

»Novo lastninjenje«

Branko Mayr

Nekoč!

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je bil temelj lastninjenja nekdanje družbene lastnine. Sigurno se spominjate, kako smo izdelovali otvoritvene bilance, za potrebe otvoritvenih bilanc ocenjevali nepremičnine in opremo itd.. Že v času lastninjenja smo ocenjevalci vrednosti ITEO_ABECEDA opozarjali na sistem vrednotenja, ki je v mnogih primerih prevrednotil nepremičnine, še posebej zemljišča. Tako so bila stavbna zemljišča na povsem neatraktivnih lokacijah vredna najmanj trideset DEM. Posledice prevrednotenja smo v postopku lastninjenja odpravljali s pomočjo ocenitve vrednosti podjetja. V kolikor je bila ocenjena vrednost podjetja manjša od vrednosti podjetja po otvoritveni bilanci je podjetje za razliko smelo oblikovati rezerve ali dolgoročne rezervacije. Ta vira pa sta se črpala za odpravo skritih izgub (prevrednotenje premoženja). Podjetja, ki se niso ocenjevala pa so prevrednotenja odpravila v breme tekočega rezultata. Pogosto je bilo prevrednotenje tako veliko, da so izkazala izgubo.

Iz povedanega izhaja, da je bila knjigovodska vrednost delnice previsoka. Popravek njene vrednosti je bremenil lastnike delnic.

Kje smo danes?

Odgovor ni preprost. Pri revidiranju računovodskih izkazov gospodarskih družb ugotavljamo, da je v veliko podjetjih prisotna nevarnost precenjenosti premoženja. V primeru, če gre za precenjenost objektov ali opreme je pogosta želja odgovornih v gospodarskih družbah, da se te vrednosti ne popravljajo, saj zaradi davčnih predpisov ne morejo oblikovati davčno priznanih odhodkov nad priznano najvišjo amortizacijo. Zato z uporabo najvišjih dovoljenih amortizacijskih stopenj znižujejo vrednost nepremičnin. To pa ne velja za zemljišča. Posledica takega ravnanja je nerealni poslovni rezultat v posameznih letih. V bilancah se na eni strani prikazujejo skrite izgube, na drugi pa skriti dobički. Vloga revizorja je, da jih razkriva in v poslovnih izkazih terja realno prikazovanje premoženja, virov premoženja in rezultatov.

Prav poseben problem je tržna vrednost delnic. Ugotavljamo, da delnice pogosto ne dosegajo niti polovice knjigovodske vrednosti. To velja tudi v primerih, ko gre za dobra podjetja (seveda je tudi nekaj izjem, kjer tržna vrednost presega knjigovodsko). Cena delnic na borzi se oblikuje na osnovi ponudbe in povpraševanja. Nanju pa vplivajo pričakovanja kupcev/prodajalcev. Mogoče sta prav poseben problem našega trga

vrednostnih papirjev njegova majhnost in zaprtost, ki vplivata na obseg ponudbe in povpraševanja. Kot smo omenili je mogoče kupovati delnice dobrih podjetij tudi po vrednostih, ki ne dosegajo niti polovice njihove knjigovodske vrednosti. Prav tukaj je eden od razlogov premikov v lastniških strukturah gospodarskih družb. Ne bomo prikazovali različne motive prodajalcev in kupcev za prodajo oziroma nakup delnic. Vsekakor pa je pri finančnih investitorjih zelo pomembno vprašanje donosa in povrata vloženih sredstev.

Ugotavljamo, da je le redko poslovna politika direktorjev slovenskih družb usmerjena v jačanje vrednosti delnice. To ni dobro. V primeru, ko se posamezniki odločajo za nakup podjetij oziroma delnic je prav motiv donosnosti zelo pogost. Zato praviloma ocenjujejo sposobnost, da jim bo kupljeno podjetje povrnilo vložena sredstva in sočasno zagotovilo primerne donose.

Veliko je izvorov informacij, ki sooblikujejo nakupne odločitve. Izvor je pogosto odvisen od vsebine zelenih informacij. V primerih, kjer smo sodelovali so bila zelo pomembna, mogoče najpomembnejša pričakovanja kupcev, da bodo v prihodnosti povrnilo vložena sredstva in uresničili donose na vložena sredstva. Pri ugotavljanju uresničljivosti zastavljenega cilja so potrebne številne analize, ki praviloma temeljijo na revidiranih računovodskih poročilih. Med njimi smo najpogosteje opravili oceno vrednosti podjetja.

Pri revidiranju računovodskih izkazov je ena od revizorjevih nalog, da ocenjuje realnost vrednotenja prikazanega premoženja in njegovih virov. Prav tako se opredeljuje o realnosti prikazanih rezultatov in nenehno preverja sposobnost podjetja da bo poslovalo tudi v prihodnje. Revizor je pri svojem delu soočen z omejitvami, ki mu jih postavlja računovodska stroka. Kot vemo, je ena od slabosti računovodstva, da ne meri vrednosti posla. Tako v računovodskih izkazih ne prikujemo poslovnih partnerjev, kvalitete zaposlenih, raziskovalnih dosežkov ipd. Druga slabost, ki vpliva na realnost izkazovanja premoženja, je sistem vrednotenja premoženja. V skladu s pravili računovodske stroke se posamezne postavke vrednotijo največ po nakupnih vrednostih. Prav lahko si zamislimo primer, ko smo pred leti kupili neki poslovni objekt. Njegova lokacija je bila v času nakupa nezanimiva. Temu primerna je bila cena. V času smo nepremičnino amortizirali. Prav tako se je, npr. zaradi širitve mestnega jedra, izboljšala atraktivnost lokacije. Zato je cena kvadratnega metra nepremičnine porasla. V knjigovodstvu prikazujemo nakupno (mogoče revalorizirano) vrednost zmanjšano za oblikovane popravke, ki so posledica amortiziranja. Tržna vrednost nepremičnine nekajkrat presega njegovo knjigovodsko vrednost. Podjetje ima v svoji bilanci prikazane skrite rezerve. Ali so računovodski izkazi realni prikaz stanja podjetja? V prikazanem primeru ne. So pa sestavljeni v skladu s pravili računovodske stroke. Zato so lahko računovodska poročila le groba orientacija pri odločitvah o nakupu / prodaji delnic / podjetja.

Svetovalci ITEO-ABECEDAV se zato opiramo predvsem na metode ocenjevanja vrednosti podjetja. Z njihovo pomočjo smo v številnih primerih:

- Ocenili vrednost neto sredstev

Pri ocenjevanju neto sredstev so naši ocenjevalci ocenjevali iztržljive vrednosti posameznih premoženjskih postavk (zgradbe, zemljišča, oprema, naložbe, terjatve, zaloge itd.) in obveznosti. Postavke so se ocenjevale kot celota. Uporabljena je bila predpostavka delujočega podjetja. Razlika med ocenjeno vrednostjo premoženja in ocenjeno vrednostjo obveznosti je bila neto vrednost podjetja. Kot vidimo je odpravljena slabost računovodstva, da nerealno vrednoti premoženje.

- Ocenili vrednost podjetja po dinamični metodi (metodi sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov)

Temelj dinamične ocene je spoznanje o prihodnjem poslovanju. Za napoved potrebujemo številne analize. Med njimi so analize:

- posameznih poslovnih funkcij (finance, nabava, prodaja, tehnologija, proizvodnja, kadri)
- organiziranosti,
- preteklega poslovanja,
- okolja ocenjevanega podjetja,
- ocene prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti,
- ocene dodane vrednosti,
- ocene gospodarskega položaja,
- ocene kapitalske ustreznosti
- in številne druge.

Rezultati analiz so osnova ocene sposobnosti podjetja, da v prihodnosti ustvarja denarne tokove za lastnike. Vidimo, da se poglobljamo v vsebino poslovanja. S tem pa smo odstranili tudi drugo slabost računovodstva – ne meri vrednosti posla. Na osnovi opredeljenih sposobnosti podjetja smo načrtovali pritoke in odtoke za najmanj pet let. Izračunali smo razliko med pritoki in odtoki doseženimi v posameznih letih načrtovanja in na koncu izračunali še ostanek vrednosti podjetja. Izračunanih letnih rezultatov ne moremo kar sešteti, saj je nesporno, da so pritoki v prihodnosti manj vredni kakor danes. Koliko manj? Odgovor nam daje druga sestavina dinamične ocene, to je ocena zahtevane stopnje donosa. Zahtevana stopnja donosa je stopnja, ki jo investitor zahtev za vložek v neko podjetje. Razlikuje se od primera do primera. V vsakem primeru pa mora biti večja od donosa, ki ga investitor uresniči za vlaganja v netvegane naložbe (npr. državni vrednostni papirji). Zahtevana stopnja donosa je torej sestavljena iz donosa za naložbe v netvegane naložbe in številnih dodatkov za posamezne oblike tveganj. Upoštevati pa je treba tudi razne premije, na primer premija za nakup večinskega deleža.

Zahtevana stopnja donosa služi pri izračunavanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Z njeno pomočjo naredimo različne donose v času primerljive. Vsota sedanjih vrednosti pričakovanih denarnih tokov je sedanja vrednost podjetja.

- Ocenili likvidacijsko vrednost podjetja

Pri ocenjevanju likvidacijskih vrednosti izhajamo iz opredeljenega premoženja in obveznosti podjetja. Predpostavimo, da bomo prenehali s poslovanjem in da se bo to premoženje prodalo. Za prodajo pa imamo na razpolago dovolj časa. Likvidacijska vrednost je enaka razliki med vrednostjo, ki jo bomo iztržili za premoženje in vrednostjo obveznosti. To je vrednost, ki je najnižja in po vsebini predstavlja izkupiček, ki ga lastnik prejme za podjetje, ki v prihodnosti ne bo poslovalo.

Na osnovi naštetih ocen vrednosti se ocenjevalec odloči za tisto, ki jo ocenjuje kot »ta pravo«. Praviloma je to dinamična vrednost.

V primeru, če je dinamična vrednost bistveno nižja od vrednosti neto sredstev ocenjevalec preveri ali je dinamična vrednost manjša tudi od likvidacijske vrednosti. V takem primeru predlaga likvidacijsko vrednost, v drugih primerih pa dinamično vrednost. V nekaterih izjemnih primerih pa se upošteva vrednost neto sredstev.

Opravljenе ocene vrednosti razkrijejo vse skrivnosti ocenjevanega podjetja. Zato se rezultati in postopki ocenjevanja varujejo kot največja poslovna skrivnost. Prav ocena vrednosti podjetja je bila najpogostejša odločitvena informacija o odločitvi o nakupu podjetja oziroma delnic. Informacije iz ocene vrednosti so bile pogosto osnova prestrukturiranja podjetja. Pri tem so pomembne informacije o donosnosti posameznih proizvodov, potrebnosti/nepotrebnosti sredstev itd.

Pri izračunih smo pogosto ugotovili, da so bili posamezni proizvodni programi obremenjeni z veliko nepotrebnega premoženja, tudi ljudi. Ko smo jih očistili so postali donosni. Poslovno nepotrebno premoženje so v nekaterih uresničenih nakupih podjetja prodali. Kupnino so koristno uporabili za odplačilo najdražjih virov, pogosto kapitala. Pogosto ugotavljamo, da so posamezna podjetja prekapitalizirana. Tudi v teh primerih predlagamo dekapitalizacijo.

V nekaterih primerih se je zgodilo, da so kupci podjetja v kratkem dobili povrnjeno celotno kupnino. Kako? Takoj po nakupu so podjetje prestrukturirali. To je vplivalo na povečanje vrednosti delnice. Podjetje se je dekapitaliziralo na optimalni obseg kapitala – odkup in umik lastnih delnic. Iztržek od prodaje delnic v postopku dekapitalizacije pa je bil večji od prvotne naložbe.

Sodelovali smo še pri veliko drugih slikah nakupa delnic oziroma podjetij. Pri tem sploh ni pomembno ali je prodajalec sklad, fizične osebe, ali se posluje preko borze ali ne. Pomembno je, da vemo, kako bomo podjetju dvignili

vrednost, da v podrobnosti spoznamo vsebino in sposobnosti podjetja ustvarjati denarni tok za lastnike.

Skupine, ki izvajajo opisane postopke nakupov so sestavljene interdisciplinarno. V vsaki od njih je revizor, ocenjevalec vrednosti podjetij, odvetnik s področja statusnega prava in davčni svetovalec. Po potrebi pa tudi drugi strokovnjaki.

Podobno sestavljene ekipe sodelujejo tudi pri prevzemih, združitvah, spojitvah ipd. V vseh primerih so postopki pridobivanja potrebnih informacij podobni, zato ne ponavljamo.

Prepričani smo, da bo »novi val v lastninjenju«, sprememba lastnikov, prispeval k boljši uspešnosti poslovanja in s tem vplival na višjo vrednost delnic oziroma podjetij. Veseli smo, da v procesu sodelujemo, na nekaterih področjih pa smo celo vodilni. Aktivnost sodelovanja v postopkih nakupov podjetij/delnic, združitvev, spojitvev itd. je nedvomno ena glavnih aktivnosti družbe ITEO_ABECEDA, revizija in sorodne storitve, d.o.o., ki se tudi na tem področju, podobno kot na področju revidiranje, ocenjevanja vrednosti podjetij in davčnega svetovanja uvršča med vodilne slovenske svetovalne hiše.

Mag. Branko Mayr, p.r.