. V njem pa niso obravnavane druge finančne organizacije in drugi skladi, ki so obravnavani v preostalih poglavjih.

11.2. Investicijski sklad je finančni posrednik, ki se lahko oblikuje kot vzajemni sklad ali ustanovi kot investicijska družba.

Vzajemni sklad (odprti sklad) je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostnice (vrednostne papirje) in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti teh oseb.

Investicijska družba (zaprti sklad) je delniška družba, ki se ustanovi izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in investiranje tako zbranih sredstev v prenosljive vrednostnice (vrednostne papirje) po načelu omejitve in razpršitve tveganja.

Cilj poslovanja investicijskih skladov je zadovoljiti različne interese investitorjev, ki jih običajno ni moč zadovoljiti s posamičnim investiranjem. Največja prednost investiranja v investicijske sklade je razpršitev tveganja.

11.3. Investicijske sklade upravljajo družbe za upravljanje, ki so organizirane kot delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo in katerih glavna in edina naloga je upravljanje premoženja skladov. Ena sama družba za upravljanje lahko upravlja več skladov.

11.4. Najpomembnejše značilnosti vzajemnih skladov so, da običajno niso organizirani ne kot delniške družbe in ne kot pravne osebe. Njihov kapital ni razdeljen na delnice ali deleže, temveč na certifikate oziroma investicijske kupone.

Investitor lahko dnevno kupuje ali prodaja certifikate oziroma investicijske kupone neposredno od sklada ali skladu, zato se kapital sklada dnevno spreminja (pri prodaji investicijskih kuponov se povečuje, pri njihovi vnovčitvi se zmanjšuje). Zaradi specifičnega načina trgovanja z investicijskimi kuponi je treba dnevno določati ceno posameznega investicijskega kupona. Osnova za to določanje je dnevna vrednost premoženja sklada, ki je določljiva s tržno vrednostjo vseh vrednostnic (vrednostnih papirjev), v katere je investicijski sklad investiral. Tako določena cena investicijskih kuponov se dnevno objavlja v časopisih oziroma investicijski kuponi dnevno kotirajo na organiziranem trgu.

Investicijski kuponi se načeloma lahko prodajajo

- brez provizije, ko sklad prodaja investicijske kupone neposredno investitorjem brez posrednikov,
- s provizijo, ko sklad prodaja investicijske kupone s posredovanjem borznega posrednika (brokerja), ki za svoje delo zaračunava provizijo.

11.5. Ker so vzajemni skladi odprte finančne inštitucije in se njihovi investicijski kuponi lahko dnevno kupujejo in prodajajo, morajo nenehno zagotavljati njihovo vnovčljivost; praviloma jo zagotavljajo s pasivnim upravljanjem, kar povzroča njihovo razmeroma majhno donosnost ob majhnem tveganju.

11.6. Najpomembnejša značilnost investicijskih družb je, da se ti skladi oblikujejo, ustanovijo in poslujejo kot delniške družbe z izdajo navadnih delnic. Njihova značilnost je še, da lahko investitor delnice sklada kupi le ob ustanovitvi sklada (delniške družbe). Nadaljnje trgovanje s temi delnicami poteka na sekundarnem trgu vrednostnic (vrednostnih papirjev), ko je mogoče delnice kupiti le od investitorja, ki jih želi prodati. Značilnosti trgovanja s temi delnicami so popolnoma enake značilnostim trgovanja z delnicami katerekoli delniške družbe. Cena, po kateri se delnice prodajajo ali kupujejo, se določi na trgu vrednostnic (vrednostnih papirjev) na borzi. Le redko je dopuščeno trgovanje z njimi na prostem trgu (trgu OTC).

11.7. Ker so investicijske družbe zaprte finančne inštitucije in se z njihovimi delnicami praviloma trguje na trgu vrednostnic (vrednostnih papirjev), pri njih ni poudarjena zahteva po visoki stopnji plačilne sposobnosti. Zato lahko sredstva dolgoročneje investirajo, upravljanje pa je aktivno; to pa vpliva tudi na ceno delnic investicijskih družb oziroma na njihovo donosnost.

11.8. Z odločanjem o nakupu in ali prodaji vrednostnic (vrednostnih papirjev) razumemo vse operacije v zvezi z vrednostnicami (vrednostnimi papirji). Ločimo

- fizično ravnanje z vrednostnicami (vrednostnimi papirji), kar pomeni fizični prenos, hranjenje in servisiranje vrednostnic (vrednostnih papirjev);
- odločanje o investiranju, kar pomeni investiranje v različne vrednostnice (vrednostne papirje) in njihovo fizično upravljanje s ciljem dosežati čim večji donos ob čim manjšem tveganju.

Načela investiranja

11.9. Za tiste, ki investirajo v investicijske sklade, je najpomembnejša naložbena usmeritev teh skladov. Možnih je več ciljev, h katerim posamezni skladi težijo. Svojo naložbeno usmeritev določijo glede na pričakovanja posameznih investitorjev, ki pa so zelo različna. Zato se pojavljajo v več oblikah. Najpomembnejše so

- **skladi kapitalskih dobičkov**, katerih poglobitni cilj je doseganje kapitalskih dobičkov (donosnost kapitala, torej rast cen vrednostnic /vrednostnih papirjev/), zato so to praviloma tudi zelo tvegani skladi, ki investirajo v tvegane vrednostnice (vrednostne papirje);
- **skladi vnovčenih dobičkov**, katerih poglobitni cilj je doseganje čim večjih vnovčenih - izplačanih dobičkov. Zato ti skladi praviloma investirajo v zelo tvegane vrednostnice (vrednostne papirje), ki pa so prav zaradi svoje tveganosti običajno zelo donosne (donosni);
- **skladi kapitalskih in vnovčenih dobičkov**, katerih poglobitni cilj je doseganje čim večjih kapitalskih dobičkov, hkrati pa se lahko pričakujejo tudi dejanska izplačila dividend in obresti. Tveganost pri teh skladih ni tako velika, saj dajejo prednost nakupu navadnih delnic;
- **skladi vnovčenih in kapitalskih dobičkov**, katerih poglobitni cilj je najprej tekoči pritek iz dividend in obresti in šele nato kapitalaska donosnost;
- **skladi ravnotežja**, katerih poglobitni cilj so tako vnovčeni dobički kot tudi kapitalski donos ter hkrati stabilnost naložbe;
- **skladi obveznic**, ki investirajo le v obveznice, ki so običajno manj tvegane od delnic.

Poleg naštetih poznamo še druge oblike skladov:

- sklade kratkoročnih vrednostnic (kratkoročnih vrednostnih papirjev),
- specializirane sklade, ki investirajo v izbrane gospodarske panoge,
- sklade nepremičnin, ki investirajo v nepremičnine.

Naložbena usmeritev skladov je lahko usmerjena še na posamezna območja, v posamezne gospodarske panoge, posamezne vrste naložb, različne kombinacije naložb v vrednostnice (vrednostne papirje) in nepremičnine in podobno.

11.10. Nameravana naložbena usmeritev skladov mora biti jasno in nedvoumno opredeljena že v ustanovitvenem prospektu, ko skladi predstavijo svoje nameravano poslovanje možnim investitorjem. Z zakonskimi ali drugimi predpisi je lahko določeno, kakšna mora biti razpršenost naložb sklada.

11.11. Temeljni cilj naložbene usmeritve skladov je sestaviti premoženje, ki bo v največji meri omogočalo zadovoljevanje dolgoročnih ciljev glede donosnosti ob najmanjšem tveganju v skladu s sprejetimi in v prospektu določenimi cilji upravljanja premoženja investitorjev.

11.12. Investicijski skladi investirajo zlasti v

- dolgoročne vrednostnice (dolgoročne vrednostne papirje),
- kratkoročne vrednostnice (kratkoročne vrednostne papirje),
- denar,
- posojila in depozite,
- terjatve.

Investicijske družbe investirajo tudi v deleže v drugih podjetjih in v nepremičnine.

11.13. Obseg denarnih sredstev skladov je praviloma majhen in se dnevno spreminja. Največ se uporabljajo za poravnavanje obveznosti iz naslova investiranja. Skladi praviloma težijo k čistemu poravnavanju obveznosti iz kupoprodajnih razmerij vrednostnic (vrednostnih papirjev) - *net settlement*.

11.14. Skladi investirajo v kratkoročne vrednostnice (kratkoročne vrednostne papirje) predvsem zaradi zagotavljanja oziroma ohranjanja kratkoročne plačilne sposobnosti in doseganja kapitalskih dobičkov. Kratkoročne vrednostnice (kratkoročni vrednostni papirji) so vrednostnice (vrednostni papirji), ki so praviloma ob najmanjšem tveganju tudi najmanj donosne (donosni).

11.15. Skladi investirajo največji del svojega premoženja v prenosljive dolgoročne vrednostnice (prenosljive dolgoročne vrednostne papirje), je pa to odvisno od izbrane naložbene usmeritve. Dolgoročne vrednostnice (dolgoročni vrednostni papirji) zapadejo v plačilo v obdobju, daljšem od leta dni, ter so lastniške in dolžniške (lastniški in dolžniški).

11.16. Skladi investirajo v dolgoročno in kratkoročno dana posojila in depozite pri bankah in drugih finančnih organizacijah predvsem, kadar

- pričakujejo ob manjšem tveganju večjo donosnost kot pri investiranju v vrednostnice (vrednostne papirje),
- želijo zagotoviti oziroma ohraniti načrtovano likvidnost,
- želijo doseči pričakovano razpršenost naložb.

S predpisi so lahko podrobneje določena pravila dajanja posojil.

11.17. Terjatve skladov vključujejo le terjatve, povezane s poslovanjem sklada, in so vse praviloma kratkoročne.

11.18. Skladi upoštevajo pri odločanju o investiranju predvsem

-
- donosnost naložbe,
 - tveganost naložbe,
 - razpršenost naložb,
 - likvidnost vrednostnice (vrednostnega papirja) in
 - amortizirljivost premičnin in nepremičnin.

Odnos med tveganostjo in donosnostjo je praviloma premo sorazmeren (večja tveganost - večja donosnost).

11.19. Proces investiranja skladov je sestavljen iz dveh temeljnih odločitev, ki jih morajo skladi sprejeti: iz alokacije premoženja in izbire posameznih naložb. Alokacija premoženja je odločitev o investiranju premoženja sklada v različne naložbene skupine (na primer delnice in obveznice), njihovo strukturo pa investitor določi z izbiro posamezne naložbe.

Temeljni strategiji investiranja - upravljanja naložb - sta aktivna in pasivna strategija. Skladi se načelno lahko odločijo za uporabo aktivne ali pasivne strategije pri sprejemanju obeh temeljnih odločitev investicijskega procesa; lahko pa se odločijo za uporabo sestavljene strategije: v enem delu investicijskega procesa uporabljajo aktivno, v drugem pa pasivno strategijo. Izbira strategije je odvisna predvsem od pogleda sklada na učinkovitost trga vrednostnic (vrednostnih papirjev).

11.20. Vzajemni skladi se največkrat načeloma odločajo za pasivno strategijo investiranja in jo le redko kombinirajo z aktivno.

Pasivna strategija temelji na domnevi učinkovitega delovanja trga vrednostnic (vrednostnih papirjev), torej na domnevi, da tržne cene kažejo najboljše ocene vrednosti in da zaradi učinkovitosti trga ni mogoče trajno dosegati izjemne donosnosti. Pri pasivnem investiranju je zato cilj investitorjev predvsem sestaviti premoženje, ki najbolj ustreza pričakovani donosnosti in tveganju, ki ga neposredno določa trg. Ker to investiranje omogoča učinkovito razpršitev premoženja z majhnimi transakcijskimi stroški, je zaradi zahtevane stalne plačilne sposobnosti ta strategija primerna za vzajemne sklade.

11.21. Investicijske družbe se praviloma odločajo za aktivno strategijo investiranja ali pa aktivno strategijo kombinirajo s pasivno.

Aktivna strategija temelji na domnevi neučinkovitega odzivanja trga kapitala na informacije o naložbah, torej na domnevi, da tržne cene ne kažejo dobrih ocen vrednosti naložb. Z aktivno strategijo želijo investitorji doseči kar največjo donosnost naložb z načrtnim analiziranjem in iskanjem na trgu "napačno" vrednotenih naložb. Čim večja je razlika med vrednostjo naložbe, ki jo priznava trg vrednostnic (vrednostnih papirjev) in njeno pravo vrednostjo, večje so možnosti za aktivno upravljanje.

Načela financiranja

11.22. Skladi se praviloma financirajo z lastniškim kapitalom. Financiranje z zadolževanjem praviloma uporabljajo le, kadar nimajo dovolj lastniškega kapitala in s takim financiranjem zagotavljajo razpršenost naložb ob pričakovani donosnosti oziroma vzdržujejo kratkoročno ali dolgoročno plačilno sposobnost.

V vzajemnih skladih je najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na obseg financiranja, vplačevanje in izplačevanje investicijskih kuponov.

11.23. Najpomembnejši viri financiranja so

- lastniški kapital,
- čisti nerealizirani kapitalski dobički,
- rezervacije,
- obveznosti.

11.24. Pri investicijskih družbah predstavlja lastniški kapital obveznost do lastnikov, ki je izražena v delnicah in zapade v izplačilo ob prenehanju kot obveznost, ki se zadnja izplača. Zato štejemo v investicijskih družbah financiranje z lastniškim kapitalom za dolgoročno financiranje. Večji lastniški kapital zagotavlja na eni strani večjo varnost za investitorje in lažje izvajanje načrtane naložbene usmeritve, na drugi strani pa zmanjšuje donosnost sklada, če ta uporablja tudi druge načine financiranja.

11.25. Pri vzajemnih skladih predstavlja lastniški kapital obveznost do lastnikov, ki je izražena v kuponih enot premoženja in se izplača v vsakem trenutku na zahtevo imetnika kupona. Zato financiranja z lastniškim kapitalom ne moremo šteti za izključno dolgoročno financiranje, tako kot pri investicijskih družbah. Velikost in/ali število enot premoženja neposredno ne vpliva na donosnost sklada, praviloma pa večanje enot premoženja in/ali večanje njihovega števila krepi zaupanje investitorjev v sklad ter omogoča družbi za upravljanje lažje izvajanje načrtovane naložbene usmeritve.

11.26. Nerealizirani kapitali dobički so poleg lastniškega kapitala najpomembnejši vir financiranja naložb. Predstavljajo pozitivno razliko med vsemi nerealiziranimi kapitali dobički in vsemi nerealiziranimi kapitali izgubami vseh dolgoročnih in kratkoročnih naložb investicijskega sklada. So možni lastniški kapital, ki pa še ni realiziran na trgu. Realno povečevanje čistih nerealiziranih kapitali dobičkov pomeni spreminjanje strukture financiranja, ki kaže tržne razmere na kapitalnem trgu. Čisti kapitali dobički se lahko povečujejo ali zmanjšujejo zaradi

- povečevanja nerealiziranih kapitali dobičkov kot posledice investiranja v vrednostnice (vrednostne papirje), katerih tržna cena se povečuje,
- povečevanja nerealiziranih kapitali izgub kot posledice investiranja v vrednostnice (vrednostne papirje), katerih tržna cena se zmanjšuje,
- zmanjševanja nerealiziranih kapitali dobičkov kot posledice investiranja v vrednostnice (vrednostne papirje), katerih tržna cena se zmanjšuje, oziroma dezinvestiranja po manjši ceni,
- zmanjševanja nerealiziranih kapitali izgub kot posledice dezinvestiranja v vrednostnice (vrednostne papirje), katerih tržna cena se povečuje, oziroma dezinvestiranja po večji ceni.

11.27. Čisti kapitali dobički financirajo povečanja vrednosti dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb, zato za financiranje povečanj vrednosti dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb ne potrebujemo povečanja lastniškega kapitala in ali povečanja zadolževanja.

11.28. Rezervacije skladi praviloma le redko oblikujejo v skladu s predpisi Agencije za trg vrednostnih papirjev in so praviloma oblikovane za pokrivanje kapitali izgub. Oblikovanje rezervacij v vzajemnih skladih mora biti natančno določeno v pravilih teh skladov, saj neposredno vpliva na izračun vrednosti enote premoženja.

Rezervacije so eden od virov financiranja naložb skladov, ki ga po vsebini lahko pogojno obravnavamo kot možni lastniški kapital, namenjene pa so financiranju tveganih naložb skladov.

11.29. Obveznosti skladov so praviloma kratkoročne obveznosti, povezane s poslovanjem skladov, kot so obveznosti iz nakupa vrednostnic (vrednostnih papirjev), obveznosti do družbe za upravljanje in druge obveznosti, ter dolgoročne obveznosti iz najetih posojil. Skladi se lahko zadolžujejo v skladu s sprejeto, vnaprej znano politiko financiranja; zato morata biti način in obseg zadolževanja natančno določena v njihovih pravilih.

11.30. Povečevanje kratkoročnih obveznosti skladov je največkrat povezano s povečevanjem investiranja, zato se v teh primerih praviloma poveča potreba po likvidnih sredstvih, ki jih

skladi zagotovijo z dezinvestiranjem ali pridobitvijo drugih virov financiranja. S kratkoročnimi obveznostmi se torej običajno kratkoročno financira nakup novih vrednostnic (vrednostnih papirjev); lahko pa povečanje kratkoročnih obveznosti predstavlja prilagoditev oziroma spremembo strukture naložb.

11.31. Povečevanje kratkoročnih obveznosti do družbe za upravljanje pomeni, da ta družba začasno financira sklad. Zaradi enakomerne obremenitve poslovnega izida v zvezi s stroški provizije družbe za upravljanje je treba obveznosti iz tega naslova časovno enakomerno razmejevati, zato je tudi financiranje s temi kratkoročnimi obveznostmi namenjeno pokrivanju stroškov.

Zmanjševanje kratkoročnih obveznosti je lahko posledica dezinvestiranja ali definciranja, običajno pa je njihova poravnava.

11.32. Skladi praviloma z dolgoročnimi posojili financirajo naložbe v dolgoročne vrednostnice (dolgoročne vrednostne papirje), ki jih nameravajo dalj časa zadržati. Pozitivna razlika med donosi iz dolgoročnega investiranja na osnovi dolgoročnega zadolževanja in stroški dolgoročnega financiranja s posojili je dobiček. Nasprotno pa negativna razlika zmanjšuje dobiček oziroma povečuje izgubo. Oboje je načeloma povezano z večjim ali manjšim tveganjem sklada - pozitivna razlika pomeni večje tveganje in večji dobiček ter nasprotno.

Načela plačilne sposobnosti

11.33. Zahteva po stalni plačilni sposobnosti je ena temeljnih zahtev delovanja skladov. V vzajemnih skladih je ta zahteva ključna, saj morajo biti v vsakem trenutku sposobni izplačevati kupone. Kratkoročno plačilno sposobnost skladi zagotavljajo z denarnimi sredstvi, s prodajo vrednostnic (vrednostnih papirjev) ali z najemanjem posojil. Tudi za sklade velja temeljno načelo dolgoročne plačilne sposobnosti, čeprav je ta zahteva pomembnejša pri investicijskih družbah kot pri vzajemnih skladih.

Skladi lahko veliko prispevajo k doseganju najugodnejše plačilne sposobnosti (optimiranju te sposobnosti) z ustreznim predvidevanjem razmer na trgih in načrtovanjem denarnih tokov.

Načela upravljanja

11.34. Sklade upravljajo družbe za upravljanje. To so praviloma delniške družbe, lahko pa tudi družbe z omejeno odgovornostjo, ki pa ne smejo opravljati drugih poslov, kot je upravljanje skladov.

11.35. Družbe za upravljanje se financirajo s provizijo, ki jo zaračunavajo skladom. Ena sama družba za upravljanje lahko upravlja več skladov. Z zakoni je običajno tudi določeno, kakšen mora biti kapital družb in kakšne so omejitve naložb teh družb; običajno pa so določeni tudi roki in način izdelave ter javne objave računovodskih izkazov.

Načela organiziranosti finančne funkcije

11.36. Posebnosti poslovanja skladov se kažejo tudi v organiziranosti finančne funkcije, ki je najpomembnejša funkcija. V nekaterih skladih poteka v več oddelkih. Običajno je najpomembnejši finančnoanalitski oddelek, ki se ukvarja z analiziranjem in načrtovanjem uresničevanja naložbene usmeritve sklada.

V vzajemnih skladih je izredno pomemben tisti del finančne funkcije, ki se ukvarja tako s priskrbo kot tudi z investiranjem finančnih sredstev. Njegova temeljna naloga je zagotavljanje in ohranjanje plačilne sposobnosti sklada.

11.37. Finančnoanalitski oddelek predvsem analizira možnosti investiranja sredstev v različne finančne naložbe, analizira in predvideva donosnost in tveganost finančnih naložb, ocenjuje in

predvideva tveganja in razmere na trgu vrednostnic (vrednostnih papirjev), denarnem in drugih trgih.

11.38. Za vsa tista podjetja, pri katerih upravljanju bo sklad aktivno sodeloval, je treba pripraviti posebne analize poslovanja podjetja in izdelati strategijo upravljanja. V ta namen je treba izdelati mehanizme aktivnega upravljanja, na primer sodelovanje z nadzornim svetom, upravo, vpliv na sprejemanje odločitev in podobno.

B. Informiranje

11.39. Poleg temeljnih informacij, ki so opredeljene v načelih za poslovanje drugih podjetij, so za sklade pomembne še zlasti informacije, ki izhajajo iz

- analiz donosnosti naložb
- analiz likvidnosti naložb (predvsem v vzajemnih skladih),
- temeljnih analiz izdajateljev vrednostnic (vrednostnih papirjev),
- analiz gibanj oziroma sprememb na kapitalskem, denarnem in drugih trgih,
- analiz splošnih gospodarskih gibanj doma in v svetu.

11.40. Za sklade so zlasti pomembni analize in ocene izdajateljev vrednostnic (vrednostnih papirjev) ter predvideno gibanje njihove tržne cene. Zato so v tem okviru pomembne zlasti informacije, ki dodatno pojasnjujejo preteklo, sedanjo in prihodnjo donosnost in tveganost, položaj izdajatelja ter položaj vrednostnice (vrednostnega papirja) na trgu (temeljna analiza), in sicer

- politični položaj,
- položaj oziroma stabilnost gospodarstva, skupine in podskupine dejavnosti,
- tržni položaj in konkurenčnost,
- finančni položaj,
- spremembe zakonodaje,
- razvoj tehnike in tehnologije,
- razvojne vizije in možnosti,
- kadrovski položaj,
- položaj glede na varstvo okolja,
- poslovna združevanja.

11.41. Temeljne analize torej ne zajemajo le podatkov o finančnem stanju in poslovnem izidu izdajateljev vrednostnic (vrednostnih papirjev), temveč tudi analizo razvojnih možnosti izdajatelja, analizo okolja (s poudarkom na ekologiji) v katerem deluje, analiziranje posloводства, oceno kadrovskega potenciala in druge informacije, potrebne za pridobitev zadostnih spoznanj in drugih podatkov za ugotovitev "notranje" vrednosti delnice.

11.42. Analiza gibanja trga naložb in analiza obnašanja investitorjev (tehnična analiza) poskušata poiskati zakonitosti in najti tiste kazalce, na podlagi katerih lahko predvidemo prihodnje gibanje cen naložb. Tehnična analiza temelji predvsem na matematičnih in statističnih modelih spremljanja in analiziranja gibanja cen delnic ter poskuša na osnovi analiz pričakovane obnašanja različnih skupin investitorjev ugotoviti gibanje cen v prihodnosti.

11.43. Skladi svoje delničarje in imetnike investicijskih kuponov sproti, pravočasno in popolno informirajo o poslovanju, finančnem položaju in plačilni sposobnosti, poslovnem

izidu ter drugih pomembnih informacijah v zvezi s poslovanjem. Vse te informacije se praviloma objavljajo v sredstvih javnega obveščanja.

C. Izvajanje

11.44. Ker gre pri skladih običajno za veliko število delničarjev oziroma lastnikov investicijskih kuponov, katerih delnice oziroma kuponi se pri izdaji javno ponujajo oziroma prodajajo, mora biti delovanje skladov javno. Temu cilju mora biti podrejeno izvajanje vseh nalog skladov.

11.45. Posebnosti organiziranja in delovanja skladov imajo tudi nekatere posledice na izvajanje njihovih nalog. Najmočnejše vpliva na izvajanje poudarjeno načelo zaupanja v poslovanje skladov in javnost delovanja, ki se kaže zlasti v teh smereh:

- poslovanje v skladu z vnaprej postavljenimi pravili sklada,
- razkritje vseh pomembnih zadev v zvezi s poslovanjem,
- zaupanje v poslovodstvo, predvsem v njegovo strokovnost in moralno neoporečnost.

11.46. Razpršitev tveganja je temeljni izvjalni vidik delovanja skladov, ki se ne kaže le v razpršitvi investiranja, temveč običajno tudi v zmanjševanju vseh drugih tveganj, povezanih s poslovanji skladov. Nekateri skladi pa v skladu s sprejeto razvojno usmeritvijo tvegano investirajo. Pri tem upoštevajo predvsem tržna in finančna tveganja. Ne glede na tveganje, ki so mu skladi stalno izpostavljeni, pa je zelo pomembno, da spoštujejo vnaprej določena in sprejeta pravila, ki morajo biti dostopna javnosti.

11.47. Družba za upravljanje v imenu in za račun lastnikov upravlja veliko premoženje, zato je izredno pomembno, da zaposluje visoko usposobljene strokovnjake, ki se nenehno izpopolnjujejo in ki izpolnjujejo moralno-etične norme in zahteve, opredeljene v kodeksu poklicne etike. Poslovodstvo mora nenehno skrbeti za svoj ugled in neoporečnost ter ju ohranjati, vsako oddaljevanje od postavljenih zahtev pa zahteva njegovo zamenjavo.

12. POSLOVNOFINANČNA NAČELA PRI PREVZEMU, ZDRUŽITVI IN RAZDRUŽITVI PODJETIJ

A. Splošno

12.1. Prevzem podjetja pomeni nakup takšnega deleža delnic izbranega podjetja, da lahko prevzemnik prek skupščine delničarjev preglasuje preostale delničarje in pomembno vpliva na odločitve glede vodenja podjetja (nadzorni delež) ter lahko, ni pa nujno, prevzeto podjetje pripoji prevzemnemu podjetju ali podjetju v lasti prevzemnika.

12.2. Združitev dveh ali več podjetij pomeni,

- da se prenesejo sredstva in obveznosti do virov sredstev enega ali več podjetij (prevzetih ali ciljnih podjetij) na drugo (prevzemno podjetje) (pripojitev), ali
- da se ustanovi novo podjetje, na katero se prenesejo sredstva in obveznosti do virov sredstev podjetij, ki se spajajo (spojitev).

12.3. V povezavi z združitvijo podjetij ločimo dve glavni obliki: razdelitev podjetja in odtujitev dela podjetja. Pri razdelitvi podjetja nastane nova pravna oseba. Njene delnice se razdelijo po načelu sorazmernosti delničarjem prvotnega podjetja. Torej imajo delničarji enak lastniški delež v novem podjetju kot v prvotnem podjetju. Nadzor nad obema podjetjema pa ni več povezan. Pri odtujitvi gre za prodajo dela podjetja (npr. obrata, hčerinskega podjetja, proizvodne linije in podobnega) kupcu, ki je pripravljen plačati ustrezno ceno. V podjetje torej priteče denar.

12.4. Združitve so predvsem prijazne (*friendly*), z enim samim ponudnikom za združitev. Ponudnik je običajno zrelo podjetje, ki razpolaga s presežnimi denarnimi sredstvi in išče ugodno priložnost za njihovo vlaganje.

12.5. Prevzemi so lahko prijazni (*friendly*) ali sovražni (*hostile*). Najpomembnejša razlika med obojimi je, da pri sovražnih prevzemih vodstva ciljnih podjetij (podjetij, ki naj bi bila predmeti prevzemov) običajno nasprotujejo prevzemom.

12.6. Sovražni prevzemi so pogostejši, kadar so deleži lastništva vodilnih delavcev ciljnih podjetij majhni, kadar so kazalniki poslovanja ciljnih podjetij pod industrijskim povprečjem in je tržna cena njihovih vrednostnic (vrednostnih papirjev) bistveno manjša od nadomestitvene vrednosti njihovih sredstev, zmanjšane za obveznosti.

12.7. Prijazni prevzemi so pogostejši, kadar so deleži lastništva vodilnih delavcev ciljnih podjetij sorazmerno veliki, kadar kazalniki poslovanja (poslovne zmogljivosti) ciljnih podjetij presegajo industrijsko povprečje in je tržna cena njihovih vrednostnic (vrednostnih papirjev) večja od nadomestitvene vrednosti njihovih sredstev, zmanjšane za obveznosti.

12.8. Najpogostejše značilnosti združitvev in prevzemov prikazuje tabela 12.1. na naslednji strani.

12.9. Prevzemi so lahko ofenzivni ali defenzivni. Če so prevzemi najboljši način med danimi izbirnimi možnostmi za izvedbo strategije podjetja, so to ofenzivni prevzemi. Defenzivni prevzemi pa so posledica nesposobnosti vodstva podjetja, da bi poiskalo ugodne notranje naložbene priložnosti, ali pa odziv na nevarnost, da bo podjetje samo postalo cilj prevzema.

Defenzivni prevzemi ostajajo pogosto brez natančno opredeljenega cilja in so bolj ali manj oportunistični.

12.10. Prevzem drugega podjetja je smiseln, če zahteva manj stroškov kot lastni razvoj podjetja. Učinkovit prevzem mora izpolnjevati dva pogoja:

- cena, ki jo plača podjetje ob prevzemu drugega podjetja, mora biti manjša od stroškov nadaljnega lastnega razvoja,
- predvidene koristi morajo kazati zastavljeno poslovno strategijo. Ta ima enega od teh ciljev:
 - razviti niz medsebojno povezanih podjetij, kar zagotavlja stabilnost prevzemnega podjetja,
 - oblikovati niz tesno povezanih poslovnih dejavnosti, ki razvijajo skupni “know-how” in tehnologijo, ki ustreza poslovanju prevzemnega podjetja,
 - razviti konkurenčno tržno strategijo in si s tem zagotoviti svoj krog kupcev,
 - zagotoviti stabilnost premoženja (portfelja) prevzemnega podjetja.

Tabela 12.1 : Najpogostejše značilnosti združitvev in prevzemov

Združitve	Prevzemi	
Prijazne, pogodbene	Prijazni	Sovražni
1. Brez nasprotij	1. Brez nasprotij	1. Nasprotja
2. Združitev delniškega kapitala, redkeje plačilo v denarju	2. Plačilo v delnicah ali denarju	2. Plačilo v denarju
3. En sam ponudnik	3. Največkrat en sam ponudnik	3. Eden ali več ponudnikov
4. Združitev je pričakovana	4. Prevzem je pričakovan do	4. Pogosto preseneče-

vana	določene mere	nje
Izkustvene značilnosti, ki niso vedno navzoče		
5. Pomemben delež lastništva vodilnih delavcev	5. Pomemben delež lastništva vodilnih delavcev	5. Majhen delež lastništva vodilnih delavcev
6. Ponudnik razpolaga s presežnim denarjem in išče ugodno priložnost za naložbo	6. Ciljno podjetje je po zmogljivostih nad industrijskim povprečjem	6. Ciljno podjetje je po zmogljivostih pod industrijskim povprečjem
	7. Ciljno podjetje je v panogi z visoko stopnjo rasti	7. Ciljno podjetje je v zreli industrijski panogi
	8. Ponudnik je največkrat drugo podjetje, ki išče nove ugodne priložnosti za naložbe	8. Ponudnik je največkrat konkurenčno podjetje

12.11. Prevzeme lahko razdelimo v dve glavni skupini:

- prevzemi, pomembni za dolgoročni razvoj podjetja (odslej razvojni prevzemi, v literaturi tudi strateški prevzemi):
 - vodoravni prevzemi,
 - navpični prevzemi,
 - koncentrični prevzemi,
- finančni prevzemi.

12.12. O vodoravnem prevzemu govorimo, kadar eno podjetje prevzame drugo v isti industrijski proizvodnji. Glavni pričakovani koristi tovrstnih prevzemov sta gospodarnost obsega v proizvodnji in prodaji ter povečanje tržne moči zaradi večje koncentracije.

12.13. Pri navpičnem prevzemu sta prevzemno in ciljno podjetje običajno v tesnem kupoprodajnem razmerju. Prevzemno podjetje je bodisi dobavitelj bodisi odjemalec ciljnega podjetja. Do navpičnega prevzema pride običajno takrat, kadar je trg proizvoda ciljnega podjetja zaradi omejenih surovinskih virov, zaradi občutljivosti proizvoda ali zaradi nadzora nad proizvodnjo nepopoln.

12.14. Pri koncentričnem prevzemu uporabljata prevzemno in ciljno podjetje enako bazno tehnologijo in proizvodjalne procese ali pa nastopata na enakih trgih. Ciljno podjetje predstavlja razširitev proizvodjalnih linij, trga ali tehnologije prevzemnega podjetja.

12.15. Pri finančnem prevzemu je temeljna korist to, da ciljno podjetje zagotavlja vsesplošno stabilnost ali večjo donosnost premoženja (portfelja) prevzemnega podjetja. Temeljni cilj finančnega prevzema je povečanje vrednosti ciljnega podjetja, ki ostaja tudi po transakciji samostojno.

12.16. Do združitve podjetij lahko prihaja, ker so oddelki, proizvodjalne linije, hčerinska podjetja in podobno

- takšna, da zanje ni uporabna temeljna strategija podjetja,
- premajhna, da bi pritegnila pozornost in si zagotovila ustrezne vire,
- zelo uspešna, zaradi hitre rasti pa zahtevajo (glede na preostalo poslovanje podjetja) nesorazmerno veliko časa in denarja, kar lahko postane problematično, če so na voljo omejeni viri financiranja, in podobno.

12.17. Podjetja, ki se združujejo, so pomemben del trga prevzemov in združitvev.

B. Odločanje

12.18. Splošni cilj predvidenih prevzemov (združitvev, razdružitvev) je povečanje vrednosti delnice prevzemnega podjetja.

12.19. Temelj za sprejemanje odločitev o prevzemu (združitvi, razdružitvi) podjetij je strateški načrt, v katerem je trženje vključeno v finančno načrtovanje.

Strateški načrt temelji na podrobni analizi konkurenčnega okolja. Natančno mora opredeliti dejavnost podjetja v analitičnem okviru, ki količinsko opredeljuje obseg povpraševanja po proizvodih oziroma storitvah podjetja, tržni delež podjetja, sestavo proizvodnje, prodajno ceno proizvodov, celotne stroške poslovanja po posameznih vrstah in nosilcih, potrebne vire financiranja in njihove stroške pa tudi vplive davčnih predpisov.

Strateški načrt mora biti računalniško zasnovan, tako da lahko uporabnik sproti zasleduje posledice spremenjenih predvidevanj prihodnosti. Obenem mora biti razumljiv vsem zaposlenim, ki imajo možnost vpliva na sprejemanje poslovnih odločitev.

12.20. Strateški načrt je samó temelj za sprejemanje odločitev. Nikakor ne more biti niti nadomestilo za presojo vodilnih zaposlenih niti ne more biti zastavljen tako, kot da je zajel vse možne dejavnike, ki vplivajo na poslovanje, ker je to praktično nemogoče.

12.21. Drugi pomembni temelj za sprejemanje odločitev, ki v večjem delu izhaja iz strateškega načrta, je vrednost podjetja (brez prevzema, združitve ali razdružitve podjetij in z njim ali z njo), ugotovljena kot sedanja vrednost pričakovanih čistih denarnih tokov podjetja v prihodnosti. Ta kaže tudi predvidene učinke finančne sinergije, ki jo prinašajo prevzemi in združitve.

12.22. Če denarni tokovi dveh podjetij niso v popolni medsebojni korelaciji, prevzem ali združitvev zmanjšuje možnost stečaja in s tem stroškov, povezanih z njim. Ti stroški niso samo neposredni sodni in administrativni stroški, temveč tudi posredni, ki lahko nastopijo zaradi izgube tako ključnih vodilnih in preostalih zaposlenih kot tudi odjemalcev. Čim bolj torej prevzem (združitvev) zmanjšuje možnost stečaja in z njim povezanih stroškov zaradi večje stabilnosti denarnega toka, toliko koristnejši je za delničarje, upnike in družbo kot celoto.

Učinek iz prvega odstavka tega načela je mogoče izničiti s povišano stopnjo zadolženosti po opravljenem prevzemu (združitvi), ki ima za posledico drug pozitivni učinek: davčne prihranke zaradi večjih stroškov obresti in (pri normalni obrestni meri) višjo stopnjo donosa na delnice.

12.23. Za finančni prevzem je značilno, da je ciljno podjetje podcenjeno. Prevzemnik predvideva, da bo dosegel večjo donosnost svojega kapitala z razliko med nakupno, podcenjeno ceno in kasnejšo prodajno ceno.

12.24. Sinergijske učinke je mogoče predvideti tudi pri razdružitvi podjetij, če so po njej sredstva boljše ali učinkoviteje uporabljena (podjetje na primer odtuji del proizvodnje, ki ni neposredno povezan z njegovo preostalo dejavnostjo).

Metode vrednotenja

12.25. Temeljna metoda vrednotenja, na kateri temelji analiza prevzemov (združitvev, razdružitvev) podjetij, je metoda diskontiranja denarnih tokov. Čeprav vsebujejo prevzemi (združitve, razdružitve) podjetij bistveno daljši niz problemov kot nakup običajnega sredstva (na primer posamezne sestavine opreme ali nepremičnin), je ekonomska vsebina pri obeh transakcijah enaka. V obeh primerih gre za oceno sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki jih prinaša naložba.

12.26. Da bi lahko ugotovili največjo sprejemljivo ceno prevzema (združitve) /po metodi diskontiranja denarnih tokov/, je treba oceniti

-
- dodatne pričakovane denarne tokove, ki bodo posledica prevzema (združitve);
 - ustrezno diskontno stopnjo oziroma stroške kapitala, to je najnižjo (minimalno) sprejemljivo stopnjo donosa, ki jo zahteva trg za nove naložbe prevzemnega podjetja.

12.27. Dodatni pričakovani denarni tokovi, ki bodo posledica prevzema (združitve), se lahko bistveno razlikujejo od pričakovanih denarnih tokov ciljnega podjetja kot samostojnega podjetja, saj prevzemno podjetje običajno lahko doseže operativne ekonomske prednosti, ki so za samo ciljno podjetje nedosegljive. Poleg tega so posledica prevzemov (združitev) običajno tudi nove naložbene priložnosti, katerih učinek je prav tako treba upoštevati pri predvidevanju denarnih tokov.

12.28. Pri predvidevanju denarnih tokov je treba opredeliti tudi

- obdobje, za katero naj bi se načrtovali denarni tokovi,
- preostanek vrednosti naložbe v prevzem (združitev) ob koncu načrtovanega obdobja.

12.29. Predvideno obdobje, za katero naj bi se načrtovali denarni tokovi, je pri prevzemu (združitvi) tisto obdobje, v katerem pričakovana stopnja donosa na naložbo, ki jo predstavlja prevzem (združitev) podjetja, presega stroške kapitala. Če predpostavimo, da je po preteku tega obdobja donos na dodatno naložbo enak stroškom kapitala, dodatna naložba ne vpliva na vrednost podjetja. Z drugimi besedami, rast podjetja ne vpliva na njegovo vrednost, kadar podjetje vlaga sredstva v naložbe z donosnostjo, ki je enaka stroškom kapitala oziroma še sprejemljivi tvegani stopnji donosa, ki jo zahteva trg.

12.30. Preostanek vrednosti naložbe v prevzem (združitev) je najlažje oceniti s pomočjo poenostavitvene predpostavke, da je čisti denarni tok po koncu načrtovanega obdobja iz prejšnjega odstavka v celoti izplačan, oziroma, da naložba po koncu tega obdobja ne vpliva več na vrednost prevzemnega podjetja (ničelna stopnja rasti). Preostanek vrednosti je tedaj enak sedanji vrednosti enakih čistih letnih denarnih tokov (*perpetuity*), ki jih začne prinašati naložba v prevzem (združitev) leto dni po končanem načrtovanem obdobju, v katerem podjetje zaradi prevzema (združitve) doseže višje stopnje donosa.

Izjema je primer, ko prevzemno podjetje pričakuje, da bo po koncu načrtovanega obdobja donos na naložbo v prevzem (združitev) manjši od stroškov kapitala. V tem primeru je treba to upoštevati tudi pri izračunu preostanka vrednosti naložbe.

Ocena stroškov kapitala

12.31. Kadar se ocenjuje, da bo možno tveganje poslovanja prevzemnega podjetja po opravljenem prevzemu (združitvi) enako kot pred njim (njo), je ustrezna stopnja diskontiranja denarnih tokov ciljnega podjetja enaka stroškom kapitala prevzemnega podjetja. Stroški kapitala oziroma najnižja (minimalna) zahtevana stopnja donosa na novo naložbo temelji na stopnji donosa, ki jo investitorji lahko pričakujejo od investiranja v druge možne, enako tvegane naložbe.

12.32. Če se s prevzemom (združitvijo) poveča tveganje prevzemnega podjetja, je treba pri diskontiranju denarnih tokov ciljnega podjetja upoštevati tveganje poslovanja ciljnega podjetja, ki povzroči tudi povišanje zahtevane stopnje donosa in s tem stroškov kapitala prevzemnega podjetja po opravljenem prevzemu (združitvi).

12.33. Pri prevzemu (združitvi) so najpomembnejši viri tveganja

- časovna opredelitev izvedbe transakcije,
- zahtevana stopnja organizacijskih sprememb,
- skladnost dolgoročnih ciljev.

12.34. Čim dlje traja, da pride do prevzema (združitve), tem večje je tveganje, da se bo spremenilo okolje oziroma da se bodo konkurenčna podjetja okrepila. Tveganje se povečuje s

številom dejavnosti, ki so predmeti prevzema (združitve), s stopnjo težav, s katerimi se te dejavnosti soočajo, in s pomembnostjo teh dejavnosti za podjetje kot celoto.

12.35. Pri prevzemih (združitvah) vpliva na tveganje tudi obseg sprememb, ki so potrebne pri prevzemnih in ciljnih podjetjih. Izbira lastne rasti je običajno manj tvegana od prevzema (združitve) v primerih, ko obstajajo občutne razlike v vodenju, odnosu do zaposlenih in drugih kulturnih dejavnikov med prevzemnim in ciljnim podjetjem.

12.36. Dodatno tveganje se pojavi, kadar so si dolgoročni cilji podjetij nasprotni, in ne komplementarni.

12.37. Analiza tveganja vpliva na končno odločitev o prevzemu (združitvi) in pomaga pri oblikovanju cene, ki jo je prevzemno podjetje pripravljeno plačati za ciljno podjetje.

12.38. Ne glede na teoretična izhodišča zahteva končno oblikovanje cene pri prevzemu (združitvi) poglobljeno analizo dejavnikov, ki v vsakem posameznem primeru vplivajo na njeno velikost. Ti dejavniki so

- gibanje na trgu prevzemov in združitev podjetij, ki vpliva na cenovne težnje,
- dosegljivi viri financiranja in druge možne tržne naložbe v lastniške vrednostnice (lastniške vrednostne papirje),
- upoštevanje splošnih in specifičnih razmer pri oblikovanju cen v preteklosti,
- cilji, motivi in interesi konkurenčnih kupcev,
- položaj delničarjev ciljnega podjetja.
- način financiranja prevzema (združitve),
- vpliv davčnih predpisov.

12.39. Finančno vodstvo podjetja odgovarja za oblikovanje strateških finančnih načrtov, ki so tehnično ustrezni in uporabni. Ta cilj lahko doseže z zmanjšanjem števila finančnih spremenljivk ter s povečanjem števila strateških in operativnih spremenljivk za uporabnika. Pri tem je vedno nevarno, da bodo ti modeli preveč poenostavili finančno razsežnost analize. Na drugi strani je treba upoštevati, da cilj strateškega načrta ni računovodska natančnost na ravni objavljenih računovodskih izkazov, temveč čim boljši temelj za odločanje z materialnimi posledicami.

C. Informiranje

12.40. Pri vsakem prevzemu (združitvi, razdružitvi) podjetij je treba pridobiti pravne, davčne, finančne in računovodske informacije, povezane s postopkom prevzema (združitve, razdružitve).

12.41. Za oceno možne dodatne vrednosti delnic, ki je posledica predvidene kombinacije podjetij, so pomembni trije viri informacij:

- statične vrednosti,
- dinamične vrednosti,
- stroški.

Statične vrednosti so pomembne, ker so delnice ciljnega podjetja lahko podcenjene zaradi skritih rezerv ali pomanjkljivih informacij o podjetju. Pri statični oceni so pomembni tudi davčni učinki in sprememba učinkovitosti poslovanja, ki nastane takoj po prevzemu (združitvi, razdružitvi).

Dinamične vrednosti so lahko pasivne ali aktivne (*proactive*). O pasivnih vrednostih govorimo, kadar prevzemnik napoveduje boljšo prihodnost ciljnega podjetja, kot je vsebovana v tržni ceni delnice tega podjetja. Aktivne vrednosti so posledica vseh tistih sprememb, ki naj

bi jih novo vodstvo doseglo s sinergijskimi učinki in povečanjem učinkovitosti (diskontiranih z ustrezno diskontno stopnjo).

Vsi stroški in izdatki dveh medsebojno povezanih podjetij morajo biti konsolidirani.

12.42. Ocena finančnih in poslovnih učinkov, ki jih prinaša prevzem (združitev), zahteva podrobno poznavanje poslovanja prevzemnega in ciljnega podjetja (podjetij, ki se združujeta), zlasti

- stroškov poslovanja, pri čemer je pomembnejša opredelitev stroškov po posameznih stroškovnih nosilcih kot opredelitev stroškov po njihovih vrstah;
- razlik med glavnimi stroškovnimi nosilci v prevzemnem in ciljnem podjetju (v podjetjih, ki se združujeta);
- temeljne razvojne težnje ključnih dejavnosti v obeh podjetjih.

12.43. Kupec ne more začeti ocenjevati sinergijskih učinkov združenih podjetij, dokler ni sposoben medsebojno primerjati njunih stroškov na enoto proizvoda in njunih prihodkov po posameznih dejavnostih.

12.44. Pri presojanju sinergijskih učinkov prevzema (združitve, razdružitve) so poznana tale izkustvena načela:

- preplačilo ciljnega podjetja pri prevzemu za več kot 20% zaradi pričakovanih sinergijskih učinkov nima pomena;
- najboljši in najbolj gotovi sinergijski učinki izhajajo iz stroškovnih osnov;
- nobena sinergija ni realno dosegljiva po preteku dveh let od prevzema (združitve, razdružitve);
- pričakovani sinergijski učinki morajo biti jasno opredeljeni pred prevzemom (združitvijo, razdružitvijo), razumeti pa jih morata obe prizadeti podjetji;
- ker bodo lastniki podjetja želeli videti rezultate prevzema (združitve, razdružitve), je treba najprej opredeliti tiste sinergijske učinke, ki imajo kratko obdobje vračila (*payback period*).
- običajno so najboljše sinergije povezane s stroški. Te sinergije imajo tudi najvišjo stopnjo verjetnosti, da bo do njih v resnici prišlo, če so osnove zanje uvedene pravočasno. Najučinkovitejše med njimi so tiste, ki se kažejo v razpečevanju proizvodov in storitev, v racionalizaciji prodaje in zmanjševanju upravno-administrativnih stroškov. Sinergije, ki izhajajo iz večjih prihodkov, so sicer zanimive in običajno donosne, vendar zahtevajo čas, v katerem je treba razviti temelje za njihovo uveljavljanje.

Č. Izvajanje

Analiza prevzemov, združitvev in razdružitvev podjetij

12.45. Analize prevzemov, združitvev in razdružitvev podjetij temeljijo na tehle predpostavkah:

- podjetje posluje v dinamičnem, in ne v statičnem okolju,
- združitve in razdružitve so zasnovane na strateških operativnih načrtih,
- osnova predvidenega denarnega toka je povpraševanje, in ne prilagojeni čisti dobiček.

12.46. Analiziranje prevzemov, združitvev in razdružitvev podjetij poteka na treh glavnih stopnjah. Te so

- načrtovanje,
- iskanje ugodnih naložbenih priložnosti,

-
- finančno vrednotenje.

12.47. Stopnja načrtovanja se začne s pregledom ciljev podjetja in tržnih strategij za posamezne strateško pomembne poslovne enote. Prezemno podjetje mora opredeliti možne smernice rasti podjetja, dobre in slabe strani predvidenega poslovanja ter oceniti ekonomsko, tehnološko, politično in socialno okolje podjetja. Merila za presojanje pogosto vsebujejo primerjavo z industrijskimi parametri, kot so tržna stopnja rasti, stopnja državnih predpisov, stopnja kapitalske nasproti delovni intenzivnosti in podobne.

12.48. Stopnja iskanja ugodnih naložbenih priložnosti je sistematičen način obravnavanja različnih možnosti prevzema (združitve). V prvem delu je osredotočena na vprašanje, kako in kje iskati možna ciljna podjetja, v drugem pa na izbiro nekaj najugodnejših priložnosti v skladu s cilji in merili, razvitimi na stopnji načrtovanja.

12.49. Stopnja finančnega vrednotenja bi morala odgovoriti na tale vprašanja:

- Katera je največja cena, ki naj bi jo prezemno podjetje plačalo za ciljno podjetje?
- Katera so glavna področja tveganja?
- Kakšni so vplivi prevzema (združitve, razdružitve) na prihodke in odhodke, denarne tokove in bilanco stanja?
- Kakšen način financiranja prevzema (združitve) je najboljši?

12.50. Stopnja finančnega vrednotenja vsebuje tako vrednotenje prevzemnega podjetja kot tudi vrednotenje kandidatov za prevzem (združitev). Obseg in podrobnosti vrednotenja prevzemnega podjetja se od podjetja do podjetja razlikujejo glede na potrebe posameznega podjetja in vrsto prevzema (združitve).

12.51. Glavni vprašanja pri vrednotenju prevzemnega podjetja sta,

- koliko je podjetje vredno, pri čemer gre za oceno najverjetnejše vrednosti, ki temelji na oceni ciljev, strategij in operativnih načrtov podjetja, in
- kako vpliva na vrednost podjetja vsak izmed izbranih "scenarijev", pri čemer gre za oceno skupnega učinka predvidene kombinacije proizvodjalno-tržnih strategij in vplivov okolja.

12.52. S stališča delničarjev je pozitivna osnova za sprejem odločitve o prevzemu (združitvi) ocenjena vrednost, ki zagotavlja možne dobičke (zmanjšanje izgube) obema podjetjema.

12.53. Kakovostna analiza prevzema (združitve) zahteva torej vrednotenje obeh podjetij. Oblikovanje prodajne cene pri prevzemu (združitvi) s pomočjo tržne cene delnic lahko vodi do napačnih odločitev, še posebej če so plačilno sredstvo delnice prevzemnega podjetja.

Če so delnice prevzemnega podjetja na trgu podcenjene, bo pri določanju prodajne cene ciljnega podjetja na osnovi tržnih razmer prezemno podjetje plačalo preveliko ceno v obliki delnic in s tem zmanjšalo pričakovani donos naložbe in nasprotno.

Oblike plačila pri prevzemih (združitvah)

12.54. Oblike plačila pri prevzemih (združitvah) podjetij so lahko zelo pestre in segajo od denarnih plačil in zamenjave lastniškega kapitala za dolg pri ciljnem podjetju do prevzemov (združitev) s kombinacijo različnih vrednostnic (vrednostnih papirjev). Pri tem nastajajo pomembne razlike med razvojnimi in finančnimi prevzemi.

Združitve in razvojni prevzemi

Plačilo z denarjem

12.55. Plačilo z denarjem je najenostavnejša oblika plačila, pri kateri so predmet nakupa lahko sredstva ali delnice drugega podjetja. Obenem je denarna transakcija najhitreje izvedljiva, saj

ni potrebno pridobivati posebnih dovoljenj, povezanih z izdajo vrednostnic (vrednostnih papirjev). Prav tako pri tem ni zapravljena priložnost za izdajo vrednostnic (vrednostnih papirjev), saj jih je mogoče izdati potem, ko je prevzem (združitve) že zaključen(a), z namenom, da bi se zagotovil naknaden pritok denarnih sredstev, ki jih je zahtevala transakcija.

12.56. Gledano z ekonomske plati pa prednosti oziroma slabosti plačila z denarjem v primerjavi s plačilom z vrednostnicami (vrednostnimi papirji) ni mogoče na splošno razmejiti, temveč se je treba o tem odločati v vsakem posamičnem primeru. Merilo za sprejem ustrezne odločitve je vpliv posamezne oblike plačila na predvideno stopnjo donosa, ki jo bo posamezna oblika zagotovila v obdobju po opravljenem prevzemu (združitvi).

Plačilo z navadnimi delnicami

12.57. Največja privlačnost plačila z navadnimi delnicami je, da vrednostnice (vrednostni papirji) nadomestijo velik odtok denarnih sredstev oziroma bistveno povišano stopnjo zadolženosti. Oblika plačila je ugodna tako za delničarje prevzemnega podjetja kot tudi za delničarje ciljnega podjetja, zlasti če prodajalec želi ostati delničar prevzemnega podjetja, saj prevzemno podjetje zaradi opravljenega prevzema (združitve) ni niti pretirano zadolženo niti nima težav zaradi plačilne nesposobnosti.

12.58. Možna negativna posledica plačila z navadnimi delnicami je, da lahko izdaja dodatnih delnic povzroči zmanjšanje dobička na delnico prevzemnega podjetja; to se kaže v tržni ceni delnice. Če je delež na novo izdanih delnic zaradi prevzema (združitve) podjetij razmeroma velik, lahko pomeni prodaja teh delnic močan pritisk na tržno ceno delnice prevzemnega podjetja, tako da se ta zmanjša. Torej je pri plačilu z navadnimi delnicami navzoče tveganje, ki ga plačilo z denarjem ne pozna.

12.59. Pri odločanju o tem, ali uporabiti plačilo z navadnimi delnicami ali kakšno drugo obliko plačila, je treba

- oblikovati ceno delnice prevzemnega podjetja, sprejemljivo tako za prevzemno kot tudi za ciljno podjetje;
- presoditi, ali so stalni stroški, vsebovani v financiranju prevzema (združitve) s pomočjo dolga ali drugih vrednostnic (vrednostnih papirjev) tako veliki, da so navadne delnice zaželena oblika plačila.

Plačilo z dolgom ali prednostnimi delnicami

12.60. Prevzemi (združitve), ki jih je težko financirati brez izdaje dolžniških vrednostnic (dolžniških vrednostnih papirjev) oziroma prednostnih delnic, so običajno tako obsežni, da je potrebna sredstva težko pridobiti po sprejemljivi ceni oziroma da ni mogoče pridobiti zadostnih drugih oblik plačila.

12.61. Uporaba tega načina financiranja je primerna zlasti v dveh primerih, in sicer,

- če je ciljno podjetje zdravo podjetje, zaradi česar relativna velikost transakcije ne bi smela biti ovira za predstavljeni način financiranja;
- če gre za prijateljsko, pogodbeno transakcijo, zaradi česar je sestavo financiranja mogoče prilagoditi tako, da ustreza ciljem delničarjev in obeh podjetij.

12.62. Iz finančnega zornega kota je treba pretehtati zlasti tale vprašanja:

- Kakšni bi bili stroški izdaje vrednostnice (vrednostnega papirja) zaradi prevzema (združitve) v primerjavi s stroški preostalih načinov financiranja?
- Ali je možen takšen način strukturiranja plačilnega instrumenta, da bi delničarji ciljnega podjetja dosegli nekatere davčne olajšave v zameno za nižjo obrestno mero?

-
- Ali je za prevzemno podjetje glede na stroške in bilanco stanja bolje, da izda dolžniške vrednostnice (dolžniške vrednostne papirje) oziroma prednostne delnice, kot da uporabi preostale oblike plačila?

Zamenljive vrednostnice (zamenljivi vrednostni papirji)

12.63. Vrednostnice (vrednostni papirji), zamenljive(i) za navadne delnice, dajejo posebno priložnost za izdajo navadnih delnic, povezano s prevzemom (združitvijo) podjetij, ki nima takojšnjega (največkrat negativnega) vpliva na tržno ceno delnice.

Podjetje izda bodisi dolžniške vrednostnice (dolžniške vrednostne papirje) bodisi prednostne delnice z vrednostjo, ki je enaka nakupni ceni pri prevzemu (združitvi). Izdane vrednostnice (izdane vrednostne papirje) spremlja določilo, da so v določenem prihodnjem obdobju zamenljive(i) za navadne delnice po ceni, ki presega trenutno tržno ceno. Ta način financiranja omogoča prevzemnemu podjetju, da izda manj navadnih delnic (ali jih sploh ne izda), kot bi jih izdalo, če bi bil celotni prevzem financiran z navadnimi delnicami. Zahteva pa izplačevanje stalnega zneska obresti oziroma prednostnih dividend v obdobju pred opravljeno zamenjavo.

12.64. Pri finančnem presojanju glede izdaje zamenljivih vrednostnic (zamenljivih vrednostnih papirjev) je najpomembnejša ocena vrednosti navadnih delnic prevzemnega podjetja (pred opravljenim prevzemom (združitvijo) in po njem (njej) in trenutna dividendna donosnost delnic tako ciljnega kot tudi prevzemnega podjetja.

12.65. Zamenljive vrednostnice (zamenljivi vrednostni papirji) v primeru uspešnega poslovanja podjetja delničarjem običajno po zamenjavah za navadne delnice zagotavljajo dividendno donosnost, ki presega donosnost zamenljivih vrednostnic (zamenljivih vrednostnih papirjev). Istočasno preprečujejo zmanjšanje cene delnice, ki običajno spremlja dodatno izdajo navadnih delnic zaradi prevzema (združitve).

Pogojna plačila

12.66. Pogojna plačila so običajno sestavljena tako, da je del cene odvisen od uspešnosti poslovanja ciljnega podjetja po opravljenem prevzemu (združitvi).

Pogojno plačilo ima lahko pomembno vlogo, kadar

- je razlika med ponujeno in zahtevano ceno pri prevzemu (združitvi) velika,
- obstaja težnja, da bi si lastniki ciljnega podjetja prizadevali za uspešno poslovanje v letih po opravljenem prevzemu (združitvi).

12.67. Pri sprejemanju odločitev o delnem financiranju s pogojnim plačilom je treba pravilno ovrednotiti stroške in koristi tega plačila.

12.68. Preostale načine plačila prevzemov (združitev) podjetij je mogoče razložiti na enega ali več glavnih opisanih načinov.

Finančni prevzemi

12.69. Prevladujoč način plačila pri finančnih prevzemih izhaja iz financiranja z zadolžitvijo, ki omogoča veliko donosnost vložnega lastniškega kapitala. Finančni prevzemi se praviloma plačujejo samo z denarjem.

12.70. Finančni prevzemi se največkrat financirajo z zavarovanim posojilom (pogosto sestavljenim iz obnavljajočega se kratkoročnega posojila in dolgoročnega posojila), pri čemer je vsaj del posojila zavarovan s stalnimi sredstvi podjetja. Redkeje se finančni prevzem financira s premostitvenim posojilom, ki je praviloma dražje in se v večini primerov refinancira z izdajo zelo tveganih obveznic, ki so pomemben vir finančnih prevzemov.

12.71. Prevzemi velikih podjetij se pogosto financirajo s posojilom, ki ga odobri skupina bank v obliki sindiciranega posojila. Sindicirano posojilo je zavarovano (običajno s stalnimi sredstvi podjetja) in zmanjšuje tveganje posameznega posojilodajalca, zaradi česar ga je mogoče pridobiti po razumni ceni v razmeroma kratkem času.

13. POSLOVNOFINANČNA NAČELA PRI FINANČNI REORGANIZACIJI, STEČAJU IN LIKVIDACIJI PODJETIJ

A. Splošno

13.1. Razumevanje problemov, povezanih s finančno reorganizacijo, stečajem in likvidacijo, je pomembno tako za podjetja v težavah kot tudi za poslovno uspešna podjetja. Finančno vodstvo podjetja v težavah mora vedeti, kako zavarovati podjetje pred zlomom in zmanjšati njegove izgube.

Čim večje so težave, s katerimi se sooča podjetje, tem pomembneje je, da jih razumejo tudi upniki, saj lahko še pred nastopom kritičnega stanja dejavno sodelujejo pri njihovem reševanju.

13.2. Podjetje je v težavah, kadar njegove finančne zmogljivosti nakazujejo, da bo v bližnji prihodnosti prišlo do finančnega zloma, če vodstvo ne bo ustrezno ukrepalo. Med znaki za takšno stanje ni nujno plačilna nesposobnost podjetja. Temeljni kazalec bližajočih se težav je donosnost kapitala podjetja, ki je običajno bistveno manjša od donosnosti kapitala, značilne za dejavnost, v kateri podjetje posluje. Glede dobička je za podjetje, ki se približuje težavam, značilna podpovprečna donosnost v vrsti zaporednih obdobj, ki vodijo v obdobja izgube in plačilne nesposobnosti.

13.3. Naloga vodstva podjetja je, da v obdobjih podpovprečne donosnosti sprejme ukrepe, ki preprečujejo prehod v obdobje izgube in plačilne nesposobnosti. Ti ukrepi so lahko raznovrstni, in prav tako tudi rezultati, ki jih sicer ni mogoče strogo razmejiti, mogoče pa jih je razvrstiti v tri skupine:

- podjetja, ki preživijo, vendar nikoli ne dosežejo ustrezne donosnosti vložnega kapitala;
- podjetja, ki sicer kratkoročno preživijo, kasneje pa zaidejo v plačilno nesposobnost;
- podjetja, ki se ob zdravi poslovni strategiji, ki jo spremljajo ustrezna organizacija in nadzorni mehanizmi, trajno opomorejo.

13.4. Da bi vodstvo podjetja in v primeru hujših finančnih težav tudi upniki lahko ustrezno ukrepali, je pomembno, da znajo ločevati vzroke za nastale težave od njihovih razpoznavnih znakov.

13.5. Glavni vzroki za to, da podjetje tone v težave, so:

- **Slabo vodstvo podjetja**, pri čemer je treba pretehtati štiri glavne dejavnike, ki običajno slabo vplivajo na vodenje podjetja, in sicer
 - dominantno in avtokratsko vodenje, ki je gluho za pobude drugih in signale iz okolja,
 - neučinkovito širše vodstvo podjetja,
 - zanemarjanje temeljne proizvodjalne usmeritve (premočna želja po razpršitvi /diverzifikaciji/),
 - pomanjkanje širine (podjetja, ki so bila dalj časa na stopnji zatona).
- **Neustrezen finančni nadzor**, kar pomeni, da v podjetju niso navzoči oziroma niso ustrezni tile mehanizmi:

-
- napovedovanje denarnih tokov,
 - mehanizem (razporeditve) alokacije stroškov,
 - nadziranje izvajanja zastavljenih načrtov.
 - **Šibka konkurenčnost** na področju cen in proizvodov oziroma storitev
 - **Veliki stroški**
 - **Spremembe v tržnem povpraševanju**
 - **Neugodne spremembe cen (tudi obrestnih mer)**
 - **Neustrezno delovanje na trgu**
 - **Veliki projekti**, ki ne prinesejo predvidenih rezultatov
 - **Prevzemi**, ki lahko slabo vplivajo na poslovanje podjetja zlasti, kadar
 - gre za prevzem podjetja s šibko konkurenčnostjo,
 - je podjetje plačalo pri prevzemu izjemno visoko ceno,
 - vodstvo ne obvladuje poslovanja po prevzemu.
 - **Finančna politika** - Obstajajo vsaj tri vrste finančne politike, ki lahko neposredno vodijo v težave:
 - visoko razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (visok finančni vzvod),
 - konservativna finančna politika (nezadostne naložbe v nepremičnine in opremo, visoka stopnja izplačila dividend, velika plačilna sposobnost in nizka stopnja zadolženosti in podobno),
 - uporaba neustreznih virov financiranja (na primer financiranje dolgoročnih naložb s kratkoročnimi viri).
 - **Trgovanje, ki presega finančne zmogljivosti podjetja** (prodaja podjetja raste v obsegu, večjem od tistega, ki ga je podjetje še sposobno financirati iz notranjih in zunanjih virov).

13.6. Glavni **razpoznavni znaki** težav v podjetju so finančni kazalniki, in sicer

- zmanjševanje donosnosti,
- zmanjševanje obsega prodaje, izraženega v stalnih cenah,
- zviševanje stopnje zadolženosti,
- zniževanje plačilne sposobnosti (kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient - kazalniki, ki sami po sebi niso dobri napovedovalci težav),
- restriktivna politika dividend,
- spremembe v računovodski politiki,
- zmanjševanje tržnega deleža,
- pomanjkanje strateškega načrtovanja.

13.7. Pri napovedovanju težav v podjetju služijo kot opozorilni znaki tudi kazalniki poslovanja, opazovani v daljšem časovnem obdobju in izračunani na podlagi medsebojno primerljivih podatkov.

Kazalniki, ki najbolj kažejo na bližajoče se finančne težave, so

- čisti denarni tok v primerjavi s celotnim dolgom (*cash flow to total debt*),

-
- število let z negativnim čistim denarnim tokom v zadnjem sedemletnem obdobju,
 - čisti dobiček v primerjavi s celotnim dolgom,
 - celotni dolg v primerjavi z vsemi sredstvi.

(Kazalniki likvidnosti niso najboljša podlaga za predvidevanje plačilne nesposobnosti.)

B. Odločanje

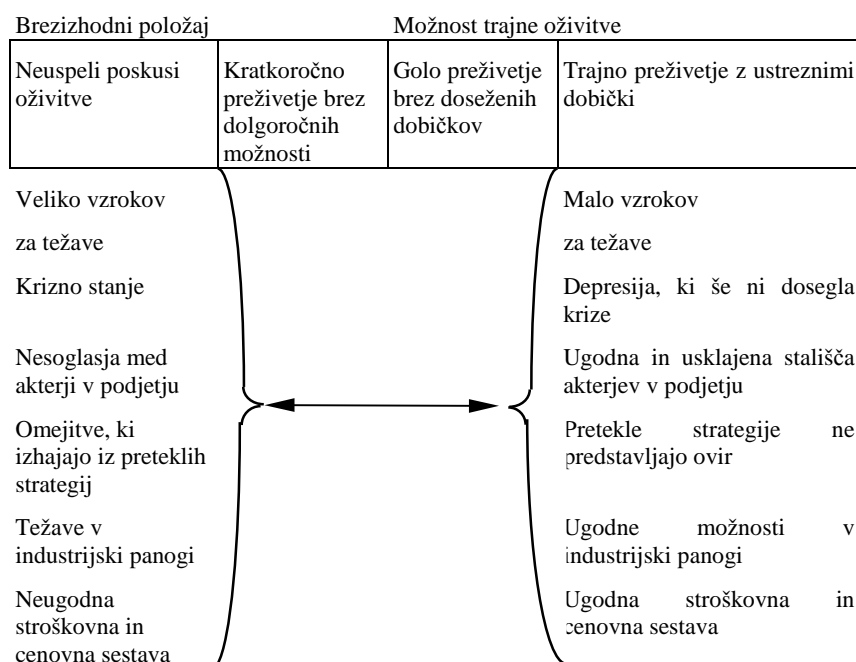
13.8. Ko podjetje zazna finančne težave, mora vodstvo najprej presojati o tem, ali sočasne in jih podjetje lahko prebrodi ali pa obstaja dolgoročni ekonomski problem, ki ogroža obstoj podjetja.

13.9. Za presojo nastalega položaja in odločanje o tem, kakšno strategijo naj uporabi podjetje v težavah, je pomembnih šest skupin dejavnikov, in sicer

1. vzroki za nastali položaj,
2. globina težav, v katere je podjetje zašlo,
3. stališča akterjev (delničarjev, zaposlenih, vodstva, kupcev, dobaviteljev, upnikov in drugih), ki so vključeni v reševanje nastalega položaja,
4. pretekle strategije podjetja,
5. značilnosti industrijske dejavnosti, v kateri podjetje posluje,
6. sestava cen in stroškov v podjetju.

13.10. Možnost oživljanja dejavnosti podjetja je odvisna od obsega in stopnje intenzivnosti negativnih dejavnikov v podjetju.

Kot splošna usmeritev velja:



Prenehanje poslovanja podjetja

13.11. Če vodstvo podjetja ocenjuje, da je položaj v podjetju brezizhoden, je smiselno, da se odloči za uvedbo likvidacijskega ali stečajnega postopka.

Zaradi velikih stroškov, povezanih s stečajnim postopkom, je pogosto zaželeno, da se podjetje likvidira brez stečajnega postopka.

13.12. Vodstvo podjetja se lahko odloči za prostovoljno likvidacijo, če premoženje podjetja zadošča za poplačilo vseh obveznosti do upnikov, vključno z zakonskimi obrestmi.

13.13. Če premoženje podjetja ne zadošča za poplačilo vseh obveznosti do upnikov, vključno z zakonskimi obrestmi, se likvidacijski postopek ne more opraviti, ampak mora podjetje prenehati po stečajnem postopku.

13.14. Stečajni postopek lahko predlagajo tudi upniki ali osebno odgovorni dolžnik.

Finančna reorganizacija brez stečajnega postopka

13.15. Če ima podjetje realne možnosti za preživetje, mora ob sodelovanju vseh, ki so vključeni v reševanje nastalega položaja (delničarjev, zaposlenih, upnikov, lahko tudi države in drugih), izbrati strategijo, ki mu bo pomagala, da se bo izklopalo iz težav.

13.16. Uspešna strategija finančne reorganizacije podjetja ne pomeni samo spremembe virov financiranja. Njene glavne sestavine so

- zamenjava vodstva,
- močan (centraliziran) finančni nadzor,
- sprememba organizacije v podjetju in decentralizacija pri sprejemanju odločitev,
- iskanje novih tržnih možnosti,
- izboljšave na področju trženja,

-
- prednost notranje rasti podjetja pred prevzemi,
 - zmanjšanje obsega sredstev,
 - zmanjšanje stroškov,
 - naložbe.

13.17. Kombinacija sestavin uspešne strategije je v vsakem posameznem primeru odvisna od dejavnikov iz točke 1.9 teh načel, zlasti pa od globine težav, v katere je podjetje zašlo.

13.18. Ne glede točko 1.17 teh načel pa je v vsakem primeru potreben močan finančni nadzor, ki pomeni napovedovanje denarnih tokov, strateško načrtovanje, podrobno poznavanje proizvodnih in režijskih stroškov ter nadzor nad izdatki za naložbe. Nadzor mora biti centraliziran pod vodstvom izvršilnega direktorja, ki sodeluje s finančnim direktorjem podjetja.

Finančno področje je edino področje, ki mora pri premagovanju težav podjetja kakršnekoli velikosti ostati centralizirano.

13.19. V najtežavnejših razmerah plačilne nesposobnosti so prednostne strategije zmanjševanje obsega sredstev in finančne strategije, kot sta zagotavljanje dodatnih virov financiranja (vključno na osnovi povečanja lastniškega kapitala, če je to možno) in sprememba sestave dolga (na primer sprememba kratkoročnega dolga za dolgoročni dolg, zamenjava dolga za zamenljive prednostne delnice ali celo lastniški kapital, zamenjava neplačanih obresti v dolg, odlog plačila obresti). Te strategije morajo biti podprte z močnim finančnim nadzorom, ki vključuje najmanj dnevno (če ne urno) načrtovanje denarnih tokov.

13.20. Pri finančni strategiji spremenjene sestave dolga je potrebno tudi sodelovanje upnikov. Sprememba sestave dolga največkrat vsebuje

- podaljšanje roka odplačil,
- poravnavo (v slovenski zakonodaji poznano kot prisilno poravnavo),
- kombinacijo prejšnjih alinej.

13.21. Pri podaljšanju roka odplačil upniki običajno podaljšajo bodisi roke odplačila glavnice bodisi roke odplačila obresti, možno pa je tudi podaljšanje roka odplačil glavnice in obresti.

13.22. Pri poravnavi upniki prostovoljno zmanjšajo svoje terjatve do podjetja

- z zmanjšanjem osnovne terjatve,
- z znižanjem obrestne mere,
- z zamenjavo terjatve za lastniško naložbo,
- s kombinacijo rešitev iz prejšnjih alinej.

13.23. Strategije zmanjševanja stroškov, iskanja novih tržnih možnosti in izboljšav na področju trženja so zelo primerne in običajno potrebne za povečanje čistega denarnega toka, imajo pa skromen kratkoročni učinek.

13.24. V razmerah, ko ni možno pridobiti dodatnega kapitala, so naložbene strategije in na splošno strategije rasti podjetja neprimerne, dokler se podjetje ne izkoplje iz težav.

13.25. Če položaj podjetja še ni kritičen, si lahko vodstvo podjetja dovoli več finančne prilagodljivosti (fleksibilnosti) in je bolj verjetno, da bo uporabilo strategijo notranje rasti (v nasprotju s prevzemi) in strategijo naložb, čeprav je v takem položaju vedno treba upoštevati meje, do katerih se podjetje lahko razširi. Glavne značilnosti ukrepanja v podjetju, ki še ni zašlo v popolno plačilno nesposobnost, so:

- Podjetje uporabi enake temeljne strategije, kot bi jih uporabilo v kriznem položaju.

-
- Podjetje uporabi približno enako število strategij v postopku izboljšave položaja podjetja, kot bi jih uporabilo v kriznem položaju, čeprav je število vzrokov, ki so podjetje privedli v težave, bistveno manjše od tistega, s katerim se sooča podjetje v kriznem položaju.
 - Pomemben je poudarek na strategijah rasti (vključno s prevzemi).
 - Sprememba organizacije podjetja ni toliko pomembna kot v kriznem položaju.

C. Informiranje

13.26. Poleg že naštetih dejavnikov, ki pomagajo pri spoznavanju finančnih težav podjetja, so v povezavi s tehnično izvedbo stečaja, likvidacije in poravnave potrebne tudi informacije, zajete v točkah od 1.27 do 1.33 teh načel.

13.27. Na dan sestavljanja začetne stečajne oziroma likvidacijske bilance je treba uskladiti knjigovodsko izkazane vrednosti premoženja in obveznosti s pošteno tržno vrednostjo. Zato je primerno, da se že ob fizičnem popisovanju vključi zunanji neodvisni strokovnjak - cenilec, ki bo sproti preverjal tudi stanje sredstev, da bi ugotovil realno tržno vrednost vseh sredstev podjetja v stečaju (likvidaciji). Pri tem je cilj popisovanja ugotoviti, kakšno materialno premoženje ima podjetje v stečaju (likvidaciji). Posebej je treba preveriti stanje premoženja, ki ga je podjetje dalo v najem oziroma v osebno uporabo lastnikom in zaposlenim.

13.28. Stečajni (likvidacijski) upravitelj se mora posebej posvetiti popisovanju oziroma ugotavljanju realnosti vseh izkazanih terjatev, vrednostnic (vrednostnih papirjev), finančnih naložb in neopredmetenih osnovnih sredstev (na primer patentov, licenc). Izkazane obveznosti se ocenjujejo po preteku roka za prijavo upniških terjatev.

Šele po opravljenem popisu vseh materialnih sredstev in njihovi ocenitvi pa tudi po ugotovitvi in ocenitvi vseh terjatev, drugih sredstev in obveznosti se je možno lotiti sestavljanja začetne stečajne (likvidacijske) bilance.

13.29. V primeru prodaje dolžnikovih sredstev oceni dejansko vrednost stvari in pravic, ki so predmet prodaje, pristojni ocenjevalec.

13.30. Če pride pred stečajnim postopkom ali med njim do poravnave, je treba v povezavi s financiranjem predlogu za začetek postopka poravnave priložiti

- poročilo o dolžnikovem ekonomsko-finančnem stanju, zadnjo bilanco stanja, izkaz uspeha in izkaz gotovinskih tokov,
- seznam upnikov in dolžnikovih dolžnikov z navedbo njihovih firm in sedežev ter z navedbo pravnih temeljev in velikosti njihovih v plačilo zapadlih in nezapadlih terjatev oziroma dolgov,
- seznam ločitvenih in izločitvenih upnikov s podatki, ki so smiselno enaki podatkom v seznamu iz prejšnje alineje.

13.31. V postopku poravnave je dolžnik dolžan upnikom na njihovo zahtevo omogočiti vpogled v celotno poslovnofinančno dokumentacijo in jim posredovati vse informacije, ki so pomembne za ugotovitev dolžnikovega ekonomsko-finančnega stanja ali oblikovanja načrta finančne reorganizacije.

13.32. Dolžnik priloži predlogu za začetek postopka poravnave načrt finančne reorganizacije, v katerem

- razvrsti terjatve v razrede terjatev glede na pravni in poslovni temelj ter druge znake istovrstnosti (na primer razred terjatev iz naslova kratkoročnih likvidnostnih kreditov, razred terjatev iz naslova dolgoročnih investicijskih kreditov, razred terjatev dolžnikovih dobaviteljev, razred terjatev dolžnikovih kupcev oziroma naročnikov, razred terjatev pri dolžniku zaposlenih delavcev in podobno), če za posamezne razrede ponudi različno sorazmerno zmanjšanje terjatev,

-
- navede, za katere razrede terjatev se položaj upnikov tudi po potrditvi načrta finančne reorganizacije ne spremeni,
 - navede predlog izplačila terjatev v zmanjšanem znesku in roke za izplačilo za vsak razred terjatev, razen za terjatve iz prejšnje točke,
 - predvidi enako sorazmerno znižanje terjatev oziroma podaljšanje roka za izplačilo vseh terjatev v okviru posameznega razreda, razen če imetnik posamezne terjatve v okviru tega razreda posebej pisno privoli v manj ugodne pogoje za izplačilo te terjatve.

13.33. Predlagani načrt finančne reorganizacije mora biti **primeren** in **izvedljiv**, za kar je treba

- oceniti vrednost načrtovanega obsega prodaje,
- analizirati okoliščine poslovanja tako, da je možno načrtovanje bodočih poslovnih izidov in denarnih tokov,
- določiti stopnjo diskontiranja načrtovanih bodočih denarnih tokov, ki omogoča izračun ocenjene vrednosti podjetja,
- na osnovi podatkov iz prejšnjih alinej pripraviti predlog poravnave obveznosti do upnikov.

Izvajanje

Stečaj in poravnava (finančna reorganizacija)

13.34. Z dnem začetka stečajnega postopka se oblikuje stečajna masa dolžnika. Vanjo gre vse premoženje, ki ga ima dolžnik v začetku stečajnega postopka ali ga pridobi do zaključka stečajnega postopka, in premoženje osebno odgovornega družbenika.

13.35. Stečajni postopek se ne izvede, če dolžnikovo premoženje, ki bi prišlo v stečajno maso, ne zadošča niti za stroške stečajnega postopka ali če je neznatne vrednosti.

13.36. Če se pri sestavljanju začetne stečajne bilance ugotovi, da je dejanska vrednost dolžnikovega premoženja manjša od vrednosti, izkazane v knjigovodstvu, sme stečajni senat na predlog stečajnega upravitelja izdati sklep, da se odpišejo razlike v vrednostih po stanju na dan začetka stečajnega postopka in neizterljive terjatve.

13.37. Začetek stečajnega postopka ne vpliva na pravice do posebnega poplačila iz dolžnikovega premoženja (zastavno pravico, pravico poplačila, pravico retencije in druge ločitvene pravice) in tudi ne na pravice, da se izločijo stvari, ki ne pripadajo dolžniku (izločitvene pravice).

13.38. Če del premoženja dolžnika, za katerega je pridobljena ločitvena pravica (posebna stečajna masa), ne zadošča, da bi se iz njega poplačala celotna terjatev ločitvenega upnika, ima ločitveni upnik pravico uveljaviti neplačani del svoje terjatve kot stečajni upnik.

Če po plačilu terjatve ločitvenega upnika iz posebne stečajne mase ostane presežek, gre v razdelitveno maso.

13.39. Z dnem začetka stečajnega postopka ugasnejo dolžnikovi računi in prenehajo pravice tistih, ki so bili pooblaščenici za razpolaganje z dolžnikovim premoženjem. Organizacija, ki opravlja za dolžnika posle plačilnega prometa, odpre na zahtevo stečajnega upravitelja nov račun, prek katerega se bo opravljal poslovanje dolžnika. Denarna sredstva z dolžnikovih ugaslih računov se prenesejo na novi račun.

13.40. Stečajni senat sme potem, ko je priskrbel mnenje upniškega odbora, če je ta ustanovljen, in stečajnega upravitelja, na podlagi ocene oziroma izvedenskega mnenja dolžnika prodati. Prodaja se praviloma opravi na javni dražbi ali z zbiranjem ponudb.

13.41. S prodajo dolžnika se praviloma dosežejo ugodnejše možnosti za poplačilo upnikov.

13.42. O prodaji dolžnikovega premoženja se obvestijo tisti, ki imajo predkupno pravico. Sredstva, pridobljena s prodajo dolžnika, gredo v stečajno maso.

13.43. Prodaja dolžnika kot pravne osebe ne vpliva na izločitvene pravice. Če je izločitveni upnik pravočasno začel postopek za uveljavitev izločitvene pravice, stečajni upravitelj ne more prodati dela premoženja, za katerega upnik uveljavlja izločitveno pravico, dokler ni pravnomočno zavrjen upnikov izločitveni zahtevek.

13.44. Plačilno nesposobni ali prezadolženi dolžnik lahko predlaga upnikom sklenitev poravnave tudi med stečajnim postopkom.

13.45. Po dnevu, ko je bil vložen predlog za začetek postopka poravnave, in vse dotlej, dokler ni odločeno o začetku postopka poravnave, sme dolžnik opravljati dejavnosti in poravnnavati obveznosti iz tega naslova. V tem času dolžnik ne sme niti odtujiti niti obremeniti svojega premoženja niti dati poroštva ali avala.

13.46. V stečajnem postopku se sredstva, ki gredo v stečajno maso, vnovčijo s prodajo premoženja in izterjavo terjatev. Dolgovi stečajnega dolžnika se izplačajo iz razdelitvene mase praviloma sorazmerno.

13.47. Pred poplačilom upnikov se izloči iz razdelitvene mase znesek, ki je potreben za poravnavo stroškov stečajnega postopka. Kot stroški stečajnega postopka se poravnajo plače zaposlencev dolžnika v izhodiščni velikosti, določeni s kolektivno pogodbo, do dneva, ko je bil začel stečajni postopek, in odškodnine za poškodbe pri delu, ki so jih zaposlenci dobili pri dolžniku, ter za poklicne bolezni. Kot stroški stečajnega postopka se poplačajo tudi terjatve tistih upnikov, ki so nastale med postopkom poravnave na podlagi pravnih poslov, potrebnih, da je dolžnik v tem obdobju nadaljeval proizvodnjo oziroma poslovanje (na primer kreditodajalcev, dobaviteljev in podobnih), razen če so se s pogodbo zavezali te terjatve zamenjati za delnice oziroma deleže.

13.48. Delničarji in lastniki deležev se poplačajo šele po morebitnem popolnem poplačilu dolžnikovih upnikov. Poplačajo se v sorazmerju z nominalno vrednostjo svojih delnic oziroma deležev, razen če akt o ustanovitvi dolžnika za posamezne razrede delnic oziroma deležev ne določa prednostnega poplačila posameznih razredov delnic oziroma deležev, ali če zakon, ki ureja pravnoorganizacijsko obliko dolžnika, ne določa drugače.

13.49. V stečajnem postopku ni mogoče niti zahtevati vrnitve v prejšnje stanje niti predlagati obnove postopka niti vložiti naročila za revizijo.

13.50. Z dnem začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave se

- v plačilo nezapadle denarne in nedenarne terjatve upnikov proti dolžniku štejejo za zapadle,
- nedenarne terjatve upnikov proti dolžniku spremenijo v denarne terjatve po cenah na dan začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave,
- denarne in nedenarne terjatve upnikov proti dolžniku, katerih predmet so občasne dajatve, spremenijo v enkratne denarne terjatve,
- terjatve upnikov v tuji valuti spremenijo v terjatve upnikov v domači valuti po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave,
- v plačilo nezapadle denarne terjatve, ki se ne obrestujejo, diskontirajo s stopnjo rasti cen na malo za čas od dneva začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave do dneva, ko bi terjatev zapadla v plačilo; od tako zmanjšanih terjatev tečejo obresti po stopnji rasti cen na malo od začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave do zapadlosti v plačilo.

13.51. V stečajnem postopku oziroma postopku poravnave je dovoljen pobot terjatve upnika z nasprotno terjatvijo dolžnika. Terjatve, ki jih je bilo mogoče do dneva začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave pobotati, veljajo za pobotane in se ne prijavijo v stečajno maso. Pobotajo se tudi terjatve oziroma nasprotne terjatve, ki na dan začetka stečajnega postopka oziroma postopka poravnave še niso zapadle v plačilo, ter terjatve ali nasprotne terjatve, ki se ne glasijo na denarni znesek.

13.52. V stečajnem postopku je mogoče pobotati tudi pogojne terjatve, če to dovoli stečajni senat. Za pobot pogojnih terjatev sme odrediti stečajni senat pogoj, da položi upnik zavarovanje.

13.53. Terjatev proti dolžniku, ki so nastale pred dnem začetka stečajnega postopka, ni mogoče pobotati s terjatvami, ki so nastale po začetku tega postopka.

13.54. Na podlagi potrjene poravnave je dolžnik oproščen obveznosti, da izplača upniku znesek, ki presega v potrjeni poravnavi navedeni odstotek, plačilni roki pa se odložijo v skladu s potrjeno poravnavo. Med stečajnim postopkom se smejo nove pogodbe sklepati samo z namenom, da se vnovči dolžnikovo premoženje.

13.55. Če stečajni upravitelj priznava izločitveno pravico in tej pravici ne ugovarja nobeden izmed upnikov, izda stečajni senat sklep, s katerim stečajnemu dolžniku naloži, da izroči upniku del premoženja, za katerega obstoji priznana izločitvena pravica.

13.56. Če stečajni upravitelj prizna tako terjatev kot tudi pravico do ločenega poplačila te terjatve iz dela dolžnikovega premoženja, za katerega obstoji ločitvena pravica, in ni niti terjatvi niti ločitveni pravici ugovarjal nobeden izmed upnikov, mora stečajni dolžnik plačati ugotovljeno terjatev iz dela premoženja, na katerem obstoji ločitvena pravica.

Likvidacija

13.57. Likvidacija je način prenehanja podjetja po volji lastnikov (prostovoljna likvidacija) ali po zakonu (prisilna likvidacija), pri čemer ne smejo biti prizadeti interesi upnikov. V likvidacijskem postopku upniki varujejo svoje pravice in interese enako kot pri rednem poslovanju podjetja.

13.58. Likvidacijski postopek običajno vodijo organi podjetja, saj ga lahko zaradi dobrega poznavanja poslovanja izpeljejo učinkovito in z najmanjšimi stroški.

13.59. Prostovoljna likvidacija pomeni prenehanje podjetja, pri čemer po opravljenem likvidacijskem postopku podjetje preneha kot pravna oseba. Cilj postopka likvidacije je zlasti varstvo upnikov in razdelitev preostanka premoženja med lastnike oziroma družbenike.

13.60. Prisilna likvidacija je likvidacijski postopek, ki ga izvede sodišče, kadar to zakon posebej določa ali kadar zakon sicer predvideva prenehanje pravne osebe z likvidacijo, ne določa pa, kdo likvidacijo izvede.

13.61. Terjatve upnikov, ki niso bile prijavljene do dneva, ko jih je bilo še mogoče upoštevati v osnutku glavne razdelitve likvidacijske mase, poravna po končanem likvidacijskem postopku tisti, v čigar dobro je vplačan preostanek premoženja likvidacijske mase po glavni razdelitvi, in sicer le do vrednosti prevzetega premoženja.

13.62. Postopek redne likvidacije ne pomeni tudi nujne denarne vnovčitve likvidacijske mase. Pomembno je le, da podjetje v likvidacijskem postopku izpolni vse svoje obveznosti - tako denarne kot tudi nedenarne. Ali bo pri tem potrebno vnovčiti tudi del premoženja ali celotno premoženje podjetja, bo razvidno iz začetne likvidacijske bilance, v kateri mora biti premoženje izkazano po čisti iztržljivi vrednosti, obveznosti pa v velikosti prijavljenih terjatev, povečanih za stroške likvidacijskega postopka. Lastniki-delničarji so lahko že v statutu določili, kdaj se lahko začne vnovčevanje premoženja podjetja. V statutu ali pa s sklepom o likvidaciji se delničarji lahko dogovorijo tudi, da bodo likvidacijsko maso razdelili

v obliki stvari ali pravic. Če v statutu ali sklepu o likvidaciji ni posebnih določil o vnovčevanju likvidacijske mase, bo likvidacijski upravitelj vnovčil toliko premoženja podjetja, kolikor bo potrebno za poplačilo upnikov, če ne bo mogel poplačati terjatev drugače.

13.63. Premoženje se praviloma prodaja na javni dražbi. Izjemoma je mogoče prodajati premoženje tudi z zbiranjem ponudb ali z neposredno pogodbo.

13.64. Če premoženje po poplačilu upnikov ne zadošča za poplačilo kapitalskih deležev, je treba enakomerno zmanjšati izplačilo kapitalskih deležev.

13.65. Likvidacijski izid je praviloma izkazan v denarju, in sicer kot:

1. Prejemki

- Začetno stanje denarnih sredstev
- Prejemki od poslovne dejavnosti (dokončanje začetih poslov)
- Vnovčitev terjatev, finančnih naložb in obresti
- Prodaja vrednostnic (vrednostnih papirjev), zalog in opredmetenih osnovnih sredstev
- Izterjani v plačilo zapadli, vendar nevplačani vpisani kapital

2. Izdatki

- Izdatki, povezani z likvidacijskim postopkom
- Izplačilo upniških terjatev

3. Likvidacijski izid (1 - 2)

4. Razdelitev preostanka premoženja med lastnike podjetja

14. KONČNE DOLOČBE

14.1. Glavni oblikovalec besedila kodeksa je bil ob sodelovanju dr. Mitje Tavčarja mag. Živko Bergant. Člani komisije, ki je pripravila dokončno besedilo, so bili mag. Živko Bergant, mag. Andrej Cetinski, mag. Meta Duhovnik, dr. Dušan Mramor, Marjan Odar in dr. Ivan Turk (predsednik komisije). Pri 10. poglavju sta sodelovala tudi dr. Bojana Korošec in Maksimiljan Korošec.

14.2. Ta kodeks je sprejel Slovenski inštitut za revizijo s sklepom strokovnega sveta Inštituta dne 11. decembra 1997. S sprejetjem tega kodeksa neha veljati kodeks poslovnofinančnih načel iz leta 1989.

14.3. Ta kodeks zavezuje vse člane Slovenskega inštituta za revizijo in tiste, ki so vpisani v njegov register. Ko postanejo člani Slovenskega inštituta za revizijo ali se vpišejo v njegov register, se zavežejo, da bodo delovali po načelih tega kodeksa. Prav tako morajo delovati po njegovih načelih tudi vsi drugi strokovnjaki, ki delajo na področju finančne funkcije.

14.4. Kodeks poslovnofinančnih načel in kodeks poklicne etike finančnikov sestavljata celoto.

STVARNO KAZALO KODEKSA POSLOVNOFINANČNIH NAČEL

A

Akcept , 7.19
Akceptni nalog, 5.28
Akreditiv , 5.28
Aktivna obrestna mera ,9.20
Aktivna strategija investiranja , 11.19, 11.21
Aktivne časovne razmejitve , 6.2
Aktivni pozavarovalni posli, 10.21
Amortizirljive premičnine in nepremičnine, 11.18
Analiziranje dolgoročnih naložb v preteklosti, 3.27
Analiziranje dolgoročnega financiranja v preteklosti, 4.50
Analiziranje dolgoročnih naložb v teku, 3.28
Analiziranje kratkoročnega financiranja v preteklosti
Analiza kratkoročnih naložb v preteklosti, 6.18
Arbitraža, 5.29
Asignacija, 5.17
Aval, 7.19, 13.44
Avtokratični stil vodenja, 8.16

B

Banka, 9.1
Bančno poroštvo, 5.28
Bančno posojilo
Bilančna aktiva, 9.30
Bilančni lastniški kapital, 4.21
Bilančno financiranje, 7.33
Blagajniško poslovanje, 6.48
Boniteta finančnega partnerja, 10.15
Boniteta pozavarovalnice, 10.29
Boniteta zavarovalca, 10.29
Boniteta zavarovalnice, 10.10, 10.29
Boniteta zavarovalnega posrednika, 10.29
Bonitetna služba, 9.34
Bonitetni informacijski sistem, 9.43
Bonus, 10.29
Borzni posrednik, 11.4
Brez provizije, 11.4

C

Cedent, 10.8
Cena kapitala, 3.16
Cenovno tveganje, 5.23
Centralizacija finančne funkcije, 8.22
Centralna banka, 9.1
Cilji finančne funkcije, finančni cilji
Ciljno podjetje, 12.6
Celotni dolg v primerjavi z vsemi sredstvi, 13.7
Cena prevzema, 12.26
Certifikat, 11.4

Č

Ček, 5.27, 6.26
Čista (neto) investicija, čista (neto) finančna naložba 3.32
Čista kratkoročna terjatev, 5.15
Čista (neto) sedanja vrednost, 3.17, 3.36
Čista (neto) zadolženost, 3.33
Čisti denarni tok v primerjavi s celotnim dolgom, 13.7
Čisti dobiček v primerjavi s celotnim dolgom, 13.7
Čisti kapitalski dobiček pri investicijskih skladih, 11.27
Čisti kratkoročni dolg, 5.15
Čiste bilančne metode, 5.10
Čiste finančne metode
Čisto (neto) dezinvestiranje, 3.32

D

Dani predujmi za zaloge, 6.12
Decentralizacija, 8.7
Decentralizacija finančne funkcije, 8.23
Defenzivni prevzem, 12.9
Delegirani finančni posli, 8.41
Delne bilančne metode, 5.11
Delež, 4.16
Delitev dela, 8.22
Delnica
Delničar, 4.20
Delniška družba, 8.11
Delniška pravica, 5.29
Demokratični stil vodenja, 8.16
Denar, 0.11
Denarni (pri) tok pri odločanju o dolgoročnih naložbah, 3.38
Denarni tok pri odločanju o kratkoročni investiciji, 6.20
Denarni tokovi, 0.15
Depo, 9.40
Depoziti, 9.21
Depozitni denar, 0.11
Depresija, 13.10
Diferenciacija zavarovalne premije, 10.29
Diskont za predčasno plačilo, 7.8
Diskontirana obveznica, 4.45
Diskontirani denarni tok, 3.17
Diskontiranje denarnih tokov, 12.25

Diskontna stopnja, 3.16
Diskontni faktor, 3.17
Dividenda, 0.17
Doba vračanja vloženih sredstev, 3.36
Dobičkovna obveznica, 4.45
Dolgoročna posojila, 4.37
Dokumentarni akreditiv, 4.44
Dolgoročna plačilna sposobnost podjetja, 1.5, 3.7, 5.34
Dolgoročne obveznosti, 5.76
Dolgoročne terjatve, 5.76
Dolgoročni komercialni krediti, 4.37
Dolgoročne finančne naložbe, 3.5
Dolgoročne lastniške naložbe, 3.5
Dolgoročne naložbe, 0.19, 3.1.-3.2
Dolgoročne terjatve iz poslovanja, 3.6
Dolgoročne upniške naložbe, 3.5
Dolgoročni ponovni nakup, 4.46
Dolgoročni poslovni najem, 4.46
Dolgoročni vir financiranja
Dolgoročni zunajbilančni finančni instrumenti, 5.74
Dolgoročno bančno posojilo
Dolgoročno definciranje, 4.1
Dolgoročno dezinvestiranje, 3.2
Dolgoročno financiranje, 0.19, 4.1
Dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb, 3.32
Dolgoročno finančno načrtovanje, 5.38
Dolgoročno investiranje
Dolgoročno vračunljivi stroški, 3.3
Dolžina poslovnega cikla, 8.5
Dolžina proizvodnega cikla, 8.5
Dolžnik, 13.30
Dolžnikov dolžnik, 13.29
Donos, 0.17
Donos delnice, 4.20
Donosi kratkoročnih finančnih naložb, 6.20
Donosnost, 0.18
Donosnost dolgoročnih naložb, 3.29
Donosnost kapitala, 13.2
Donosnost kratkoročnih finančnih naložb, 6.20
Donosnost lastniškega kapitala, 0.18
Donosnost naložb, 11.18
Donosnost sredstev, 0.18
Donosnost dolgovanega kapitala, donosnost upniškega kapitala 0.18
Druge kratkoročne obveznosti iz poslovanja, 7.17
Druge komercialne obveznosti, 7.16
Družba z omejeno odgovornostjo, 4.36, 8.11
Družba za zavarovanje in financiranje izvoza Slovenije, 10.1
Družba za upravljanje, 11.3
Družbenik, 4.19
Državna vrednostnica, državni vrednostni papir, 10.16
Državni nadzor zavarovalnic, 10.28

E

EksPLICITNI stroški financiranja, 7.6
Enkratno financiranje, 7.33
Eskont, 7.19

F

Faktoring, 5.68
Fiksni stroški financiranja, 4.38
Financiranje, 2.1
Financiranje poslovanja, 8.5
Financiranje s fiksnimi stroški, 7.33
Financiranje s spremenljivo obrestno mero, 7.33
Financiranje s stalno obrestno mero, 7.33
Finančna funkcija, U, 1.3
Finančna iniciativa, 8.23
Finančna konkurenčnost, 8.5
Finančna konkurenčnost podjetja, 1.9
Finančna konstrukcija investicijskega programa, 3.52, 4.53
Finančna politika, 1.4, 1.6, 9.33, 13.5
Finančna reorganizacija, 13.31
Finančna služba, 2.25
Finančna sredstva, 0.8
Finančna strategija, 1.7, 9.33
Finančna stroka, U
Finančna taktika, 1.8
Finančna institucija
Finančne institucije tvegalnega kapitala, 4.56
Finančne kategorije, 2.14, 5.11
Finančne metode načrtovanja, 9.35
Finančne odločitve, U, 1.12
Finančne organizacije, 9.1, 11.1
Finančne težave, 13.4
Finančni cilji, 0.1, 1.4
Finančni delavci, U
Finančni inštrumenti, 7.23
Finančni koncept, U
Finančni načrt, 7.13
Finančni nadzor, 13.5
Finančni najem, 4.43
Finančni podatki, 8.2
Finančni položaj podjetja, 6.34
Finančni posli, 8.41
Finančni predpisi, U
Finančni prevzem, 12.15
Finančni razlogi za dolgoročno dezinvestiranje, 3.23
Finančni strokovnjak
Finančni trg, 6.20, 9.3
Finančni vzvod (podjetja), 3.33, 5.46
Finančni udeleženci podjetja, 1.1
Finančno analiziranje, 2.18
Finančno informiranje, 8.48
Finančno izrazoslovje, U
Finančno načrtovanje, 1.11
Finančno napovedovanje, 8.2

Finančno odločanje, U, 1.12
Finančno tveganje, 9.3, 9.12
Finančni instrument, 0.2
Finančni položaj, 0.1
Finančni tokovi, 0.13
Fizično zavarovanje, 9.39
Forfaiting, 4.44
Franšizing, 4.46
Funkcijska organizacijska struktura, 8.7

G

Garancijski sklad zavarovalnice, 10.2, 10.24
Geografska organizacijska struktura, 8.7
Geografska razvejanost podjetja, 8.3
Gospodarska varnost, 10.3
Gospodarske nevarnosti, 10.3
Gospodarnost izvajanja finančne funkcije, 8.10
Gotovina, 0.12

H

Hibridne vrednostnice, hibridni vrednostni papirji, 4.47
Hibridni instrumenti financiranja, 4.47
Hibridno financiranje, 9.29
Hipoteka, 5.28
Hipotekarna obveznica, 4.45
Hitri koeficient, 5.48
Holding, 8.26
Hranilnica, 9.1

I

Imenska obveznica, 4.45
Implicitni stroški financiranja, 7.6
Indeks donosnosti, 3.36
Indeksirana obveznica, 4.45
Inflacija, 2.14
Informacije za odločanje o dolgoročni plačilni sposobnosti, 5.41
Informacije za odločanje o kratkoročni plačilni sposobnosti, 5.8
Informacije za odločanje o dolgoročnem financiranju, 4.49
Informacije za odločanje o dolgoročnem investiranju, 3.26
Informacije za odločanje o kratkoročnem financiranju, 7.28
Informacije za odločanje o kratkoročnem investiranju, 6.17
Informacijska tehnologija, 8.3, 9.15
Informacijski sistem (ureditev) za potrebe financiranja, 1.12
Investicijski program, 3.30, 3.31
Instrumenti za zavarovanje plačila, 5.28
Interesne povezave podjetij, 10.29
Interna banka sistema, 8.27
Investicija, glej naložba
Investicijska banka, 4.56
Investicijska družba, zaprti sklad, 11.2

Investicijske možnosti podjetja, 4.20
Investicijski kupon, 11.4
Investicijski program
Investicijski projekt, 3.4
Investicijski sklad, 11.1
Investicijski vložek, 3.17
Investiranje, 2.1
Investitor, naložbenik, 0.17, 0.18
Izdane dolgoročne dolžniške vrednostnice (vrednostni papirji), 4.37
Izkoriščenost dejavnikov, 8.22
Izločitvene pravice, 13.36
Izločitveni upnik, 13.29
Izravnalna rezervacija, 10.28
Izvajanje dolgoročnega financiranja
Izvajanje dolgoročnega investiranja, 3.45
Izvajanje kratkoročnega financiranja, 7.36
Izvajanje kratkoročnega investiranja
Izvedbeni program, 3.28
Izvedbeni projekt, 3.49, 3.50
Izvedene vrednostnice (vrednostni papirji), 6.28
Izvedeni finančni inštrumenti, 9.43
Izvozni kredit, 10.1

J

Javna dražba, 13.62
Javna prodaja vrednostnic (vrednostnih papirjev), 4.59

K

Kakovost finančnih storitev, 9.47
Kapital v poslovnofinančnem smislu
Kapitalska naložba, 5.18
Kapitalska družba, U
Kapitalska povezanost podjetij, 8.12
Kapitalska ustreznost, 9.3
Kapitalski dobiček, 0.17, 4.26
Katastrofalna škoda, 10.13
Kazalci v zvezi s kratkoročnimi naložbami, 6.20
Kazalci v zvezi s kratkoročnim financiranjem, 7.31
Kazalci v zvezi z dolgoročnim financiranjem, 4.54
Kazalniki v zvezi s kratkoročnimi naložbami, 6.20
Kazalniki v zvezi s kratkoročnim financiranjem, 7.31
Kazalniki v zvezi z dolgoročnim financiranjem, 4.54
Knjižni denar, 6.26
Kodeks poslovnofinančnih načel, U
Koeficient Beta, 3.41
Koeficient obračanja, 6.18
Koeficient obračanja celotnih kratkoročnih naložb, 6.20
Koeficient obračanja celotnih kratkoročnih obveznosti, 7.31
Koeficient obračanja naložb
Koeficient obračanja obveznosti
Koeficient zadolženosti, 4.54
Količinski popusti, 6.13

Komanditna družba, 8.11
Kombinirana obveznica, 4.45
Kombinirana opcija, 5.29
Kombinirana organiziranost finančne funkcije, 8.24
Komericalne nevarnosti, 1o.1
Komericalni inštrumenti, 7.23
Komericalni zapisi, 7.18
Komericalno financiranje, 7.33
Komitent, 9.44
Kompensacija, 5.27
Koncentracija, 8.22
Koncentrični prevzem, 12.14
Konzern, 8.26
Konjunktura, 7.15
Konkurenčna strategija podjetja, 8.5
Konkurenčnost podjetja, 10.29
Kontrole v finančni funkciji, 8.30
Kontrolne inštitucije, 8.16
Konzervativna finančna politika, 13.5
Kordinacija, 9.33
Kordinirano financiranje, 7.33
Kotiranje na borzi, 3.41
Kratkoročna plačilna nesposobnost podjetja, 5.1
Kratkoročna plačilna sposobnost podjetja, 1.5, 3.7, 5.1
Kratkoročna posojila, 6.7
Kratkoročne finančne naložbe, 5.48, 6.7
Kratkoročne izvedene vrednostnice (vrednostni papirji), 6.7
Kratkoročne naložbe, 6.1, 5.48, 6.2
Kratkoročne obveznosti, 7.1
Kratkoročne terjatve, 5.15
Kratkoročne terjatve iz poslovanja, 6.2, 6.9
Kratkoročne vrednostnice (vrednostni papirji), 6.7
Kratkoročne zadolžitve, 7.1
Kratkoročni depoziti, 6.7
Kratkoročni dolgovi, kratkoročne obveznosti, 5.15
Kratkoročni finančni načrt
Kratkoročni koeficient, 5.48
Kratkoročni komercialni kredit, 7.7
Kratkoročni poslovni najem, 5.29, 7.23
Kratkoročni terminski posli, 5.29
Kratkoročni vir financiranja, 7.29
Kratkoročno bančno posojilo, 7.10
Kratkoročno definanciranje
Kratkoročno dezinvestiranje, 6.1
Kratkoročno financiranje, 7.1, 7.3
Kratkoročno finančno načrtovanje, 5.3, 7.32
Kratkoročno investiranje, 6.1
Kratkoročno posojilo, 7.9
Kreditna kartica, 0.9
Kreditna linija, 5.7
Kreditna sposobnost (boniteta), 7.34
Kreditna sposobnost dolžnika, 6.33, 9.10
Krizno stanje, 13.10
Kumulativna prednostna delnica, 4.16

L

Lastna odvisna podjetja, 9.14
Lastne delnice, 6.7
Lastniška struktura, 4.20
Lastniški interes v podjetju, 1.,2
Lastniški kapital, 4.4, 4.15
Lastniški kapital pri vzajemnih skladih, 11.24
Letna stopnja rasti dividend, 3.41
Letni načrt, 8.45
Likvidacija podjetja, 13.1, 13.20
Likvidacijska bilanca, 13.26
Likvidacijski izid, 13.64
Likvidacijski postopek, 13.11
Likvidna sredstva, 0.9
Likvidnost naložbe, 9.16, 9.8
Likvidnost vrednostnice (vrednostnega papirja), 11.18
Likvidnostna rezerva, 5.2
Likvidnostna rezerva v bankah, 9.4
Linijaska organizacijska struktura, 8.7
Ločitvene pravice, 13.36, 13.37
Ločitveni upnik, 13.29
Lokacijska razvejanost podjetja, 8.3

M

Maksimalne zaloge, 5.76
Malus, 10.29
Matematična rezervacija, 10.15
Materialna bilanca, 6.12
Materialne pravice, 3.3
Materialno premoženje podjetja, 13.26
Matrična organizacijska struktura, 8.7
Medbančna obrestna mera, 9.8
Medvalutno razmerje, 9.12
Menica, 5.28
Menično kreditiranje, 7.19
Mešanje naložb, 10.15
Metoda enostavne regresije, 5.10
Metoda multiple regresije, 5.10
Metoda načrtovanja denarnih tokov, 5.9
Metode za oceno tveganja naložbe, 3.36
Metode za pridobivanje kapitala, 4.59
Minimalne zaloge, 5.76
Množična škoda, 10.13
Model določanja cen dolgoročnih naložb, 3.40
Možnost trajne oživitve, 13.10
Mrežni načrt, 3.49

N

Načelo časovne vrednosti denarja, 2.8
Načelo celovitosti finančne funkcije, 2.24

Načelo finančne vestnosti, 2.12
Načelo finančnega dojetanja poslovanja in njegovih izidov, 2.11
Načelo finančnega dojetanja sredstev, 2.10
Načelo finančnega vrednotenja, 1.14
Načelo likvidnosti sredstev z dinamičnega vidika, 2.9
Načelo likvidnosti sredstev s statičnega vidika, 2.9
Načelo normativnosti, 2.13
Načelo plačilne sposobnosti podjetja, 2.4
Načelo primerljivosti informacij, 2.20
Načelo prispevanja k poslovni neodvisnosti
Načelo racionalnosti informacij, 2.22
Načelo razumljivosti informacij, 2.19
Načelo razvoja finančne funkcije, 2.27
Načelo realno primerljivih podatkov, 2.14
Načelo sinergije sklopa informacij, 2.17
Načelo standardizacije informacij, 2.23
Načelo usmerjenosti informacij, 2.21
Načelo vodenja finančne funkcije, 2.25
Načelo vsebine finančnega odločanja, 2.1
Načelo vsebine podatkov, 2.18
Načelo oblikovanja informacij o soodvisnosti, 2.16
Načelo oblikovanja informacij o vzročnosti, 2.15
Načelo obvladovanja tveganja pri tekočem poslovanju
Načelo odločanja o organiziranosti finančne funkcije, 2.7
Načelo optimalnega financiranja, 2.3
Načelo optimalnega investiranja, 2.2
Načelo organiziranosti finančne funkcije, 2.26
Načrt kratkoročnih naložb, 6.32
Načrti financiranja, finančni načrti, 1.10
Načrtovalno obdobje
Načrtovanje dolgoročnega financiranja, 4.52
Načrtovanje kratkoročnega financiranja
Načrtovanje dolgoročnih naložb, 3.29
Načrtovanje kratkoročnih naložb, 6.19
Nadziranje finančnega izvajanja, 8.2
Nadzorovanost poslovanja, 9.3
Nakup lastnih delnic, 4.19
Nakup lastniškega deleža, 4.19
Nakup na odprt račun, 7.8
Nakupna delniška opcija, 4.20
Nakupni bon, 4.20, 4.32
Nalog za prenos, prenosni nalog, 5.27
Naloge finančne funkcije, 8.2
Naložba, finančna naložba, 0.17, 2.2
Naložba, zapadla v plačilo, 0.17
Naložbe v osnovna sredstva, 3.4
Naložbe za lastnem račun, 9.17
Naložbe za tuj račun, 9.17
Naložbena dejavnost, 9.2
Naložbena možnost, 3.29
Naložbena politika banke, 9.43
Navadna delnica, 4.16
Navadni lastniški kapital, 2.3
Navpični prevzem, 12.13

Nefinančne naložbe, 1.10
Neformalna odvisnost podjetij, 8.12
Negativni trend, 6.19
Nekomercialne nevarnosti, 10.1
Nekomercialno financiranje, 7.33
Nekoordinirano financiranje, 7.33
Neodvisnost poslovanja podjetja, 1.10
Neopredmetena dolgoročna sredstva, 3.3
Nepogodbno financiranje, 7.33
Nepogojni lastniški kapital, 4.15, 4.21
Neposredni cilji finančne funkcije, 1.5
Neposredni lastniški kapital, 4.15
Neposredno financiranje, 7.33
Nerealizirani kapitalski dobički pri investicijskih skladih, 11.26
Nereinvestirana amortizacija, 3.32
Neudeležbena prednostna delnica, 4.16
Neugodna cenovna sestava, 13.10
Neugodna stroškovna sestava, 13.10
Nevplačani vpisani kapital, 4.29
Nevarnostni primer, 10.15
Nezaračunani prihodki, 6.16
Nezavarovana obveznica, 4.45
Nezavarovano financiranje, 7.33
Nizka stopnja zadolženosti, 13.5
Nominalna diskontna stopnja, 3.42
Normalna donosnost kapitala, 13.2
Notranja donosnost, 3.16
Notranja organizacijska struktura podjetja, 8.3
Notranja vrednost lastniškega kapitala, 4.51
Notranje financiranje, 7.7, 3.33
Nove naložbe, 3.33

O

Obdobje vračila, 12.44
Obličnost naložbe, 9.10
Oblike povezanosti podjetij, 8.12
Obnavljajoče se financiranje, 7.33
Obnavljajoča se posojila, 4.39
Obratna sredstva, 6.1
Obratni kapital, 0.19
Obratovalni stroški zavarovalnice, 10.27
Obresti, 0.17
Obrestna marža, 9.37
Obrestna mera, 4.12, 9.8
Obrestna zamenjava, 5.29
Obrestna pogodba, 5.29
Obseg poslovanja, 6.27
Obvezna rezerva v bankah, 9.4
Obveznica, 4.45
Obveznica s prodajno opcijo, 4.45
Obveznica s spremenljivo obrestno mero, 4.45
Obveznica brez zapadlosti v plačilo, 4.46
Obveznica z enkratnim odplačilom, 4.45

Obveznica z možnostjo odpoklica, 4.45
Obveznica z nakupnim bonom, 4.45
Obveznica z obročnim odplačilom, 4.45
Obveznosti do dobaviteljev, 7.8
Obvladovanje tveganja, 6.24
Obvladovanje tveganja s kratkoročnim naložbami, 6.28
Ocena priložnosti, 6.19
Odgovornost na področju financ v podjetju, 8.20
Odkup dolgov z diskontom, 5.66
Odkup terjatev, 4.46
Odkupljene kratkoročne terjatve, 6.9
Odkupna vrednost police, 10.12
Odločanje o dolgoročnem financiranju, 4.2
Odločanje o dolgoročnem investiranju, 3.7, 3.8
Odločitve o financiranju, 2.6
Odloženi odhodki, 6.16
Odloženi stroški, 6.16
Odprti sklad, glej Vzajemni sklad, 11.2
Odstop terjatve
Odškodnina, 10.10
Odtujitev dela podjetja, 12.3
Ofenzivni prevzem, 12.9
Okolje, 6.19
Odprta delniška družba, 4.36
Odstop terjatev, 5.27
Odstotek dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb, 4.54
Olistinjenje, **sekuritizacija**, 4.46
Opcija, 5.29
Operativno finančno načrtovanje
Operativno (poslovno) tveganje, 5.22
Opportunitetni prihodki, 5.13
Opravljanje finančnih storitev, 9.2
Opravna, provizija, 11.34
Opredmetena osnovna sredstva, 3.4
Oprema, 9.15
Optimalna struktura kapitala, 3.41, 4.9
Optimalna kratkoročna plačilna sposobnost podjetja, 5.5
Optimalna likvidnostna rezerva, 5.4
Optimalna politika dividend, 4.25
Optimalne kratkoročne finančne naložbe, 6.32
Optimalna zaloga, 5.76
Optimalni obseg denarja, 6.6
Optimalni obseg kratkoročnih finančnih posojil, 7.13
Optimalni obseg kratkoročnih terjatev iz poslovanja, 6.11
Optimalni obseg obveznosti do dobaviteljev, 7.8
Optimalni obseg zalog, 6.15
Optimizacija kratkoročnih naložb, 6.22
Optimizacija likvidnostne strukture obratnih sredstev, 5.30
Optimizacija obveznosti do virov sredstev
Optimizacija strukture premoženja, 5.75
Organizacijska kultura, 9.41
Organizacijska kultura podjetja, 8.10
Organizacijska oblika podjetja, 8.10
Organizacijske enote podjetja, 8.6

Organiziranje finančne funkcije, 8.44
Organiziranost finančne funkcije, 2.1, 8
Organiziranost finančne službe, 2.26
Osnovne oblike zavarovanj, 10.13
Osnovni finančni inštrumenti, 9.43
Ožje okolje, 8.10

P

Pasivna obrestna mera, 9.20
Pasivna strategija investiranja, 11.20
Pasivne časovne razmejitev, 7.21
Plačilna kartica, 0.9
Plačilna nesposobnost podjetja, 13.2
Plačilna sposobnost podjetja, 1.10
Plačilni pogoji, 6.27
Plačilni promet, 9.2
Plačilni inštrument, 6.26
Plačilni promet, 1.10
Plačilno sredstvo, 0.12
Pobot, 5.27
Pobot terjatev z nasprotno terjatvijo, 13.50
Podjetje v težavah, 13.1, 13.2
Podjetniško tveganje, 3.43
Podpovprečna dobičkonosnost, 13.2
Podpovprečna donosnost, 13.3
Podrejeno zavarovana obveznica, 4.45
Pogodba o pogojni izdaji delnic, 4.29, 4.34
Pogodba vnaprej, 5.29
Pogodbeno financiranje, 7.33
Pogojne terjatve, 13.51
Pogojni lastniški kapital, 4.15, 4.29, 4.35
Pogojno plačilo, 12.66
Pojasnila k računovodskim izkazom, 4.29
Pokojninski sklad, 4.57
Pokojninsko zavarovanje, 10.1
Policna posojila, 10.8
Politika dividend, 4.20, 4.24
Politika dolgoročnega financiranja, 4.52
Politika dolgoročnega investiranja, 3.29
Politika izplačevanja dividend, 4.23
Politika kratkoročnega financiranja, 7.30
Politika kratkoročnega investiranja, 6.19
Politika zavarovanja naložb, 9.43
Ponovni nakup, 5.9, 7.23
Pooblaščenno razpolaganje z obveznostmi, 8.31
Pooblaščenno razpolaganje s sredstvi, 8.31
Poplačilo upnikov, 13.63
Popravljen notranja stopnja donosov, 3.36
Poravnava, 13.29
Poravnava obveznosti, 6.24
Poravnavanje obveznosti, 6.25
Portfeljska analiza, 8.35
Poroštvo, 13.44

Posebna stečajna masa, 13.37
Poslovna kultura, 9.41
Poslovna povezanost podjetij, 8.12
Poslovna skrivnost, 9.41
Poslovni načrt, 7.13
Poslovni najem
Poslovni partnerji, 8.18
Poslovni tok, O.3
Poslovni vzvod podjetja, 3.33
Poslovnofinančna načela, U
Poslovnofinančni standardi, U
Poslovnoizidni tokovi, 0.14
Posojilo z garancijami, 10.16
Posojilo z jamstvom države, 10.16
Pospešeni koeficient, 5.48
Posredni cilj finančne funkcije, 1.5
Posredni lastniški kapital, 4.15
Posredno financiranje, 7.23, 7.33
Potrebna likvidnostna rezerva, 5.6
Povezana podjetja, 8.26
Pozavarovalna pogodba, 10.10
Pozavarovalna premija, 10.10, 10.21
Pozavarovalni pool, 10.1
Pozavarovalni posli, 10.1
Pozavarovalnica, 10.11
Pozavarovatelj, 10.8
Pozitivna gibanja, 6.19
Pozitivni trend, 6.19
Pravica poplačila, 13.36
Pravica retencije, 13.36
Pravilnik o financiranju, 8.45
Predčasno plačilo, 7.2
Predkupna pravica, 13.41
Predmet finančne funkcij, 1.10
Prednostna delnica, 4.16
Prednostna delnica brez glasovalne pravice, 4.16
Prednostna delnica brez odpoklica, 4.16
Prednostna delnica s pogojnimi glasovalnimi pravicami, 4.16
Prednostna delnica s spremenljivim odstotkom dividende, 4.16
Prednostna delnica s stalnim odstotkom dividende, 4.16
Prednostna delnica z odpoklicem, 4.16
Prednostni lastniški kapital, 5.51
Predujem, 7.16
Premija za tveganje, 3.41
Prestoitveno kreditiranje, 7.10
Premoženje, sestavljeno iz vrednostnih papirjev (portfolio), 6.31, 10.29
Preneseni čisti dobiček, 4.28
Prenos vrednostnic (vrednostnih papirjev), 6.26
Prenosljive vrednostnice (vrednostni papirji), 11.2
Preoblikovalnost sredstev, 2.9
Preoblikovanje obveznosti do virov sredstev, 7.35
Preoblikovanje sredstev
Prevzem podjetja, 12.1, 13.5
Prevzemnik, 12.1

Prevezemno podjetje, 12.2, 12.35
Prevezeto podjetje, 12.2
Prihodki od finančnih storitev, 8.29
Prijazni prevzem, 12.5
Prinosniška obveznica, 4.45
Pripojitev podjetja, 12.2
Priprava finančnega izvajanja, 8.2
Prisilna likvidacija podjetja, 13.56
Priskrba sredstev, 7.35
Pristojnosti na področju financ v podjetju, 8.20
Pristojnosti odločanja, 8.46
Pristojnosti odločanja o dolgoročnem financiranju, 8.46
Pristojnosti odločanja o dolgoročnih naložbah, 8.46
Pristojnosti odločanja o kratkoročnem financiranju, 8.46
Pristojnosti odločanja o kratkoročnih naložbah, 8.46
Pristojnosti odločanja o nadzoru izvajanja finančne funkcije, 8.46
Pristojnosti odločanja o nalogah finančne službe, 8.46
Procesna organizacijska struktura, 8.7
Prodaja in poslovni najem, 4.46
Prodaja vrednostnic (vrednostnih papirjev) finančni inštituciji, 4.59
Prodaja vrednostnic (vrednostnih papirjev) prek finančne inštitucije, 4.59
Produktna organizacijska struktura, 8.7
Projekt dezinvestiranja, 3.33
Prosti kapital, 9.12
Prostovoljna likvidacija podjetja, 13.12, 13.56, 13.58
Prostovoljno pokojninsko zavarovanje, 10.1
Prostovoljno zdravstveno zavarovanje, 10.1

R

Računovodska stopnja donosa, 3.36
Računovodske kategorije, 5.10
Razdelitev podjetja, 12.3
Razdelitvena masa, 13.37
Razdruževanje podjetij, 12.3
Razpršenost naložb, 10.15, 11.10, 11.18
Razvitost finančne funkcije, 8.37
Razvojna raven, 8.34
Razvojna strategija podjetja, 9.23
Razvojni cilji podjetja, 8.3
Razvojni program, 4.52
Razvojni skladi, 4.56
Razvojno tveganje, 5.70, 9.42, 9.48
Realna diskontna stopnja, 3.42
Recesija, 7.15
Rembursno kreditiranje, 7.19
Reorganiziranje finančne funkcije, 8.44
Restriktivna politika dividend, 13.6
Retrosesijski posli, 10.21
Rezervacije pri investicijskih skladih, 11.28
Rezervacije za slabe naložbe, 9.44
Ročnost kredita, 7.8
Ročnost naložbe, 9.10, 10.26

S

Samofinanciranje, 7.7
Sanacija podjetja, 9.46
Sedanja vrednost denarnega toka, 1.14
Sekundarna likvidnost, 6.8
Sezonska obratna sredstva, 7.10
Sezonsko blago, 7.15
Sindicirano posojilo, 12.71
Sinergijski učinek, 12.24
Sklad, 9.1
Sklad kapitalskih dobičkov, 11.9
Sklad kapitalskih in vnovčenih dobičkov, 11.9
Sklad vnovčenih dobičkov, 11.9
Sklad kratkoročnih vrednostnic, 11.9
Sklad nepremičnin, 11.9
Sklad obveznic, 11.9
Sklad ravnotežja, 11.9
Sklad vnovčenih in kapitalskih dobičkov, 11.9
Sklenitelj zavarovanja, 10.12
Skrite izgube, 4.22
Skrite rezerve, 4.22
Skupina podjetij, 8.10
Slovenski zavarovalni biro, 10.1
Solastništvo v podjetjih, 9.14
Solidarna odgovornost, 8.22
Sovražni prevzem, 4.20, 12.5
Sozavarovalni posli, 10.1
Specializacija, 8.22
Specializiran sklad, 11.9
SPIN (SWOT) matrika, 8.33
Splošna obrestna mera centralne banke, 9.8
Splošne gospodarske razmere, 7.15
Spojitev podjetij, 12.2
Sprememba sestave dolga, 13.19
Spremenljiva obrestna mera, 7.6
Spremenljivi stroški financiranja, 4.38
Sprotna raven, 8.35
S provizijo, 11.4
Srednjeročni načrti, 8.45
Sredstva, 0.7
Stalno vezane kratkoročne naložbe, 5.67, 5.68
Statična vrednost delnic, 12.41
Stečaj, 5.4
Stečaj podjetja, 13.1
Stečajna bilanca, 13.26
Stečajna masa, 13.33
Stečajni postopek, 13.11
Stečajni senat, 13.35
Stečajni upnik, 13.57
Stečajni upravitelj, 13.27
Stil vodenja, 8.10
Stopnja diskontiranja denarnih tokov, 12.31
Stopnja dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb, 5.75

Stopnja finančnega vzvoda, 5.51
Stopnja notranje decentralizacije vodenja podjetja, 5.77
Stopnja rasti čistega dobička na delnico, 3.41
Stopnja udeležbe dolgoročnih obveznosti v celotnem kapitalu, 4.54
Stopnja vnovčljivosti sredstev, 2.9
Stopnja zadolženosti, 13.6
Strateška poslovna področja, 8.34
Strateško finančno načrtovanje
Strateško razvojni razlogi dolgoročnega dezinvestiranja, 3.22
Strošek kapitala, 3.17, 12.26
Strošek obveznosti do dobaviteljev, 7.8
Stroški financiranja, 4.38
Stroški finančne stiske, 4.11, 5.4
Stroški finančnih storitev, 8.29
Stroški manipulacije, 6.14
Stroški naložb, 9.37
Stroški plačilne nesposobnosti, 6.6
Stroški posojila, 7.13
Stroški skladiščenja, 6.14
Stroški stečajnega postopka, 13.46
Stroški sovražnega prevzema, 4.20
Stroški uničenja, 6.14
Stroški zastaranja, 6.14
Stroški zavarovanja, 6.14
Struktura financiranja, 4.20, 9.19
Struktura kapitala, 4.4
Struktura kratkoročnih naložb, 6.20
Struktura naložb, 9.23
Subjektivni razlogi za dolgoročno dezinvestiranje, 3.21

Š

Širše okolje, 8.10
Škodni proces, 10.29

T

Taktično finančno načrtovanje
Tehnološka opremljenost podjetja, 8.3
Tehnološki napredek, 5.70
Tehtano povprečje stroškov kapitala, 3.40
Tekoča plačilna sposobnost, 7.10
Tihe rezerve, 4.22
Tokovi gibanja sredstev, 0.16
Trajni kapital, 4.17
Transakcijski stroški, 6.8
Transakcijsko vodenje, 8.16
Trg kapitala, 4.12, 4.58
Tržna dividendna stopnja, 3.41
Tržna naložba bank, 9.7
Tržna obrestna mera, 9.12
Tržna usmeritev podjetja, 5.70
Tržna vrednost delnic, 4.20
Tržna vrednost lastniškega kapitala, 4.51

Tržni položaj podjetja, 5.70, 10.29
Tržno tveganje, 3.43, 5.23, 9.46
Tvegalni kapital, tvegani kapital, 4.6
Tvegana aktiva, 9.32
Tveganje, 1.10
Tveganje pri dolgoročnih finančnih naložbah, 5.71
Tveganje pri financiranju, 2.3
Tveganje pri investiranju, 2.2
Tveganje pri izterjavi, 6.10
Tveganje pri kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja, 5.22
Tveganje pri kratkoročnih finančnih naložbah, 5.24, 6.30
Tveganje pri posamezni naložbi, 3.43
Tveganje pri obrestni meri, 5.23
Tveganje pri stabilnosti prodaje, 6.10
Tveganje pri strukturi financiranja, 5.72
Tveganje pri tekočem poslovanju, 2.5
Tveganje pri poslovanju, 1.5
Tveganje z dolgoročnega vidika
Tveganost naložb, 9.8, 10.26, 11.18

U

Učinkovitost izvajanja finančne funkcije, 8.10, 8.28, 8.29
Udeležbena obveznica, 4.45
Udeležbena prednostna delnica, 4.16
Udeležbeno financiranje, 7.33
Upnik, 13.29
Upniški kapital, dolgovani kapital, 4.4, 4.37
Upniški odbor, 13.39
Upravljalnost družbe, 11.18
Upravljanje z naložbami, 11.19
Usmeritev gospodarske politike, 5.70
Usmeritev podjetja v okolju, 5.70
Usmerjenost vodenja na ljudi, 8.16
Uspešnost finančne funkcije, 8.29
Ustanovitveni sklad, 10.23

V

Valutna razmerja, 5.29
Valutno tveganje, 5.23
Varnost naložbe, 9.3, 9.16
Varnostne rezerve, 10.23
Varovanje podatkov, 9.39
Varovanje v pogledu poslovnih tveganj, 9.39
Varstvo okolja, 9.38
Varščina, 7.16
Vezana sredstva v poslovanju, 6.10
Vezana vloga, 9.25
Velikost podjetja, 8.3
Viri financiranja, 0.6
Viri lastniškega kapitala, 4.56
Viri upniškega (dolgovanega) kapitala, 4.57
Visok finančni vzvod, 13.5

Vizija podjetja, 8.3
Vloge, 9.21
Vnovčevanje likvidacijske mase, 13.61
Vnovčevanje premoženja podjetja, 13.61
Vodenje financ, 8.11
Vodja finančne službe, finančni vodja, 2.25
Vodoravni prevzem, 12.12
Vpogledna vloga, 9.25
Vračanje sredstev, 7.35
Vračilo naložbe, 9.12
Vrednostnica, vrednostni papir, 0.10
Vrednotenje podjetja, 12.50
Vrednotenje nefinančnih naložb, 1.10
Vrsta dejavnosti, 8.3
Vzajemna zavarovalnica, 10.1
Vzajemni sklad, odprti sklad, 11.2
Vzajemno zavarovanje, 10.1

Z

Začetna likvidacijska bilanca, 13.61
Zadolževanje, 5.51
Zadolžnica, 7.20
Zaloge, 6.2, 6.12
Zaloge v konsignaciji, 7.23
Zamenljiva dolgoročna vrednostnica (vrednostni papir), 4.30
Zamenljiva obveznica, 4.30, 4.45
Zamenljiva vrednostnica (vrednostni papir), 4.20, 12.63
Zamudne obresti, 7.8
Zapadlost plačila, 7.8
Zaprta delniška družba, 4.36
Zaprta prodaja vrednostnic (vrednostnih papirjev), 4.59
Zaprti sklad, glej Investicijska družba, 11.2
Zastava, 5.28, 9.46
Zastavna pravica, 13.36
Zavarovalec, 10.8
Zavarovalna premija, 10.8
Zavarovalna vsota, 10.12
Zavarovalni pool, 10.1
Zavarovalni posli, 10.1
Zavarovalni posrednik, 10.29
Zavarovalni statistični standardi, 10.25
Zavarovalnica, 10.1
Zavarovalnina, 10.13, 10.15
Zavarovalno tehnične rezervacije, 10.2
Zavarovalnotehnični izid, 10.26
Zavarovalstvo, 10.15
Zavarovanec, 10.15
Zavarovanje, 10.9
Zavarovanje naložb, 9.44
Zavarovanje posojila, 7.13, 9.28
Zavarovanje plačil upnikom, 6.24
Zavarovano financiranje, 7.33
Zavod za pokojninsko zavarovanje Slovenije, 10.1
Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije, 10.1
Zdravstveno zavarovanje, 10.1
Združevanje podjetij, 12.2
Zelena karta, 10.1
Zunajbilančne naložbe, 9.17
Zunajbilančni dolgoročni finančni položaj, 5.55
Zunajbilančno financiranje, 7.33
Zunajbilančni finančni inštrument, 0.4, 9.18
Zunajbilančni lastniški kapital, 4.22
Zunajbilančni tok, 0.5
Zunajbilančno dolgoročno upniško financiranje, 4.37, 4.46
Zunajbilančno kratkoročno financiranje, 7.23
Zunanje financiranje
Z vrednostnicami (vrednostnimi papirji) zavarovana obveznica, 4.45

Ž

Življenjska zavarovanja, 10.9