Mag. Samo Javornik*

UGOTAVLJANJE KAPITALSKE NEUSTREZNOSTI

Solvency Opinion

POVZETEK ● *Kreditna zasvojenost, ki smo ji Slovenci podlegli v obdobju zadnje konjunture, se je za nastopom recesije v l. 2008 prevesila v najhujšo nočno moro po l.1991. Kombinacija povečane zadolženosti in upada ravni poslovanja je mnoga slovenska podjetja in posameznike pripeljala na rob preživetja. Vprašanja vezana na (In)solventnost in plačilno (ne)sposobnost so postala pogosta spremljevalka finančnega vsakdana podjetij. Mnogo novosti je na področje solventnosti in plačilne sposobnosti podjetij prinesel v l. 2008 sprejet Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju, ki je, poleg proceduralnih novosti, vpeljal tudi eksterno presojo solventnosti podjetja in programov finančnega prestrukturiranja v primeru, da je do njih prišlo. To nalogo so prevzeli pooblaščeni ocenjevalci vrednosti. Presoja solventnosti podjetja ni enostavno tehnično opravilo vezano na izračun dveh finančnih kazalnikov na osnovi arbitrarno določenih kriterijev, ki jih predvideva zakon. Korektna strokovna presoja mora biti bistveno širša. Zajemati mora vsaj tri teste: test bilance stanja, test denarnih tokov in test robustnosti kapitala podjetja. V primeru, da je ugotovljena insolventnost podjetja, mora menedžment podjetja pripraviti program finančnega prestrukturiranja, ki mora izkazovati več kot 50% verjetnost uspešnosti tovrstnega početja. Presoja vzdržljivosti programa finančnega prestrukturiranja podjetja mora biti celovita in mora polega čisto finančnih dejavnikov zajemati tudi presojo vzdržljivosti samega poslovnega modela podjetja. Prestrukturiranje mora v prvi vrsti odpraviti ključne vzroke, ki so podjetje pripeljali v finančno stisko, izkazati pa mora tudi sposobnost podjetja, da na daljši rok obvladuje vsa pomembna notranja in zunanja tveganja. Sposobnost zagotavljanja kratkoročne plačilne sposobnosti je za podjetje potrebni, zagotavljanje dolgoročne plačilne sposobnosti pa zadostni pogoj, da lahko predpostavimo, da je zadoščeno pogojem solventnosti.*

Ključne besede ● *Solventnost, test denarnih tokov, finančna stiska, test bilance stanja, test robustnosti kapitala, verjetnost, nihajnost, dolg, sredstva, plačilna sposobnost.*

* magister poslovodenja in organizacije; pooblaščeni ocenjevalec vrednosti podjetij; član uprave, Triglav DZU d.o.o..

1. KREDITNA ZASVOJENOST SLOVENCEV V OBDOBJU 2004-2008

Slovenija je v obdobju po l. 2004 zapadla v stanje klinične zasvojenosti z najemanjem vsakovrstnih posojil, kar je veljalo tako za gospodarstvo, kot tudi prebivalstva. Po razpoložljivih podatkih je bil v l. 2004 dolg slovenskega gospodarstva 15 milijard evrov, le-ta se je do l. 2008, ko se je v svetu razplamtela najhujša recesija po l. 1920, povečal na vrtoglavih 39 milijard evrov. Zadolženost sama po sebi ne bi bila problematična, če ne bi iz leta v leto prihajalo do vse večjega strukturnega neravnotežja vezanega na namen za katerega so bila s krediti pridobljena sredstva porabljena. Menedžment podjetij denarja, ki so si ga izposojali, v veliki meri ni uporabljali za vlaganja v razvoj z ekonomsko logiko, da morajo investicije vrniti vložena sredstva in ustvariti želeni donos. Povprečna neto plača in minimalna plača (beri stroški dela) sta se v tem obdobju zvišali za četrtino, pokojnine pa so se v obdobju 2006–2008 usklajevale z rastjo plač. Brezposelnost se je znižala za 35%. Skratka to je bilo obdobje navideznega razcveta in blagostanja, za katerega smo bili prepričani, da se bo nadaljevalo še dolga leta v prihodnost. A kaj ko je treba izstavljene račune na koncu vedno plačati! V letu 2009 je Slovenija doživela prvo znižanje realnega BDP po l. 1992. BDP je upadel za rekordnih 7,8%, nič bolje jo ni odnesla dodana vrednost slovenskega gospodarstva, ki je v zadnjem kvartalu prejšnjega leta, v primerjavi z zadnjim kvartalom leta poprej, upadla za realnih 5,5%. Po letih ekonomskega razvrata je napočila ura streznitve.

Ampak zakaj tako dramatičen makroekonomski uvod v prispevek, ki naj bi se ubadal z ugotavljanjem kapitalske neustreznosti? Že teh nekaj napeberkovanih številk o trenutnem stanju v slovenskem gospodarstvu kaže na to, da se je slovenska ekonomija ujela v past (pre)zadolženosti in da je pred nami obdobje finančne »katarze« oz. postopnega prostovoljnega in malo manj prostovoljnega razdolževanja na vseh ravneh družbe in gospodarstva. Če je bil pojem solventnosti oz. kapitalske ustreznosti, še pred kratkim zgolj pojem, ki s(m)o ga zasledili v teoretičnih razglabljanjih o finančni strukturi podjetij, se je solventnost, skozi tragikomične primere ISTRABENZA in PIVOVARNE LAŠKO, kot dveh najbolj razvpitih »žrtev« pretiranega zadolževanja, prikradla v center pozornosti slovenske javnosti.

In ravno v obdobju ekonomskega razvrata slovenskega gospodarstva se je pripravljala sprememba zakonodaje na področju urejanja finančnega poslovanja podjetij, ki so zašla v finančno stisko. Tako je bil v Uradnem listu RS, št. 126/07 dne 31.12.2007 objavljen Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (v nadaljevanju »ZFPPIPP«). Velja od 15.01.2008, uporabljati pa se je začel 01.10.2008 (razen posameznih določb, ki se uporabljajo že od njegove uveljavitve dalje). Ta zakon je uvedel nekaj novih institutov in principov s področja solventnosti, in finančnega

prestrukturiranja, ki jih v preteklosti nismo poznali. Ne glede na nekatere nove rešitve, ki jih je nov zakon predstavil, lahko rečemo, da vnaša na področje upravljanja in ocenjevanja podjetij, ki so v finančni stiski vsaj toliko vprašanj in dilem, kot ponuja odgovorov.

Če smo lahko nekoliko cinični (pa obljubljamo, da ne bomo več), bi dejali, da so zakonodajalci v l. 2008 idealno ujeli timing uveljavitve zakona, ki se je časovno in vsebinsko prekril s skorajšnjim kolapsom slovenskega gospodarstva. Temi o solventnosti podjetij in njihovi plačilni sposobnosti bosta z nami še kar nekaj časa, zato si jih kaže pogledati nekoliko pobližje.

2. PRAVNI OKVIRI UREJANJA INSOLVENTNOSTI

2.1. Pravila igre, ki jih določa ZFPPIPP (Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju)

2.1.1. Pravila in načela

Najprej nas zakon napoti na pravila in načela, ki jih moramo pri obravnavanju podjetij v finančni stiski upoštevati. Primaren vir pravil in načel so poslovno finančna načela in standardi, hkrati pa je izrecno poudarjeno, da med pravila poslovno finančne stroke spadajo tudi druga izkustvena pravila skrbnega finančnega poslovanja, ki so splošno uveljavljena v poslovno finančni stroki. Takšno odprtost zakona v povezavi s pravili in načeli je potrebno uporabiti kot priložnost, da v razumevanje problematike podjetij v finančni stiski, vpeljemo vse izkušnje in dobre prakse iz gospodarstev z daljšo tradicijo urejanja problematike na tem področju. Pri tem se moramo zgledovati po dobrih praksah, ki finančno stisko podjetja razumejo nekoliko širše, torej ne zgolj kot fenomen strukturnih neravnovesij, ki se pojavijo v bilanci stanja podjetja v finančni stiski. Sposobnost razumevanja kategorij plačilne sposobnosti in solventnosti je namreč v veliki meri vezano na sposobnost razumevanja logike denarnih tokov, vključno z njihovimi najpomembnejšimi vzvodi. Le-ti so lahko posledica načina delovanja mnogih vzvodov, od vpliva makroekonomskega okolja do panožnih značilnosti, notranjih procesov in politik ipd. Govorimo torej o nečem, kar daleč presega zgolj računovodsko evidentiranje, poročanje in analiziranje poslovnih dogodkov. Računovodske informacije nam res lahko služijo kot indikator preteklega dogajanja v podjetju in kot indikator preseka trenutnega premoženjskega stanja, nikakor pa ne morejo biti edini in ključni presojevalec prihodnje poslovne usode podjetja v finančni stiski. Računovodstvo je namreč transakcijsko usmerjen sistem, ki temelji na logiki

evidentiranja transakcij, ki so se (v pretežni meri) že zgodile. Tako npr. dejavnik finančnega ali poslovnega tveganja, ki se ne realizira v obliki dokumentarno podprte transakcije, v računovodskih evidencah sploh ni evidentiran, čeprav dejansko obstaja in ima lahko na poslovanje podjetja in/ali njegovo finančno stanje pomembne posledice. V svetu moderne globalne ekonomije je tovrstnih dejavnikov iz dneva v dan več. Računovodstvo, katerega temeljni principi in orodja se niso spremenili že tja od Mezopotamije naprej, niti nima ambicije posegati v netransakcijske sfere delovanja modernih podjetij. Za to so na razpolago druga orodja. Deloma bomo o njih razpravljali v nadaljevanju tega sestavka.

Preden se podrobneje posvetimo problematiki (ne)solventnosti podjetij, si na hitro poglejmo še zakonske definicije nekaterih pojmov, s katerimi se bomo v nadaljevanju najpogosteje srečevali.

2.1.2. Opredelitve pojmov

11.člen ZFPPIPP govori o kratkoročni in dolgoročni plačilni sposobnosti podjetij in o njihovi kapitalski ustreznosti. Zakonska definicija teh kategorij je naslednja:

1) **Kratkoročna plačilna sposobnost** je sposobnost pravne ali fizične osebe v določenem časovnem obdobju poravnati vse obveznosti, ki so zapadle v tem časovnem obdobju.
2) **Dolgoročna plačilna sposobnost** je trajna sposobnost pravne ali fizične osebe izpolniti vse obveznosti ob njihovi zapadlosti.
3) Pravna oseba ali podjetnik je **dolgoročno plačilno sposoben**, če je obseg njegovih dolgoročnih virov financiranja zadosten glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljen pri opravljanju teh poslov (v nadaljnjem besedilu: **kapitalska ustreznost**).

Poglejmo si še definicijo insolventnosti (14. člen), definicijo finančnega prestrukturiranja (15. člen) in definicijo finančnega stanja dolžnika, ki ga zakon opredeli kot insolventnost dolžnika (16. člen).

Najprej **insolventnost:**

1) **Insolventnost** je položaj, ki nastane, če dolžnik oziroma dolžnica (v nadaljnjem besedilu: dolžnik):

    1. v daljšem obdobju ni sposoben poravnati vseh svojih obveznosti, ki so zapadle v tem obdobju (v nadaljnjem besedilu: **trajnejša nelikvidnost**), ali

    2. postane **dolgoročno plačilno nesposoben**.

2) Če se ne dokaže drugače, velja, da je **dolžnik trajneje nelikviden**:

1. pri dolžniku, ki je pravna oseba, podjetnik ali zasebnik: če za **več kot dva meseca zamuja** z izpolnitvijo ene ali več obveznosti v skupnem znesku, ki **presega 20 odstotkov zneska njegovih obveznosti**, izkazanih v letnem poročilu za zadnje poslovno leto pred zapadlostjo teh obveznosti,

3) Če se ne dokaže drugače, velja, da je dolžnik postal dolgoročno plačilno nesposoben:

1. če je vrednost njegovega premoženja manjša od vsote njegovih obveznosti (v nadaljnjem besedilu: **prezadolženost**),

2. pri dolžniku, ki je kapitalska družba: tudi **če je izguba** tekočega leta skupaj s prenesenimi izgubami **dosegla polovico osnovnega kapitala** in te izgube ni mogoče pokriti v breme prenesenega dobička ali rezerv.

Proces »zdravljenja« podjetij (finančno prestrukturiranje) je opredeljen na naslednji način

Finančno prestrukturiranje je celota ukrepov, ki se izvedejo, da bi dolžnik postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben (v nadaljnjem besedilu: ukrep finančnega prestrukturiranja), in lahko vključujejo:

1) zmanjšanje in odložitev zapadlosti dolžnikovih obveznosti,

2) pri kapitalski družbi: izvedbo povečanja osnovnega kapitala z novimi stvarnimi vložki, katerih predmet so terjatve upnikov do dolžnika, ali z novimi denarnimi vložki in

3) druge ukrepe, katerih izvedba v skladu s pravili poslovno finančne stroke omogoča odpravo vzrokov dolžnikove insolventnosti in zagotavlja, da dolžnik postane kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben.

Na koncu pa še opredelitev insolventnega dolžnika. Insolventni dolžnik je pravna ali fizična oseba, nad katero se v skladu s tem zakonom začne postopek zaradi insolventnosti

Po obširnih in ne prav preglednih definicijah pojmov povezanih z različnimi finančnimi stanji podjetja, poskušajmo iz vseh teh pojmov izluščiti tisto, kar je premalo jasno opredeljeno, ter postaviti distinkcije med pojmi, ki se v praksi pogosto mešajo. Najprej poudarek vezan na dolgoročno plačilno sposobnost. V okviru definicije dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja sta pomembna dva momenta, ki jih uporabniki pogosto spregledajo ali zanemarijo.

1. Dolgoročna plačilna sposobnost podjetja je vezana na zadosten obseg dolgoročnih virov podjetja. Pri tem je potrebno posebej poudariti, da obseg dolgoročnih virov ni izključno statična kategorija. Pod »zadosten obseg« dolgoročnih virov spadajo tudi vsi potencialni dolgoročni viri, ki jih je podjetje sposobno zagotoviti v potrebnem času po normalnih pogojih in

lahko dolgoročno služijo za poravnavanje zapadlih obveznosti podjetja. Ti potencialni dolgoročni viri v računovodskih izkazih podjetja niso evidentirani. Zgolj presoja preseka virov financiranja podjetja (analiza bilance stanja), v primeru presoje njegove dolgoročne plačilne sposobnosti, torej ni nujno zadostna za presojo dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja. Zgolj analiza bilance stanja podjetja torej ni dovolj - potrebna je širša presoja.

2. Dolgoročna plačilna sposobnost je vezana na upoštevanje poslovnih tveganj. Tudi pri evidentiranju poslovnih tveganj je računovodstvo neučinkovito. Tveganja niso povezana zgolj na pravilno vrednotenje postavk premoženja podjetja z vidika velikosti in verjetnosti njihove transformacije v denarni tok, temveč predstavljajo izjemno širok pojem, ki zelo široko zajema vsa poslovna tveganja, ki neposredno ali posredno lahko vplivajo na podjetje. Pa naj si bo to tveganje cikličnega gibanja gospodarstva ali pa tveganje ključnega človeka, brez katerega podjetje dolgoročno ne bi bilo več isto. Potrebna je torej širša presoja.

Preden zapustimo področje semantike, velja opozoriti še na nekaj pojmovne zmede, ki jo srečamo v vsakdanji praksi. Pogosto se mešata izraza kapitalska neustreznost in insolventnost podjetja. Izraz insolventnost je širši od izraza kapitalske ustreznosti. Stanje insolventnosti namreč poleg kapitalske neustreznosti (oz. dolgoročne plačilne (ne)sposobnosti) zajema tudi stanje trajnejše nelikvidnosti. Torej stanje, ko obstoječi in potencialni viri financiranja podjetja ne zadostujejo za zadovoljevanje potreb po likvidnih sredstvih. Zakon na tej točki postane arbitraren in postavi natančno opredelitev trajnejše nelikvidnosti razen v primeru, ko je podjetje sposobno dokazati drugače. Trajnejšo nelikvidnost veže na več kot dvomesečno zamudo pri plačevanju več kot dvajset odstotkov obveznosti. Hkrati stanje dolgoročne plačilne nesposobnosti (kapitalske neustreznosti) arbitrarno veže na stanje, ko je vrednost premoženja manjša od vrednosti obveznosti ali na stanje, ko akumulirana izguba doseže polovico osnovnega kapitala in je ni možno pokriti z ostalimi bilančnimi postavkami. Po ZFPPIPP postane podjetje insolventno takrat, ko je nad njim začet postopek insolventnosti. Insolventnost torej poleg širine opredelitve (trajnejša nelikvidnost in dolgoročna plačilna sposobnost) vključuje še procesni kriterij vezan na formalni začetek postopkov zaradi insolventnosti.

2.1.3. Vloga pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti

Večina insolvenčnih postopkov, ki so bili izvedeni v preteklih letih je posledica uveljavljanja omenjenih arbitrarnih kriterijev insolventnosti, ki sprožijo natančno opredeljene postopke in procese, ki jih morajo odgovorne osebe izpeljati zaradi nastanka pogojev insolventnosti. Ker so ti postopki, programi, analize in mnenja precej širši od zgolj finančne in računovodske perspektive, je ZFPPIPP v postopkih vezanih na insolventnost predvidel tudi vključevanje pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti podjetij, nepremičnin, strojev in opreme. V okviru postopka prisilne poravnave ta zakon pred pooblaščene ocenjevalce vrednosti podjetij postavlja nove naloge ki jih le-ti do sedaj niso imeli. ZFPPIPP od pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij zahteva, da pregleda načrt finančnega prestrukturiranja dolžnika in se v svoje poročilu opredeli o tem ali obstajajo materialno-pravne predpostavke za začetek postopka prisilne poravnave. Na ta način je zakonodajalec mnenje pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij opredelil kot enega od varovalni mehanizmov v okviru predhodnega postopka prisilne poravnave (oddelek 4.2 ZFPPIPP). Materialno-pravne predpostavke o katerih se opredeljuje pooblaščeni ocenjevalec vrednosti podjetij se nanašajo na potrditev, da:

- je dolžnik insolventen,
- bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočilo tako finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, in
- bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave, ki jo predlaga dolžnik, zagotovljeni ugodnejši pogoj plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek.

V tem primeru pooblaščeni ocenjevalec vrednosti podjetij ne podaja mnenja o vrednosti, temveč preko celovite poslovne in finančne analize že izdanih računovodskih izkazov in projekcije računovodskih izkazov dolžnika ugotavlja obstoj materialno-pravnih predpostavk za začetek postopka prisilne poravnave. Lahko bi rekli, da pooblaščeni ocenjevalec vrednosti v okviru ZFPPIPP nastopa v vlogi »finančnega strokovnjaka«, ki razpolaga z ustreznimi izkušnjami in znanji, ki se od njega pričakujejo v povezavi s tem zakonom in ne v vlogi ocenjevalca podjetja. Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v povezavi s postopkom prisilne poravnave v okviru ZFPPIPP je torej obvezna sestavina vloge za začetek postopka.

Ideja zakonodajalca je bila, da je v okviru postopka prisilne poravnave že ob predložitvi vloge za začetek postopka, potrebno dokazati obstoj 3 predpostavk, ki so ključne za začetek tega postopka, in sicer: insolventnost dolžnika, finančno prestrukturiranje na način, da bo dosežena dolgoročna in kratkoročna plačilna sposobnost dolžnika in potrditev, da bodo upnikom zagotovljeni boljši pogoji plačila v okviru prisilne poravnave kot bi jih dosegli v stečajnem postopku. V tem delu je ključna prav vloga pooblaščenega ocenjevalca

vrednosti podjetij, saj naj bi le-ta v okviru svojega poročila potrdil ali ovrgel obstoj teh predpostavk.

V kolikor pooblaščeni ocenjevalec vrednosti podjetij v svojem poročilu poda odklonilno mnenje, materialno-pravne predpostavke za postopek prisilne poravnave niso dosežene, kar posledično pomeni, da postopek prisilne poravnave ne more biti začet. Sledi stečajni postopek.

3. VSEBINSKA PRESOJA INSOLVENTNOSTI

Do sedaj smo tavali po katakombah pravnih definicij in formalnih postopkov vezanih na finančno stisko podjetij, ničesar pa nismo rekli o ekonomskih pristopih in vsebini presoje insolventnosti. V nadaljevanju se bomo osredotočili na vsebinsko plat presoje insolventnosti oz. plačilne sposobnosti.

3.1. Ali je dolžnik insolventen?

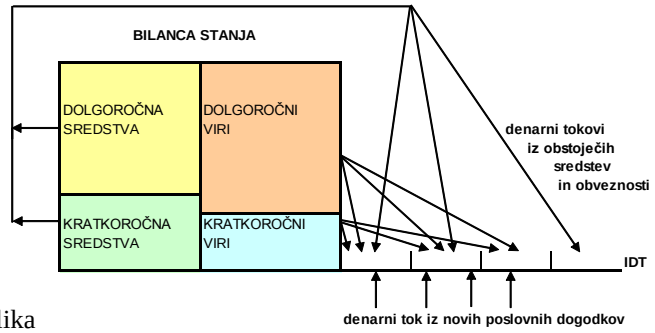
Kaj z vidika denarnih tokov pomeni insolventnost in kako jo izračunamo? Insolventnost pomeni, da podjetje dolgoročno iz denarnega toka iz poslovanja in/ali dezinvestiranja ni sposobno zagotoviti poplačila svojih obveznosti, do ravni, ki jo predstavlja dolgoročno vzdržno finančno stanje podjetja. Le-to je pogojeno z značilnostmi široko definiranega poslovnega procesa (tehnologija, panoga, dobičkonosnost, denarni cikel...). Ne gre torej za poplačilo vseh obveznosti ampak samo za poplačilo »presežnih« nad »normalno« ravnijo. Ob predpostavki »going concern« namreč podjetje vedno razpolaga z neko ravnijo poslovnega in finančnega dolga, ki je v sorazmerju z obsegom poslovanja podjetja. Po tej logiki insolventnost pomeni, da podjetje v določenem času iz denarnega toka iz poslovanja (brez, da bi s tem ogrozilo lastno sposobnost dolgoročnega preživetja) ni sposobno zmanjšati ravni poslovne in finančne zadolženosti v optimalne (in dolgoročno vzdržne) okvire.

Naloga, ki je pred nami se po vsebini prekriva z nalogo, ki jo v ZDA opredeljujejo kot »analizo solventnosti« (»Solvency analysis«) in je po vsebini sestavljena iz treh delov:

- testa bilance stanja,
- testa denarnih tokov in
- testa kapitalske ustreznosti (test robustnosti).

Pozitivna ocena vseh treh aspektov solventnosti je pogoj, da podjetje pridobi pozitivno oceno o tem, da je solventno. Logika, ki deluje v ozadju teh treh testov je vezana na dejstvo, da je poplačilo obveznosti kategorija prihodnosti (ne sedanjosti) in da je v okviru testa solventnosti potrebno testirati potencial vseh bodočih razpoložljivih denarnih prejemkov, ki bodo odločali o sposobnosti podjetja, da poplača svoje obveznosti. Vira bodočih denarnih prejemkov pa sta predvsem dva. Prvi vir so bodoči denarni tokovi, ki so na dan izdelave analize »zamrznjeni« v bilanci stanja v obliki preseka sredstev podjetja in so posledica preteklih poslovnih aktivnosti podjetja. Drugi, prav tako pomembni vir za poplačilo obveznosti, pa so denarni tokovi (prejemki), ki bodo nastali v prihodnosti, kot posledica bodočih poslovnih aktivnosti podjetja. Če bi analizo solventnosti omejili zgolj na analizo preseka obstoječih sredstev in obveznosti, bi iz analize izpadel izjemno pomemben del dejavnikov, ki dejansko odločajo o dolgoročni sposobnosti podjetja, da poravnava svoje obveznosti. Hkrati samo dejstvo, da ocenjena vrednost sredstev podjetja presega ocenjeno vrednost obveznosti podjetja ne pove nič o dolgoročni vzdržnosti razmerja med poslovno aktivnostjo in neto vrednostjo sredstev. Ta presežek, ki ga lahko imenujemo tudi vrednost kapitala podjetja ocenjena po metodi čiste vrednosti sredstev, mora biti dovolj visok, da lahko zagotavlja vzdržnost prihodnjega poslovanja podjetja. Zaradi tega je testu bilance stanja dodan še test kapitalske robustnosti.

Slika 1: Viri poravnavanja obveznosti podjetja



Vir: lastna slika

Od ocenjevalcev vrednosti podjetij ZFPPIPP v prvem koraku zahteva presojo solventnosti. Za korektno oceno solventnosti mora ocenjevalec vrednosti presoditi vse tri naštete vidike vidike. Če umanjka kateri od teh treh aspektov solventnosti, so lahko zaključki takšne analize nepopolni ali pa celo zavajajoči v eno ali drugo smer.

3.1.1. Test bilance stanja

V okviru testa bilance stanja presojamo ali je vrednost premoženja podjetja višja od vrednosti njegovih obveznosti. Gre torej za klasičen statični test, temelječ na preseku premoženja in obveznosti podjetja. Prvi korak v okviru testa bilance stanja je ocenitev vrednosti sredstev in obveznosti podjetja. Cenitev mora biti izdelana pod predpostavko »going concern« oz. neprekinjenega poslovanja podjetja. Podjetje zadostuje kriteriju solventnosti pod pogojem, da ocenjena vrednost sredstev presega ocenjeno vrednost obveznosti. Najpogostejši vir nesorazmerja med ocenjeno vrednostjo kapitala podjetja in njegovo knjigovodsko vrednostjo je nesorazmerje med pošteno in/ali tržno vrednostjo posameznih vrst sredstev ter njihovo knjigovodsko vrednostjo. Najpogostejši vir nesorazmerij so naslednje postavke iz bilance stanja:

Neopredmetena osnovna sredstva: so močno izpostavljena vsem vrstam zastaranja. Njihova vrednost skozi čas se ne zmanjšuje linearno, kakor v večini primerov predpostavlja postopno zmanjševanje vrednosti skozi metodo amortiziranja (samoiniciativno prevrednotovanje je redko). Stopnja tveganja vezana na vrednost neopredmetenih sredstev je po navadi tako visoka, da njihova poštena (tržna) vrednost pogosto odstopa od knjigovodske vrednosti, še posebej, če gre za neopredmetena sredstva, ki jih je podjetje izkazalo kot posledico prevzemnih aktivnosti. Neopredmetena sredstva so pogosto najpomembnejši vir neskladja med ocenjeno in knjigovodsko vrednostjo sredstev v podjetjih z visokim intelektualnim potencialom, storitveni dejavnosti in v dejavnosti holdingov, ki se ukvarjajo z M&A aktivnostmi.

Opredmetena osnovna sredstva: so najpogostejši vir neskladja med ocenjeno in knjigovodsko vrednostjo v industrijskih podjetjih oz. kapitalsko intenzivnih podjetjih. Vzrok tega neskladja je pogosto vezan na ciklično gibanje ekonomije (konjunktura-recesija), disruptivne spremembe v tehnologiji, tehnološko zastaranje, lokacijsko umeščenost ipd., ki jih uporabljene metode amortiziranja sredstev ne zajemajo. V slovenskih podjetjih je potrebno posebno pozornost nameniti oceni poštene tržne vrednosti teh sredstev.

Finančne naložbe: zaradi različnih razpoložljivih modelov vrednotenja, ki jih lahko podjetja po računovodskih standardih uporabljajo, je potrebno oceni vrednosti finančnih naložb posvetiti posebno pozornost, še posebej v primeru, da predstavljajo pomembno postavko med sredstvi podjetja.

Zaloge: so lahko vir razlike med knjigovodsko in ocenjeno vrednostjo predvsem v primerih, ko gre za nekurantne zaloge z omejeno uporabnostjo in prodajljivostjo. Pri tem je potrebno upoštevati, da gre pri oceni vrednosti teh zalog za »going concern« predpostavko, torej predpostavko, da se bo poslovni proces normalno nadaljeval tudi po datumu ocenjevanja.

Poslovne Terjatve: postanejo problematične v obdobjih upadanja gospodarske aktivnosti, saj se takrat boniteta poslovnih partnerjev izjemno hitro spreminja. Še posebej velja to za panoge z nizko dodano vrednostjo in panoge z visoko

stopnjo zadolženosti. Oboje je lahko dodaten vir tveganja vrednosti terjatev v smislu verjetnosti njihove unovčitve in pravočasne preobrazbe v denarna sredstva.

Obveznosti: so večinoma neproblematične z vidika ocene njihove vrednosti, še posebej, če jih je podjetje pridobilo v okviru normalnega poslovnega procesa in pod pogoji, ki veljajo v panogi za podjetja s podobno bonitetno oceno. Pomembno je, da so v oceni zajete vse obveznosti.

Test bilance stanja nam torej pokaže pošteno tržno vrednost sredstev in obveznosti in vrednost presežka ocenjene vrednosti sredstev nad obveznostmi. Po vsebini nam ta test pove, da ob predpostavki poslujočega podjetja vrednost sredstev presega obveznosti in, da podjetje posluje s pozitivno vrednostjo kapitala. Kot smo že ugotovili je takšen statičen pregled solventnosti podjetja pomemben, še zdaleč pa ne edini kriterij solventnosti.

3.1.2. Test denarnih tokov

Test denarnih tokov je analitični pristop, ki ga ocenjevalci vrednosti podjetij uporabljamo v okviru ocene vrednosti kapitala podjetja po metodi pričakovanih prihodnjih neto denarnih tokov. V analizo solventnosti ta test vpeljuje novo dimenzijo, ki jo test bilance stanja ne zajema t.j. prihodnost. Denarnim tokovom, ki izhajajo iz obstoječe bilance stanja, doda še denarne tokove vezane na pričakovano prihodnjo poslovno aktivnost upoštevaje tveganje, ki ga te aktivnosti vežejo nase.

Za izvedbo testa denarnih tokov je potrebno izpeljati naslednje aktivnosti:

- Določitev normalnega obsega poslovne in finančne zadolženosti (»finančni benchmarking« in analiza denarnega ciklusa, investicijskega ciklusa, gospodarskega ciklusa, faze v razvoju podjetja...).
- Določitev časovnega obdobja v katerem bi lahko bilo (oz. mora biti) podjetje sposobno normalizirati svojo zadolženost. Napotilo pri tem je ročnost obstoječih poslovnih in finančnih dolgov. Po izkustveni oceni obdobje ne bi smelo biti daljše od petih let.
- Izdelava dolgoročnega načrta izkaza finančnih tokov na podlagi načrta IPI in BS (temelji na poslovnem načrtu podjetja, ki mora biti ocenjen kot vzdržen).
- Načrt ne sme vsebovati elementov finančnega prestrukturiranja izven obsega, ki ga omogočajo poslovni običaji. Vsebovati mora pogodbeno prevzete ročnosti poplačila dolgov pri čemer se za poslovne dolgove upošteva panožno tolerančno območje zamika plačil.
- V primeru, da znotraj načrtovanega obdobja pride do likvidnostnih primanjkljajev se je potrebno opredeliti ali ti primanjkljaji, zaradi nesposobnosti podjetja, da pridobi potrebna dodatna denarna sredstva, hkrati povzročijo insolventnost.
- Oblikovati mnenje o insolventnosti.

Podjetje bo prestalo test denarnih tokov, če se bo v okviru tega testiranja izkazalo, da je sposobno poravnavati zapadle obveznosti s pomočjo presežka denarni sredstev iz preteklosti, denarnega toka, ki ga ustvari iz poslovne aktivnosti ali dezinvestiranja v načrtovanem obdobju ali iz naslova sposobnosti dodatnega zadolževanja. Še posebej pomembno pri testu denarnih tokov za visoko zadolžena podjetja je ocena sposobnosti njihovega kontroliranega razdolževanja na dolgoročno vzdržno raven, ki je primerna za obseg in vsebino načrtovane poslovne aktivnosti. Upoštevati je potrebno, da imajo podjetja različno raven zadolženosti v različnih fazah življenjskega cikla, investicijskega cikla in gospodarskega cikla.

3.1.3. Test kapitalske ustreznosti (test robustnosti)

Test kapitalske ustreznosti je logična dopolnitev testa bilance stanja in testa denarnih tokov. Njegova sporočilna vrednost je predvsem v oceni ali obstaja razumna verjetnost dolgoročnega preživetja podjetja z dano vrednostjo kapitala, ki smo ga ocenili s pomočjo testa bilance stanja ob predvidenih »normalnih« nihanjih ključnih dejavnikov vrednosti (predvsem) v okolju podjetja. Prihodnost je negotova. S tem so negotove tudi projekcije izkazov poslovanja, ki smo jih izdelali v okviru analize denarnih tokov. Za razliko od testa denarnih tokov, v okviru katerega testiramo sposobnost podjetja, da poplača zapadle obveznosti, v okviru testa kapitalske ustreznosti analiziramo robustnost podjetja v razmerah izpostavljenosti gospodarskim nihanjem, ki so jih deležna vsa podjetja. V okviru tega testa raziskujemo predvsem sposobnost preživetja podjetja v primerih, ko se načrtovani obseg ali uspešnost poslovanja ne dosežeta v želeni višini oz. ko so zastavljeni poslovni cilji doseženi s časovnim zamikom. Modeli, ki jih imamo pri tem na razpolago so metoda analize senzitivnosti denarnih tokov, ki temelji na izdelavi različnih scenarijev. Rezultat te metode je ocena »worst case« scenarija, v okviru katerega bo podjetje dejansko postalo insolventno. Pri izdelavi scenarijev se omejujemo na variiranje ključnih gonil vrednosti podjetja, ki so izpostavljena največjemu tveganju. Najpogosteje je to raven prihodkov od prodaje in poslovna uspešnost temelječa na poslovnem vzvodju podjetja.

Za tiste, ki želijo preseči težave vezane na visoko stopnjo subjektivnosti pri izdelovanju scenarijev, so na voljo bolj sofisticirani modeli testiranja robustnosti kapitalske ustreznosti (npr. metoda ocenjevanja realnih opcij s pomočjo Black-Scholesovega modela).

3.1.4. Posledice testa robustnosti, bilance stanja in denarnih tokov

Kljub arbitrarnim kriterijem, ki jih za test solventnosti podjetja predvideva ZFPPIPP (dva meseca zamude preko 20% obveznosti in nepokrita izguba preko 50% osnovnega kapitala), je v okviru testa solventnosti podjetja potrebno upoštevati dikcijo, ki jo zakon striktno uporablja t.j. »če se ne dokaže drugače«. Vezati oceno o solventnosti podjetja zgolj na arbitrarne kriterije je nesmiselno in neodgovorno. V dosedanji poslovni praksi se je namreč pokazalo, da obstaja veliko primerov, kjer je bilo podjetje insolventno, pa ni dosegalo arbitrarno

postavljenih kriterijev (latentna faza krize v podjetju) insolventnosti in obratno. Obstaja nekaj primerov, ko je bilo podjetje normalno solventno, kljub temu, da so arbitrarno postavljeni kriteriji kazali na insolventnost. V izogib napačnim sklepom je potrebno vedno opraviti vse tri opisane teste solventnosti, ki nam vsak iz svoje perspektive pokažejo dejansko sliko solventnosti podjetja. Podjetje je torej solventno, če pozitivno opravi vse tri teste solventnosti oz. insolventno v primeru, da ne opravi enega ali več testov solventnosti.

V nadaljevanju si bomo pogledali še eno nalogo, ki jo je ZFPPIPP naložil ocenjevalcem vrednosti podjetij. Le ta se nanaša na presojo kakovosti predvidenih ukrepov finančnega prestrukturiranja podjetja.

4. VSEBINSKA PRESOJA KAKOVOSTI FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA PODJETJA

V okviru testa solventnosti podjetja smo kot kriterij insolventnosti podjetja postavili pogoj, da podjetje pozitivno opravi vse tri teste solventnosti. V primeru, da podjetje razglasimo za insolventno, se v skladu z ZFPPIPP sproži natančno določena procedura, katere vsebinska posledica je priprava programa finančnega prestrukturiranja podjetja, ki naj bi zagotovilo njegovo kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost oz. solventnost. Vloga ocenjevalcev vrednosti podjetij v tem procesu je, da vsebinsko presodijo pripravljen program prestrukturiranja. V primeru njihove ocene, da obstaja več kot 50% verjetnost uspeha programa za prestrukturiranje, bo program izveden, v nasprotnem primeru pa se bo podjetje soočilo s stečajnim postopkom.

4.1. Nekaj osnovnih »resnic« o plačilni sposobnosti podjetja

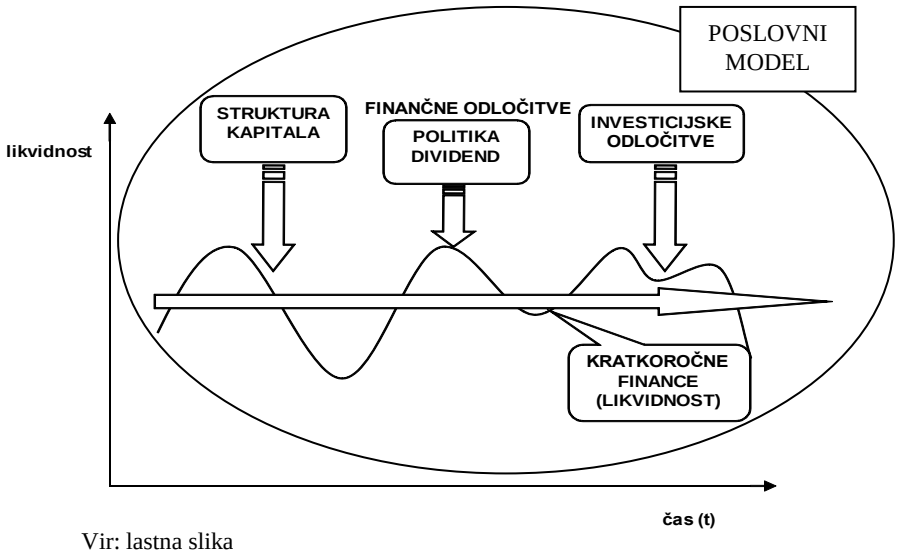
Poskušajmo najprej opozoriti na nekaj »resnic« o plačilni sposobnosti podjetij, za katere iz prakse vemo, da so v preveliki vnemi pri čimprejšnjem reševanju težav, pogosto (usodno) spregledane.

4.1.1. Kaj v resnici opredeljuje plačilno sposobnost podjetja?

Pogosta »polresnica«, ki se pojavlja v praksi, je ustaljeno prepričanje, da so težave s plačilno sposobnostjo podjetja zgolj začasne narave in da se jih da urediti (zgolj) s kratkoročnimi finančnimi ukrepi. Tematika povezana z dometom kratkoročnih finančnih ukrepov je dokaj obsežna in kot taka presega ambicije tega sestavka. Na tem mestu bomo zgolj povzeli nekaj najosnovnejših ugotovitev.

Plačilno sposobnost podjetja (dolgoročno in posledično kratkoročno) v največji meri opredeljujejo tri ključne finančne odločitve (politike) v podjetju in izbira poslovnega modela. Prva ključna odločitev je odločitev o strukturi kapitala. To je odločitev o razmerju med dolgom (D) in kapitalom (E) s katerim bo podjetje dolgoročno razpolagalo. Druga odločitev je politika dividend, ki opredeli delež denarnega toka, ki ostaja v podjetju za potrebe prihodnjega razvoja. Tretja odločitev (ki ni v celoti finančna odločitev), je politika investiranja podjetja. Dolgoročna plačilna sposobnost podjetja je močno determinirana s pravilnostjo teh treh odločitev. Če je katera (ali več hkrati) od teh odločitev neoptimalna, se bo to na daljši rok odražalo v težavah s plačilno sposobnostjo podjetja. Vse te odločitve morajo biti sprejete v okviru dolgoročno vzdržnega poslovnega modela, ki mora podjetju zagotavljati, da je sposobno svoje strateške konkurenčne prednosti v svoji dejavnosti dolgoročno dobičkonosno unovčiti na trgu. Kratkoročne finančne odločitve (t.j. odločitve o upravljanju s terjatvami do kupcev, zalogami, obveznostmi do dobaviteljev...) predstavljajo zgolj t.i. »fine tuning«, ki zgolj skrbi za operacionalizacijo omenjenih dolgoročnih odločitev. S kratkoročnimi finančnimi odločitvami lahko ublažimo likvidnostne nihaje, ne moremo pa rešiti problema morebitne neustreznosti dolgoročnih finančnih odločitev.

Slika 2: Vpliv finančnih odločitev na plačilno sposobnost podjetja

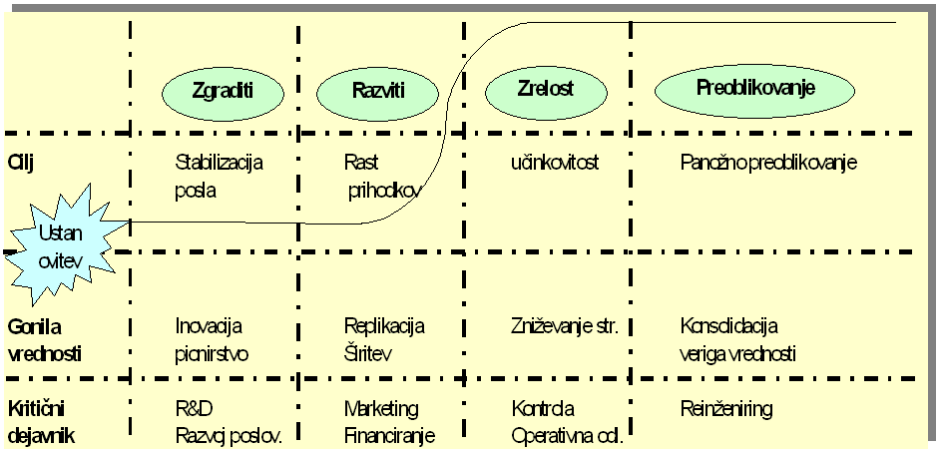


Vir: lastna slika

Poleg dolgoročnih finančnih odločitev je za plačilno sposobnost podjetja pomemben tudi ustrezen poslovni model, ki mora biti usklajen s številnimi zunanjimi in notranjimi dejavniki (faza v razvoju podjetja, panoga...), da bo

omogočil dolgoročno vzdržnost poslovanja. V sliki 3 so predstavljena ključna gonila vrednosti podjetja v različnih razvojnih fazah. Obvladovanje ključnih gonil vrednosti je hkrati potreben predpogoj za obvladovanje plačilne sposobnosti podjetja.

Slika 3: Ustreznost in vzdržljivost poslovnega modela



Vir: lastna slika

4.1.2. Rast je dobra za plačilno sposobnost!?

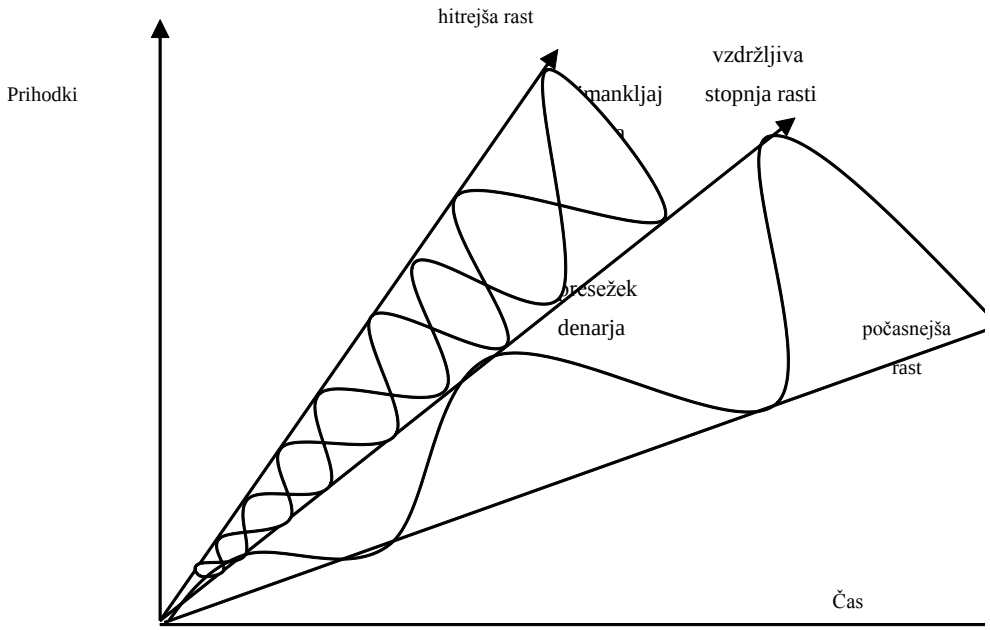
Ena izmed pogostih zmot, ki se v praksi pojavljajo, je, da bo povečan obseg poslovanja (beri hitra rast), sam po sebi rešil vprašanje plačilne sposobnosti podjetja. Na žalost v veliko primerih velja ravno obratno. Hitra rast obsega poslovanja ima v večini primerov obraten (negativen) učinek na plačilno sposobnost. Na kratko si poglejmo koncept vzdržljive stopnje rasti.

Vsako podjetje ima neko sebi lastno vzdržljivo notranjo stopnjo rasti. To je rast obsega poslovanja, ki ga je sposobno financirati s svojim ustvarjenim denarnim tokom. V primeru, da bo podjetje rastlo po dinamiki svoje vzdržljive stopnje rasti, ne bo imelo težav s plačilno sposobnostjo. V primeru pa, da raste hitreje ali počasneje od vzdržljive stopnje rasti, se bodo v podjetju začeli pojavljati strukturna finančna nesorazmerja, ki bodo imela učinek na kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost na sledeč način:

- HITREJŠA RAST: če podjetje ne ustvari dovolj denarnih tokov iz rednega poslovanja, mora hitrejšo rast podpreti z denarnim tokom iz investiranja in financiranja, (dodatnega zadolževanja, dokapitalizacije, odprodaje sredstev...). PLAČILNA SPOSOBNOST SE SLABŠA!

- POČASNEJŠA RAST: podjetje bo ustvarjalo "presežni" denarni tok, ki ga bo lahko uporabilo za različne namene (dodatne investicije, odplačilo dolga, povečane dividende...). PLAČILNA SPOSOBNOST SE IZBOLJŠUJE!

Slika 3: Vpliv rasti podjetja na plačilno sposobnost podjetja



Vir: lastna slika

V nadaljevanju si poglejmo izračun vzdržljive stopnje rasti podjetja, ki izhaja iz preproste predpostavke, da je vzdržljiva stopnja rasti tista stopnja rasti pri kateri je letna poraba denarja enaka letnim interno ustvarjenim virom denarja.

IZHODIŠČE: letna poraba denarja = letnim virom denarja

$$g = \frac{m \bullet (1-d) \bullet \left[1+\left(\frac{D}{E}\right)\right]}{\left(\frac{A}{S}\right) - \left\{m \bullet \left((1-d) \bullet \left[1+\left(\frac{D}{E}\right)\right]\right)\right\}}$$

Pri čemer je:

S = raven prihodkov od prodaje na začetku obdobja,

gS = sprememba prihodkov od prodaje v obdobju, pri čemer je g stopnja rasti,

A/S = ciljno razmerje med vrednostjo sredstev in prihodki od prodaje podjetja

m = načrtovana stopnja dobička v prihodkih od prodaje (po davkih),

d = ciljna stopnja izplačila dividend (glede na čisti dobiček),

D/E = ciljna stopnja zadolženosti.

Pomemben sestavni del koncepta vzdržljive stopnje rasti je vzdrževanje razmerja med sredstvi in prihodki podjetja. Ta predpostavka izhaja iz logike, da je za vsak EUR prihodkov potrebna določena investicija v opredmetena osnovna sredstva in v neto obratni kapital. Za industrijska podjetja je, z vidika plačilne sposobnosti, investicija v neto obratni kapital v obdobju rasti podjetja še posebej obremenjujoča. Obremenitev denarnega toka je odvisna predvsem od dolžine denarnega cikla v podjetju. Denarni cikel je tehnološko in poslovno pogojen povprečen čas kroženja denarja merjen v dnevih. Merimo ga od trenutka, ko ga podjetje investira v nakup materiala potrebnega za proizvodnjo, do trenutka, ko se ta denar vrne na račun podjetja v obliki unovčene terjatve do kupca iz naslova prodanega proizvoda. Daljši kot je denarni cikel, večja bo potreba po denarnih sredstvih v primeru rasti podjetja oz. večji bo pritisk na plačilno sposobnost podjetja. Denarni cikel je lahko tudi negativen.

$$DC = \boxed{\textit{dnevi vezave terjatev do kupcev}} + \boxed{\textit{dnevi vezave zalog}} - \boxed{\textit{dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev}}$$

Pri čemer je:

DC = denarni cikel

4.2. Ali bo finančno prestrukturiranje omogočilo dolgoročno in kratkoročno plačilno sposobnost

Ko torej presojamo vzdržnost programa finančnega prestrukturiranja, je potrebno presojati predvsem opisane ključne dejavnike plačilne sposobnosti podjetja. V okviru ZFPPIPP je določeno, da je v okviru postopka prisilne

poravnave že ob predložitvi vloge za začetek postopka, treba dokazati obstoj 3 predpostavk, ki so ključne za začetek tega postopka, in sicer: insolventnost dolžnika, finančno prestrukturiranje na način, da bo dosežena dolgoročna in kratkoročna plačilna sposobnost dolžnika in potrditev, da bodo upnikom zagotovljeni boljši pogoji plačila v okviru prisilne poravnave kot bi jih dosegli v stečajnem postopku. V tem delu je ključna vloga pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, saj naj bi le-ta v okviru svojega poročila potrdil ali ovrgel obstoj teh predpostavk. Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v povezavi s postopkom prisilne poravnave v okviru ZFPPIPP je torej obvezna sestavina vloge za začetek postopka. Toliko o postopkovnih določbah zakona. Na tem mestu zanima predvsem vsebina in način presoje predpostavk zagotavljanja dolgoročne in kratkoročne plačilne sposobnosti.

4.2.1. Ali bo finančno prestrukturiranje omogočilo dolgoročno plačilno sposobnost?

Izhodišče za presojo sposobnosti menedžmenta, da s pomočjo finančnega prestrukturiranja omogoči dolgoročno plačilno sposobnost podjetja lahko poiščemo v določilih Kodeksa poslovnofinančnih načel, ki v poglavju o načelih plačilne sposobnosti podjetja, o dolgoročni plačilni sposobnosti razmišlja na naslednji način: »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). 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:

- ohraniti in povečati svoj lastniški kapital ter
- vzpostavljati in ohranjati ustrezno dolgoročno financiranje kratkoročnih naložb. » (Kodeks poslovnofinančnih načel str. 39)

Iz zapisanega implicitno sledi, da mora načrt finančnega prestrukturiranja zagotoviti, ne samo dolgoročno vzdržno strukturo financiranja, temveč tudi dolgoročno vzdržen poslovni model, ki bo omogočal dolgoročno preživetje podjetja. Doseganje obojega skozi finančno prestrukturiranje podjetja je torej pogoj, da bo podjetje sposobno obvladovati vsa pričakovana zunanja in notranja poslovna in finančna tveganja. Povedano drugače. Zgolj začasna (statična) uskladitev finančne strukture podjetja, do katere naj bi prišlo s pomočjo programa finančnega prestrukturiranja, je potreben, še zdaleč pa ne zadosten pogoj za dolgoročno vzdržnost plačilne sposobnosti podjetja. Za zagotavljanje

le-te je potrebno predvsem ustrezno identificirati temeljne vzroke zaradi katerih je podjetje zašlo v finančno stisko. Šele, ko ugotovimo, da so s pomočjo predvidenega finančnega prestrukturiranja odpravljeni tudi temeljni vzroki nastale finančne stiske podjetja, lahko razmišljamo o kakovosti predvidenih ukrepov. Pri tem velja opozoriti, da presoja nikakor ne more biti mehanična operacija, ki temelji na izračunu nekaj ključnih finančnih kazalnikov. Presoja je bistveno kompleksnejša in zahteva eksperta s širokim spektrom poznavanja zakonitosti makro in mikro ekonomskega okolja.

Koraki pri prepoznavanju vzdržnosti finančnega prestrukturiranja za zagotavljanje dolgoročna plačilna sposobnosti podjetja si morajo slediti po naslednjem vrstnem redu.

- Po »paretovem načelu« je potrebno najprej identificirati ključne dejavnike, ki so podjetje pripeljali v finančno stisko.
- Poslovni načrt, ki služi kot osnova za presojo insolventnosti, mora biti osnova za presojo dolgoročne in kratkoročne plačilne sposobnosti, pri čemer razliko predstavljajo zgolj ukrepi finančnega prestrukturiranja, katerih finančne posledice so dodane v načrtu.
- Kaj presojamo? Sposobnost podjetja, da v določenem časovnem obdobju s predvidenimi ukrepi finančnega in poslovnega prestrukturiranja poslovno in finančno zadolženost podjetja utiri v optimalne in dolgoročno vzdržne okvire.
- Po »paretovem načelu (20/80)« je potrebno določiti omejeno število (do 5) ključnih dejavnikov, ki vplivajo na vse tri elemente denarnega toka v finančnem načrtu: velikost, časovno razporeditev in tveganje uresničitve.
- Oceniti vzdržnost denarnega toka (vključujoč ocene posledic finančnega prestrukturiranja na dolgoročno strateško sposobnost podjetja za preživetje) po ključnih elementih in za vsak element posebej opredeliti verjetnost uresničitve (temelječ na analizah preteklosti, sedanjosti, prihodnosti...). Nujna presoja: ali so ključni vzroki nastanka finančne stiske v podjetju s finančnim prestrukturiranjem odpravljeni.
- Izdelati sumarno oceno verjetnosti vzdržnosti dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, pri čemer je pozitivna sumarna ocena (verjetnost >50%) vzdržnosti kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja potreben a ne zadosten pogoj za pozitivno mnenje o dolgoročni plačilni sposobnosti podjetja.
- Razlikovanje med denarnim tokom in dobičkom/izgubo in morebitne korporativne posledice? (primer: podjetje lahko v obdobju načrta dela izgubo, pa je kljub vsemu dolgoročno plačilno sposobno, hkrati pa se računovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjša...?).

4.2.2. Ali bo finančno prestrukturiranje omogočilo kratkoročno plačilno sposobnost?

Zagotavljanje kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja v okviru programa finančnega prestrukturiranja je potreben, ni pa zadosten pogoj za pozitivno oceno finančnega prestrukturiranja. Za podjetje v finančni stiski je izjemnega pomena, da je sposobno likvidnostno prebroditi začetno fazo postopka prestrukturiranja, ko je bonitetna ocena podjetja slaba in nima dostopa do novih finančnih virov po razumnih stroških. Logično zaporedje korakov presoje kratkoročne plačilne sposobnosti je naslednje:

- Poslovni načrt, ki služi kot osnova za presojo insolventnosti, mora biti osnova za presojo dolgoročne in kratkoročne plačilne sposobnosti, pri čemer razliko predstavljajo zgolj ukrepi finančnega prestrukturiranja, katerih finančne posledice so dodane v načrtu.
- Presoja kratkoročne plačilne sposobnosti je samo dodatek k presoji dolgoročne plačilne sposobnosti. Poseben poudarek je na časovni razporeditvi denarnih tokov znotraj prvega poslovnega leta, ki je odločilnega pomena za preživetje podjetja. V tem obdobju je dostop do eksternih virov financiranja omejen.
- V primeru, da v dinamiki denarnih tokov prihaja do velikih likvidnostnih primanjkljajev znotraj prvega leta, je potrebno presoditi vzdržnost predlaganih kratkoročnih ukrepov za njihovo pokrivanje z vidika verjetnosti njihove uresničitve.
- Izdelati je potrebno sumarno oceno verjetnosti vzdržnosti kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja, katere pozitivna ocena je pogoj za pozitivno oceno dolgoročne plačilne sposobnosti.

5. NAMESTO SKLEPA: KJE JE MEJA 50% VERJETNOSTI

Po ZFPPIPP je načrt finančnega prestrukturiranja, ki naj bi zagotovil solventnost podjetja, vzdržen, če je verjetnost njegove uresničitve višja od 50%. Seveda se takoj pojavi vprašanje, kje postaviti mejo teh 50%? Na mejo 50% je vezana tudi potencialna odškodninska odgovornost presojevalca načrta prestrukturiranja. Ko govorimo o solventnosti ali plačilni sposobnosti podjetja, govorimo o prihodnosti. Prihodnost je negotova in povezana s tveganji, ki so bolj ali manj obvladljiva, zato pri presojah solventnosti podjetij in vzdržnosti programov finančnega prestrukturiranja v ospredje stopi predvsem širina strokovne usposobljenosti presojevalcev. V predhodnih poglavjih smo zapisali,

da je lahko solventnost podjetja področje, ki bistveno presega zgolj potrebe po čistih finančnih znanjih. S finančnim modeliranjem je po načelu GIGO (»garbage in – garbage out«) vedno možno zmodelirati izkaz finančnega toka, ki bo pozitiven. To pa še ne pomeni, da je uresničljiv. Zato je potrebno delati predvsem na presoji vsebine povezav med gonili denarnega toka, njihovimi vzvodih in tveganjih, ki so jim ključne predpostavke načrta izpostavljene.

(In)solventnost podjetja je torej nekaj, kar je lahko bistveno širše od tega, kar imajo podjetja evidentirano v bilanci stanja. Za oblikovanje mnenja je potrebno narediti vsaj še test denarnih tokov, test robustnosti kapitala in test vzdržnosti poslovnega modela. Vse skupaj je potrebno presojati z vidika verjetnosti uresničitve. Vedno namreč obstaja nevarnost, da smo pri opredeljevanju predpostavk preveč samozavestni (»Overconfident«). A to je že področje vedenjskih financ. O tem morda kaj več prihodnjič.

6. LITERATURA IN VIRI

1. Uradni list RS, št. 126-6413/2007, stran 1863: Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP).
2. GV Založba, Ljubljana 2008, dr. Nina Plavšak: Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP) – Razširjena uvodna pojasnila.
3. Slovenski inštitut za revizijo, Konferenca Radenci, September 2008, dr. Nina Plavšak: Gradivo – Novosti ureditve finančnega poslovanja in prisilne poravnave v zakonu o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju.
4. ASA Business Valuation Standards 2008.
5. The handbook of advanced business valuation: Robert P. Reilly and Robert P. Schweihs.
6. Pojasnilo številka 7 – Dajanje mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v povezavi s 146. členom ZFPPIPP, ki je bilo dano v javno obravnavo na spletni strani Slovenskega inštituta za revizijo.
7. Slovenski inštitut za revizijo, Seminar delavnica, Januar 2009, mag. Karin Lušnic: Gradivo – Vloga pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti v povezavi z ZFPPIPP.

SUMMARY ● *A properly performed solvency analysis examines, on a pre- and post-restructuring basis, the financial condition of a company which is in a financial distress. Three tests must be passed in order to conclude that the company is in financial distress on the going concern status of the enterprise. They are the balance sheet test, the adequate capital test and the cash flow test. The prediction of bankruptcy is extremely difficult and no empirical model or legal standard can accurately predict the future viability of an enterprise.*

Key Words ● *Solvency opinion, cash flow test, financial distress, balance sheet test, adequate capital test, probability, volatility, debt, asset, liquidity.*