

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV IZLOČITVE ZDRAVEGA JEDRA V POGOJIH INSOLVENCE
NA VREDNOST DONOSOV DELEŽNIKOV**

Ljubljana, september 2016

BLAŽ PESJAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Blaž Pesjak, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv izločitve zdravega jedra v pogojih insolvenca na vrednost donosov deležnikov, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Majo Zaman Groff,

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 INSOLVENČNA ZAKONODAJA.....	3
1.1 Teoretična izhodišča.....	3
1.1.1 Zgodovina.....	3
1.1.2 Splošna izhodišča pri insolvenci	4
1.1.3 Načela in cilji insolvenčne zakonodaje	7
1.1.4 Insolvenca podjetij	9
1.1.5 Primerjava insolvenčne zakonodaje po državah.....	11
1.2 Insolvenčna zakonodaja v Sloveniji	12
1.2.1 Analiza zakonodaje pred letom 2013	12
1.2.2 Povzetek obstoječega insolvenčnega zakona.....	14
2 PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ	16
2.1 Pravilna identifikacija vzrokov	19
2.2 Postavljanje ciljev	20
2.3 Oblikovanje ekipe za prestrukturiranje	21
2.4 Prestrukturiranje v pogojih insolvenčnosti in pomen vzpostavitve zaupanja.....	22
3 PRAKTIČNI PRIMER IZDVOJITVE ZDRAVEGA JEDRA V POGOJIH INSOLVENČNE	27
3.1 Predstavitve podjetja	27
3.2 Analiza finančnega položaja družbe ob razglasitvi insolventnosti	28
3.3 Prvotni načrt poslovnega in finančnega prestrukturiranja družbe	31
3.4 Prikaz reševanja podjetja z izdvojitvijo zdravega jedra	36
3.4.1. Ključne predpostavke sanacije	37
3.4.2 Analiza možnih rešitev	38
3.4.3 Postopek izvedbe izdvojitve zdravih jeder	39
3.4.4 Izvedba cenitve in slabitve sredstev	40
3.4.5 Oblikovanje delitvenega načrta	42
4 ANALIZA POLOŽAJA DELEŽNIKOV DRUŽBE.....	43
4.1 Opredelitev deležnikov družbe pred izdvojitvijo.....	43
4.2 Razdelitev deležnikov po izdvojitvi	44
4.2.1 Upniki družbe Merkur, d. d. – v stečaju.....	45
4.2.2 Upniki družbe Merkur nepremičnine, d. d.....	45
4.2.3 Deležniki družbe Merkur trgovina, d. d.....	45
4.3 Analiza položaja deležnikov tik po sprejemu odločitve.....	46
4.4 Empirični model za prikaz vpliva spremembe zaznanih tveganj na vrednotenju prihodnjih denarnih tokov deležnikov	47
4.4.1 Definicija scenarijev	47

4.4.2	Določitev diskontne mere.....	48
4.4.2.1	Splošno o zahtevani meri donosa	48
4.4.2.2	Opredelitev WACC.....	49
4.4.2.3	Izračun uteži (W_e in W_d) in davčne stopnje (t).....	49
4.4.2.4	Izračun dolga pred obdavčitvijo ($k_{d(pt)}$).....	50
4.4.2.5	Izračun stroška kapitala (k_e ali r).....	50
4.4.2.6	Izračun WACC.....	53
4.4.3	Določitev faktorjev tveganja	54
4.5	Primerjava scenarijev in izračun skupnega ekonomskega učinka.....	58
SKLEP		61
LITERATURA IN VIRI.....		63
PRILOGE		

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Razlogi podjetij za neuspeh ali nedoseganje rezultatov.....	19
Tabela 2:	Posledice padca zaupanja med podjetjem in deležniki	23
Tabela 3:	Finančni kazalniki družbe Merkur, d. d.	28
Tabela 4:	Možnosti pred drugo fazo prestrukturiranja.....	36
Tabela 5:	Scenariji finančnega prestrukturiranja družbe Merkur, d. d.....	38
Tabela 6:	Bilanca stanja družbe Merkur, d. d., pred slabitvijo na pošteno vrednost in po njej (v EUR).....	44
Tabela 7:	Položaj deležnikov pred prestrukturiranjem in po njem	44
Tabela 8:	Dejavniki zaupanja ob odločitvi za prestrukturiranje	46
Tabela 9:	Predpostavke dveh scenarijev	47
Tabela 10:	Izračun diskontne mere	54
Tabela 11:	Scenarij A (2015)	56
Tabela 12:	Scenarij A (2016)	56
Tabela 13:	Scenarij B (2015)	57
Tabela 14:	Scenarij B (2016)	57
Tabela 15:	Ocena tveganj za scenarij A	58
Tabela 16:	Ocena tveganj za scenarij B	58
Tabela 17:	Razlike v višini korigiranega diskontnega faktorja.....	59
Tabela 18:	Sedanja vrednost denarnega toka za vse deležnike, scenarij A.....	59
Tabela 19:	Sedanja vrednost denarnega toka za vse deležnike, scenarij B.....	60

KAZALO SLIK

Slika 1: Vzpostavitev zaupanja med podjetjem in deležniki	266
Slika 2: Prispevek izvedenih ukrepov poslovnega prestrukturiranja k izboljšanju EBIT, Merkur, d. d. (mio EUR)	33
Slika 3: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 30. 6. 2010 (mio EUR)	34
Slika 4: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 31. 12. 2010 (mio EUR)	35
Slika 5: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 31. 12. 2011 (mio EUR)	35
Slika 6: Postopek ustanovitve novih podjetij	39
Slika 7: Koncept izdvojitve po poštenih vrednostih, september 2013 (mio EUR)	39
Slika 8: Finančno prestrukturiranje, september 2013 (mio EUR)	39

UVOD

Ob nastopu svetovne finančne in pozneje še gospodarske krize v letu 2008 in naprej so se številna gospodarstva srečala z naraščajočim številom podjetij v finančnih težavah. Enako velja tudi za Slovenijo, kjer so bila podjetja razvojno še posebej močno vezana na kredite kot prevladujoč vir financiranja. Številne vlade so s ciljem povečati hitrost in učinkovitost finančnih prestrukturiranj, pristopile k dopolnitvam ali celoviti prenovi insolvenčnih zakonodaj.

Ledino pri snovanju moderne insolvenčne zakonodaje so orali Angleži v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Osnova za prenavo njihove zakonodaje je bilo Corkovo poročilo (angl. *The Cork Report*), poročilo posebne komisije, ki je na osnovi štiriletnega proučevanja obstoječe zakonodaje in novodobnih družbeno-ekonomskih razmer predlagala izhodišča za spremembe, ki bodo zakonodajalcu omogočile sprejetje zakona, ki bo ustrezno urejal razmerja med upniki in insolventnimi dolžniki.

Zelo velik poudarek pri snovanju sprememb je bila potreba, da se odnosi med upniki in dolžniki začnejo urejati v smeri reševanja. Reforma govori o uvajanju t. i. kulture reševanja (angl. *rescue culture*) podjetij, ki imajo zdravo jedro. Mnenje komisije je, da je na tak način mogoče znižati negativne družbeno-ekonomske posledice stečajev. Komisija meni, da so upniki zaradi visoke stopnje nezaupanja, ki vlada med njimi, vedno nagnjeni k likvidaciji gospodarske družbe in da s tem po nepotrebnem povečujejo stroške insolvence.

Slovenija je svetovno gospodarsko krizo na področju insolvenčne zakonodaje pričakala nepripravljena. Takrat veljavni zakon je trpel številne pomanjkljivosti in z njim ni bilo mogoče zasledovati ciljev, ki jih je predvidela Corkova komisija. Upniki in dolžniki so se v njegovih okvirih težko sporazumeli, kar je imelo za posledico:

- začetek stečajnega postopka, ki bi se mu lahko izognili, ali
- zavlačevanje implementacije celovitih ukrepov in nadaljevanje agonije vseh vpletenih z vsemi posledicami.

Reforma je bila nujna, zato je slovenska vlada oz. Ministrstvo za pravosodje v sodelovanju z Evropsko komisijo leta 2013 predlagala sprejetje novega insolvenčnega zakona z namenom pomagati prezadolženim podjetjem ter posledično spodbuditi gospodarsko rast in ohraniti delovna mesta (The Slovenia Times, 2013). Zakon je v veliki meri upošteval načela, ki jih navaja Corkova komisija, ter dolžnikom in upnikom ponudil nove možnosti pri iskanju in implementaciji rešitev, ki maksimirajo učinke pri razreševanju insolvence.

Moje petletno delo v gospodarski družbi, ki jo vodim, je pokazalo, da učinkovita implementacija rešitve izboljša položaj večine deležnikov v družbi. Ker je bila naša največja težava prezadolženost, smo se odločili za uporabo instituta izdvojitve zdravega jedra. Pri tej rešitvi so upniki prevzeli premoženje družbe. Poslovno potrebno premoženje je družba vzela v najem, preostalo, poslovno nepotrebno premoženje, pa se bo prodalo v okviru stečajnega postopka. V magistrskem delu bom dokazal, da se je položaj vseh deležnikov v izdvojeni družbi izboljšal že takoj po izvedeni izdvojitvi, saj so se z omenjenim dejanjem znižala tveganja poslovanja s skupino novonastalih družb, z nižjimi diskontnimi stopnjami pa se je povečala vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov.

Glavni namen magistrskega dela je, na praktičnem primeru proučiti položaj deležnikov izdvojene družbe tik pred in tik po izdvojitvi zdravega jedra. Na praktičnem primeru bom pokazal, da izdvojitev zniža stopnjo tveganja poslovanja z izdvojeno družbo in posledično dvigne vrednost pričakovanih denarnih tokov teh deležnikov v prihodnosti. Insolventna družba, ki je hkrati prezadolžena, ne more vstopati v normalne poslovne odnose. Praviloma s svojimi partnerji posluje pod slabšimi pogoji kot konkurenca. Hkrati je naložbeno nesposobna, zato njen konkurenčni položaj s časom slabi. Donosi, ki jih pričakujejo deležniki, so zaradi navedenih razlogov tehtani z visokimi diskontnimi stopnjami in so posledično nizki. Nujno je odločno in hitro ukrepanje uprave. Upnike mora v najkrajšem mogočem času prepričati v predlog načrta finančnega prestrukturiranja in ga brez odlašanja izvesti. V pogojih prezadolženosti je lahko instrument izdvojitve zdravega jedra prava izbira, saj večini deležnikov omogoča izboljšanje njihovega položaja v insolvenčnem postopku.

Temeljno raziskovalno vprašanje magistrskega dela je: Ali celovito reševanje insolventnega in hkrati prezadolženega podjetja, z izdvojitvijo zdravega jedra, izboljša ekonomski položaj deležnikov izdvojene družbe? Dokazal bom, da se z uporabo tega instrumenta insolvenčne zakonodaje ekonomski položaj teh deležnikov bistveno izboljša.

Magistrsko delo bo temeljilo na teoretičnem in praktičnem delu. Teoretični del bo namenjen predstavitvi razlogov za velike in hitre spremembe na področju insolvenčne zakonodaje v Evropi in še posebej v Sloveniji. Osnova za to predstavitev bo večinoma tuja strokovna literatura in zakonodaja. Posebej bom opisal problematiko insolvenčne zakonodaje v Sloveniji in glavne razloge, ki so vodili v njeno spremembo. Ta del bom zaključil z opisom instrumentov, ki jih insolventnim podjetjem in njihovim upnikom ta ponuja.

V nadaljevanju teoretičnega dela bom na kratko predstavil osnovne mehanizme prestrukturiranja podjetij in še posebej opozoril na tiste, ki so pomembni pri prestrukturiranju insolventnih podjetij.

Praktični del magistrskega dela bo obravnaval izvedbo izdvojitve zdravega jedra v pogojih insolvence. Obsegal bo podrobno analizo stanja insolventne družbe, opis ukrepov poslovnega in finančnega prestrukturiranja ter predlog načrta finančnega prestrukturiranja, ki je bil prestavljen upnikom. Osrednji del bo namenjen opredelitvi tveganj, ki jim je bila družba izpostavljena pred izvedbo ukrepov prisilne poravnave, in tveganj, ki jim je bila izpostavljena po izvedbi le-te. Na osnovi opredelitve tveganj, ki jim je bil izpostavljen posamezni deležnik pred izvedbo prisilne poravnave in po njej, bodo določene ustrezne diskontne stopnje za izračun neto sedanje vrednosti prihodnjih donosov za vsakega deležnika izdvojene družbe. Na koncu bo podana primerjava vrednosti za vsakega deležnika in na osnovi rezultatov oblikovan sklep o tem, kakšen je v obravnavanem primeru učinek prestrukturiranja s pomočjo izdvojitve zdravega jedra na sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov, ki izhajajo iz poslovanja z družbo.

1 INSOLVENČNA ZAKONODAJA

1.1 Teoretična izhodišča

1.1.1 Zgodovina

Leta 1977 je Edmund Dell, tedanji državni sekretar za trgovino v Združenem kraljestvu Velike Britanije in Severne Irske, ustanovil komisijo, z namenom temeljitega pregleda vseh vidikov insolvenčnih zakonov v Angliji in Walesu. Komisiji je predsedoval sir Kenneth Cork. Zaključno poročilo je bilo britanskemu parlamentu predloženo junija 1982. Zaradi obsežne in podrobne analize področja ta dokument, imenovan tudi Corkovo poročilo (angl. *The Cork Report*), predstavlja enega najpomembnejših temeljev pri pregledu zakonodaje, ki ureja razmerja med dolžniki in upniki v primerih ali grožnji insolvence. To poročilo je predstavljalo temelj za prenovu insolvenčne zakonodaje tudi v drugih državah. Nyombi (2015, str. 6) opiše Corkovo poročilo kot prvo opredelitev »kulture reševanja« (angl. *rescue culture*), neposredna posledica poročila v angleški zakonodaji pa sta bila sistem prostovoljnih dogovorov (angl. *Company Voluntary Arrangements*, CVA) in nov insolvenčni zakon leta 1986. Predsednik komisije Kenneth Cork je pozneje opisal, da je komisija želela zagotoviti okvir, po katerem lahko insolventen dolžnik nadaljuje s poslovanjem kot delujoče podjetje (angl. *going concern*), tako da se maksimira ohranitev delovnih mest in ohranijo nacionalno pomembna sredstva (Nyombi, 2015, str. 1), kar prestavlja tudi pomembno izhodišče v magistrskem delu.

Corkovo poročilo temelji tudi na predhodnih poročilih, kar nakazuje, da je bil pregled zakonodaje, ki ureja prenehanje delovanja podjetij in razmerij do dolžnikov ter širših družbenih aspektov pri podjetjih s težavami v poslovanju predmet analize

zakonodajalcev že vsaj od začetka 20. stoletja. Leta 1906 je Loreburnova komisija v Združenem kraljestvu poročala o potrebnih spremembah zakonodaje, ki ureja delovanje delniških družb, leta 1908 pa je bila pripravljena analiza stečajne zakonodaje. Corkovo poročilo se sklicuje tudi na poročila, ki so jih svojim zakonodajalcem pripravile komisije v drugih državah Commonwealtha: Gani, Avstraliji, Kanadi, na Škotskem, Irskem in Novi Zelandiji.

Angleška zakonodaja, na katero se sklicuje Corkovo poročilo, izhaja iz leta 1542, ko je bil objavljen t. i. Zakon proti povzročiteljem stečajev (angl. *An Act against Such Persons as Do Make Bankrupts*). Sodobnejše urejanje insolvenčnih postopkov pa se je v Združenem kraljestvu začelo v 19. stoletju, ko je bil leta 1831 sprejet Zakon o ustanovitvi sodišča pri stečaju (angl. *An Act to Establish a Court in Bankruptcy*), leta 1862 pa Zakon o ustanovitvi, regulaciji in prenehanju trgovskih podjetij in drugih združenj (angl. *An Act for the Incorporation, Regulation and Winding up of Trading Companies and Other Associations*).

1.1.2 Splošna izhodišča pri insolventi

Obseg preučevanja Corkove komisije je presegal insolvenčno zakonodajo, saj je obravnaval tudi pravice upnikov, dejanja dogovorov deležnikov in sklepe sodišč. Komisija je pregledala možnost vzpostavitve celovitega insolvenčnega sistema, v katerem bi bili različni obstoječi procesi bolje usklajeni in integrirani, hkrati pa je preučila tudi mogoče manj formalne procese ter alternative stečaju in prenehanju poslovanja v nekaterih okoliščinah.

Insolvenčna zakonodaja se dinamično spreminja glede na spremembe v družbi in gospodarstvu. Angleška stečajna zakonodaja je bila ob nastanku Corkovega poročila stara že skoraj 100 let. Države Commonwealtha, katerih insolvenčna zakonodaja je izhajala iz angleških stečajnih zakonov 19. stoletja, so prav tako vzpostavile podobne komisije za predlaganje potrebnih sprememb insolvenčne zakonodaje (Cork, 1982, str. 9), v tistem času pa je do nove zakonodaje na tem področju med drugim prišlo tudi v ZDA, Franciji in Nemčiji.

Od 19. stoletja so namreč nastale pomembne spremembe v družbi in gospodarstvu. V menjalnem (angl. *barter*) ali izključno gotovinskem gospodarstvu namreč insolvenca lahko nastopi predvsem ob izjemnih dogodkih, kot je nenadni večji škodni dogodek. Ob naraščajoči vlogi kredita v življenju posameznikov in podjetij pa morajo posojila vedno vključevati tudi možnost, da posojilo ne bo odplačano, pri čemer nastane dolg, ki ga ni mogoče v celoti poravnati (Cork, 1982, str. 9).

Ko je dolžnik insolventen, se pojavijo naslednja vprašanja (Cork, 1982, str. 10):

- Kako, v katerih okoliščinah in v kakšnem obsegu bodo dolžnikova sredstva na voljo v dobro upnikov?
- Ali bodo upniki obravnavani na osnovi »vsaka delnica je enaka« ali v skladu s katero drugo metodo delitve?
- Kako bo obravnavan dolžnik oz., če je dolžnik podjetje, kako bodo obravnavani zaposleni, poslovodstvo in ostali deležniki?
- Kaj v teh potencialno spornih situacijah potrebuje in zahteva družba?

Učinkovit insolvenčni zakon mora izpolnjevati pričakovanja javnosti glede zahtev po pravičnosti v sodobni, na kreditu utemeljeni družbi. Sodobna družba spodbuja ustvarjanje kredita in s tem potencira tveganje insolvence. Corkovo poročilo (Cork, 1982, str. 13) utemeljuje, da je dolžnost družbe zagotoviti mehanizem, ki v primerih nastanka insolvence zagotavlja pošteno razdelitev dolžnikovih sredstev med njegove upnike. Četudi bo vedno ostal pomemben element, da se kaznuje neiskrena ali brezbrizna insolvenca, je pomembno tudi, da se vzpostavi zakonodajni okvir, ki omogoča sočutno obravnavo iskrenih, a nesrečnih dolžnikov, ki so pogosto nič več kot zavedeni, preobremenjeni in pomanjkljivo informirani. Sistem mora omogočati dolžnikom, da se iz situacije z nevzdržnim dolgom izvlečejo čim hitreje, čim ceneje in s čim manj razburjenja (Cork, 1982, str. 13).

Posojila so življenjska sila sodobnega industrializiranega gospodarstva. Poglavitni kreditodajalci so banke in druge posojilne institucije. Proizvajalci kreditirajo kupce in kupci proizvajalce; trgovski dobavitelji kreditirajo svoje kupce; kredit je temelj trgovske dejavnosti. Tudi zaposleni, ki prejemajo plačo po zaključku meseca, s tem dajejo kredit svojemu delodajalcu. Tudi vlada izvaja obliko kredita s tem, ko obvezuje delodajalce in ostale, da neprostovoljno nastopajo kot zbiratelji davka, kakršna sta dohodnina in davek na dodano vrednost (Cork, 1982, str. 10).

Kredit je ključen za trgovanje, poslovanje in proizvodnjo, najsi gre za kratkoročen odlog plačila ali za srednje- in dolgoročne kredite, zavarovane ali nezavarovane (Cork, 1982, str. 10). Ustvarjen je že zgolj z nakupom blaga »na kredit«, ki ni plačano takoj. Čedalje več gotovinskih poslov nadomeščajo kreditne transakcije, saj narašča uporaba posojilnih kartic. Tudi zahteve potrošniške družbe se pogosto povzamejo v oznaki »kupite zdaj, plačajte pozneje«, ki označuje potrošniške dobrine, ki izboljšujejo življenje mnogih ter takoj in družbeno pozitivno vplivajo na življenjski standard.

Relativna preprostost, s katero je lahko pridobljen kredit, mora biti uravnotežena s strogim nadzorom osebnih in poslovnih proračunov, ki preprečuje preseganje finančnih omejitev. Inflacija in izboljšanje življenjskega standarda sta spodbudili posojilodajalce, da so povečali vse vrste kreditne dejavnosti kljub zavedanju, da tovrstna ekspanzija vodi v povečanje posojilnega tveganja, še posebej v ozračju ostre konkurence. Ta tveganja se

povečajo, ko gospodarstvo vstopi v recesijo (Cork, 1982, str. 11). Field (2001, str. 99–100) pri tem opozori na cikličnost: gospodarsko rast običajno spremlja naraščanje dolga, s katerim se deloma financirajo naložbe, kar prav tako prispeva k temu, da se ob koncu cikla poveča število stečajev.

Z razvojem finančnega sistema se je tudi v Sloveniji po pridružitvi mednarodnim integracijam pojavil razmah kreditne dejavnosti in s tem večja povezanost med zdravjem finančnega sistema in gospodarstva kot celote. Tudi zato se je finančna kriza, ki se je v Sloveniji začela leta 2008, kmalu prevesila v splošno gospodarsko krizo, ki je imela občutne negativne družbene posledice.

S povezanostjo finančnega sistema in gospodarstva prek kreditne dejavnosti je vzpostavljena neposredna povezava med vsako kreditno transakcijo in finančnim zdravjem družbenega okolja (Cork, 1982, str. 12). Dobro delujoč in zdrav finančni sistem je ključen za prihodnost naroda, saj spodbuja izmenjavo blaga in storitev ter omogoča najučinkovitejšo razporeditev človeških in materialnih resursov. Krediti v trgovini in industriji stimulirajo proizvodnjo in spodbujajo podjetništvo, kot tudi pomagajo posameznikom in podjetjem premostiti težavnejša obdobja. To mora spremljati zavedanje vseh vpletenih, da je nedotakljivost pogodb ključna za obstoj poslovnih odnosov in da bo, če poslovneži ne bodo vzdrževali občutka finančne odgovornosti in integritete, trgovanje drastično prikrajšano in bo posledično trpelo gospodarstvo.

Tudi Djankov, Hart, McLiesh in Shleifer (2008, str. 1106) opažajo, da je dolg eden izmed koristnejših sredstev oz. pogodb v vsakem gospodarstvu, saj podjetjem omogoča financiranje naložb in posameznikom lajša potrošnjo. Kot pri vseh pogodbah pa je ključno, na kakšen način je urejeno izvrševanje pogodbe. V ta namen je pri dolžniških pogodbah v družbi na voljo več pravnih mehanizmov in institucij, ki posojilodajalcem omogočajo, da ob neplačevanju dolga pridejo do sredstev dolžnika. Nekatere od institucij (npr. unovčevanje menic) ne vključujejo sodišč. Kadar je v posel vključenih več deležnikov, o dolžniških pogodbah običajno razsoja sodišče, največkrat s stečajnimi ali insolvenčnimi postopki. Kljub pomembnosti uspešne izterjave so ti postopki tudi v razvitih gospodarstvih pogosto nezadostno učinkoviti.

Iz vseh navedenih razlogov je ključnega pomena, da je insolvenčna zakonodaja sodobna, v skladu s potrebami in strukturo gospodarstva in družbe kot celote ter da ustrezno ureja postopke in razmerja, ko se pri zadolženem upniku kljub temu pojavi plačilna nesposobnost.

1.1.3 Načela in cilji insolvenčne zakonodaje

Cepec (2016, str. 6) opredeli dva osrednja cilja insolvenčnega prava: omogočiti poštenemu posamezniku oz. trgovcu nov začetek ter ustvariti skupen forum za razrešitev odnosa med številnimi upniki in insolventnim dolžnikom. Hkrati pa opozori, da je imelo insolvenčno pravo skozi zgodovino različne cilje, že v začetku 20. stoletja je na primer Olmstead opredelil naslednje (Cepec, 2016, str. 7):

- kaznovanje goljufivih dolžnikov,
- možnost ponovnega začetka za poštene, a nesrečne, nedolžne dolžnike,
- pravično razdelitev dolžnikovih sredstev med upnike,
- prizadevanje za nadzor nad dolžnikovim premoženjem in distribucijo njegovega premoženja,
- izboljšanje trgovske morale in promoviranje poštenega trgovanja.

V strokovni literaturi se kot temeljna načela stečajnih in insolvenčnih zakonov pojavljajo tudi enakomerna (lat. *pari passu*) razdelitev sredstev med vsemi upniki istega razreda (Townsend, 2008, str. 812), nadaljevanje poslovanja ekonomsko učinkovitih družb oz. preprečevanje prezgodnje likvidacije zdravega dela poslovanja (Beca & Nişulescu, 2014, str. 892) ter diagnoza težav v zgodnejši fazi, v kateri je več manevrskega prostora za rešitve (Nyombi, 2015, str. 6). Corkovo poročilo (1982, str. 53) izpostavi tudi, da insolvenca ne sme biti preprosta rešitev za izogibanje odgovornosti in za brezobzirne dolžnike.

Na podlagi zgodovinskega pregleda Cepec (2016, str. 7–8) načela insolvenčnega prava naveže na ekonomsko analizo prava in ameriška teoretika Bairda in Jacksona, ki sta v 80. letih 20. stoletja analizirala pravno ureditev, ki ne bi poznala insolvenčnega prava, temveč bi pravila, ki so sicer del insolvenčnega prava, nadomestili pogodbeni dogovori med strankami. Ugotovila sta, da pogodbeni dogovor v insolvenčnem postopku ne bi mogel učinkovito nadomestiti pravil insolvenčnega prava zaradi problema skupnega delovanja, v katerem obstaja superiorni sistem unovčevanja premoženja insolventnega dolžnika. Upniki ob prvih signalih težav dolžnika med seboj tekmujejo in skušajo čim prej priti do poplačila z izvršilnim postopkom. To lahko vodi v prehitro likvidacijo družbe ali prodajo premoženja po delih, katerih vsota je vredna manj, kot bi bila ob prodaji delujočega podjetja. Hkrati pa to delovanje ni učinkovito, saj vsak upnik v tej »tekmi« porabi kar nekaj sredstev za transakcijske stroške, ki bi bili v primeru skupnega foruma manjši. Hkrati pa se zaradi manjšega izkupička pri prodaji po kosih, čeprav za enega izmed upnikov to lahko pomeni boljše poplačilo in s tem racionalno odločitev, večajo skupni družbeni stroški (angl. *social cost*). Cepec (2016, str. 9) nesodelovanje med upniki v primeru insolventnosti dolžnika (ob predpostavki neobstoja pravil insolvenčnega prava) opredeli kot primer priporniške dileme; tudi v tem primeru obstaja zgolj eno Nashevo ravnotežje.

Glede ciljev insolvenčnega prava sicer obstajajo različni pogledi avtorjev oziroma dve poglavitni šoli. Šola ekonomske analize prava oz. šola procesualistov vidi insolvenčno pravo zgolj kot procesni mehanizem, potreben zaradi problema skupnega delovanja, njegov namen pa je izključno maksimiranje izkupička upnikov. Insolvenčna zakonodaja naj bi po mnenju teh avtorjev vsebovala le najnujnejše materialnopravne določbe in ne sme služiti drugim ciljem, kot bi bila redistribucija bogastva ali spreminjanje relativnih upravičenj upnikov (Cepec, 2016, str. 12).

Šola tradicionalistov pa zastopa stališče, da mora insolvenčno pravo zastopati tudi širše interese kot le maksimiranje poplačila upnikov. Po tem pogledu se mora v insolvenčnih postopkih varovati širši spekter dobrin in je treba nekaterim kategorijam deležnikov priznati poseben status oziroma posebne interese, kot so ohranjanje delovnih mest, ohranjanje zdravih jeder prezadolženih gospodarskih družb, zaščito interesov lokalne skupnosti itd. – četudi se ti interesi včasih uveljavijo na škodo samih upnikov (Cepec, 2016, str. 12–13). V praksi to pomeni močnejšo vlogo posloводства, zmanjšano vlogo načela absolutnih prednosti, možnost pogajanj med dolžnikom in upniki ter druge fleksibilnosti v postopku (Cepec, 2016, str. 22).

Tudi Corkovo poročilo torej izhaja iz tradicionalističnega pogleda, saj pravi, da mora insolvenčna zakonodaja upoštevati tri stranke: dolžnika, upnike in družbo. Družba mora zavarovati dolžnika pred trpinčenjem upnikov in mu omogočiti, da ponovno doseže finančno stabilnost in nov začetek (Cork, 1982, str. 53). Dolžnik, ki je fizična oseba, to dobi v zameno za:

- prispevek, ne le iz unovčitve sredstev, temveč tudi iz prihodnjih zaslužkov, ki je razumen, dolžnika in njegove družine ne vodi v pretirano in družbeno nesprejemljivo revščino ter mu odvzema spodbude, da uspe z novim začetkom; in
- obvezo, da razkrije vzroke in razloge za svoj neuspeh ter po potrebi dopusti nadzor svojih poslov nepristranski preiskavi.

Poleg urejanja poplačila upnikov Corkovo poročilo opisuje tudi naslednje poglavitne cilje insolvenčne zakonodaje, ki se nanašajo na širšo družbo (Cork, 1982, str. 62):

- trgovska skupnost dojema insolvenčno zakonodajo kot pomemben instrument v postopku poplačila dolga; pri tem pa je pomemben element tudi grožnja ali preteča insolventnost, ki upnika spodbudi, da sam predlaga razrešitev dolga, insolvenčni postopek pa ostane skrajno sredstvo;
- preiskovalni postopek, ki je del insolvenčne zakonodaje, je sredstvo, da se razišče moralnost poslovanja; morebitni disciplinski ukrepi proti upniku, ki se med postopkom izkažejo kot potrebni, pa se lahko vodijo tako v okviru insolvenčnega

postopka ali zunaj njega (npr. s postopki kazenske zakonodaje ali pred strokovnimi disciplinskimi organi).

Poročilo Corkove komisije je predstavljajo temelj za novo britansko insolvenčno zakonodajo, ki je bila sprejeta v letu 1985 (angl. *Insolvency Act 1985*). Zakon je v insolvenčne postopke vnesel tržna načela in je med drugim predvidel profesionalno upravljanje insolvenčnih postopkov, da bi s tem povečal njihovo učinkovitost (Halliday & Carruthers, 1996, str. 371).

Ta miselni premik se je v zadnjih desetletjih odrazil tudi v spremembah zakonodaje drugod v razvitih gospodarstvih, saj so zakonodajalci fleksibilnejšo insolvenčno zakonodajo videli v sklopu spodbujanja in podpore podjetniške dejavnosti, na kateri temelji gospodarski napredek. Del tega pa je tudi lažje upravljanje neuspeha, ki temelji na funkcionalističnem in racionalnem pristopu. Dobro delujoča insolvenčna zakonodaja je pogosto omenjena med ključnimi elementi podjetništvu naklonjenega poslovnega okolja. Racionalnemu pristopu se pridružuje tudi argument, da je za tržno usmerjeno gospodarstvo ključno, da neuspešna in neproduktivna podjetja prenehajo s poslovanjem, sredstva pa se preusmerijo v produktivnejšo rabo (McCarthy, O’Riordan & Griffin, 2014, str. 174).

1.1.4 Insolvenca podjetij

Socialne in finančne posledice insolvence podjetij se pomembno razlikujejo od insolvence posameznikov. Poročilo Corkove komisije (1982, str. 56) opredeljuje, da ima insolvenca poslovnih subjektov širše učinke, ne le na tesno povezane s subjektom (poslovodstvo, delničarji, zaposleni), temveč tudi na dobavitelje in druge. Učinek neuspeha na izterljivo vrednost zalog, nepremičnin in dobrega imena (angl. *goodwill*) je lahko katastrofalen ter neredko se pojavi splošen občutek obupa, ki ima širši vpliv na družbo.

Insolventnost podjetja je primarno res problem dolžnika in upnika, vendar je v praksi lahko insolvenca zelo pereč družbeni problem, ki presega odnose med dvema zasebnima subjektoma. Insolvenca lahko občutno vpliva na kupce, dobavitelje, zaposlene in njihove družine ter prek negativnih multiplikativnih učinkov na lokalno skupnost, še posebej pri podjetjih v manjših krajih, ki so gibalno lokalnega gospodarstva.

Skrb za preživetje in blaginjo oseb, odvisnih od podjetja, je lahko gonilna sila celotnega mesta ali celo regije, zato mora sodobna insolvenčna zakonodaja to upoštevati kot legitimen dejavnik. Verižna reakcija, ki sledi stečajju, je potencialno katastrofalna za upnike, zaposlene in skupnost, ki ne sme biti spregledana (Cork, 1982, str. 56).

Obstoječa insolvenčna zakonodaja je bila v tem pogledu neustrezna, saj je prevečkrat vodila v stečaj in likvidacijo, pri čemer se dejavnost podjetja ni ohranila, pojavila se je izguba večjega števila delovnih mest in specifičnega znanja, ki ga je posedovala organizacija. Zakonodajalci bi si morali na osnovi omenjenih priporočil prizadevati za reforme insolvenčne zakonodaje, ki bi v okviru insolvenčnih postopkov spodbujale prodajo dejavnosti kot delujočega podjetja (angl. *going concern*), za kar obstajata dva poglobitna razloga.

Prvi razlog je pomembno zmanjšanje negativnih socialnih posledic postopkov prenehanja poslovanja. Drugi razlog je, da ohranitev delovanja zdravega jedra ohrani večjo vrednost premoženja, omogoča tudi pozitivni denarni tok v prihodnosti in posledično omogoči boljše poplačilo upnikov.

Izbira med postopkom stečaja ali likvidacije in reorganizacije mora zato temeljiti na oceni, ali so diskontirani prihodnji donosi dolžnika večji kot sedanja likvidacijska vrednost dolžnikovega premoženja. Če ocena prihodnjih donosov družbe pokaže, da bo družba v prihodnosti ustvarjala prihodke, ki bodo omogočili boljše poplačilo upnikov, bi morala družba v reorganizacijo, sicer pa v likvidacijo (Cepec, 2016, str. 85).

Cepec družbe, ki se znajdejo v postopku zaradi insolventnosti, razdeli v štiri temeljne skupine (Cepec, 2016, str. 85–86):

- ekonomsko učinkovite nelikvidne družbe (ekonomsko učinkovite družbe z napačno strukturo kapitala, ki so postale insolventne zaradi nelikvidnosti in pri katerih bi reorganizacija dinamike odplačila terjatev odpravila insolventnost),
- ekonomsko učinkovite prezadolžene družbe (ekonomsko učinkovite družbe z napačnim obsegom kapitala, kar pomeni, da so obveznosti družbe večje od njenega premoženja in noben sistem poplačila dolga tega ne more spremeniti),
- ekonomsko neučinkovite družbe s slabim poslovanjem (ekonomsko neučinkovite družbe, ki imajo poslovni potencial za ekonomsko učinkovitost, če bi bile pravilno vodene),
- ekonomsko neučinkovite družbe (družbe, pri katerih je likvidacijska vrednost premoženja večja od vrednosti delujočega podjetja).

Avtor nadalje ugotavlja, da je za prve tri skupine reorganizacija smiselna, za četrto skupino pa ne. Ocenjevanje prihodnjih donosov mora vsebovati predpostavke o prihodnjih denarnih tokovih in višini diskontne stopnje. Ocenjevanje obeh je povezano s številnimi predpostavkami in ob spremembi zgolj nekaterih parametrov lahko dobimo zelo različne rezultate (Cepec, 2016, str. 86–87).

V empiričnem delu naloge bomo ocenili, kako velik vpliv ima uporaba instrumenta izdvojitve zdravega jedra na diskontne stopnje, ki jih deležniki izdvojene družbe upoštevajo v svojih načrtih poslovanja z izdvojeno družbo. Podali bomo tudi oceno o vplivu te spremembe na vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki jih deležniki izdvojene družbe načrtujejo z družbo.

1.1.5 Primerjava insolvenčne zakonodaje po državah

Na evropski ravni harmonizacijo insolvenčnih postopkov za podjetja v okviru skupnega evropskega trga ureja Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti (Bělohlávek, 2008, str. 54). Nemčija v svojem zakonu o insolvenčnih postopkih (nem. *Insolvenzordnung*, InsO) iz leta 1994 sledi amerišskemu vzoru, pogoj za začetek postopka insolventnosti je lahko plačilna nesposobnost ali prezadolženost, če uvedbo tega postopka predlaga dolžnik, pa tudi grozeča plačilna nesposobnost. Za prezadolženost gre tedaj, ko dolžnikovo premoženje ne pokriva več obstoječih obveznosti. Nemčija pozna običajni stečajni postopek ter postopek finančnega prestrukturiranja; slednji predvideva načrt finančnega prestrukturiranja z opisanimi ukrepi. Sodišče lahko ob neupravičenosti ta načrt zavrne. Novembra 2011 je Nemčija sprejela Zakon o nadaljnji poenostavitvi prestrukturiranja podjetij (nem. *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*), s katerim je dopolnila ureditev postopka finančnega prestrukturiranja. S to novelo omogoča insolventnemu dolžniku, da v načrt finančnega prestrukturiranja kot enega od ukrepov vključi konverzijo terjatev v deleže za tiste upnike, ki soglašajo, da bodo svoje terjatve vložili kot stvarni vložek v postopku povečanja dolžnikovega osnovnega kapitala (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 21–22).

Avstrija je ureditev insolvenčnih postopkov poenotila in olajšala s spremembo zakonodaje v letu 2010. Spremenila se je ureditev prisilne poravnave, ki se izvede na osnovi načrta finančnega prestrukturiranja. Dolžnik mora upnikom ponuditi najmanj 20-odstotno poplačilo v največ dveh letih. Če dolžnik sam obdrži upravljanje nad insolventnim podjetjem (pod nadzorom upravitelja), pa se prag poplačila zviša na najmanj 30 odstotkov. Od leta 2010 za potrditev prisilne poravnave ni več potrebna tričetrtinska večina, temveč zadostuje navadna večina. Razloga za uvedbo insolvenčnega postopka sta plačilna nesposobnost ali prezadolženost (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 23).

Španski insolvenčni zakon (špa. *Concurso*) ureja enoten postopek, imenovan »concurso«, ki nadomešča v prejšnji ureditvi zajeto razlikovanje med stečajem in odlogom plačila. Enoten postopek se lahko zaključi kot klasični stečajni postopek ali kot reorganizacija – prisilna poravnava med insolventnim dolžnikom in upniki. Vlogo za uvedbo insolvenčnega postopka lahko vloži dolžnik in z njo sproži prostovoljni insolvenčni postopek. V tem primeru je predvideno, da lahko dolžnik še naprej sam, vendar pod nadzorstvom, vodi posle in razpolaga s svojim premoženjem (podobno kakor

prej v postopku odloga plačila). Novi španski zakon dolžniku dovoljuje, da sproži insolvenčni postopek že takrat, ko še ni v stanju insolventnosti, vendar jo pričakuje – neizogibna, preteča insolventnost. Vlogo za uvedbo insolvenčnega postopka lahko v primeru dolžnikove plačilne nesposobnosti predloži tudi upnik in z njo sproži prisilni insolvenčni postopek, v takem primeru se vodenje poslov in razpolaganje s premoženjem prenese na upravitelje (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 23).

1.2 Insolvenčna zakonodaja v Sloveniji

1.2.1 Analiza zakonodaje pred letom 2013

Ključni zakon, ki v Sloveniji ureja insolvenčne postopke, je Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (v nadaljevanju ZFPPIPP), ki je začel veljati 1. oktobra 2008. Zakon je bil do zdaj šestkrat noveliran, dvakrat obširneje (ZFPPIPP-C in ZFPPIPP-E), v ostalih primerih pa je šlo za spremembe z ožje zastavljenimi cilji (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 1). Prva večja sprememba, ZFPPIPP-C (2010), se je pojavila zaradi spremembe gospodarskih razmer in socialnih odnosov. Oblikovana je bila delovna skupina, ki je preučila izkušnje sodišč, upraviteljev, davčne uprave, Gospodarske zbornice Slovenije, Obrtno-podjetniške zbornice Slovenije, bank in finančnih organizacij ter civilnih združenj po prvem letu izvajanja zakona. Tedanje spremembe so šle v smer možnosti za večjo učinkovitost insolvenčnih postopkov, zagotovitev možnosti reševanja zdravih jeder, ureditve ustreznosti položaja upnikov in upraviteljev postopkov. V tej spremembi vidimo upoštevanje načela, ki ga je izpostavila že Corkova komisija, saj je vlada dopolnitve 389. člena utemeljila, da omogočajo poštenemu podjetniku ali zasebniku, nad katerim je začel postopek osebnega stečaja, ponovni začetek poslovanja kot podjetnik ali zasebnik (ponovno samozaposlitev) ob ustreznem nadzoru upravitelja in sodišča (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 9).

Aprila 2011 je bila v okviru Ministrstva za pravosodje ponovno oblikovana široka strokovna delovna skupina z nalogo, da prouči izvajanje veljavnega zakona v praksi in vse prejete pobude oziroma predloge za njegove nadaljnje spremembe, saj so se s strani različnih združenj in poslovnih subjektov pojavljala stališča, da so insolvenčni postopki premalo učinkoviti, da omogočajo zlorabe s strani lastnikov in da so (manjšinski) upniki premalo zaščiteni (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 2). Na osnovi strokovne razprave je bila pripravljena in sprejeta novela ZFPPIPP-E (maj 2013), ki je prinesla rešitve za zagotovitev večje možnosti učinkovitega in realnega prestrukturiranja, med drugim postopek poenostavljene prisilne poravnave za podjetnike in mikro družbe (bistveno cenejši in hitrejši postopek). Poleg tega se je razširila pravica upniškega odbora do vpogleda v dokumentacijo in pristojnost upniškega odbora, da z glasovi vseh svojih članov brez obrazložitve zahteva glasovanje o razrešitvi upravitelja, če upravitelj ne

uživa več njihovega zaupanja. Nov 128.a člen je vsem upnikom priznal pravno možnost ugovora zaradi kršitve pravice do enakega obravnavanja upnikov, v stečajnem postopku pa je bilo podaljšano obdobje izpodbojnosti pri neodplačnih pravnih poslih z 12 na 36 mesecev. Za izboljšanje položaja upnikov-delavcev insolventnega dolžnika je bila sprejeta oprostitev založitve predujma za plačilo začetnih stroškov stečajnega postopka, določen pa je bil nov razlog za ugovor proti vodenju prisilne poravnave, in sicer če insolventni dolžnik za več kot 15 dni zamudi s plačilom plač delavcem do višine minimalne plače ali s plačilom davkov in prispevkov, ki jih mora obračunati ali plačati hkrati s plačilom plač. Za preprečitev pristranskega vpliva na postopke so bile določene nove ovire za imenovanje člana upniškega odbora, za zagotovitev večje učinkovitosti postopkov prodaje premoženja na javnih dražbah pa je bila določena dodatna možnost javne prodaje premoženja, in sicer tudi po sistemu zniževanja izklicne cene.

Sodna statistika je relevantna za obdobje od leta 2008, ko je začela veljati prva različica zakona. Iz vladnega gradiva je razvidno, da se je število postopkov vsako leto povečevalo, hkrati pa se je povečevala tudi učinkovitost sodišč. Po novi ureditvi večina insolvenčnih postopkov traja manj kot eno leto, z izjemo postopka osebnega stečaja, ki ima že v zakonu predvideno večletno preizkusno obdobje (2 do 5 let). Ker stečaj ne predstavlja le likvidacije podjetja, temveč sočasno vključuje tudi rešitev vseh spornih vprašanj (terjatev), ki bi se sicer reševala ali se že rešujejo v pravnih, je tudi ta kompleksnost lahko vzrok za daljši rok nekaterih insolvenčnih postopkov. Po poročilu Svetovne banke (*Doing Business*) za leto 2012, na katerega se je Vlada Republike Slovenije sklicevala pri zadnji prenovi insolvenčne zakonodaje, je v Sloveniji stanje na področju insolvenčnih postopkov primerljivo evropskemu povprečju glede trajanja in deleža poplačila. Kar zadeva stroškovno obremenitev pa so insolvenčni postopki celo med najcenejšimi (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 8).

Vlada je ob pripravi novele ZFPPIPP-E hkrati načrtovala tudi dodaten sklop sprememb in dopolnitev pravil o finančnem prestrukturiranju, ki bi se osredotočil na zagotovitev pogojev za učinkovitejše finančno prestrukturiranje velikih in srednjih družb, katerih uspešno poslovanje je ključnega pomena za spodbuditev gospodarske rasti in zagotavljanja delovnih mest v času, ko se je država spopadala z gospodarsko stagnacijo. Ministrstvo za pravosodje je v sodelovanju z Ministrstvom za gospodarski razvoj in tehnologijo ter Ministrstvom za finance pristopilo k pripravi Zakona o sistemski razdolžitvi, ki bi povečal možnosti za dejavnejše in učinkovitejše delovanje upnikov v postopku razdolževanja insolventnih dolžnikov ter upnikom omogočil, da s konverzijo svojih terjatev v kapital (angl. *debt-to-equity swap*) omogočijo nadaljnje delovanje podjetij (Vlada Republike Slovenije, 2013, 8–9). Analiza je pokazala, da rešitve novele ZFPPIPP-E zadoščajo za ustrezno prestrukturiranje finančnih obveznosti, prestrukturiranje poslovnih obveznosti pa v večini primerov ni smotno, ker bi povzročilo negativne posledice (ogrozilo solventnost manjših poslovnih partnerjev ter nadaljevanje poslovnega sodelovanja z upniki). Pokazalo pa se je, da obstoječe rešitve

ovirajo ustrezno prestrukturiranje zavarovanih obveznosti ter da bi bilo za nadaljevanje poslovanja pogosto smotrno izvesti izdvojitev rentabilnega dela v novo družbo. Na teh argumentih se je izoblikovalo stališče, da je za pravni sistem pregledneje, da se posebna pravila o teh postopkih prav tako vključijo v ZFPPIPP, namesto v nov zakon (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 11).

Med pripravo dopolnitev ZFPPIPP so potekala delovna srečanja s predstavniki Mednarodnega denarnega sklada (IMF), ki je o vsebini dopolnitev pripravil predhodno mnenje in med drugim pozitivno ocenil uveljavitev izdvojitve z ustanovitvijo nove družbe. Med predlogi IMF, ki niso bili v celoti upoštevani, je bil dodaten prisilen poseg v zavarovane terjatve tudi z zmanjšanjem njihove glavnice, saj bi po predlagateljevi presoji takšen poseg lahko resno ogrozil kapitalsko ustreznost bank (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 11–12).

1.2.2 Povzetek obstoječega insolvenčnega zakona

Temeljna načela ZFPPIPP so že od prve uveljavitve enaka in se z dopolnitvami niso spreminjala. Med njimi Vlada Republike Slovenije (2013, str. 13) kot najpomembnejša izpostavlja:

- Načelo enakega obravnavanja upnikov, ki zahteva, da je treba vse upnike, ki so v razmerju do insolventnega dolžnika v enakem položaju, obravnavati enako. To načelo je zajeto v 46. členu zakona.
- Načelo zagotavljanja najboljših pogojev za plačilo upnikov, po katerem je treba insolvenčni postopek voditi tako, da se zagotovijo najugodnejši pogoji glede višine plačila in rokov za plačilo terjatev upnikov. To načelo je zajeto v 47. členu zakona.
- Načelo hitrosti postopka, ki zahteva, da postopek poteka hitro in brez nepotrebnega zavlačevanja. To načelo je zajeto v 48. členu zakona, ki določa tudi, da morajo sodišča in drugi državni organi zadeve, v katerih je kot stranka udeležen stečajni dolžnik ali katerih izid vpliva na potek stečajnega postopka, obravnavati prednostno.

Zadnja dopolnitev je dosledno uveljavila tudi načelo absolutne prednosti, ki določa vrstni red (prednost) poplačila terjatev v razredih po merilu prednostnega plačilnega upravičenja. Terjatve ločuje na zavarovane, nezavarovane, prednostne, navadne in podrejene.

Novelo F Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju je državni zbor sprejel na seji 27. novembra 2013. V Uradnem listu je bila objavljena 6. decembra 2013 in je začela veljati dan po objavi. Novela zakona je bila sprejeta po nujnem postopku.

Osrednji cilji te novele so bili:

- zagotoviti pogoje za učinkovitejše finančno prestrukturiranje velikih in srednjih družb,
- dosledno uveljaviti načelo absolutne prednosti tudi v postopku prisilne poravnave,
- racionalizirati poslovanje sodišč pri vodenju insolvenčnih postopkov ter
- dodatno okrepiti upravičenja upnikov, zlasti finančnih institucij, v postopkih finančnega prestrukturiranja (zlasti z možnostjo, da predlagajo postopek prisilne poravnave in načrt finančnega prestrukturiranja ter da se jim na njihovo zahtevo podeli upravičenje za vodenje dolžnikovih poslov) (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 13).

Med poglavitnimi rešitvami, ki jih je uvedla obstoječa verzija ZFPPIPP, je nov postopek preventivnega prestrukturiranja, ki se vodi z namenom, da se dolžniku (veliki ali srednji družbi), za katerega je verjetno, da bo v enem letu postal insolventen, omogoči, da na osnovi sporazuma o finančnem prestrukturiranju izvede ustrezne ukrepe prestrukturiranja svojih finančnih obveznosti in druge ukrepe finančnega prestrukturiranja, potrebne, da odpravi vzroke, zaradi katerih bi lahko postal insolventen (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 17).

Za velike in srednje velike družbe pa so ključne spremembe, ki naj bi zagotovile učinkovitejše finančno prestrukturiranje: upravitelj postopka ni več izbran naključno, temveč lahko sodišče izbere upravitelja po prosti presoji, pri čemer upošteva širše izkušnje in usposobljenost. Ker finančno prestrukturiranje take družbe (in ukrepi tega prestrukturiranja) lahko pomembno vplivajo na stabilnost bank upnic, mora sodišče o začetku postopka obvestiti Banko Slovenije. Pristojnost upniškega odbora se okrepi z možnostjo, da upniški odbor spremeni načrt finančnega prestrukturiranja. Predmet predloga prisilne poravnave, ki ga vključuje načrt finančnega prestrukturiranja, je lahko tudi prestrukturiranje zavarovanih terjatev. Kot nov ukrep finančnega prestrukturiranja pa je predvidena **možnost izdvojitve rentabilnega poslovnega dela dolžnika v novo družbo**. V takem primeru mora načrt finančnega prestrukturiranja vključevati delitveni načrt (Vlada Republike Slovenije, 2013, str. 17–18).

Za nadaljevanje naloge je pomemben predvsem institut izdvojitve zdravega jedra (rentabilnega dela družbe). Ta je še posebej uporaben v primerih, ko je družba insolventna zaradi visoke prezadolženosti in brez odprave le-te ne more vzpostaviti normalnih pogojev poslovanja. Brez vzpostavitve normalnih pogojev poslovanja bo družba, ki je predmet prestrukturiranja, težko dosegla dobičkonosno poslovanje. Brez dobičkonosnega poslovanja se izgube deležnikov ne morejo zmanjšati, zato se stroški zanje s potekom časa povečujejo.

Z zadnjo novelo insolvenčne zakonodaje in institutom izdvojitve zdravega jedra je Slovenija dobila orodje, s katerim se lahko aktivno zmanjšajo negativne socialne posledice prenehanja poslovanja. Prav tako z izdvojitvijo zdravega jedra ohranimo večjo vrednost premoženja, pozitivni denarni tok v prihodnosti pa posledično omogoči boljše poplačilo upnikov. To sta bila tudi pomembna cilja Corkove komisije (Cork, 1982, str. 4).

2 PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ

Pomen prestrukturiranja podjetja se je z začetkom novega tisočletja močno povečal. Obdobje po letu 1980 je bilo zaznamovano s padanjem ovir v mednarodni trgovini in s povečanim pretokom kapitala, kar je podjetja izpostavilo disciplini globalnega trga. Uprave podjetij so pod vse večjim pritiskom, da svojim delničarjem zagotavljajo nadpovprečne donose. Če tega ne uspejo narediti, je verjetnost izgube samostojnosti ali prenehanja poslovanja visoka.

Potrebo po prestrukturiranju je povečala še svetovna gospodarska in finančna kriza v obdobju 2007–2012, ki je številna podjetja pahnila v finančne težave in jih prisilila, da se prestrukturirajo v okviru orodij, ki jih ponujajo nacionalne insolvenčne zakonodaje. To zadnje še posebej velja tudi za Slovenijo.

Pri prestrukturiranju podjetja gre za spremembo pogodbenih odnosov med podjetjem in njegovimi glavnimi deležniki, vključujoč lastnike, posojilodajalce, zaposlene in dobavitelje. Ne glede na razlog za začetek prestrukturiranja je vpliv na posameznega deležnika lahko izredno velik. Ključna naloga vodstva je, da identificira kritične ovire pri implementaciji ukrepov. Gilson v svojem proučevanju korporativnih prestrukturiranj navaja tri (Gilson, 2001):

- **Zasnova.** Kakšen tip prestrukturiranja je primeren za reševanje posameznega problema oziroma priložnosti, ki ji je izpostavljeno podjetje?
- **Izvedba.** Kako upravljati proces prestrukturiranja in kako premagati ovire na poti, da se v procesu ustvari čim več vrednosti?
- **Trženje.** Kako razložiti koncept in predstaviti proces prestrukturiranja različnim deležnikom, da ga bodo sprejeli in podprli?

Nezmožnost ustrezne predstavitve katere koli od zgornjih točk je lahko usodna za uspeh celega procesa. Predstavitev vsebine in procesa prestrukturiranja je še posebej pomembna, ko prestrukturiranje poteka v pogojih insolvence. V tem primeru med deležniki podjetja ne prihaja do prerazporeditve vrednosti, temveč do prerazporeditve izgub. V teh razmerah je zaupanje med posameznimi deležniki izrazito nizko, zato je

glavna naloga vodstva, da to zaupanje, skozi skrbno pripravo vseh treh korakov, dvigne na raven, kjer je dogovor o prestrukturiranju mogoč.

V današnjem času moramo na prestrukturiranje gledati kot na sestavni del vodenja podjetij. To ni več redek ali enkraten primer, ki se zgodi drugim, temveč sestavni del razvoja večine podjetij. Zahteve globalnega trga, razvijajoče se tehnologije, šoki v povpraševanju in ponudbi ter vse bolj dinamično globalno poslovno okolje bodo tudi v prihodnosti pred vodstva podjetij postavljali izzive, ki se jim bo treba dejavno prilagajati, prestrukturiranje pa bo imelo ključno vlogo pri zasledovanju njihovih ciljev.

Strokovna literatura insolvenčne postopke obravnava z različnih vidikov, med katerimi prevladujejo pravni (Finch, 1997; Milman & Cook, 2002; Finch, 2005; Lukason, 2013), finančni (Kuruppu, Laswad & Oyelere, 2003) in makroekonomski vidik (Field, 2001) ter primerjava insolvenčne zakonodaje po državah in med različnimi pravnimi sistemi, npr. anglosaški in nemški (Franks, Nyborg & Torous, 1996; Djankov et al., 2008), in primerjava insolvenčnih postopkov glede na tip lastništva (Elloumi & Gueyjé, 2001). Posamezne raziskave se osredotočajo na vrednotenje premoženja v insolvenčnih postopkih (Burgess, 1992), analizo poslovanja po reorganizaciji (Chitnomrath, Evans & Christopher, 2011), vpliv gospodarske krize (Georgescu & Baciu, 2014) in strategije upnikov (Pond, 2002), tudi z vidika teorije iger (Braham & Steffen, 2003), ter na poskus identifikacije dejavnikov za uspešno prestrukturiranje (Smith & Graves, 2005).

Pomembno vprašaje pri insolvenčnih postopkih je tudi stopnja zaščite delovnih mest (Nyombi, 2013). Armour in Deakin (2003) insolvenčno zakonodajo obravnavata z vidika zakonodajne zaščite delovnih mest, ki lahko v nekaterih primerih predstavlja oviro pri reorganizaciji družb v težavah, v drugih primerih pa sta prav človeški kapital in specifično organizacijsko znanje pomemben argument dolžnikom za nadaljevanje poslovanja. Blazy, Chopard, Fimayer in Guigou (2011) v empirični študiji na vzorcu francoskih malih in srednjih podjetij ugotovijo, da reorganizacija in nadaljevanje poslovanja v povprečju ne pomeni nižjega poplačila upnikov od ostalih možnosti.

Vance (2010) v svojem delu o prestrukturiranju podjetij identificira tri faze podjetja v težavah: zgodnjo, vmesno in pozno fazo. Pomembno je, da se zavedamo, v kateri fazi je podjetje, saj so ukrepi za rešitev problemov v vsaki od njih drugačni.

Za zgodnjo fazo je značilno, da se pojavljajo občasni problemi, katerih frekvenca se povečuje. Kakovost proizvodov in storitev pada, zaloge se povečujejo. Kupci se vse bolj pogosto pritožujejo, prodaja in marže padajo. Pojavijo se prvi likvidnostni problemi, zamude pri plačevanju dobaviteljev se povečujejo in znašajo do 15 dni. Vodstvo meni, da se bodo stvari izboljšale v bližnji prihodnosti in ne ukrepa.

V vmesni fazi postanejo problemi v proizvodnji in distribuciji akutni. Kakovost še naprej pada, marže pa padejo pod raven, ki še zagotavlja donosno poslovanje. Pojavijo se motnje v dobavi in prvi ukrepi obvladovanja denarnega toka. Likvidnostne rezerve so izkoriščene, zamude dobaviteljem se povečajo na 60 dni. Pojavijo se zahteve po avansiranju plačil. Banke zahtevajo načrt izhoda iz težav. V podjetju se pojavijo govorice o težavah, motivacija zaposlenih pade, najboljši kadri začenjajo zapuščati podjetje.

V pozni fazi se pojavi sesutje osnovnih vodstvenih in poročevalskih sistemov. Proizvodnja se ustavi, kakovost pa se zniža na raven, kjer je prodaja močno otežena. Zaradi motenj v dobavi je nemogoče zagotavljati ustrezno raven produkcije izdelkov ali storitev. Vse več je težav s plačili, prodaja strmo pada. Banke ustavijo financiranje, tekoči račun je v prekoračitvi, dobave se zaustavijo. Vodstvo nima več pregleda nad dogajanjem in sprejema odločitve na osnovi napačnih informacij. Banke istočasno z zaustavitvijo financiranja zaostrijo pogoje poslovanja z dvigom stroškov in obrestnih mer, hkrati pa zahtevajo več zavarovanja. Najboljši kadri odidejo, podjetje je pred propadom.

Ne glede na to, v kateri fazi težav je podjetje, je treba izvesti naslednji postopek (Vance, 2010, str. 3):

1. diagnoza problemov,
2. identifikacija in implementacija rešitev,
3. zagotovitev virov financiranja, ki bodo omogočili izpeljavo prestrukturiranja.

Treba se je zavedati, da za prestrukturiranje potrebujemo čas in denar. Iskanje sredstev, ki bodo podjetju prinesla dovolj časa za uspešno izvedbo prestrukturiranja, je pogosto zahteven izziv. Pri zagotavljanju ustreznih virov se moramo zavedati, da je verjetnost za neuspeh visoka, zato je treba narediti vse, da podjetje v času prestrukturiranja postane samozadostno. Čas, ki je ekipi za prestrukturiranje na voljo, je omejen z velikostjo težav podjetja. Ne glede na to, koliko ga imamo na voljo, ga moramo glede ciljev razdeliti v dve fazi. Prva faza je pripeljati podjetje do dobičkonosnosti. Druga faza je pripeljati podjetje do odličnega poslovanja (Vance, 2010, str. 3–4).

Menim, da je hitrost implementacije ukrepov ključni element pri zagotavljanju uspešnosti prestrukturiranja. Ukrepe je treba sprejemati hitro in brez oklevanja. Ukrepe, katerih izvedbo bi v normalnih razmerah merili v letih, je treba izvesti v nekaj mesecih, nekatere tudi v nekaj tednih. Podjetje v težavah je pod drobnogledom svojih upnikov, zlasti bank. Pripravljenost slednjih za sodelovanje v procesu prestrukturiranja bo tem večja, čim hitrejši bodo rezultati. Banke se bodo v želji po čim prejšnjem začetku stečajnega postopka večkrat sklicevale na to, da so težave prevelike in da z ukrepi ni mogoče spremeniti razmer v podjetju. To bodo počele tudi v strahu pred sprejemanjem

poslovnih odločitev, saj bodo v primeru sodelovanja v procesu prestrukturiranja posamezniki znotraj banke prevzeli odgovornost za njegov (ne)uspeh.

Največ, kar lahko vodstvo podjetja naredi, je, da zahteva kakovostne in ažurne informacije, na osnovi katerih brez odlašanja učinkovito sprejema ključne odločitve ter na transparenten in učinkovit način ponavljajoče poroča o tem, da se ukrepi v podjetju sprejemajo hitro in da prinašajo rezultate, ki so skladni z načrtom prestrukturiranja. Bolj kot se rezultati ujemajo s tem načrtom, večja bo stopnja zaupanja v proces in lažje bo nadaljevanje.

2.1 Pravilna identifikacija vzrokov

Vance (2010) v svojem delu o prestrukturiranju podjetij povzame glavne vzroke težav, ki podjetja privedejo do prestrukturiranja, kar predstavljam v Tabeli 1. Podjetje redko zaide v težave zaradi enega razloga. Običajno je podjetje v težavah, ker več dejavnikov skupaj povzroči finančno stisko.

Tabela 1: Razlogi podjetij za neuspeh ali nedoseganje rezultatov

Nižanje bruto marže	Preobsežna režija
Pretirana ali prehitra širitev	Neustrezen likvidnostni proračun
Izguba ključnega odjemalca/ključnih odjemalcev	Težave z izterjavo
Krepitev konkurence	Inferiorni proizvodi
Slabi odnosi z uporabniki	Slaba podpora uporabnikom
Neuspeh pri dobavi obljubljenega blaga ali storitev	Zastareli proizvodi
Ni prehoda na novo tehnologijo	Visok strošek proizvodov
Neuspeh pri oglaševanju in ustvarjanju povpraševanja	Pretirano trošenje za oglaševanje
Trošenje denarja z napačnim oglaševanjem	Pomanjkanje vlaganj v prodajni in trženjski kader
Napačna napoved povpraševanja ali recesije	Nepozornost menedžmenta
Pretirana izplačila in nagrade lastnikom	Spremembe regulacije ali zakonodaje
Preveliki izdatki za prodajo in trženje	Pomanjkljiv finančni model
Preveliko dolžniško breme	Odhod ključnega menedžmenta
Nižanje cen in visoki rabati	Preplačevanje blaga in storitev
Pomanjkanje vlaganj v razvoj proizvodov	Sodni postopki
Neuspeh pri pravočasnem lansiranju proizvodov na trg	

Vir: D. Vance, Corporate Restructuring: From Cause Analysis to Execution, 2010, str. 5.

Identifikacija problemov je zelo pomemben del prestrukturiranja. Obstoječe vodstvo, pa tudi upniki namreč velikokrat prezadolženost označijo za glavni problem podjetja. V želji, da bi čim prej rešili ta problem, k prestrukturiranju pristopijo izključno z uporabo

finančnih orodij za prestrukturiranje dolga. S tem pogosto rešijo takojšnje likvidnostne težave podjetja in izboljšajo njegovo kapitalsko ustreznost, vendar večinoma ne rešijo pravih vzrokov za težave. Rezultat takega pristopa je, da se težave v kratkem času ponovijo, stroški za upnike pa se na koncu še povečajo.

Izkušnje kažejo, da je prezadolženost posledica prehitre širitve, prevelikih naložb v nepremičnine, prevzemov, prevzemanja prevelikega kreditnega tveganja ali padajočih marž. Katerega koli od omenjenih dejavnikov, ki predstavlja glavni problem, je treba takoj zaustaviti. Ločitev vzrokov od posledic je težka naloga, vendar ključna za uspešen preobrat (Vance, 2010, str. 6).

2.2 Postavljanje ciljev

Pri postavljanju ciljev Vance (2010, str. 22) navaja naslednja pomembna pravila:

- Najprej je treba določiti velike cilje, podrobnejše definiramo pozneje.
- Postavljeni cilji morajo biti realni, odražati morajo razmere v panogi.
- Nadpovprečna prodajna rast v času težav je nerealna predpostavka.

Velike cilje je treba razdeliti na manjše. Na koncu mora imeti vsak cilj določeno odgovorno osebo, časovno in vrednostno komponento. Vodstvo mora vedeti, kdo mora v točno določenem obdobju doseči točno določen prispevek k izboljšanju rezultata podjetja. Najbolj pomemben cilj vodstva je, da prestrukturiranje čim prej pripelje do točke preloma, to je točke, na kateri se izguba prelevi v dobiček. V drugem koraku mora vodstvo zagotoviti, da bo podjetje ustvarjalo ciljni dobiček. Ob tem velja naslednja enačba:

$$0 = \text{Prihodki od prodaje} * (\text{bruto marža \%} - \text{stroški prodaje \%}) - \text{stroški režije} - \text{stroški financiranja} - \text{ciljni dobiček} \quad (1)$$

Če enačbo preuredimo, dobimo:

$$\text{Potrebni prihodki od prodaje} = \frac{SR+SF+CD}{BM \% - SP \%} \quad (2)$$

Legenda:

SR – stroški režije

SF – stroški financiranja

CD – ciljni dobiček

BM (%) – bruto marža

SP (%) – stroški prodaje

Ko je podjetje v težavah, je najtežje predvideti prihodke od prodaje. Če bomo pri načrtovanju prihodkov preveč optimistični, bodo vsi ostali cilji iz enačbe premalo ambiciozni in prestrukturiranje ne bo uspelo. Eno od **najpomembnejših pravil pri postavljanju ciljev v pogojih prestrukturiranja je zato konzervativno načrtovanje prodaje.**

Glede na to, da je ciljni dobiček fiksen, je v naslednji fazi treba načrtovati cilje, ki so povezani s stroški financiranja, režije in bruto marže. Prav tako je treba določiti zgornji odstotek stroškov prodaje. Pomemben korak pri tem je analiza konkurence. Najprej je treba korigirati kazalnike, pri katerih od konkurence odstopamo v negativno smer. Prav tako je treba s konkurenco primerjati druge kazalnike. Če naš cilj preveč odstopa od konkurence, je lahko postavljen nerealno in je treba premisliti o njegovi spremembi. Podobno, kot smo naredili z enačbo za potrebne prihodke od prodaje, tudi za druge kazalnike izpeljemo potrebne enačbe, dokler nimajo vse odgovorne osebe točno določenih vrednostnih ciljev. Te cilje nato še časovno definiramo. V nadaljevanju izpolnjevanje preverjamo in v primeru odstopanj sprejemamo korektivne ukrepe.

2.3 Oblikovanje ekipe za prestrukturiranje

Oblikovanje prave ekipe je ključno za uspešno prestrukturiranje. Prestrukturiranje pomeni spremembe. Večina ljudi spremembam ni naklonjena, še posebej radikalnim spremembam, ki jih prestrukturiranje zahteva. Spremembe se začnejo na vrhu, zato je prvo kadrovsko vprašanje, kako oblikovati ekipo za prestrukturiranje. Pri tem se moramo vprašati:

- Ali je obstoječe vodstvo sposobno kriznega vodenja?
- Ali ima znanja in izkušnje, ki so potrebne pri prestrukturiranju?
- Ali je lahko objektivno pri odločanju?
- Ali je zavezano spremembam in pripravljeno uvajati drastične spremembe?
- Katera znanja je potrebno dodatno zagotoviti v podjetju?
- Ali je treba vodstvo dopolniti ali zamenjati?

Prednost, ki jo obstoječe vodstvo ima, je poznavanje podjetja. Največja slabost je, da tisti, ki so podjetje pripeljali v težave, težko kritično ocenjujejo preteklo poslovanje in so nagnjeni k temu, da zagovarjajo svoje odločitve. V mnogih primerih se težko sprijaznijo s spremembami, zato je treba take posameznike zamenjati ali jih odpustiti. Številni avtorji trdijo, da so spremembe v višjem menedžmentu pomemben korak k uspešnemu prestrukturiranju (Smith & Graves, 2005, str. 306).

Naslednja odločitev, ki jo moramo sprejeti, je o vključitvi zunanjih svetovalcev (Finch, 2005, str. 733). Menim, da pri tem ni smiselno varčevati. Najeti je treba najboljše s svojega področja, še zlasti svetovalce za poslovno prestrukturiranje in pravno svetovanje. Tudi prestrukturiranje je treba prodati. Kupci so upniki in drugi deležniki, ki v procesu sodelujejo. Gradiva, ki se pripravljajo zanje, morajo biti najbolj kakovostna in brez napak. Napake, še posebej njihovo ponavljanje, znižujejo raven zaupanja deležnikov v proces in lahko bistveno podaljšajo in podražijo prestrukturiranje.

Obstoječe, osveženo ali novo vodstvo, izbrani svetovalci in drugi zaposleni, ki jih izberemo, oblikujejo **ekipo za prestrukturiranje**. Izbrana mora biti tako, da njeni člani razumejo vse procese v podjetju. Ekipa mora biti sposobna reševati tekoče probleme in odgovoriti na vsa strateška vprašanja.

2.4 Prestrukturiranje v pogojih insolvence in pomen vzpostavitve zaupanja

V prejšnjih poglavjih smo videli, da je prestrukturiranje podjetij zelo zahtevna naloga, ki vključuje skrbno analizo poslovanja, še posebej pravih vzrokov za slabo poslovanje, ter odločno in učinkovito ukrepanje v smeri doseganja zastavljenih ciljev. Če težave pri poslovanju podjetje pripeljejo do stanja insolvence, se zahtevnost prestrukturiranja dodatno poveča. Analiza problemov mora biti še podrobnejša, identifikacija pravih vzrokov za težave pa je še pomembnejša. V pogojih insolvence obstaja namreč velika verjetnost, da podjetje **ne bo dobilo druge priložnosti za prestrukturiranje**. V primeru nadaljevanja težav je velika verjetnost, da se bo poslovanje končalo s stečajnim postopkom.

Pri prestrukturiranju v pogojih insolvence ima vodstvena ekipa še dodaten problem. Neposredna posledica razglasitve insolvence je **drastičen padec zaupanja** deležnikov podjetja v podjetje (veliko večji kot pri prestrukturiranju brez insolvence). Prav tako pride do padca zaupanja med deležniki podjetja. V insolvenčnem postopku se bodo namreč med seboj borili za sredstva, ki jim jih podjetje že dolguje ali jim jih bo dolgovalo v prihodnosti. Porušenje zaupanja ima pri vsakem deležniku svojo vsebino in pomembne posledice na poslovanje tako deležnika kot tudi dolžnika. Opis ključnih posledic je povzet v Tabeli 2, ki je pripravljena na osnovi lastnih razmišljanj in izkušenj.

Tabela 2: Posledice padca zaupanja med podjetjem in deležniki

Odnos	Komentar	Posledice
Podjetje – banke	Poruši se osnovno dolžniško-upniško razmerje iz sklenjenih kreditnih pogodb. Banke se zavedajo, da bodo izgubile del svojih terjatev, in izgubijo zaupanje v vodstvo podjetja ter dvomijo o ustreznosti poslovnega modela.	<ul style="list-style-type: none"> • Ustavitev financiranja • Dvig obrestnih mer in drugih stroškov poslovanja s podjetjem • Zahteve po dodatnem zavarovanju
Podjetje – dobavitelji	Poruši se dolžniško-upniško razmerje iz sklenjenih nabavnih pogodb. Dobavitelji se zavedajo, da lahko banke blokirajo račune podjetja, zato se njihova izpostavljenost kreditnemu tveganju bistveno poveča.	<ul style="list-style-type: none"> • Skrajšanje plačilnih rokov • Dobave samo ob predhodnem plačilu blaga • Zvišanje nabavnih cen • Zahteve po vračilu blaga • Zahteva po dodatnem zavarovanju za obstoječi dolg
Podjetje – zaposleni	Zaposleni izgubijo zaupanje v to, da jim bo podjetje sposobno redno zagotavljati dohodke iz dela. Izgubijo zaupanje v vodstvo podjetja in želijo biti v večji meri vključeni v procese odločanja.	<ul style="list-style-type: none"> • Najboljši kadri zapustijo podjetje • Padec motivacije na vseh ravneh • Povečana dejavnost delavskih organov odločanja
Podjetje – država	Država izgubi zaupanje, da bo podjetje lahko tekoče poravnalo svoje davčne obveznosti.	<ul style="list-style-type: none"> • Zahteve po zavarovanju prihodnjih davčnih dolgov • Izterjava dolgov s pomočjo države
Banka – banka	Banke izgubijo zaupanje druga v drugo, bojijo se, da bodo izgubile del sredstev zaradi drugih bank. Bojijo se, da si bodo druge banke v pogajanjih s podjetjem izborile boljše pogoje poplačila svojih terjatev.	<ul style="list-style-type: none"> • Izsiljevanje vodstva podjetja za izboljšanje svojega položaja • Unovčevanje zavarovanja • Blokiranje prestrukturiranja z namenom izboljšanja svojega položaja
Dobavitelji – banke	Dobavitelji izgubijo zaupanje v banke. Menijo, da si bodo zaradi večjega obsega finančnih in pravnih znanj v procesu izboljšale svoj položaj tudi na njihov račun.	<ul style="list-style-type: none"> • Zahteve po izenačenju položaja v procesu prestrukturiranja • Zahteve po dodatnem zavarovanju v primeru sodelovanja pri prestrukturiranju
Zaposleni – banke	Zaposleni izgubijo zaupanje v banke. Menijo, da bodo te v želji po čimprejšnjem poplačilu svojih terjatev to naredile ne glede na obstoj podjetja in njihovih delovnih mest.	<ul style="list-style-type: none"> • Zahteve po dodatnih informacijah o poteku prestrukturiranja • Zahteve po sodelovanju predstavnikov delavcev pri sprejemanju ključnih odločitev pri prestrukturiranju

Na tem mestu smo opisali samo najpomembnejše povezave na področju izgube zaupanja. V primeru insolvenca nihče v podjetju in z njim povezanimi subjekti ne zaupa

nikomur. Pri prestrukturiranju v pogojih insolvenca je vzpostavitev zaupanja prva in najpomembnejša naloga vodstva.

Predstavili smo že pomen analize in identifikacije pravih vzrokov težav. Samo na tak način bomo lahko zasnovali prave ukrepe za preobrat v poslovanju. V prvi fazi je treba deležnikom predstaviti realno stanje v podjetju. Ob nastopu insolvenca je za ponovno vzpostavitev zaupanja treba kadrovske preveriti vodstvo, v veliki večini primerov deležniki za sodelovanje v postopku prestrukturiranja zahtevajo tudi zamenjavo (Smith & Graves, 2005, str. 306). Tako delovanje jim omogoča tudi obstoječa insolvenca zakonodaja. Poleg novega vodstva je običajno, da se za pripravo načrta prestrukturiranja najame še za prestrukturiranje specializirano svetovalno podjetje. Uprava skupaj z nekaterimi sodelavci na nižjih ravneh in svetovalno ekipo oblikuje **ekipo za prestrukturiranje**.

V naslednjem koraku ekipa za prestrukturiranje pripravi predstavitev realnega stanja v podjetju. Temu sledi predstavitev nujnih ukrepov za izhod iz insolvenca. Najprej se predstavitev izvede na ravni vsakega posameznega deležnika ali skupin deležnikov. Na predstavitev se poskuša pridobiti njihovo soglasje za izvedbo predlaganih ukrepov.

Predstavitvi po navadi sledi **faza zanikanja** (Milman & Cook, 2002, str. 42). Deležniki ne priznajo slabosti svojega položaja. Običajne reakcije na načrt prestrukturiranja vključujejo:

- mnenje, da je ocena stanja preveč pesimistična,
- oceno, da s predlaganimi ukrepi izgubljajo več od drugih skupin deležnikov,
- zahteve, da se velikost, hitrost in struktura ukrepov spremeni v njihovo korist,
- grožnje z zaustavitvijo prestrukturiranja.

Pritisk na vodstvo je v tej fazi zelo močan. Zlasti deležniki z večjo pogajalsko močjo (banke, večji dobavitelji, predstavniki delavcev v nadzornem svetu) novemu vodstvu izražajo dvome o njihovi kompetentnosti ali celo grozijo z zamenjavo.

Odločilnega pomena za uspešno prestrukturiranje v tej fazi je **vztrajanje**. Treba je zaupati sebi in celotni ekipi za prestrukturiranje. Treba je verjeti v izbiro svetovalca in rešitev, ki je bila pripravljena s strokovnjaki. Treba je zavračati pozive k implementaciji delnih ali nepopolnih rešitev, saj le-te povečujejo stroške prestrukturiranja. Treba se je zavedati, da se s soglašanjem s kompromisi verjetno le podaljša agonija podjetja, povečajo stroški in posledično izguba vrednosti za deležnike ter se s tem prevzema tudi odgovornost, podjetje pa kljub temu konča v stečaju.

Že v fazi predstavitve je treba deležnikom predstaviti najnujnejše ukrepe, ki jih je treba sprejeti takoj in prinašajo hitre rezultate. Že v fazi pogajanj z deležniki je treba slediti tem ukrepom in o njih redno in transparentno poročati deležnikom. Kljub temu, da ti ukrepi ne pomenijo bistvenega izboljšanja stanja v podjetju, je njihova uspešna izvedba lahko ključ za povečanje zaupanja v fazi pogajanj. Ti ukrepi med drugim vključujejo:

- prodajo poslovno nepotrebne premoženja,
- prodajo finančnih naložb,
- znižanje slabih zalog,
- povečanje likvidnosti z boljšim upravljanjem obratnih sredstev,
- znižanje stroškov,
- povečanje razlike v ceni,
- znižanje slabih terjatev.

Z izvedbo začetnih ukrepov v fazi pogajanj zaupanje povečamo do te mere, da so deležniki pripravljene podpisati ustrezne dogovore o prestrukturiranju. Podpis dogovora je kompleksen proces. Od zasnove dokumentacije, njenega usklajevanja do podpisovanja lahko mine več mesecev (Chitnomrath et al., 2011, str. 53). V tem času mora vodstvo nadaljevati sporazumevanje z vsemi vpletenimi. Poročati mora o nadaljevanju implementacije začetnih ukrepov in začetku implementacije dolgoročnih ukrepov. Posebno pozornost mora nameniti tistim deležnikom, ki še niso sprejeli odločitve o pristopu k prestrukturiranju, in tistim, pri katerih je stopnja zaupanja še vedno na najnižji ravni. Vsak napredek pri sklepanju dogovorov je treba deliti z vsemi deležniki. Na primer, če pride do dogovora o zmanjšanju števila delovnih mest, je to treba takoj sporočiti dobaviteljem in bankam. Če se izboljšajo pogoji poslovanja z dobavitelji, je to treba sporočiti finančnim upnikom. Če podjetje pridobi kratkoročne kredite, je to treba sporočiti dobaviteljem itd. V nasprotnem primeru sporazumevanje izgubi svojo vrednost in je njegov namen le zadoščanje formalnim predpisom, deležniki pa iz njega ne razberejo napredka (Finch, 2005, str. 734).

V fazi podpisovanja se med podjetjem in deležniki vzpostavi stopnja zaupanja, ki omogoča podpis dogovorov o prestrukturiranju, prestrukturiranje pa stopi v osrednjo fazo. V tej fazi finančni upniki podjetju v zameno za doseganje ciljev, ki so definirani s t. i. finančnimi zavezami, sproščajo pogoje poslovanja, vključno z občasnimi likvidnostnimi injekcijami.

Finančne zaveze so zapisane s kazalniki, kot so na primer:

- delež dolgov v financiranju,
- EBITDA-marža v obdobju,
- ustvarjen prosti denarni tok,

- delež stroškov v skupnih prihodkih,
- dosežena rast posameznih skupin prihodkov,
- dosežena rast donosnosti poslovanja.

Podjetje v tem času zaupanje povečuje v povratni zanki: izpolni finančne zaveze, pridobi boljše pogoje poslovanja, izpolni nov skupek ciljev itd. S transparentnim delovanjem in izpolnjevanjem zavez se proces povečevanja zaupanja nadaljuje (Finch, 1997, str. 251). Če vse poteka nemoteno, podjetje odpravi stanje insolvence, vzpostavi normalno raven zaupanja med podjetjem in njegovimi deležniki ter na trgu začne poslovati pod normalnimi tržnimi pogoji. Ta proces je prikazan na Sliki 1.

Slika 1: Vzpostavitev zaupanja med podjetjem in deležniki



Vzpostavitev zaupanja je pomembnejša, kot se zdi na prvi pogled. V fazi, ko zaupanja ni, podjetje v odnose s svojimi deležniki vstopa pod neoptimalnimi pogoji. Dražje plačuje izdelke, ki jih potrebuje v poslovnem procesu, prav tako vire financiranja, nima dostopa do najboljših kadrov, ne more vlagati in se dejavno prilagajati konkurenci. **Vzpostavitev ustrezne stopnje zaupanja je zato nujna za preživetje podjetja, saj mu le poslovanje pod normalnimi tržnimi pogoji omogoča konkurenčni boj, rast in razvoj.**

V nadaljevanju magistrskega dela bom pokazal, da je čas zelo pomembna komponenta pri zniževanju izgub, ki jih deležniki utrpijo v procesu sanacije insolventnega podjetja. Zaradi neoptimalnih pogojev poslovanja, ki jim je podjetje izpostavljeno v času sanacije, je težje doseči dobičkonosnost, če sploh. Dokler podjetje posluje z izgubo, se bo vrednost premoženja, ki je upnikom na voljo za poplačilo, nižala. **Pri prestrukturiranju v pogojih insolvence je zato treba čim prej identificirati tisti del podjetja, ki lahko posluje na trgu samostojno in uspešno.** Prestrukturiranje je treba strukturirati tako, da zdravo jedro lahko čim prej začne poslovati pod normalnimi tržnimi pogoji in za svoje deležnike z donosnim poslovanjem začne ustvarjati novo vrednost.

3 PRAKTIČNI PRIMER IZDOJITVE ZDRAVEGA JEDRA V POGOJIH INSOLVENCE

3.1 Predstavitev podjetja

Praktični primer izdvojitve zdravega jedra v pogojih insolvence bom predstavil na primeru podjetja Merkur, d. d., oziroma Merkur trgovina, d. d., ki po zaključku prestrukturiranja kot univerzalni pravni naslednik nadaljuje z osnovno dejavnostjo. Gre za vodilno slovensko trgovsko podjetje z neživilskimi proizvodi, širokim naborom izdelkov za gradnjo, dom, obnovo in vzdrževanje, zabavo, gospodinjstvo, vrt in udobno bivanje (Merkur trgovina, d. d., 2016, str. 11). V letu 2015 je imela družba Merkur trgovina, d. d., 205 milijonov evrov prihodkov (Merkur trgovina, d. d., 2016, str. 26).

Začetki družbe segajo v leto 1896, ko je trgovec in industrialec Peter Majdič ustanovil prvo trgovino. Po drugi svetovni vojni je bilo trgovsko podjetje Merkur podržavljeno, imelo je približno dvajset zaposlenih in začelo je prevzemati manjša regionalna sorodna trgovska podjetja. Ob koncu sedemdesetih let se je podjetje z več kot petsto zaposlenimi specializiralo za veleprodajo, maloprodajo in izvozno dejavnost. Po letu 1980 se je za podjetje začelo obdobje širitve maloprodajne mreže na domačem trgu, z izgradnjo skladiščnih in logističnih zmogljivosti (Merkur, d. d., 2013, str. 3).

Ob razpadu enotnega trga nekdanje Jugoslavije si je Merkur s še hitrejšim razvojem prodajne mreže, ustanovitvijo hčerinskih podjetij v tujini ter močnimi povezavami z industrijo in gradbeništvom pridobil vodilno pozicijo na domačem trgu. Pri tem je s posodabljanjem svoje prodajne mreže, uvajanjem novih izdelkov, izobraževanjem in usposabljanjem kadrov prehitel več uglednih in veliko večjih trgovskih družb v širšem prostoru jugovzhodne Evrope. Po letu 1990 se je podjetje preoblikovalo v javno delniško družbo, katere delnice so se leta 1998 uvrstile v redno trgovanje na Ljubljanski borzi. V naslednjih letih je Merkur utrjeval vodilni tržni položaj v Sloveniji in širšem prostoru jugovzhodne Evrope. Popolnoma so bili prenovljeni obstoječi trgovski centri in zgrajeni številni novi. Poleg tega se je izvajala razširitev skladiščnih in dodelavnih zmogljivosti za potrebe podjetniških kupcev (Merkur, d. d., 2013, str. 3).

Konzorcij petih velikih lastnikov družbe Merkur, ki je imel v lasti 78,5 % Merkurjevih delnic, je z javno objavo 3. oktobra 2007 naznanil prevzemno namero. Med člani konzorcija za prevzem je imela največji lastniški delež družba Merfin, d. o. o., ki jo je poleti leta 2007 ustanovilo 65 vodilnih delavcev Merkurja. Merfin je odkupil 49,3 % Merkurjevih delnic. Poleg lastnih sredstev so družbeniki za vplačilo deleža najeli precejšnja posojila. Tako visok lastniški delež je zahteval v skladu z zakonom objavo ponudbe za prevzem Merkurja. V ta namen so se skupaj z Merfinom še štirje obstoječi

lastniki Merkurja (Sava, d. d., Banka Koper, d. d., Euro-Veneto, d. o. o., in Interfin naložbe, d. d.) združili v konzorcij. Nosilec konzorcija je bil Merfin, d. o. o. Agencija za trg vrednostnih papirjev je 5. decembra 2007 izdala odločbo, da je prevzemna ponudba uspela. Prevzemniki so tako postali lastniki 98,44 % vseh delnic ciljne družbe Merkur, d. d. (Merkur, d. d., 2013, str. 3–4).

Na 18. redni skupščini 17. januarja 2008 so delničarji družbe Merkur z 99,99 % na skupščini prisotnih ali zastopanih glasov sprejeli sklep o umiku delnic družbe Merkur, d. d., z oznako MER z organiziranega trga vrednostnih papirjev. Ljubljanska borza je na osnovi Pravil Ljubljanske borze 7. marca 2008 Merkurjeve delnice izključila iz borzne kotacije. Na 18. skupščini je bil prav tako z 99,99-odstotno večino sprejet predlog o iztisnitvi preostalih manj kot 800 delničarjev, ki so imeli v lasti dober odstotek vseh delnic. Večinski lastniki so v skladu z določbami Zakona o prevzemih ob iztisnitvi dobili enako ceno, kot je veljala v prevzemni ponudbi, torej 405 evrov na delnico. V letu 2008 so se pojavile večje organizacijske spremembe v družbi, saj se je Merkur Group razdelila na tri divizije, in sicer Divizijo Merkur, Divizijo Mersteel in Divizijo Big Bang (Merkur, d. d., 2013, str. 4).

Gospodarska kriza je močno vplivala na poslovanje družbe v letu 2009, povzročila je insolventnost družbe, zato je bila družba prisiljena sprejeti ukrepe finančnega prestrukturiranja in vložiti predlog za začetek prisilne poravnave nad družbo Merkur, d. d. (Merkur, d. d., 2013, str. 4). Nadzorni svet je v letu 2010 imenoval novo upravo družbe, s ciljem poslovnega in finančnega prestrukturiranja družbe.

3.2 Analiza finančnega položaja družbe ob razglasitvi insolventnosti

Analiza finančnega položaja družbe je bila izdelana na osnovi računovodskih izkazov za leti 2008, 2009 in za obdobje od 1. 1. 2010 do 30. 6. 2010. Vsi računovodski izkazi so revidirani, pri čemer je bil zgolj v zvezi z izkazi za leto 2009 izražen pridržek, sicer pa je za vse računovodske izkaze, vključno za izkaze na dan 30. 6. 2010 oziroma za obdobje od 1. 1. do 30. 6. 2010, izdano revizorjevo mnenje brez pridržka. Računovodski izkazi so prikazani v Prilogah 1 in 2, finančni kazalniki pa so povzeti v Tabeli 3.

Iz tabele finančnih kazalnikov družbe Merkur, d. d., je razvidno, da je finančna struktura družbe v letu 2009 postala problematična in da se je v prvi polovici leta 2010 pojavilo nadaljnje poslabšanje nekaterih ključnih kazalnikov finančnega stanja.

Tabela 3: Finančni kazalniki družbe Merkur, d. d.

Finančni kazalniki	2008	2009	6m 2010
Obrestno pokritje (EBIT/ Odhodki za obresti)	1,1	0,5	-
Finančni dolg/ EBIT	14,6	38,1	-
Dolg v kapitalu ((Celotne obveznosti do virov sredstev-kapital)/ kapital)	177,1%	571,1%	4.224,4%
Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja			
Kratkoročna pokritost kratkoročnih obveznosti - Kratkoročni koeficient	0,8	0,5	0,3
Pospešena pokritost kratkoročnih obveznosti - Pospešeni koeficient	0,6	0,4	0,2
Kazalniki stanja investiranja			
Stopnja osnovnosti investiranja (osn. sredstva po knjig. vrednosti/sredstva)	0,2	0,3	0,3
Stopnja dolgoročnosti investiranja (osn. sred.+DFN+dolg. posl. terj.+AČR+nalož. nepr./ sredstva)	0,4	0,4	0,5
Stopnja odpisanosti opredmetenih osnovnih sredstev (popravek vrednost opr. osn. sredstev/ nabavna vrednost opr. osn. sredstev)	0,3	0,3	0,4
Delež dolgoročnih sredstev (dolgoročna sredstva/ sredstva)	62,1%	67,0%	73,9%
Kazalniki obračanja			
Dnevi vezave zalog (365/ koeficient obračanja zalog)	31,4	45,5	107,5
Dnevi vezave terjatev (365/ koeficient obračanja terjatev)	73,3	105,8	191,9
Dnevi vezave obveznosti (365/ koeficient obračanja obveznosti)	76,5	173,0	380,9
Kazalnik produktivnosti			
Prihodki na zaposlenega iz ur	301.056	195.041	77.280

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2010, str. 15.

Ker je poslovni izid iz poslovanja (EBIT) v prvi polovici leta 2010 negativen, izračun prvega in drugega kazalnika ni smiseln. V opazovanem obdobju se je obrestno kritje zmanjšalo, močno pa sta se povečala dolg v kapitalu in finančni dolg v primerjavi z EBIT. Razlog za to je padec EBIT, izguba v letu 2009 in v prvi polovici leta 2010 ter na drugi strani naraščanje kratkoročnega finančnega dolga skozi vsa obdobja, povečanje kratkoročnih poslovnih obveznosti v letu 2009 in porast dolgoročnih finančnih obveznosti v prvi polovici leta 2010.

Oba kazalnika vodoravnega finančnega ustroja sta se iz leta v leto zmanjševala, kar pomeni, da se je likvidnost slabšala. Tako so bile kratkoročne obveznosti družbe pokrite s kratkoročnimi sredstvi pod normalno ravno likvidnosti, ki jo zagotavlja bistveno višja pokritost kratkoročnih obveznosti s kratkoročnimi viri (načeloma okoli 100 %).

Razvidno je, da je podjetje v letu 2009 in v prvem polletju 2010 povečalo svoje naložbe. Slednje so se povečale v opredmetena sredstva v letu 2009 in v naložbene nepremičnine v prvem polletju 2010.

Kazalniki obračanja kažejo, da se so se dnevi vezave podaljšali, kar še dodatno izpostavlja problem likvidnosti. V opazovanem obdobju se je znižala produktivnost zaposlenih. Prihodki na zaposlenega iz ur so se zniževali skladno z upadom prihodkov od prodaje, kljub temu da se je število zaposlenih iz ur zmanjšalo v letu 2009 in prvi polovici leta 2010.

Po 14. členu ZFPPIPP je insolventnost položaj, ki nastane, če dolžnik v daljšem obdobju ni sposoben poravnati vseh svojih obveznosti, ki so zapadle v tem obdobju (trajnejša nelikvidnost), ali če postane dolgoročno plačilno nesposoben. Za trajnejšo nelikvidnost se po tem členu šteje, če dolžnik za več kot dva meseca zamuja z izpolnitvijo več kot 20 odstotkov zneska obveznosti, izkazanih v letnem poročilu za zadnje poslovno leto; ali če za več kot tri mesece zamuja s plačilom plač delavcev do višine minimalne plače ali s plačilom davkov in prispevkov, ki jih mora obračunati ali plačati hkrati s plačilom plač (razen če je bilo plačilo teh davkov in prispevkov odloženo v skladu z zakonom, ki ureja davčni postopek).

Če se ne dokaže drugače, velja, da je dolžnik postal dolgoročno plačilno nesposoben, če je vrednost njegovega premoženja manjša od vsote vseh njegovih obveznosti (prezadolženost) ali 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.

Uprava družbe Merkur – trgovina in storitve, d. d., je 16. septembra 2010, zaprosila za pravno mnenje, ali je družba Merkur – trgovina in storitve, d. d., insolventna in kakšne so posledice insolventnosti na delovanje družbe in njenih organov. Za namene pravnega mnenja sta bila pregledana izkaz finančnega položaja in izkaz poslovnega izida na dan 30. 6. 2010 (Merkur, d. d., 2013, str. 23).

Iz pridobljenega pravnega mnenja je izhajalo, da Merkur, d. d., ni bil trajneje nelikviden. Obveznosti z zapadlostjo nad 60 dni so na dan 30. 6. 2010 znašale 53.696.987 EUR, kar ni presegalo 20 odstotkov obveznosti družbe. Družba je tudi poravnavala plače, davke in prispevke zaposlenim (Merkur, d. d., 2013, str. 23–24).

Merkur, d. d., je v računovodskih izkazih za leto 2009 izkazoval 122.872.564 EUR kapitala. Na dan 30. 6. 2010 se je kapital družbe znižal na 16.056.431 EUR. Merkur je imel na 30. 6. 2010 še pozitivni kapital pod predpostavko delujočega podjetja, kar pomeni, da vrednost premoženja presega vrednost obveznosti. Ne glede na to pa temu ne bi bilo tako, če ne bi bilo posamično premoženje (naložbe, nepremičnine) vrednoteno nad nabavno vrednostjo. Kapitala, ki bi bil primeren za kritje tveganj in izgub, ni bilo na voljo, kar je pomenilo, da Merkur ni bil kapitalsko ustrezen. Kapitalska ustreznost je po 11. členu ZFPPIPP enaka kot dolgoročno plačilna sposobnost. To pomeni, da je kapitalsko neustrezna družba po 11. členu ZFPPIPP dolgoročno plačilno nesposobna (Merkur, d. d., 2013, str. 24). **Ugotovljena je bila dolgoročno plačilna nesposobnost in s tem insolventnost družbe Merkur, d. d.**

Merkur je na dan 30. 6. 2010 kršil zahtevo o kapitalski ustreznosti. Iz računovodskih izkazov za prvo polovico leta 2010 je izhajalo, da izguba znaša 100.990.548 EUR, kar je presegalo vrednost osnovnega kapitala, ki je znašal 54.773.201 EUR. V primeru

Merkurja bi se morala izguba znižati za 73.603.948 EUR, da bi le-ta padla pod polovico osnovnega kapitala. Na dan 30. 6. 2010 so rezerve iz dobička znašale 54.189.354 EUR, kar je bilo še vedno premalo za kritje nastale izgube. Poleg tega je imela družba oblikovan tudi sklad lastnih delnic v znesku 53.159.490 EUR. Lastne delnice zmanjšujejo rezerve iz dobička. Če izločimo še rezerve za pošteno vrednost, ki izgube ne morejo pokriti, je nepokrita tekoča izguba presegala celotni osnovni kapital in je ni bilo mogoče pokriti v breme prenesenega dobička in rezerv (Merkur, d. d., 2013, str. 24).

Po presoji posloводства odprava vzrokov za insolventnost z zagotovitvijo svežega kapitala ni bila mogoča, zato je predlagalo izvedbo prisilne poravnave, ki bi omogočila zmanjšanje obveznosti, da bi bila možna sanacija podjetja do takšne mere, da bo ob vseh dodatnih ukrepih sposobno zopet poslovati pozitivno (Merkur, d. d., 2013, str. 24–25).

3.3 Prvotni načrt poslovnega in finančnega prestrukturiranja družbe

Skladno s priporočili in dobro prakso je novo vodstvo Merkurja za potrebe analize stanja in priprave ukrepov za prestrukturiranje najelo mednarodno svetovalno družbo Roland Berger in oblikovalo ekipo za prestrukturiranje, ki je razširjeni skupini upnikov in ostalim deležnikom družbe v jeseni 2010 predstavila svoje poročilo. Kot vzroke težav navaja (Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, 2010):

- občuten upad prihodkov od leta 2008 naprej ni bil spremljan z ustreznim znižanjem stroškov,
- finančni stroški so se v istem obdobju dvignili za več kot 100 %,
- strateško neustrezne tržne usmeritve,
- neučinkovita nabavna veriga,
- slabo upravljana trgovska mreža,
- visok odstotek režijskih stroškov,
- neupravičeno visoke naložbe po letu 2008 glede na upad prihodkov,
- povečanje posojil povezanim podjetjem,
- predvidena izguba iz poslovanja.

Sprejeta je bila odločitev, da se družba poslovno in finančno prestrukturira. Zadana sta bila dva cilja:

1. Cilj poslovnega prestrukturiranja je bil pripeljati družbo do pozitivnega poslovnega izida iz poslovanja.
2. Cilj finančnega prestrukturiranja je bil znižanje dolgov na dolgoročno vzdržno raven.

Ker je bila družba insolventna, se je poslovodstvo odločilo, da finančno prestrukturiranje izvede z insolvenčnim postopkom, z izvedbo prisilne poravnave. Ključni vzvodi za poslovno prestrukturiranje so bili naslednji (Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, 2010):

1. Nabava:

- centraliziranje nabave,
- zmanjšanje števila dobaviteljev,
- odprtje pogajanj (cena/plačilni pogoji),
- provizije za sodelovanje (angl. *listing fees*).

2. Skladišča:

- centralno skladiščenje,
- optimizacija pretoka,
- izboljšave v delovanju.

3. Logistika:

- združevanje/odprtje pogajanj z izvajalci storitev,
- zmanjšanje frekvence dobav (2–3-krat tedensko).

4. Zaloge:

- odprodaja slabih zalog,
- odgovornost trgovskih centrov za zaloge.

5. Maloprodaja (B2C, B2B):

- prestrukturiranje prodajne mreže (zaposleni, drugi stroški),
- dezinvestiranje trgovin z negativnim poslovanjem,
- uskladitev upravljanja blagovnih skupin z definiranimi formati trgovskih centrov.

6. Veleprodaja (iz skladišča in tranzit):

- ukinitve nedonosnih skupin kupcev,
- fokus na 3–4 skupine kupcev za optimizacijo marže in gotovine.

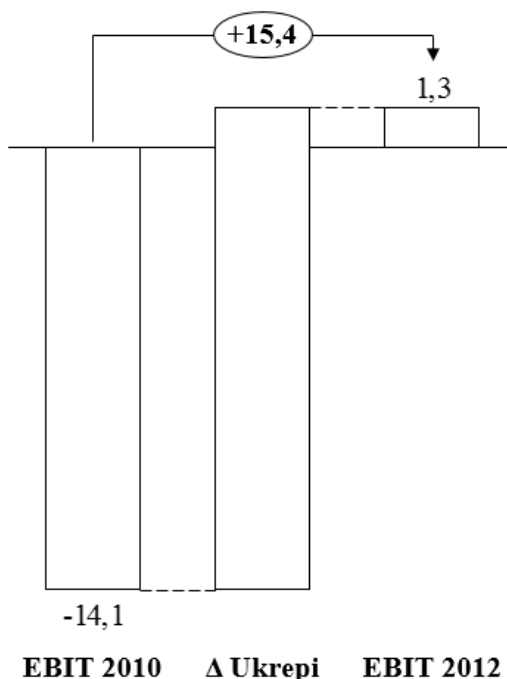
7. Sistemi in procesi managementa:

- uvedba integriranega sistema za samodejno naročanje,
- osredotočenje na nadzorne aktivnosti.

Najvišjo prioriteto so imeli ukrepi na področju logistike in prodaje (št. 2–6), sekundarno prioriteto pa ukrepi na področju nabave (št. 1 in 7) (Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, 2010). Izvedeni ukrepi so v obdobju 2010–2012 v družbi Merkur,

d. d., prinesli želene rezultate, kar je razvidno s Slike 2, ki povzema izkaze iz Prilog 3 in 4. Družba je leto 2012 zaključila s pozitivnim rezultatom iz poslovanja.

Slika 2: Prispevek izvedenih ukrepov poslovnega prestrukturiranja k izboljšanju EBIT, Merkur, d. d. (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo 2010, 2011, in Merkur, d. d., Izkaz poslovnega izida, 2016a.

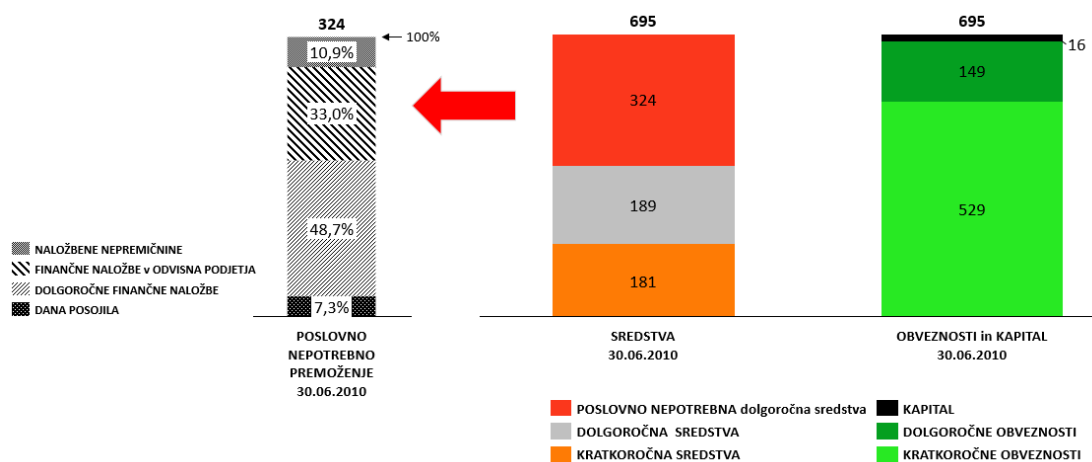
Za razliko od poslovnega prestrukturiranja pa finančno prestrukturiranje v prisilni poravnavi ni prineslo zelenih rezultatov. Predpostavke, ki so bile uporabljene v modelu, so se izkazale za nerealne, zlasti na področju:

- splošnih gospodarskih razmer in temu ustrezne ravni prodaje,
- vrednosti premoženja na aktivih bilance družbe,
- previsokega deleža poslovno nepotrebne premoženja v premoženju družbe,
- sposobnosti bank, da zagotovijo za prestrukturiranje potrebne vire financiranja.

V Sloveniji je v obdobju 2010–2013 vrednost finančnega in stvarnega premoženja upadala: mnoge finančne naložbe v bilanci stanja družbe Merkur, d. d., so izgubile pretežni del vrednosti. Vrednost so izgubile tudi nepremičnine, ki niso bile v uporabi, prav tako tudi trgovski centri in druga poslovna sredstva.

Na dan 30. 6. 2010 je imela družba v aktivih bilance za 47 % celotnih sredstev oz. za 324 mio EUR poslovno nepotrebne premoženja. Stanje prikazuje Slika 3, izkazi finančnega položaja pa so razvidni iz Priloge 5.

Slika 3: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 30. 6. 2010 (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., Bilanca stanja, 2016b.

V strukturi poslovno nepotrebne premoženja je bilo za 82 % finančnih naložb. Največji delež poslovno nepotrebne premoženja, skoraj polovico, so predstavljale finančne naložbe v delnice štirih podjetij: Gorenjske banke, Perutnine Ptuj, Cimos in Save. Njihova skupna knjigovodska vrednost je bila 30. 6. 2010 ocenjena na 157,8 mio EUR. V naslednjih letih so te finančne naložbe izgubile pretežni del vrednosti, saj so na 31. 12. 2011 v aktivni finančne naložbe predstavljale več kot polovico poslovno nepotrebne sredstev, njihova vrednost pa je bila 130,8 mio EUR. Leto kasneje so bile finančne naložbe ocenjene le še na 86,9 mio EUR. V letu in pol je vrednost finančnega premoženja družbe tako upadla za 70 mio EUR zaradi slabitev vrednosti delnic omenjenih štirih podjetij.

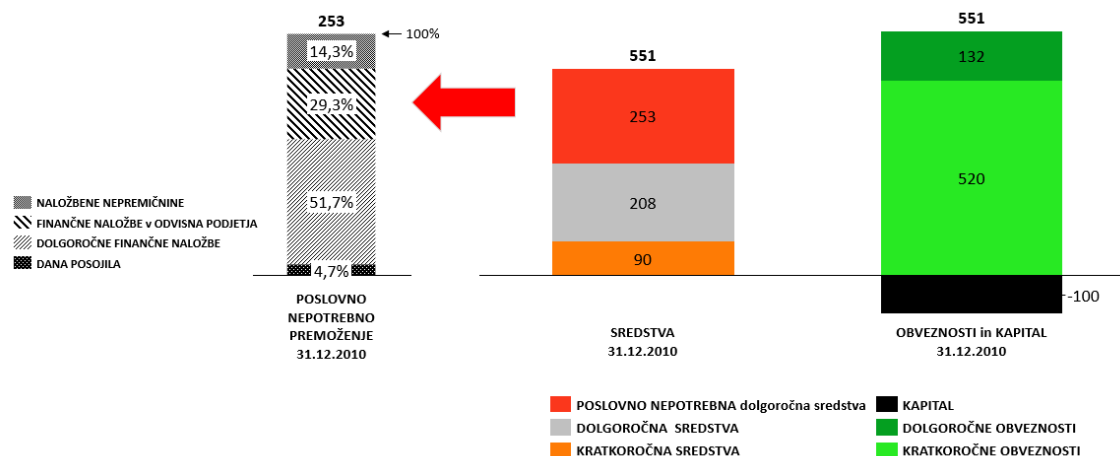
Dobro tretjino aktive so predstavljale finančne naložbe v hčerinske družbe. Njihova vrednost je zaradi slabitev na realno vrednost padla iz 107 mio EUR (30. 6. 2010) na 74 mio EUR konec leta 2010. Sliki 4 in 5 prikazujeta strukturo izkaza finančnega položaja ob koncu let 2010 in 2011.

Iz te analize jasno vidimo, da se je vrednost premoženja družbe zniževala iz meseca v mesec. Slabše poslovanje podjetij v portfelju finančnih naložb in slabše poslovanje hčerinskih družb sta vrednost premoženja družbe znižala za več, kot je bilo kapitala po izvedeni prisilni poravnavi.

Poleg kapitalske neustreznosti, ko je vrednost obveznosti preseгла vrednost premoženja (zaradi padanja vrednosti poslovno nepotrebne premoženja), je finančno prestrukturiranje močno ovirala tudi medsebojna prepletenost skupine s poroštvu. Zaradi

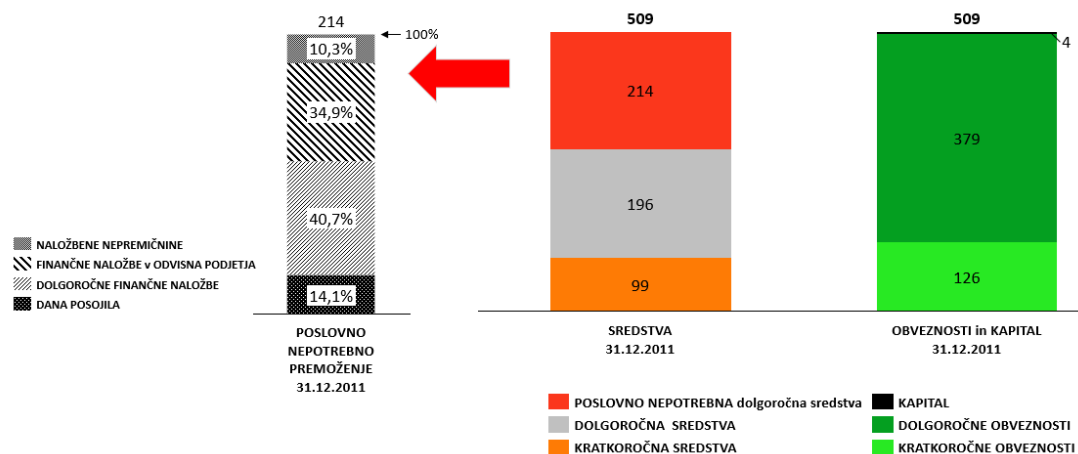
kompleksne prepletenosti skupine s poroštvi bi bilo namreč izredno težko doseči poenotenje upnikov. Na dan 31. 12. 2010 je bilo danih poroštev že za 135,8 mio EUR.

Slika 4: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 31. 12. 2010 (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., Bilanca stanja, 2016b.

Slika 5: Struktura izkaza finančnega položaja družbe Merkur, d. d., na dan 31. 12. 2011 (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., Bilanca stanja, 2016b.

Treba je bilo izvesti nov poskus finančne sanacije družbe. Družba je na zahtevo upnikov ponovno ovrednotila premoženje po stanju na dan 30. 9. 2013 (Merkur, d. d., 2013, str. 15). Uprava je na podlagi revidiranih računovodskih izkazov na dan 30. 9. 2013 pridobila pravno mnenje o insolventnosti v skladu s 14. členom ZFPPIPP. Ugotovljeno

je bilo, da družba na podlagi nobenega zakonskega kriterija ni trajnejše nelikvidna, saj ni zamujala več kot dva meseca z izpolnitvijo več kot 20 odstotkov obveznosti, ni zamujala s plačilom plač delavcev ali s plačilom davkov in prispevkov; v zadnjih 90 dneh ni imela stanj na računih, ki ne bi zadoščala za izvršitev sklepa o izvršbi, imela je odprte bančne račune pri ponudnikih plačilnih storitev in ni imela neporavnanih obveznosti na podlagi pravnomočnih sklepov o izvršbi (Merkur, d. d., 2013, str. 12–14).

Po obeh zakonskih kriterijih pa je bila družba Merkur, d. d., na dan 30. 9. 2013 dolgoročno plačilno nesposobna: bila je prezadolžena, saj je bila vrednost premoženja družbe nižja od vsote njenih obveznosti; in kapitalsko neustrezna, saj so izgube, pokrite v breme prenesenega dobička in rezerv, znašale več kot polovico osnovnega kapitala. Posledično je to pomenilo, da je bila družba Merkur, d. d., skladno s kriteriji 14. člena ZFPPIPP insolventna (Merkur, d. d., 2013, str. 15).

3.4 Prikaz reševanja podjetja z izdvojitvijo zdravega jedra

Ključne predpostavke za nov koncept finančnega prestrukturiranja so izhajale iz analize stanja. V obdobju priprave koncepta (jeseni 2013) je bil že v javni obravnavi osnutek novele ZFPPIPP, ki je predvidel prestrukturiranje z izdvojitvijo zdravega jedra. Analiza in predlog rešitve sta temeljila na rešitvah iz tega osnutka, ki je bil pozneje sprejet in velja še danes.

Sanacija družbe Merkur, d. d., je potekala v dveh fazah, v dveh prisilnih poravnava. V prvi fazi je družba izvedla stroškovno optimizacijo, izboljšala učinkovitost poslovanja, odprodala del poslovno nepotrebnega premoženja in najprej zagotovila poslovanje s pozitivnim denarnim tokom, pozneje pa tudi dobičkonosno poslovanje (dobiček iz poslovanja – EBIT). Dolg se je sicer znižal skladno s pogoji prve prisilne poravnave, vendar je bila družba tudi po njej po vseh veljavnih merilih še vedno prezadolžena in kapitalsko neustrezna, zato je morala uprava sprejeti odločitev o tem, kako nadaljevati. Na izbiro so bile tri možnosti, ki jih prikazuje Tabela 4.

Tabela 4: Možnosti pred drugo fazo prestrukturiranja

<i>Odločitev</i>	<i>Možnost izvedbe</i>
Nadaljevanje poslovanja	Kršitev Zakona o finančnem poslovanju podjetij
Razglasitev stečaja	Najslabše poplačilo upnikov Negativne družbeno ekonomske posledice
Uporaba novele ZFPPIPP Izdvojitev zdravega jedra	Boljše poplačilo upnikov Odprava negativnih družbeno ekonomskih posledic stečaja

Novela ZFPPIPP, ki je bila v fazi sprejemanja, je ponudila alternativo, ki je prejšnji zakon ni omogočal, to je **izdvojitev zdravega jedra**. Izračuni so pokazali, da bo s

tovrstno rešitvijo poplačilo upnikov boljše, saj bi delež poplačila nezavarovanih terjatev v stečajnem postopku znašal le 2,06 % (Merkur, d. d., 2013, str. 23). Zato se je poslovodstvo odločilo za pripravo načrta finančnega prestrukturiranja. Bistvene predpostavke rešitve z izdvojitvijo zdravega jedra povzemam v nadaljevanju.

3.4.1. Ključne predpostavke sanacije

Ključne predpostavke za koncept finančnega prestrukturiranja so bile (Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, 2013):

- Prestrukturiranje naj omogoči, da se spremeni načrt finančnega prestrukturiranja, ki je bil osnova za prvo pravnomočno potrjeno prisilno poravnavo, saj se je v spremenjenih ekonomskih okoliščinah izkazalo, da ni vzdržen in ga podjetje ni zmožno izpolnjevati.
- Možnost izdvojitve naj bo del načrta finančnega prestrukturiranja, da se na ta način omogoči dobičkonosno poslovanje novoustanovljenega podjetja.
- Izdvojeno podjetje naj bo zadolženo samo do višine vzdržnega dolga.
- Tekoče obveznosti do dobaviteljev (ki so nastale po postopku prve prisilne poravnave v letu 2011) se ne smejo zmanjšati.

Vzdržni dolg je bil izračunan na osnovi treh metod:

- **Primerjava s podjetji v panogi** (angl. *benchmarking*): analiza finančnih kazalnikov ključnih podjetij v panogi in Merkurjevih neposrednih konkurentov je pokazala, da je ciljna raven EBITDA 8–10 milijonov evrov, razmerje med dolgom in EBITDA pa približno trikratno. Po tej metodi je vzdržna raven dolga približno 30 milijonov evrov.
- **Zunanja boniteta**: zunanja boniteta temelji na presoji podjetij v panogi »Prodaja in distribucija« bonitetne hiše Moody's, ki imajo status investicijskega razreda. Po tej metodi je ciljna raven EBITDA prav tako 8–10 milijonov evrov, razmerje med dolgom in EBITDA v tej skupini pa je tri- do štirikratno. Po tej metodi je vzdržna raven dolga 30–40 milijonov evrov.
- **Zmožnost poplačila dolga**: zmožnost poplačila dolga je bila ocenjena na osnovi projekcije prostega denarnega toka, ki bi zadostoval za poplačilo obrestovanih obveznosti. V ta namen bo oblikovana vzdržna struktura poplačila. Projekcija je pokazala, da bo na letni ravni na voljo 6 milijonov evrov prostega denarnega toka.

Želena struktura sredstev in obveznosti po zaključenem prestrukturiranju izhaja iz tega uravnoteženega pristopa.

Glede na obstoječe stanje zadolženosti družbe, ki ga je v času analize izkazovala bilanca stanja (Priloga 5), je bilo pri ciljni ravni dolga 30–40 milijonov evrov potrebno zmanjšanje dolga za 360 milijonov evrov (oz. za približno 90 odstotkov) brez upoštevanja pozicij zavarovanj upnikov. Ta znesek je bil osnova za finančno prestrukturiranje.

3.4.2 Analiza možnih rešitev

Za uspešno izvedbo finančnega prestrukturiranja je družba Merkur, d. d., v sodelovanju s svetovalno družbo Roland Berger in pravno pisarno Jadek & Pensa predlagala ustanovitev dveh novih družb: trgovske in nepremičninske družbe. Ponujale so se tri rešitve, ki jih je skupina za prestrukturiranje opredelila z več vidikov in se odločila za najboljšo. Analizo izbire prikazuje Tabela 5.

Tabela 5: Scenariji finančnega prestrukturiranja družbe Merkur, d. d.

		Rešitev s podrejenim dolgom	Izdvojitve ene družbe	Izdvojitve dveh družb
Opis		Celotno finančno prestrukturiranje bi bilo izvedeno v okviru obstoječega podjetja Merkur, d. d.	Spin-off ene družbe; na novo podjetje bi se prenesla trgovska dejavnost ter ključna in nekatera neključna sredstva.	Novo trgovsko podjetje prevzame le trgovsko dejavnost. Zaloge in povezana posojila se prenesejo na trgovsko podjetje. Zavarovana in sindicirano posojilo se prenesejo na novo nepremičninsko podjetje.
Presoja	Pravna izvedljivost	Negativno	Pozitivno	Pozitivno
	Kompleksnost ustanovitve	Pozitivno	Nevtralno	Negativno
	Neobremenjena osnovna dejavnost	Negativno	Nevtralno	Pozitivno
	Svobodno delovanje	Nevtralno	Nevtralno	Pozitivno
	Enostavnost razpolaganja	Negativno	Nevtralno	Pozitivno

Vir: Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, *Financial restructuring concept*, 2013.

Analiza različnih rešitev je pokazala, da je rešitev z izdvojitvijo dveh družb najkompleksnejša. Ta rešitev je predvidela izdvojitev novega trgovskega podjetja, ki bi prevzelo le trgovsko dejavnost, in izdvojitev novega nepremičninskega podjetja, ki bi prevzelo nepremičnine, potrebne za izvajanje dejavnosti, na to podjetje pa bi se prenesla zavarovana in sindicirana posojila.

V primerjavi z drugima dvema izbrana rešitev ponuja dve bistveni prednosti:

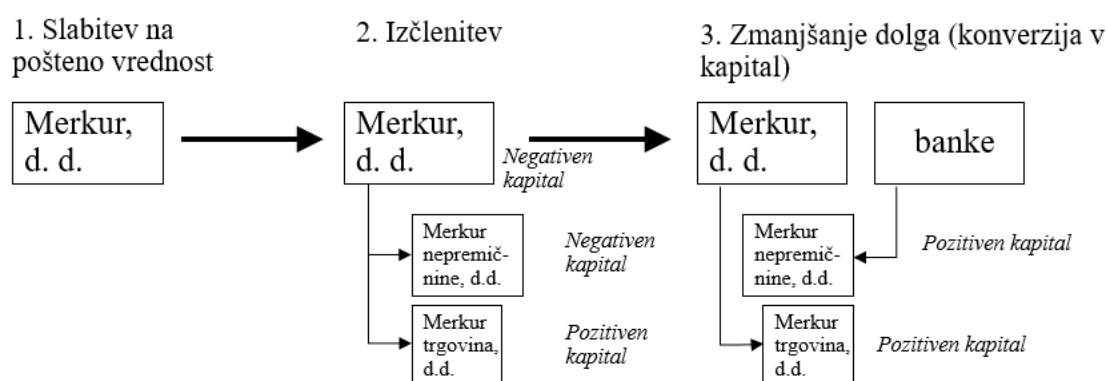
- Novo trgovsko podjetje ne bo obremenjeno z dolgom, ki ni vezan na osnovno dejavnost.
- Novo trgovsko podjetje bo lahko na trgu delovalo samostojno.

Neobremenjenost z nepotrebnim dolgom poveča zaupanje do poslovnih partnerjev, saj stečaja ne zaznavajo kot verjetnega izida prestrukturiranja. Družba bo lahko do svojih deležnikov delovala neodvisno in tako vzpostavila boljše pogoje poslovanja, ki bodo družbi omogočili donosnejše poslovanje, kar pomeni, da bo boljše tudi poplačilo upnikov.

3.4.3 Postopek izvedbe izdvojitve zdravih jeder

Novi družbi, ki ju je predlagala preferenčna izbira, bi bili vzpostavljeni v treh korakih v okviru postopka ponovne prisilne poravnave. Postopek je prikazan na Sliki 6.

Slika 6: Postopek ustanovitve novih podjetij



Vir: Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, *Financial restructuring concept*, 2013.

Osnovno pravilo pri delitvi premoženja in dolgov je bilo, da izdvojeni družbi prevzameta le tisto premoženje, ki ga družba uporablja za opravljanje osnovne dejavnosti. Temu premoženju sledijo z njim povezani dolгови. Pri stari družbi ostane vse poslovno nepotrebno premoženje in z njim povezani dolгови. To premoženje se proda v stečajnem postopku. Postopek predvideva tudi dokapitalizacijo nepremičninske družbe, saj bo vrednost prenesenih dolgov večja od vrednosti prenesenega premoženja.

Osnovne predpostavke delitve premoženja in dolgov:

- Merkur je imel novembra 2013 skupne obveznosti v višini 455 milijonov evrov, od tega 394 milijonov evrov obrestovanih obveznosti. 121 milijonov evrov

obrestovanih obveznosti je bilo zavarovanih glede na ocenjeno pošteno vrednost sredstev, za katera so bile narejene ocene vrednosti.

- Glede na primerljiva podjetja iz panoge neživilske trgovine je bila ob tedanji bonitetni praksi za družbe naložbenega razreda in predvidenem denarnem toku vzdržna raven dolga ocenjena na 30–40 milijonov evrov.
- Uprava in svetovalci so preučili tri opcije prestrukturiranja. Kot najugodnejša opcija za deležnike je bila izbrana vzpostavitev dveh novih podjetij (za sredstva/nepremičnine in za trgovanje) kot izdvojenih podjetij stare družbe Merkur, d. d.
- Predlagani model je predvidel prenos vseh ključnih (in nekaterih neključnih) sredstev, ki so predmet zavarovanja, na novo nepremičninsko družbo (81 mio EUR) ter prenos zalog na novo trgovsko družbo (38 mio EUR). Pri stari družbi bi ostalo vse poslovno nepotrebno premoženje, predvsem finančna sredstva in terjatve med podjetji znotraj skupine.
- Hkrati bi se zavarovane (in delno tudi nezavarovane) obveznosti prenesle na novo nepremičninsko družbo (108 mio EUR) in na novo trgovsko družbo (19 mio EUR). Da bi imela nova nepremičninska družba pozitiven kapital, bi se moral njen dolg zmanjšati za 72 mio EUR.
- Vse pogodbe o poslovnem in finančnem najemu nepremičnin se spremenijo v navadne najemne pogodbe.

3.4.4 Izvedba cenitve in slabitve sredstev

Ker ZFPPIPP pred izvedbo izdvojitve v okviru delitvenega načrta zahteva izvedbo cenitve premoženja družbe, je poslovodstvo pristopilo k ponovnemu vrednotenju premoženja družbe. Ugotoviti je bilo treba poštene vrednosti vseh sredstev in izvesti popravke vrednosti. Bilanca stanja konec leta 2011, konec leta 2012 in na dan 30. 9. 2013, po izvedbi slabitev, zelo nazorno prikazuje trend padanja vrednosti premoženja družbe. Prikazan je v Tabeli 6.

Družba je sredstva slabila skladno z oceno pooblaščenega ocenjevalca vrednosti, družbe KF Finance, d. o. o., v decembru 2013, ki je sredstva cenil v odvisnosti od tega, na katero družbo so bila skladno z izdvojitvenim načrtom prenesena. Vsa sredstva, ki so bila v izdvojitvenem načrtu predvidena za prenos na podjetje Merkur trgovina, d. d., ali na podjetje Merkur nepremičnine, d. d., so bila vrednotena po tržni vrednosti, vsa sredstva, ki so bila predvidena za prenos na Merkur, d. d., v stečaju pa po likvidacijski vrednosti.

Cenitve nepremičnin kot osnovnih sredstev in naložbenih nepremičnin so bile narejene skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti. Poštena vrednost trgovskih centrov in ostalih poslovnih objektov je bila določena z metodo neposredne kapitalizacije donosov, poštena vrednost zemljišč, stanovanj in počitniških kapacitet pa

z metodo tržnih primerjav. Pri metodi neposredne kapitalizacije donosov je bila za trgovske centre na območju Slovenije uporabljena mera kapitalizacije med 8,15 % do 8,90 %, odvisno od lokacije.

Upoštevane so bile tržne najemnine med 2 in 7 EUR/m², odvisno od vrste in lokacije poslovnega prostora. Nepremičnine, za katere je bilo v izdvojitvenem načrtu predvideno, da ostanejo pri družbi Merkur, d. d., so bile ovrednotene po likvidacijski vrednosti. Pri tem je bil upoštevan dodaten diskont na pošteno vrednost zaradi predpostavke prisilne prodaje v razponu od 35 do 45 %, odvisno od tipa nepremičnine in tržnosti.

Tabela 6: Bilanca stanja družbe Merkur, d. d., pred slabitvijo na pošteno vrednost in po njej (v EUR)

	31.12.2011	31.12.2012	30.9.2013
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	409.969.572	310.764.668	146.589.043
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	569.561	254.988	105.690
II. Opredmetena osnovna sredstva	195.558.224	152.313.536	108.008.666
III. Naložbene nepremičnine	22.011.897	58.955.177	29.794.925
IV. Dolgoročne finančne naložbe	191.610.891	98.847.113	8.515.762
V. Dolgoročne poslovne terjatve	218.999	393.854	164.000
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	0
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	98.897.889	88.849.362	63.058.532
I. Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	1.807.108	0	2.900.000
II. Zaloge	41.766.731	39.523.508	37.693.843
III. Kratkoročne finančne naložbe	6.157.020	6.141.981	165.269
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	41.056.935	40.420.407	18.420.618
V. Denarna sredstva	8.110.096	2.763.466	3.878.802
C. KRATKOROČNE AČR	0	0	4.327.094
SREDSTVA skupaj	508.867.461	399.614.030	213.974.669
A. KAPITAL	4.124.654	-69.376.643	-233.979.398
I. Vpoklicani kapital	3.066.444	3.066.444	3.801.414
II. Kapitalske rezerve	149.314.579	0	0
III. Rezerve iz dobička	0	0	0
IV. Presežek iz prevrednotenja	37.193.731	33.848.312	19.121.757
V. Preneseni čisti poslovni izid	-217.413.229	-36.135.521	-106.291.400
VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta	31.963.129	-70.155.878	-150.611.170
B. REZERVAČJE IN DOLGOROČNE PČR	21.775.196	11.204.986	49.489.840
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	356.893.295	282.208.075	277.692.634
I. Dolgoročne finančne obveznosti	324.864.174	258.508.867	255.591.868
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	32.029.121	23.699.208	22.100.766
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	125.174.477	175.135.530	119.932.443
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	86.089.416	117.082.704	51.839.753
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	39.085.061	58.052.826	68.092.690
D. KRATKOROČNE PČR	899.839	442.083	839.150
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV skupaj	508.867.461	399.614.031	213.974.669

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2013, str. 9.

Za vse naložbe v odvisna podjetja je bilo v izdvojitvenem načrtu predvideno, da ostanejo pri družbi Merkur, d. d., in so bile zato vrednotene po likvidacijski vrednosti. Družba je slabila tudi dana posojila drugim podjetjem. Slabitev se nanaša na dana posojila drugim v času izvajanja menedžerskega odkupa. V okviru izdvojitvenega načrta je bilo predvideno, da bo terjatev namenjena poplačilu iz stečajne mase, zaradi česar je bila omenjena postavka oslABLjena na likvidacijsko vrednost.

Največje spremembe v bilanci stanja so se pojavile pri dolgoročnih sredstvih, katerih vrednost se je, skladno s cenitvijo pooblaščne ocenjevalke vrednosti, zmanjšala za 164 mio EUR. Od tega se je najbolj zmanjšala vrednost dolgoročnih finančnih naložb, in sicer za 90,3 mio EUR, vrednost opredmetenih osnovnih sredstev pa se je zmanjšala za 44,3 mio EUR. Vrednost naložbenih nepremičnin se je zmanjšala za 29,2 mio EUR.

Bilančna vsota se je po slabitvi na pošteno vrednost zmanjšala za skoraj polovico, za 185 milijonov evrov. Kapital, ki je bil že ob koncu leta 2012 negativen, v znesku –69 milijonov evrov, se je dodatno zmanjšal za 165 milijonov evrov.

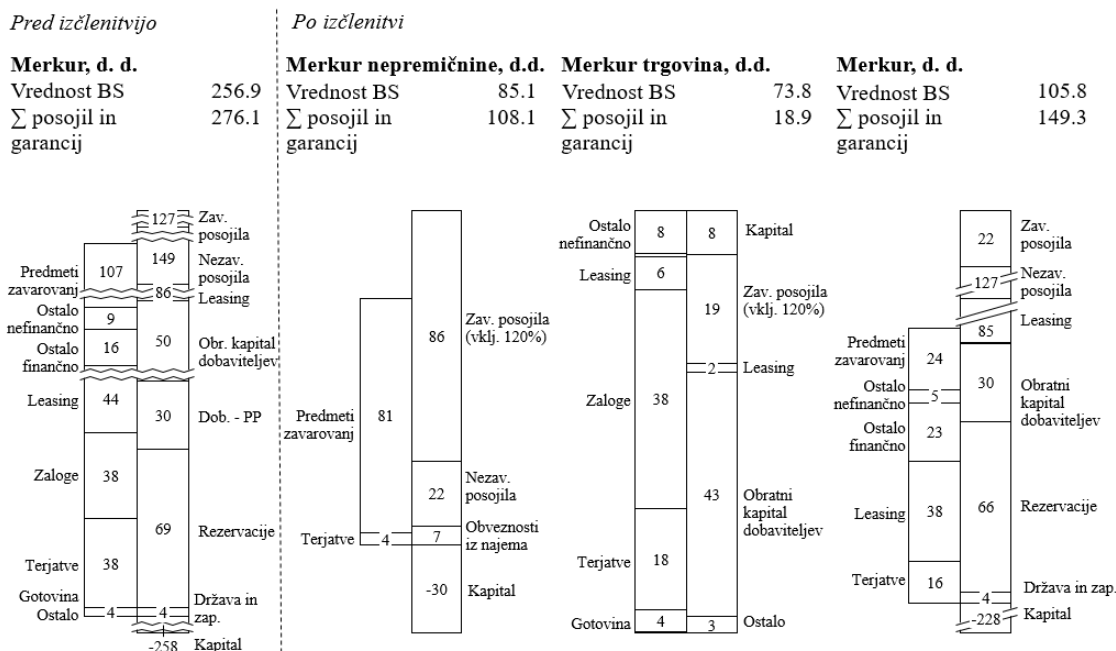
3.4.5 Oblikovanje delitvenega načrta

V naslednjem koraku je poslovodstvo pristopilo k oblikovanju delitvenega načrta. Na izdvojeno družbo se je prenašalo poslovno potrebno premoženje, pri stari družbi pa je ostalo poslovno nepotrebno premoženje. Ta delitev je pomembna, saj novo podjetje ne bo vračalo obveznosti, ki niso del tekočega poslovanja. Družba s tem ni več izpostavljena tveganjem, ki niso povezana z osnovno dejavnostjo, kar je bistveno za dvig stopnje zaupanja deležnikov.

Po razdelitvi premoženja se je le-to razdelilo v premoženjske bilance naslednjih treh podjetij: Merkur, d. d., za katerega je bil predviden stečaj, Merkur trgovina, d. d., in Merkur nepremičnine, d. d. Bilance stanja izdvojenih podjetij so prikazane v Prilogah 7 in 9, povzetek koncepta izčlenitve pa podaja Slika 7.

Po razdelitvi premoženja in dolgov je bilo treba definirati znižanje dolgov. Glavni korak pri pogajanjih je bil dogovor o dokapitalizaciji Merkurja nepremičnin, kamor je bila alocirana večina poslovno potrebnega premoženja. Porazdelitev bremen je natančneje prikazana v Prilogah 7 in 9.

Slika 7: Koncept izdvojitve po poštenih vrednostih, september 2013 (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, Financial restructuring concept, 2013.

4 ANALIZA POLOŽAJA DELEŽNIKOV DRUŽBE

Za uresničitev temeljnega namena naloge, s praktičnim primerom dokazati, da je reševanje zdravih delov podjetja v ekonomskem interesu njegovih deležnikov, v nadaljevanju proučujemo položaj deležnikov tik pred izdvojitvijo zdravega jedra in tik po njej.

4.1 Opredelitev deležnikov družbe pred izdvojitvijo

Deležniki družbe so v našem primeru tisti ekonomski subjekti, ki so imeli tik pred izdvojitvijo zdravega jedra vzpostavljeno upniško razmerje do družbe Merkur, d. d. Največji del med njimi predstavljajo finančni upniki, sledijo lastniki nepremičnin, dobavitelji, zaposleni in država. Za vse velja, da imajo do družbe že vzpostavljene terjatve in svoj ekonomski položaj do družbe ocenjujejo na podlagi verjetnosti poplačila terjatve. Za deležnike izdvojene družbe velja, da od družbe pričakujejo denarne tokove iz poslovanja v prihodnjem obdobju. Svoj ekonomski položaj glede realizacije teh denarnih tokov ocenjujejo na podlagi verjetnosti, da bo družba s poslovanjem v tem obdobju lahko nadaljevala.

4.2 Razdelitev deležnikov po izdvojitvi

Deležnike moramo pri tem razdeliti na več skupin in analizirati njihov položaj pred sprejemom odločitve o izdvojitvi zdravega jedra in po njem. Razdelitev in pričakovanja prikazujemo v Tabeli 7.

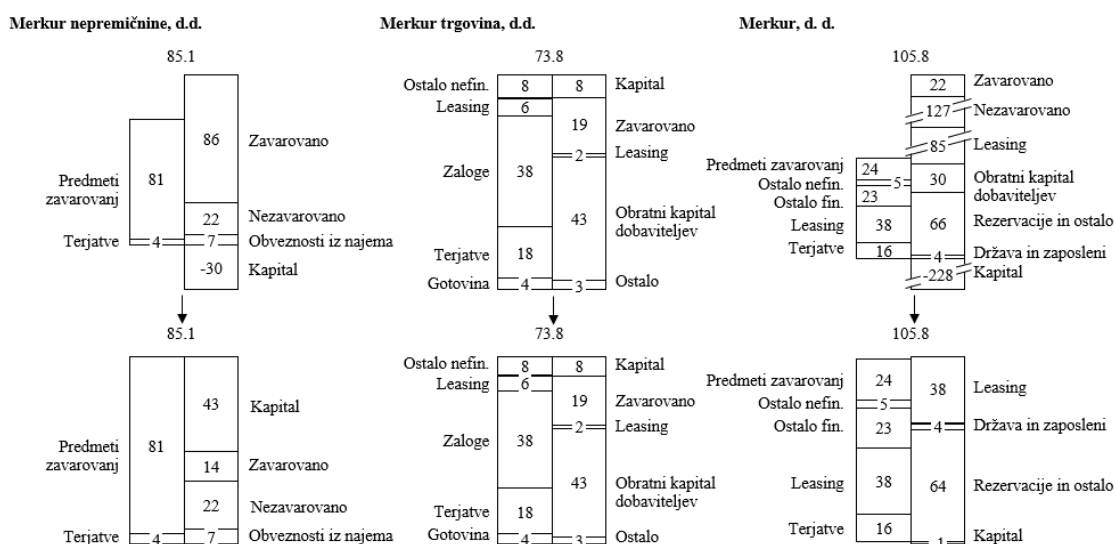
Tabela 7: Položaj deležnikov pred prestrukturiranjem in po njem

Deležnik	Pričakovanja pred odločitvijo	Pričakovanja po odločitvi	Poslabšanje ↓ Izboljšanje ↑
Upniki družbe Merkur, d. d.	Stečaj	Stečaj	↓ ↑
Upniki družbe Merkur nepremičnine, d. d.	Stečaj	Nadaljevana poslovanja	↑
Upniki družbe MT,* d. d.	Stečaj	Nadaljevanje poslovanja	↑
Zaposleni v MT, d. d.	Stečaj	Nadaljevanje poslovanja	↑
Dobavitelji MT, d. d.	Stečaj	Nadaljevanje poslovanja	↑
Najemodajalci MT, d. d.	Stečaj	Nadaljevanje poslovanja	↑
Država	Stečaj	Nadaljevanje poslovanja	↑

Legenda: * Merkur trgovina

Pred sprejemom odločitve so vsi deležniki izpostavljeni podjetju, katerega premoženjsko dolžniško sliko smo predstavili v poglavju 3.4.5 (Slika 7). Primanjkljaj v kapitalu znaša 258 mio EUR. Večina deležnikov ob tem pričakuje stečaj družbe.

Slika 8: Finančno prestrukturiranje, september 2013 (mio EUR)



Vir: Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants, Financial restructuring concept, 2013.

Na Sliki 8 smo prikazali izpostavljenost deležnikov po sprejemu odločitve. Bilance stanja, ki so osnova za prikaz, so na voljo v Prilogah 5, 7 in 9. Vidimo lahko, da so po sprejemu odločitve izpostavljeni trem različnim podjetjem. Pri tem so upniki Merkurja, d. d., še vedno izpostavljeni insolventnemu podjetju in še naprej pričakujejo stečaj (stečaj je del načrta finančnega prestrukturiranja). Ostali deležniki so po sprejemu odločitve izpostavljeni novima, izdvojenima podjetjema. Obe sta solventni in načrtujeta dobičkonosno poslovanje. V nadaljevanju na kratko analiziramo njihov položaj.

4.2.1 Upniki družbe Merkur, d. d. – v stečaju

V to skupino se uvrščajo upniki, ki so financirali poslovno nepotrebna sredstva ali svoje terjatve zavarovali s poslovno nepotrebni sredstvi. Njihov položaj se z izdvojitvijo zdravega jedra niti ne izboljša niti ne poslabša. Prav tako kot pred sprejemom odločitve lahko pričakujejo, da bodo poplačani s prodajo premoženja v stečajnem postopku.

4.2.2 Upniki družbe Merkur nepremičnine, d. d.

Gre za upnike, ki so financirali poslovno potrebna sredstva ali svoje terjatve zavarovali s poslovno potrebnimi sredstvi. Ti upniki prevzemajo hipotekarno premoženje, s katerim bodo v prihodnjih letih upravljali neodvisno od stečajnega postopka. Ker ne bodo prisiljeni v prodajo in bo večino njihovih sredstev najemala solventna in dobičkonosna družba (Merkur trgovina, d. d.), lahko od lastništva tega premoženja pričakujejo tekoče donose in jih temu primerno tudi vrednotijo.

4.2.3 Deležniki družbe Merkur trgovina, d. d.

V to skupino se uvrščajo upniki, ki so financirali obratna sredstva družbe ali svoje terjatve zavarovali z njimi. Ti upniki poplačilo svojih terjatev pričakujejo skozi tekoče poslovanje družbe Merkur trgovina. V skupino se uvrščajo tudi vsi ostali deležniki, ki so po sprejemu odločitve izpostavljeni solventni in dobičkonosni družbi Merkur trgovina (država, zaposleni, najemodajalci, Merkur, d. d. v stečaju).

V nadaljevanju bomo analizirali vpliv sprejema odločitve o potrditvi prisilne poravnave z izdvojitvijo zdravega jedra na njihov ekonomski položaj. Pri tem nas bo zanimala verjetnost realizacije denarnih tokov v prihodnjem obdobju. Trdimo, da se položaj deležnikov družbe Merkur trgovina, takoj po sprejemu odločitve bistveno izboljša. Z izračuni bomo ugotovili, kolikšen je ekonomski učinek.

4.3 Analiza položaja deležnikov tik po sprejemu odločitve

V Tabeli 2 smo analizirali zaupanje posameznih deležnikov ob razglasitvi insolvence. Poleg tega smo govorili o dolgem in zapletenem procesu pridobivanja zaupanja v procesu prestrukturiranja družbe. Z izdvojitvijo zdravega jedra hitro dosežemo visoko povečanje zaupanja in hitro normalizacijo pogojev poslovanja. V Tabeli 8 so navedeni osnovni dejavniki zmanjšanja in povečanja zaupanja.

Tabela 8: Dejavniki zaupanja ob odločitvi za prestrukturiranje

<i>Odnos</i>	<i>Komentar – razglasitev insolvence</i>	<i>Posledice – izdvojitve</i>
Podjetje – banke	Poruši se osnovno dolžniško-upniško razmerje iz sklenjenih kreditnih pogodb. Banke se zavedajo, da bodo izgubile del svojih terjatev, in izgubijo zaupanje v vodstvo podjetja ter dvomijo o ustreznosti poslovnega modela.	Kreditno tveganje se zniža, zavarovanje se izboljša. Banke lahko pričakujejo poplačilo svojih terjatev in zvišajo boniteto dolžnika. Ostajajo rezervirane do poslovnega modela, a že iščejo priložnosti za nove posle.
Podjetje – dobavitelji	Poruši se dolžniško-upniško razmerje iz sklenjenih nabavnih pogodb. Dobavitelji se zavedajo, da lahko banke blokirajo račune podjetja, zato se njihova izpostavljenost kreditnemu tveganju bistveno poveča.	Izpostavljenost kreditnemu tveganju se zniža. Dobavitelji ukinejo poslovanje na avans. Podjetju odobrijo daljše plačilne roke in povišajo limite izpostavljenosti. Zelo kmalu so se pripravljene pogajati o večjih ugodnostih pri nabavi. Boniteto dolžnika zvišajo.
Podjetje – zaposleni	Zaposleni izgubijo zaupanje v to, da jim bo podjetje sposobno redno zagotavljati dohodke iz dela. Izgubijo zaupanje v vodstvo podjetja in želijo biti v večji meri vključeni v procese odločanja.	Zaposleni spet zaupajo v redno izplačevanje plač. Svojo zaposlitev ocenijo kot varnejšo in se prek organov delavskega soodločanja angažirajo manj kot v obdobju insolvence.
Podjetje – najemodajalci	Najemodajalci izgubijo zaupanje v to, da jim bo podjetje redno plačevalo najemnine, in se bojijo izgube dohodka ter izgube vrednosti svojih objektov.	Povrne se zaupanje v redno poravnavanje najemnine. Na osnovi izboljšanja bonitete najemnika se lahko izvede prevrednotenje vrednosti objektov navzgor.
Podjetje – država	Država izgubi zaupanje, da bo podjetje lahko tekoče poravnalo svoje davčne obveznosti.	Podjetje ni več predmet posebne obravnave.

Ker se položaj večine deležnikov bistveno izboljša, medtem ko se nikomur bistveno ne poslabša, menimo, da z odločitvijo o izbranem načinu prestrukturiranja lahko zelo hitro vplivamo na pričakovanja deležnikov glede verjetnosti uresničitve denarnih tokov v prihodnjih letih. Prav tako menimo, da je izboljšanje položaja dovolj veliko, da ga

deležniki lahko pripoznajo v svojih finančnih izkazih in s tem izboljšajo svojo finančno sliko. V nadaljevanju poskušamo ovrednotiti omenjene ekonomske učinke.

4.4 Empirični model za prikaz vpliva spremembe zaznanih tveganj na vrednotenje prihodnjih denarnih tokov deležnikov

Z empiričnimi podatki želimo prikazati vpliv spremembe zaznanih tveganj na vrednotenje prihodnjih denarnih tokov posameznih deležnikov na primeru potrditve izdvojitve zdravega jedra v okviru procesa prestrukturiranja podjetja.

Vpliv sprememb na vrednotenje prikazujemo za naslednje skupine deležnikov:

- dobavitelji,
- država,
- zaposleni,
- najemodajalci,
- lastniki (Merkur, d. d. – v stečaju),
- banke (posojilodajalci).

Naloge se bomo lotili v več korakih. V prvem koraku bomo opredelili scenarija, ki ju bomo proučevali. V drugem koraku bomo izračunali diskontno stopnjo, ki bi jo za diskontiranje denarnih tokov uporabili v normalnih razmerah poslovanja. V tretjem koraku bomo razvili metodologijo za izračun korigiranega diskontnega faktorja, ki bo v kalkulacijo vnesel dodatne, na stanje insolvence vezane faktorje tveganja. V četrtem koraku bomo opredelili denarne tokove za posamezne skupine deležnikov, ki jih je v načrtu finančnega prestrukturiranja planirala družba, in izračunali njihovo diskontirano vrednost za oba scenarija.

4.4.1 Definicija scenarijev

Vpliv tveganja na vrednotenje prihodnjih denarnih tokov za posamezne skupine deležnikov v Tabeli 9 prikazujemo s primerjavo diskontiranih denarnih tokov za dva scenarija, scenarij A in scenarij B.

Tabela 9: Predpostavke dveh scenarijev

	<i>Scenarij A</i>	<i>Scenarij B</i>
Pričakovanja glede prisilne poravnave	Odločitev še ni znana	Prisilna poravnava je potrjena
Pričakovanja glede poslovanja	Motnje v poslovanju se bodo nadaljevale	Podjetje bo poslovalo pod normalnimi tržnimi pogoji
Verjetnost stečaja	Zelo visoka	Nizka

Scenarij A predstavlja stanje negotovosti, v katerem so deležniki, ko v procesu prisilne poravnave še ni povsem jasnih signalov o tem, kakšen bo končni rezultat prestrukturiranja. Ko načrtujejo svoje poslovanje z družbo, morajo pri načrtovanju denarnih tokov, ki jih pričakujejo od družbe, upoštevati, da je verjetnost stečaja v tekočem letu velika, v naslednjem letu pa še nekaj večja.

Scenarij B predstavlja stanje, v katerem je izdvojitev zdravega jedra potrjena kot najboljša mogoča rešitev prestrukturiranja družbe in daje deležnikom jasen signal glede prihodnjega poslovanja podjetja. Pri tem upoštevajo novo strukturo finančnih izkazov družbe Merkur trgovina, d. d., zato lahko pri načrtovanju denarnih tokov, ki jih pričakujejo od družbe, tveganje stečaja bistveno znižajo.

Scenarij A tako predstavlja stanje, v katerem so bili deležniki do trenutka potrditve prisilne poravnave. Scenarij B predstavlja stanje, v katerem so se znašli po objavi potrditve prisilne poravnave.

Časovni okvir, v katerem opazujemo oz. primerjamo denarne tokove, je dve leti, saj bi v tem času v primeru, da se po scenariju A ne potrdi izdvojitev, najverjetneje sledil stečaj podjetja.

V nadaljevanju je najprej prikazan izračun diskontne mere, ki smo jo uporabili pri izračunu diskontnega faktorja, in pojasnjena uporaba izbranih vrednosti.

4.4.2 Določitev diskontne mere

4.4.2.1 Splošno o zahtevani meri donosa

Projekcije prihodnjega poslovanja in donosa družbe so povezane z določenim tveganjem. Tveganje poslovanja podjetja ob predpostavki delujočega podjetja brez upoštevanja predpostavke potencialne prekinitve poslovanja je opredeljeno s stroškom kapitala. Sedanja vrednost prihodnjih donosov je tako enaka prihodnjemu donosu, diskontiranemu z oportunitetnim stroškom kapitala.

Strošek kapitala je pričakovana mera donosa, ki jo zahteva trg za vlaganja v določeno naložbo. Z ekonomskega vidika predstavlja to oportunitetni strošek in temelji na načelu nadomestitve: naložbenik ne bo vlagal v določeno naložbo, če obstaja boljša alternativna možnost. Najpomembnejša sestavina primerljivosti je tveganje in pomeni stopnjo zanesljivosti, da bo naložbenik uresničil pričakovani donos v določenem času. Ker tveganja ni mogoče neposredno opazovati, so analitiki z uporabo razpoložljivih tržnih podatkov razvili razne načine ocenjevanja stroška kapitala.

Temeljne sestavine stroška kapitala so:

- realna mera donosa, ki jo naložbenik pričakuje v zameno za netvegane naložbe,
- pričakovana inflacija oz. zmanjšanje kupne moči, ko imamo vezan denar,
- tveganje, ki pomeni negotovost, povezano s tem, kdaj bomo prejeli donos iz naložbe in koliko.

Strošek kapitala je enak diskontni meri in ga imenujemo tudi zahtevana ali pričakovana mera donosa (Hitchner, 2011, str. 182). Diskontna mera je letno izražena mera donosa, izražena v odstotkih, po kateri vsak znesek prihodnjega denarnega toka diskontiramo nazaj na sedanjo vrednost.

Določanje sestavin stroškov kapitala je odvisno od tega, ali se vrednoti na ravni celotnega ali lastniškega kapitala podjetja. V danem primeru gre za donose, ki pripadajo celotnemu kapitalu, zato je potrebna uporaba tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC).

4.4.2.2 Opredelitev WACC

WACC izračunamo z naslednjo formulo (Hitchner, 2011, str. 228) (3).

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_{d(pt)}[1 - t] * W_d) \quad (3)$$

Legenda:

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala,

k_e = strošek kapitala, ki velja za navadne delnice,

W_e = delež kapitala, ki velja za navadne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti,

k_{d(pt)} = strošek dolga pred obdavčitvijo,

t = davčna stopnja,

W_d = delež dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti.

4.4.2.3 Izračun uteži (W_e in W_d) in davčne stopnje (t)

Uteži, ki se nanašajo na posamezne sestavine kapitala, smo določili na osnovi dejanske zadolženosti (kazalnik D/E) družbe v višini 97 %, glede na ocenjeno tržno vrednost lastniškega kapitala (projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja so v Prilogah 6–9).

V danem primeru lastniški kapital (E) tako predstavlja 50,6 % (W_e), dolg (D) pa 49,4 % (W_d) celotnega kapitala, kar upoštevamo pri izračunu WACC.

4.4.2.4 Izračun dolga pred obdavčitvijo ($k_{d(pt)}$)

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) je treba upoštevati dolgoročno pričakovane tržne obrestne mere v prihodnosti. Tako smo pri izračunu WACC upoštevali pričakovano nominalno tržno obrestno mero za podobne družbe v višini 4,66 % letno, ki smo jo povečali za 2 odstotni točki (Banka Slovenije, 2014, str. 36–37).

4.4.2.5 Izračun stroška kapitala (k_e ali r)

Netvegana mera donosa (angl. *risk-free rate*) je običajno mera donosa državnega vrednostnega papirja z dolgim rokom dospelja in običajno vsebuje tudi t. i. časovno tveganje glede na možnost nihanja tržne vrednosti obveznice s spreminjanjem splošne ravni obrestnih mer (Hitchner, 2011, str. 195).

Pribitek za kapitalsko tveganje (angl. *equity risk premium*) je mera donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice ali deleže podjetij. Pribitek za kapitalsko tveganje je sestavljen iz (Hitchner, 2011, str. 197):

- splošnega pribitka za kapitalsko tveganje – pričakovana mera donosa nad netvegano mero donosa vseh podjetij na kapitalskem trgu,
- pribitka za majhnost podjetja – dodatno pričakovana mera donosa zaradi večjega tveganja manjših podjetij,
- pribitka zaradi posebnih tveganj – dodatno pričakovana mera donosa zaradi posebnih tveganj, ki presega prej opredeljena tveganja, in zaradi države, v kateri deluje podjetje.

V danem primeru smo za ocenitev stroška kapitala uporabili model CAPM (angl. *capital assets pricing model* – model ocenjevanja dolgoročnih sredstev). CAPM je sestavljen iz netvegane mere kapitala, ki ji prištejemo mero za splošno tveganje, pomnoženo s splošnim kapitalskim tveganjem. Merilo za splošno tveganje je beta in izraža občutljivost (merjeno s kovarianco) donosov nad netvegano mero donosa na trgu (Hitchner, 2011, str. 223).

CAPM vključuje samo splošno tveganje kot dejavnik določanja zahtevane mere donosa, ker se je posebnemu tveganju za posamezno podjetje ali panogo teoretično mogoče izogniti s popolno razpršitvijo naložb. Ker za lastniško zaprta podjetja ni na voljo

podatkov o spreminjanju njihovih cen (ki predstavljajo del mere donosa v izračunavanju bet), pridobimo beto za izračun stroška lastniškega kapitala lastniško zaprtega podjetja iz povprečnih bet podjetij, ki kotirajo na borzi in delujejo v panogi ocenjevanega podjetja.

Empirične raziskave so pokazale, da model CAPM ni popolnoma uporaben za izračun stroška kapitala vseh podjetij, posebno manjših in podjetij zunaj ZDA, zato uporabljamo dopolnjeno formulo (Pratt & Grabowski, 2014, str. 220). Kadar imamo opravka s podjetjem, ki je izpostavljeno še drugim tveganjem, zahtevani meri donosa po osnovnem modelu CAPM prištejemo pribitke za dodatna tveganja. Ti vključujejo pribitek za tveganje majhnega podjetja in pribitek za deželno (politično) tveganje.

Osnovni formuli smo tako dodali popravek za (ne)likvidnost lastniškega kapitala zaradi majhnosti podjetja in popravek zaradi deželnega tveganja, kajti izhodiščne podatke je treba glede na vir, iz katerega so pridobljeni, ustrezno prilagoditi:

$$k_e = r = r_f + \beta * (r_m - r_f) + p + d + s \quad (4)$$

V nadaljevanju podrobneje pojasnjujemo spremenljivke v modelu ter njihovo specifičnost v primeru slovenskega gospodarskega prostora in proučevane družbe.

$k_e = r$ = strošek lastniškega kapitala (k_e) oziroma zahtevana mera donosa (r),

r_f = netvegana mera donosa. Običajen pristop pri določanju netvegane mere donosa je takšen, da izberemo mero donosa državne obveznice z 10-letno dospelostjo. Po nastopu globalne finančne in gospodarske krize je nastopilo obdobje, ko je donos državnih obveznic, predvsem držav z najboljšo bonitetno oceno, padel pod dolgoletno povprečje iz predkriznih let. To se je zgodilo zaradi poudarjeno ekspanzivne denarne politike centralnih bank in t. i. »bega v kakovost«, ko naložbeniki dajejo prednost varnosti pred donosom in usmerijo svoje naložbe v najmanj tvegane vrednostne papirje. Dodatno povpraševanje po najvarnejših naložbah zviša njihove tržne cene in zniža donose. Ta pojav je bil značilen v ZDA in Nemčiji ter drugih državah, začetek pa sega v november 2008. Zato je pri določanju netvegane mere donosa v takšnih razmerah treba izhajati iz normalizirane dolgoročne mere donosa. Posledično smo kot normalizirano netvegano mero donosa nemške 10-letne obveznice izbrali 4,0 %. Navedeno ugotovitev smo utemeljili na lastno opravljene analizi donosnosti nemške 10-letne obveznice v obdobju med letoma 2000 in 2014;

$(r_m - r_f)$ – splošna mera kapitalskega tveganja, ki jo pomnožimo s faktorjem beta, da dobimo pribitek za kapitalsko tveganje. Pribitek za kapitalsko tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic (npr. S&P 500) in netvegano mero donosa. Pribitek ni nespremenljiva kategorija, ampak se v času spreminja – v obdobju

gospodarskega vzpona je pribitek nižji, v času recesije višji od dolgoročnega povprečja. Na osnovi raziskovalnih rezultatov sta Pratt in Grabowski (2014) zaključila, da je razumna ocena povprečnega dolgoročnega pribitka za kapitalsko tveganje v razponu med 3,5 % in 6,0 %. Ker je svetovno in tudi slovensko gospodarstvo v fazi postopnega izhoda iz recesije in so negotovosti na kapitalskih trgih manjše, smo upoštevali pribitek za kapitalsko tveganje v višini 5,0 %. Uporabo tolikšnega pribitka priporoča tudi svetovalna družba Duff & Phelps (Duff & Phelps, 2015).

β = mera sistematičnega tveganja lastniškega kapitala (beta). Ta mera pokaže, za koliko je kapital posameznega podjetja ali panoge bolj ($\beta > 1$) ali manj ($\beta < 1$) tvegan od celotnega tržnega portfelja, za katerega tržno premijo oz. splošno stopnjo kapitalskega tveganja smo podali v prejšnji točki.

Zaradi netransparentnosti slovenskega trga (majhnost, kratka časovna vrsta nihajočih podatkov) smo v danem primeru upoštevali podatke z evropskega trga. Razlikovati moramo med mero sistematičnega tveganja vseh sredstev (β_a), to je beto podjetja, in beto lastniškega kapitala (β_e). Ob predpostavki zanemarjanja sistematičnega tveganja dolga beto lastniškega kapitala izračunamo s pomočjo vzvoda po enačbi (kjer je D dolg podjetja, E lastniški kapital, t pa stopnja davka na dobiček):

$$\beta_e = \beta_a * \left(1 + \frac{D}{E} * (1 - t)\right) \quad (5)$$

Obratno lahko izračunamo beto vseh sredstev iz bete lastniškega kapitala:

$$\beta_a = \frac{\beta_e}{1 + \frac{D}{E} * (1 - t)} \quad (6)$$

Beto smo ocenili na osnovi bete za dejavnost *retail (building supply)* v Evropi (Damodaran, 2016), in sicer po podatkih iz baze Aswatha Damodarana, ki so bili ažurirani januarja 2015. V danem primeru skladno z veljavno davčno zakonodajo v Sloveniji upoštevamo ciljno efektivno davčno stopnjo v višini 17 %. Beto lastniškega kapitala ocenjevane družbe (zadolženo beto) dobimo tako, da dobljene vrednosti za beto sredstev dejavnosti popravimo za stopnjo zadolženosti (v danem primeru upoštevamo dejansko zadolženost družbe v višini 97 %) in ciljno efektivno davčno stopnjo 17 % (kot obrazloženo zgoraj) po formuli (7).

$$\beta_e = \beta_a * \left(1 + \frac{D}{E} * (1 - t)\right) = 0,45 * \left(1 + 0,97 * (1 - 0,17)\right) = 0,81 \quad (7)$$

p = pribitek za tveganje majhnega podjetja. Podjetje je po tržni kapitalizaciji majhno v primerjavi s tistimi, ki kotirajo na borzi in na osnovi katerih je določen tržni pribitek za kapitalsko tveganje. Kot potrjujejo študije, naložbeniki zahtevajo višjo mero donosa za

vlaganje v majhna podjetja kot za velika. Pribitek za tveganje majhnega podjetja je izbran kot pribitek 10. decila najmanjših podjetij na New York Stock Exchange na osnovi vsotne bete v obdobju 1926–2012 in znaša 4,04 % (Morningstar, 2013).

D = pribitek za deželno tveganje. Ker smo pri netvegani meri donosa izhajali iz mere donosa za nemško državno obveznico, ki velja za državo z nizkim deželnim tveganjem, smo dodali pribitek za deželno tveganje Slovenije v višini 1,7 %. Tega smo ocenili na osnovi povprečja deželnega tveganja za Slovenijo, 10-letno povprečje v obdobju 2005–2014 (Damodaran, 2016).

S = poseben pribitek (angl. *specific risk premia*) za tveganje. V danem primeru ga ne upoštevamo.

Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala je ocenjena nominalno in znaša:

$$k_e = r = r_f + \beta * (r_m - r_f) + p + d + s \quad (8)$$
$$4 + 0,81 * 5,0 + 4,04 + 1,7 + 0 = 13,80$$

4.4.2.6 Izračun WACC

Na osnovi vseh navedenih izračunov posameznih spremenljivk izračunamo WACC, kot sledi:

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_{d(pt)}[1 - t] * W_d) \quad (9)$$
$$= 13,80 * 0,506 + 6,66 * (1 - 0,17) * 0,494 = 9,71$$

Izračun diskontne mere je prikazan tudi v Tabeli 10.

Tabela 10: Izračun diskontne mere

Izračun CAPM	
Dolžniški/lastniški kapital (dejanska zadolženost)	0,97
Beta celotnih sredstev (v panogi) ⁽¹⁾	0,45
Beta lastniškega kapitala podjetja	0,81
Netvegana stopnja donosa ⁽²⁾	4,00 %
Splošna mera kapitalskega tveganja ⁽³⁾	5,00 %
Pribitek za majhnost podjetja ⁽⁴⁾	4,04 %
Prilagoditev za deželno tveganje ⁽⁵⁾	1,70 %
Poseben pribitek za tveganje ⁽⁶⁾	0,00 %
Ocena stroška kapitala (CAPM)	13,80 %
Izračun WACC	
Delež lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ⁽⁷⁾	50,60 %
Strošek lastniškega kapitala	13,80 %
Delež dolžniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ⁽⁷⁾	49,40 %
Strošek dolžniškega kapitala pred obdavčitvijo ⁽⁸⁾	6,66 %
Davčna stopnja	17,00 %
Diskontna mera (WACC)	9,71 %

Viri:

⁽¹⁾ beta za povprečje primerljivih podjetij v dejavnosti Retail (Building Supply) - Vir: A. Damodaran: Retail - Building Supply v Evropi, podatki ažur. 1/15

⁽²⁾ donos do dospetja za 10 letno nemško državno obveznico – analiza povprečnih donosov v obdobju 2000–2014

⁽³⁾ 2015 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, Duff & Phelps, 2015

⁽⁴⁾ pribitek za majhnost nad CAPM v 10. decilu na podlagi vsotne bete, Ibbotson/Morningstar: SBBI, Valuation Edition, 2013 Yearbook

⁽⁵⁾ deželno tveganje za Slovenijo, 10-letno povprečje v obdobju 2005–2014 (Vir: A. Damodaran, Country risk premium, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

⁽⁶⁾ poseben pribitek za tveganje ne dajemo

⁽⁷⁾ delež lastniškega kapitala oziroma dolga v strukturi kapitala; dejanska zadolženost družbe

⁽⁸⁾ pričakovana nominalna dolgoročna tržna obrestna mera za podobna podjetja povečana za 2 %

Vir: Bilten Banke Slovenije, december 2014, Tabela 2.4.4. Obrestne mere in obseg novih posojil nefinančnim družbam v okt. (posojila nad 1 mio EUR, nad 1 do 5 let)

4.4.3 Določitev faktorjev tveganja

Faktor tveganja skladno s predpostavkami za posamezen scenarij za posamezno leto znižuje izhodiščne projekcije denarnih tokov, kot sledi:

$$\text{Pričakovani denarni tok} = \sum_{t=1}^{t=n} k_{st} * (DT_{st}) \quad (10)$$

Pri vrednotenju podjetij v težavah percepcija stanja, v katerem je podjetje, vpliva na vrednost v očeh različnih deležnikov (zaposleni, kupci, dobavitelji in posojilodajalci),

saj ti glede na svoje percepcije stanja, v katerem je podjetje, različno reagirajo. Damodaran (2006, str. 4) tako navaja, da te percepcije vplivajo na to, da podjetja izgubljajo kupce in prodajo, imajo višjo fluktuacijo zaposlenih in se morajo v primerjavi z zdravimi podjetji sprijazniti s hujšimi omejitvami pri dobaviteljih.

Kot priporoča Damodaran (2006), v teh primerih vrednotimo podjetje tako, da poleg prilagoditve diskontne stopnje ocenimo tudi vpliv zaznanih tveganj s strani deležnikov na prihodnje denarne tokove za več scenarijev. V magistrskem delu smo tako vpliv tveganja na vrednotenje zaradi potrditve izdvojitve zdravega jedra operacionalizirali s korigiranimi diskontiranimi denarnimi tokovi. Korekcijski faktor za oba scenarija izkazuje verjetnosti realizacije projiciranih denarnih tokov v naslednjih dveh letih od potrditve. Korekcijski faktor je dejavnik tveganja, ki operacionalizira verjetnost realizacije denarnih tokov z upoštevanjem elementov tveganja pri poslovanju.

Pri oceni odbitka za doseganje denarnih tokov smo upoštevali štiri elemente tveganja, ki po našem mnenju bistveno vplivajo na doseganje v projekcijah zastavljenih prihodkov oz. denarnih tokov. Pri opredeljevanju elementov tveganja smo razmišljali, kaj vse lahko prepreči doseganje ciljev podjetja (Blunden & Thirwell, 2010, str. 10). V našem primeru so ključni elementi:

- izguba ugleda,
- nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja,
- motnje v poslovanju,
- zadrževanje zaposlenih.

Odbitek za doseganje denarnih tokov se izračuna z modelom, v katerem vsakemu elementu tveganja dodelimo ustrezno oceno stopnje tveganja. Stopnjo tveganja ocenjujemo za vsak element na 5-stopenjski lestvici, pri tem 0 točk pomeni, da je stopnja tveganja nizka oz. je ni, 4 točke pa pomenijo visoko stopnjo tveganja. Vsi elementi imajo v izračunu enako težo. Odbitek izračunamo kot kvocient med doseženim številom točk in maksimalnim mogočim številom točk.

Model za izračun je bil razvit v družbi Merkur trgovina, d. d., na podlagi sodelovanja s pooblaščenimi ocenjevalci vrednosti (Merkur trgovina, d. d., & Jagodic, S., 2016). Pooblaščenimi ocenjevalci vrednosti se podobnih modelov poslužujejo pri vrednotenju premoženja, kjer morajo pri diskontiranju denarnih tokov upoštevati dodatne elemente tveganja. V obravnavanem primeru je pomemben dodaten element tveganja stanje insolvence, v katerem se je znašla družba. Ko je podjetje insolventno, je izpostavljeno tveganjem, ki v pogojih normalnega poslovanja niso prisotni. Dlje kot traja stanje insolvence, večja so ta tveganja, model, ki ga predstavljamo, pa jih skuša ovrednotiti izključno na primeru Merkurja.

Pri razlagi rezultatov se je treba opreti na oceno tveganja za vsak posamezen dejavnik tveganja. Pri scenariju A je ključna predpostavka, da se bo najpozneje v dveh letih v družbi začel stečajni postopek. Predpostavka je smiselna, saj bi ob nesprejetju načrta finančnega prestrukturiranja nastopili pogoji za njegov začetek.

V Tabelah 11–14 so prikazani izračuni vseh štirih odbitkov za doseganje denarnih tokov za scenarija A in B za leti 2015 in 2016.

Tabela 11: Scenarij A (2015)

Ocena odbitka za doseganje denarnih tokov					
Elementi tveganja	Stopnja tveganja				
	Nizka <-----	Zmerna----->			Visoka
	0	1	2	3	4
1 Izguba ugleda			x		
2 Nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja			x		
3 Motnje v poslovanju		x			
4 Zadrževanje zaposlenih		x			
Število točk	0	2	2	0	0
Tehtano število točk	0	2	4	0	0
Vsota	6				
Število elementov kontrole	4				
Tehtano povprečje	1,5				
				Odbitek za doseganje DT	Število točk
Najvišja stopnja doseganja DT				0,0%	16
Popolno nedoseganje DT				100,0%	0
Število točk za SCENARIJ A 2015					6
Odbitek za doseganje DT SCENARIJ A 2015				37,5%	

Tabela 12: Scenarij A (2016)

Ocena odbitka za doseganje denarnih tokov					
Elementi tveganja	Stopnja tveganja				
	Nizka <-----	Zmerna----->			Visoka
	0	1	2	3	4
1 Izguba ugleda				x	
2 Nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja					x
3 Motnje v poslovanju					x
4 Zadrževanje zaposlenih				x	
Število točk	0	0	0	2	2
Tehtano število točk	0	0	0	6	8
Vsota	14				
Število elementov kontrole	4				
Tehtano povprečje	3,5				
				Odbitek za doseganje DT	Število točk
Najvišja stopnja doseganja DT				0,0%	16
Popolno nedoseganje DT				100,0%	0
Število točk za SCENARIJ A 2016					14
Odbitek za doseganje DT SCENARIJ A 2016				87,5%	

Tabela 13: Scenarij B (2015)

Ocena odbitka za doseganje denarnih tokov						
Elementi tveganja	Stopnja tveganja					
	Nizka <-----Zmerna-----> Visoka					
	0	1	2	3	4	
1 Izguba ugleda		x				
2 Nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja		x				
3 Motnje v poslovanju		x				
4 Zadrževanje zaposlenih	x					
Število točk	1	3	0	0	0	
Tehtano število točk	0	3	0	0	0	
Vsota	3					
Število elementov kontrole	4					
Tehtano povprečje	0,8					
			Odbitek za doseganje DT		Število točk	
Najvišja stopnja doseganja DT			0,0%		16	
Popolno nedoseganje DT			100,0%		0	
Število točk za SCENARIJ B 2015					3	
Odbitek za doseganje DT SCENARIJ B 2015			18,8%			

Tabela 14: Scenarij B (2016)

Ocena odbitka za doseganje denarnih tokov						
Elementi tveganja	Stopnja tveganja					
	Nizka <-----Zmerna-----> Visoka					
	0	1	2	3	4	
1 Izguba ugleda		x				
2 Nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja		x				
3 Motnje v poslovanju	x					
4 Zadrževanje zaposlenih	x					
Število točk	2	2	0	0	0	
Tehtano število točk	0	2	0	0	0	
Vsota	2					
Število elementov kontrole	4					
Tehtano povprečje	0,5					
			Odbitek za doseganje DT		Število točk	
Najvišja stopnja doseganja DT			0,0%		16	
Popolno nedoseganje DT			100,0%		0	
Število točk za SCENARIJ B 2016					2	
Odbitek za doseganje DT SCENARIJ B 2016			12,5%			

Tudi če bi se stečajnemu postopku lahko izognili, bi družba težko poslovala pod normalnimi tržnimi pogoji. Verjetnost motenj v poslovanju, povezanih s prezadolženostjo in težavami v likvidnosti, bi bila s potekom časa vedno večja. Pri scenariju A smo zaradi tega tveganja za prvo leto ocenili kot zmerna, za drugo leto pa kot visoka, pri čemer ocena 0 pomeni najnižje, ocena 4 pa najvišje tveganje. V Tabeli 15 povzemamo ocene tveganj za obe leti za scenarij A.

Tabela 15: Ocena tveganj za scenarij A

<i>Dejavniki tveganja</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
izguba ugleda	2	3
nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja	2	4
motnje v poslovanju	1	4
zadrževanje zaposlenih	1	3

V scenariju B, ki predvideva sprejetje načrta finančnega prestrukturiranja, bistvenih povišanj ocen tveganj ni. Deležniki lahko pričakujejo, da bo izdvojena družba poslovala brez večjih motenj v poslovanju in se bo lahko prilagajala razmeram na trgu. Ne bojijo se za plačila svojih obveznosti, zato skupna ocena tveganja v letu 2016 ne odstopa bistveno od tiste v letu 2015. V Tabeli 16 povzemamo ocene tveganj za obe leti za scenarij B.

Tabela 16: Ocena tveganj za scenarij B

<i>Dejavniki tveganja</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
izguba ugleda	1	1
nezmožnost sprememb in prilagajanja podjetja	0	1
motnje v poslovanju	0	0
zadrževanje zaposlenih	0	0

Na osnovi ocene tveganj za oba scenarija lahko izračunamo razlike v višini korigiranega diskontnega faktorja (Tabela 17).

k_{st} je faktor tveganja za scenarij s za leto t , ki ga izračunamo z upoštevanjem ocene odbitka za doseganje denarnih tokov o_{st} po formuli $k_{st} = (1 - o_{st})$.

4.5 Primerjava scenarijev in izračun skupnega ekonomskega učinka

Vpliv tveganja na vrednotenje prihodnjih denarnih tokov za posamezne skupine deležnikov prikazujemo s primerjavo diskontiranih denarnih tokov za oba scenarija. Izhodiščni denarni tok za oba scenarija je enak projekcijam v okviru načrta finančnega prestrukturiranja (Mercur d. d., 2013). Opazujemo vpliv potrditve na zaznana tveganja, pri čemer ostajajo finančna dejstva (projekciji izida poslovnega izida za obe leti) za oba scenarija nespremenjena.

Diskontirani denarni tok za posamezen scenarij v posameznem letu smo izračunali po formuli 11 (Hitcher, 2011, str. 143):

$$\text{Diskontirani denarni tok} = \sum_{t=1}^{t=n} k_{st} * df_{st} * (DT_{st}) \quad (11)$$

V enačbi je k_{st} faktor tveganja za scenarij s za leto t , ki ga izračunamo z upoštevanjem ocene odbitka za doseganje denarnih tokov o_{st} po formuli $k_{st} = (1 - o_{st})$, df_{st} pa je diskontni faktor za scenarij s za leto t , ki ga izračunamo z upoštevanjem diskontne mere.

Za potrebe izračuna v okviru magistrskega dela smo diskontirane denarne tokove izračunavali za vsako skupino deležnikov za vsako leto posebej tako, da smo projekcije denarnih tokov (Merkur d. d., 2013) pomnožili s korigiranim diskontnim faktorjem $kdf_{st} = k_{st} * df_{st}$.

Tabela 17: Razlike v višini korigiranega diskontnega faktorja

	2015				2016			
	o_{st}	$k_{st} = (1 - o_{st})$	df_{st}	$kdf_{st} = k_{st} * df_{st}$	o_{st}	$k_{st} = (1 - o_{st})$	df_{st}	$kdf_{st} = k_{st} * df_{st}$
Scenarij A	0,375	0,625	0,9115	0,57	0,8125	0,1875	0,8308	0,16
Scenarij B	0,188	0,812	0,9115	0,74	0,125	0,8750	0,8308	0,73

Vidimo, da znaša korigirani diskontni faktor za scenarij A v letu 2016 zgolj 16 %, kar pomeni, da deležniki v drugem letu poslovanja možnost realizacije denarnih tokov s podjetjem ocenjujejo na zgolj 16 %, medtem ko to možnost v scenariju B, ki predvideva izdvojitev zdravega jedra, ocenjujejo na 73 %.

V Tabelah 18 in 19 sta prikazani izračunani sedanji vrednosti denarnega toka za vse deležnike za scenarija A in B.

Tabela 18: Sedanja vrednost denarnega toka za deležnike Merkur trgovina, d. d., scenarij A

SCENARIJ A			
korigiran diskontni faktor [kdf]		0,57	0,16
DOBAVITELJI		93.462.791	27.043.812
DRŽAVA DDV +DDPO		7.310.632	2.181.884
DRŽAVA PRISPEVKI		5.891.475	1.646.391
DRŽAVA		13.202.107	3.828.276
ZAPOSLENI		10.992.165	3.071.795
BANKE obresti		131.937	36.077
BANKE glavnica		0	0
BANKE		131.937	36.077
LASTNIKI		446.543	378.318
NAJEMODAJALCI		4.947.288	1.465.308
Skupaj diskontirani denarni tok za vse deležnike v primeru stečaja		123.182.833	35.823.585
Sedanja vrednost denarnega toka za vse deležnike na dan 31.12.2014	159.006.418		

Tabela 19: Sedanja vrednost denarnega toka za deležnike Merkur trgovina, d. d., scenarij B

SCENARIJ B

korigiran diskontni faktor [kdf]		0,74	0,73
DOBAVITELJI		121.501.629	126.204.454
DRŽAVA DDV +DDPO		9.503.821	10.182.126
DRŽAVA PRISPEVKI		7.658.918	7.683.160
DRŽAVA		17.162.739	17.865.286
ZAPOSLENI		14.289.815	14.335.044
BANKE obresti		171.518	168.357
BANKE glavnica		0	0
BANKE		171.518	168.357
LASTNIKI		580.506	1.765.485
NAJEMODAJALCI		6.431.475	6.838.104
Skupaj diskontirani denarni tok za vse deležnike v primeru potrjene izčlenitve		160.137.683	167.176.730
Sedanja vrednost denarnega toka za vse deležnike na dan 31.12.2014	327.314.412		

Večina razlike v sedanji vrednosti diskontiranih denarnih tokov tako izhaja iz razlike v oceni tveganj za leto 2016. Od skupno 168 mio EUR, 131 mio EUR razlike v denarnem toku nastane v tem letu. Omeniti velja tudi, da v scenariju B nekateri deležniki pričakujejo višje denarne tokove kot v letu 2016. Višje vrednosti temeljijo na razširjenem obsegu poslovanja, ki ga družba predvidi v načrtu finančnega prestrukturiranja. Izdvojeno podjetje za svoje deležnike začne ustvarjati novo vrednost.

Sedanja vrednost diskontiranega denarnega toka deležnikov za proučevana scenarija je v primeru izdvojitve višja za 168 mio EUR. Menimo, da lahko in da v proučevanem primeru deležniki tudi izvedejo vrednostno prilagoditev svoje izpostavljenosti do družbe. Glede na povišano stopnjo zaupanja in posledično nižje diskontne stopnje pri vrednotenju izpostavljenosti lahko ta prilagoditev znaša do 168 mio EUR.

S prilagoditvijo navzgor se izboljša finančni položaj deležnikov, saj se zniža potreba po:

- slabitvah premoženja, ki je vezano na poslovanje družbe;
- slabitvah finančnih in poslovnih terjatev do družbe;
- slabitvah prihodnjih denarnih tokov, ki jih pričakujejo od poslovanja z družbo.

Uspešno prestrukturiranje z izdvojitvijo zdravega jedra ima torej poleg boljšega poplačila upnikov še en pomemben učinek. Vpliva na višjo sedanjo vrednost denarnih tokov, ki jih deležniki pričakujejo od družbe.

V času splošne gospodarske in finančne krize, ki smo ji bili priča v obdobju 2007–2012, ima taka prilagoditev lahko tudi širše ekonomske posledice. Hitrejša in pogostejša

uporaba orodij insolvenčne zakonodaje, še zlasti izdvojitve zdravega jedra, bi lahko znižala potrebe po slabitvah premoženja v bankah in podjetjih, kar bi imelo pozitiven učinek na finančno sliko slovenskega gospodarstva.

SKLEP

Kredit je osnova za delovanje modernega tržnega gospodarstva. Temu dejstvu je bilo treba prilagoditi insolvenčno zakonodajo tako v svetu kot tudi pri nas. Moderna insolvenčna zakonodaja ni več samo orodje za poplačilo upnikov. Je mehanizem, ki podjetjem omogoča celovito prestrukturiranje, v svoji osnovi pa poleg najboljšega poplačila upnikov zasleduje tudi širši družbeno-ekonomski interes. V Evropi poteka proces prenove insolvenčnih zakonodaj, katerih cilj je v zakon in njegovo izvedbo uvesti kulturo reševanja. Z reševanjem insolventnih podjetij se odpravljajo negativne družbene posledice, kot so izguba delovnih mest, znanja, nabavnih in prodajnih kanalov itn.

Tudi v Sloveniji smo se v obdobju 2008–2013 lotili obsežne prenove insolvenčne zakonodaje. Vlada je ob sodelovanju Mednarodnega denarnega sklada in Evropske komisije v tem času pripravila več novel. Zadnja novela, novela ZFPPIPP-F, je začela veljati 27. novembra 2013. Zakon je bil sprejet po nujnem postopku, saj je bilo treba slovenskim dolžnikom in bankam čim prej ponuditi orodje za izvedbo številnih finančnih prestrukturiranj. Zakon je zasledoval več ciljev, najpomembnejši so: zagotoviti pogoje za učinkovitejše finančno prestrukturiranje velikih in srednjih družb, dosledno uveljaviti načelo absolutne prednosti tudi v postopku prisilne poravnave, racionalizirati poslovanje sodišč pri vodenju insolvenčnih postopkov ter dodatno okrepiti upravičenja upnikov, zlasti finančnih institucij, v postopkih finančnega prestrukturiranja. Novi oziroma izboljšani orodji pa sta: možnost preventivnega finančnega prestrukturiranja, ki je primerno za družbe, ki jim preti insolvenca, in izdvojitev zdravega jedra družbe, ki je primerna za že insolventne družbe, še zlasti tiste, v katerih je glavni problem visoka prezadolženost in kapitalska neustreznost.

Sprejetje zakona je potekalo vzporedno s sanacijo bančnega sistema, zato je bila v njegovo pripravo vključena tudi Banka Slovenije. Učinkovit zakon je bil nujen tudi za nadaljevanje sanacije finančnega sistema, saj je bilo veliko premoženja vezanega v nezaključenih postopkih prestrukturiranj slovenskih podjetij. Za podjetje Merkur, d. d., je bil njegov sprejem ključnega pomena, saj je bil na njegovi osnovi pripravljen načrt finančnega prestrukturiranja, ki je vključeval izdvojitev zdravega jedra. Samo na tak način je bilo mogoče podjetju zagotoviti kapitalsko ustreznost in ga hkrati razbremeniti poslovno nepotrebne premoženja, ki se bo prodalo v stečajnem postopku. S tem so bili izpolnjeni pogoji za začetek procesa povečevanja zaupanja v poslovanje podjetja, kar je ključno za normalno konkurenčno poslovanje in nadaljevanje razvoja.

Družba Merkur, d. d., je jeseni leta 2010 razglasila insolvenco. Podjetje je bilo prezadolženo, po ponovljeni reviziji se je izkazal tudi visok negativni kapital, ki je konec leta 2010 znašal več kot –100 mio EUR. Podjetje je upnikom predložilo načrt finančnega prestrukturiranja, ki zaradi spremenjenih razmer v bančnem sistemu in nadaljevanja padanja vrednosti finančnega in nepremičninskega premoženja ni bil izvedljiv. Zaradi tega in na osnovi možnosti, ki jih je ponudila novela ZFPPIPP-F, je bila upnikom predlagana ponovna prisilna poravnava, ki je bila s kvalificiranimi večinami potrjena takoj po sprejetju zakona.

Izdvojitve zdravega jedra je povzročila takojšnje pozitivne rezultate. Tako kot je predvidel zakonodajalec, se je položaj večine deležnikov podjetja takoj izboljšal. Zaposleni niso bili več v strahu pred izgubo delovnih mest, klima se je izboljševala. Dobavitelji so sprostili nabavne pogoje in zaradi nižjega kreditnega tveganja znižali cene. Izboljšan nabor prodajnih izdelkov je v trgovine pripeljal več kupcev, prav tako se je povečal interes za poslovanje s podjetjem na veleprodajni strani.

Rezultat vsega naštetega je izboljšana donosnost poslovanja in močnejši denarni tok. Ker podjetje svoje obveznosti poravnava redno, so zlasti najemodajalci začeli zviševati vrednost svoje izpostavljenosti do podjetja in so z njim pripravljene sklepati dolgoročneje najemne pogodbe. Kapitalska ustreznost se povečuje iz leta v leto. Rezultat je višja vrednost zdravega jedra, kar bo ob prodaji glavni vir poplačila navadnih upnikov. Podjetje ima spet prosta denarna sredstva, ki jih lahko namenja za naložbe in razvoj in izboljšuje svoj konkurenčni položaj.

Ker so učinki izdvojitve v dnevnom poslovanju očitni, smo se odločili, da jih poskusimo ovrednotiti. Za analizo položaja smo izbrali obdobje dveh let, kar je čas, ki bi ga ob nesprejetju načrta finančnega prestrukturiranja potrebovali za začetek stečajnega postopka. Analiza položaja deležnikov – zaposleni, banke, najemodajalci, dobavitelji – je pokazala, da je v primeru izdvojitve sedanja vrednost njihovih diskontiranih denarnih tokov za 168 mio EUR višja kot v primeru stečaja.

Razlika v vrednosti je razlika med nizko stopnjo zaupanja do prezadolženega podjetja, za katerega lahko pričakujemo, da bo v roku dveh let končalo v stečaju, in normalno stopnjo zaupanja izdvojenega zdravega jedra. Z izdvojitvijo zdravega jedra je mogoče odpraviti negativne družbeno-ekonomske posledice stečaja ter hkrati zagotoviti boljši ekonomski položaj večine deležnikov podjetja.

Na raziskovalno vprašanje magistrskega dela, ali celovito reševanje insolventnega in hkrati prezadolženega podjetja z izdvojitvijo zdravega jedra izboljša ekonomski položaj večine njegovih deležnikov, lahko torej podamo pritrdilen odgovor. S prikazom na praktičnem primeru je dosežen tudi namen naloge.

LITERATURA IN VIRI

1. Akinmabi, F. (2010). The global financial crisis: Causes, effects and issues to consider in the reform of financial regulation. *International Banking in the New Era: Post-Crisis Challenges and Opportunities*. *International Finance Review*, 11, 167–190.
2. Armour, J., & Deakin, S. (2003). Insolvency and employment protection: the mixed effects of the Acquired Rights Directive. *International Review of Law and Economics*, 22(4), 443–463.
3. Banka Slovenije. (2014). *Bilten Banke Slovenije, december 2014*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Beca, M., & Nişulescu, I. A. (2014). The impact of the economic crisis on the corporate insolvency's evolution in Romania. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 109, 891–895.
5. Bělohávek, A. J. (2008). Center of main interest (COMI) and jurisdiction of national courts in insolvency matters (insolvency status). *International Journal of Law and Management*, 50(2), 53–86.
6. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2004). *Economics of strategy* (3rd ed.). New York: Wiley.
7. Blazy, R., Chopard, B., Fimayer, A., & Guigou, J.-D. (2011). Employment preservation vs. creditors' repayment under bankruptcy law: The French dilemma? *International Review of Law and Economics*, 31(2), 126–141.
8. Blunden, T., & Thirlwell, J. (2010). *Mastering Operational Risk*. New Jersey: Prentice Hall.
9. Braham, M. & Steffen, F. (2003). Voting rules in insolvency law: a simple-game theoretic approach. *International Review of Law and Economics*, 22, 421–442.
10. Burgess, B. A. (1992). Valuing Property in Receivership. *Journal of Property Valuation and Investment*, 10(3), 573–577.
11. Cepec, J. (2016). *Anatomija korporacijskega insolvenčnega prava: Primerjalno-pravna in ekonomska analiza temeljev korporacijskega insolvenčnega prava*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Chitnomrath, T., Evans, R., & Christopher, T. (2011). Corporate governance and post-bankruptcy reorganisation performance. *Asian Review of Accounting*, 19(1), 50–67.
13. Cork, K. (1982). *Insolvency law and practice: Report of the Review Committee*. London: House of Commons Parliamentary Papers.
14. Damodaran, A. (2016). *Damodaran Online*. Najdeno 15. junija 2016 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
15. Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2008). Debt Enforcement around the World. *Journal of Political Economy*, 116(6), 1105–1149.
16. Duff & Phelps. (2015). *2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*. New York: Wiley.

17. Elloumi, F., & Gueyié, J.-P. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 1(1), 15–23.
18. Fabling, R., & Grimes, A. (2005). Insolvency and economic development: Regional variation and adjustment. *Journal of Economics and Business*, 57(4) 339–359.
19. Field, A. J. (2001). Bankruptcy, debt, and the macroeconomy: 1919–1946. *Research in Economic History*, 20, 99–133.
20. Finch, V. (1997). The Measures of Insolvency Law. *Oxford Journal of Legal Studies*, 17(2), 227–251.
21. Finch, V. (2005). The Recasting of Insolvency Law. *The Modern Law Review*, 68(5), 713–736.
22. Fletcher, I. F. (2009). *The Law of Insolvency* (4th ed.). London: Sweet & Maxwell.
23. Franks, J. R., Nyborg, K. G., & Torous, W.N. (1996). A Comparison of US, UK, and German Insolvency Codes. *Financial Management*, 25(3), 86–101.
24. Georgescu, I., & Baciú, E. C. (2014). The effect of economic crisis on eastern European insolvency. *Procedia Economics and Finance*, 15, 784–791.
25. Gilson, S. C. (2001). *Creating value through corporate restructuring: case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*. New York: Wiley.
26. Halliday, T. C., & Carruthers, B. G. (1996). The moral regulation of markets: Professions, privatization and the English insolvency act 1986. *Accounting, Organizations and Society*, 21(4), 371–413.
27. Hitchner, J. R. (2011). *Financial valuation: application and models* (3rd ed.). New Jersey: Wiley.
28. Krogdahl, T., & Nicolaisen, U. (2014). *Value Creation Through Corporate Restructuring: A Case study of the spin-off of REC Solar ASA* (magistrsko delo). Bergen: Norges Handelshøyskole.
29. Kuruppu, N., Laswad, F., & Oyelere, P. (2003). The efficacy of liquidation and bankruptcy prediction models for assessing going concern. *Managerial Auditing Journal*, 18(6/7), 577–590.
30. Lee, S. W., Kang, S., & Park, K. H. (2002). Issues and remedies in Korean business restructuring. *Managerial Finance*, 28(10), 47–66.
31. Li, Y. (2012). A nonlinear wealth transfer from shareholders to creditors around Chapter 11 filing. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 183–198.
32. Liu, J., & Wilson, N. (2002). Corporate failure rates and the impact of the 1986 insolvency act: an econometric analysis. *Managerial Finance*, 28(6), 61–71.
33. Lowe's Companies, Inc. (2015). *10-year financial information*. Mooresville: Lowe's Companies, Inc.
34. Lukason, O. (2013). Firm Bankruptcies and Violations of Law: An Analysis of Different Offences. *Advanced Series in Management*, 10, 127–146.
35. McCarthy, P. T., O'Riordan, C., & Griffin, R. (2014). The other end of entrepreneurship: a narrative study of insolvency practice in Ireland. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 20(2), 173–192.

36. Merkur, d. d. (2010). *Načrt finančnega prestrukturiranja*. Naklo: Merkur, d. d.
37. Merkur, d. d. (2011). *Letno poročilo 2010*. Naklo: Merkur, d. d.
38. Merkur, d. d. (2013). *Načrt finančnega prestrukturiranja*. Naklo: Merkur, d. d.
39. Merkur, d. d. (2016a). *Izkaz poslovnega izida* (interno gradivo). Naklo: Merkur, d. d.
40. Merkur, d. d. (2016b). *Bilanca stanja* (interno gradivo). Naklo: Merkur, d. d.
41. Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants. (2010). *Restructuring Concept Merkur Group* (interno gradivo). Naklo: Merkur, d. d.
42. Merkur, d. d., & Roland Berger Strategy Consultants. (2013). *Financial restructuring concept* (interno gradivo). Naklo: Merkur, d. d.
43. Merkur trgovina, d. d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Naklo: Merkur trgovina, d. d.
44. Merkur trgovina, d. d., & Jagodic, S. (2014). *Ocena odbitka za doseganje denarnih tokov* (interno gradivo). Naklo: Merkur trgovina, d. d.
45. Milman, D., & Cook, G. (2002). Managing distressed companies: adapting to a new legal culture. *Managerial Finance*, 28(6), 34 – 45.
46. Morningstar, Inc. (2013). *Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Valuation Yearbook*. Chicago: Morningstar.
47. Ng, C. Y. M. (2002). “One country, two systems” – insolvency administration in the People’s Republic of China. *Managerial Auditing Journal*, 17(7), 363–373.
48. Nyombi, C. (2013). Employees’ rights during insolvency. *International Journal of Law and Management*, 55(6), 417–428.
49. Nyombi, C. (2015). The development of corporate rescue laws in Uganda and in UK. *International Journal of Law and Management*, 57(2), 1–22.
50. Omar, P. (2013). *International Insolvency Law: Reforms and Challenges*. Farnham: Ashgate.
51. Pandit, N. R., Cook, G. A. S., Milman, D., & Chittenden, F. C. (2000). Corporate rescue: empirical evidence on company voluntary arrangements and small firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 7(3), 241–254.
52. Pond, K. (2002). Creditor strategy in individual insolvency. *Managerial Finance*, 28(6), 46–60.
53. Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital: Application and Examples*. New Jersey: Wiley.
54. Routledge, J., & Gadenne, D. (2004). An Exploratory Study of the Company Reorganisation Decision in Voluntary Administration. *Pacific Accounting Review*, 16(1), 31–56.
55. Smith, M., & Graves, C. (2005). Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal*, 20(3), 304–320.
56. The Slovenia Times. (2013, 31. oktober). *New Insolvency Legislation Helping Indebted Companies*. Najdeno 30. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.sloveniatimes.com/new-insolvency-legislation-to-help-companies-avert-bankruptcy>
57. Townsend, J. (2008). International Co-operation in Cross-Border Insolvency: HIH Insurance. *The Modern Law Review*, 71(5), 811–822.

58. United Nations Commission on International Trade Law (2005). *Legislative Guide on Insolvency Law*. New York: United Nations Publications.
59. Vance, D. (2010). *Corporate Restructuring: From Cause Analysis to Execution*. Berlin: Springer.
60. Vlada Republike Slovenije. (2013). *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju – nujni postopek*. Ljubljana: Vlada Republike Slovenije.
61. Wright, R. V. (1985). Corporate Insolvency: An Analysis of English and Canadian Corporate Salvage Reform Proposals. *The International and Comparative Law Quarterly*, 34(1), 25-48.
62. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS*, št. 13/2014-UPB, 10/2015 popr.
63. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 82/2013, 55/2015; *Odl. US*: U-I-311/11-16.
64. Zakon o revidiranju. *Uradni list RS* št. 65/2008, 63/2013-ZS-K.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida za leti 2008, 2009 in za obdobje od 1. 1. do 30. 6. 2010 (v EUR)	1
Priloga 2: Merkur, d. d. – bilanca stanja.....	2
Priloga 3: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida za leto 2010.....	3
Priloga 4: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida	4
Priloga 5: Merkur, d. d. – bilanca stanja na dan 31. 12. (v EUR)	6
Priloga 6: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.	8
Priloga 7: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.....	9
Priloga 8: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.....	10
Priloga 9: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.....	11

Priloga 1: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida za leti 2008, 2009 in za obdobje od 1. 1. do 30. 6. 2010 (v EUR)

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida za leto 2008, 2009 in za obdobje 1. 1.–30. 6. 2010

Izkaz poslovnega izida za leto 2008, 2009 in za obdobje 1.1. do 30.6.2010 v €			
€	2008	2009	6m 2010
Prihodki od prodaje	851.657.638	503.147.063	191.300.000
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvajalni stroški	(698.010.348)	(387.153.265)	(143.908.281)
Kosmati poslovni izid od prodaje	153.647.290	115.993.798	47.391.719
<i>RVC marža</i>	18,0%	23,1%	24,8%
Drugi poslovni prihodki	7.829.838	1.539.383	1.882.625
Stroški prodavanja	(94.422.500)	(75.479.684)	(36.842.754)
Stroški splošni dejavnosti	(37.819.346)	(28.604.219)	(13.620.268)
Drugi poslovni odhodki	(2.080.700)	(1.877.524)	(2.662.000)
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	27.154.582	11.571.754	(3.850.678)
<i>EBIT marža</i>	3,2%	2,3%	(2,0%)
EBITDA	35.750.568	20.393.826	1.016.465
<i>EBITDA marža</i>	4,2%	4,1%	0,5%
Finančni prihodki	32.319.281	28.971.798	12.219.375
Finančni odhodki	(28.199.002)	(178.769.156)	(109.341.808)
Neto finančni izid	4.120.279	(149.797.358)	(97.122.433)
Poslovni izid pred obdavčitvijo	31.274.861	(138.225.604)	(100.973.111)
Davek od dobička	(4.800.064)	(1.719.097)	(17.437)
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	26.474.797	(139.944.701)	(100.990.548)
Čisti poslovni izid, pripisan lastnikom obvladujoče družbe	26.474.797	(139.944.701)	(100.990.548)
Čisti poslovni izid, pripisan neobvladujočem udeležu	-	-	-

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2010, str.8.

Priloga 2: Merkur, d. d. – bilanca stanja

Tabela 2: Bilanca stanja na 31. 12. 2008, 31. 12. 2009 in 30. 6. 2010

Bilanca stanja			
€	31.12.2008	31.12.2009	30.6.2010
Dolgoročna sredstva	579.302.933	552.700.778	513.338.231
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.562.038	1.279.712	1.114.577
Opredmetena osnovna sredstva	159.994.399	210.609.341	184.462.990
Zemljišča in zgradbe	125.144.176	173.031.332	151.313.481
Druge naprave in oprema	14.831.809	14.423.219	12.387.504
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	20.018.414	23.154.790	20.762.005
Naložbene nepremičnine	16.821.503	16.646.313	35.400.112
Finančne naložbe v odvisna podjetja	206.981.127	134.973.118	107.030.598
Finančna sredstva	186.614.171	183.986.300	157.811.733
Dana posojila	2.519.379	1.387.526	23.722.263
Druge dolgoročne terjatve	85.433	75.288	70.216
Odložene terjatve za davek	4.724.883	3.743.180	3.725.742
Kratkoročna sredstva	353.573.066	271.866.053	181.191.902
Zaloge	73.315.216	62.716.746	56.343.439
Finančna sredstva	5.126.185	4.351.185	-
Dana posojila	103.770.250	55.561.518	23.203.077
Kratkoročno dana posojila odvisnim podjetjem	14.853.854	15.165.000	15.165.000
Kratkoročno dana posojila drugim podjetjem	88.158.518	40.068.681	7.874.159
Terjatve iz finančnega najema	757.878	327.837	163.918
Terjatve za odmerjeni davek	-	3.048.207	533.935
Poslovne terjatve in druga sredstva	171.002.028	145.856.059	100.561.350
Kratkoročne poslovne terjatve do družb v skupini	67.606.339	57.026.107	29.245.558
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	99.619.496	72.568.931	51.887.475
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	1.293.144	16.142.362	19.378.949
Predujmi za zaloge	2.483.049	118.659	49.368
Denarna sredstva	359.387	332.338	550.101
Skupaj sredstva	932.875.999	824.566.831	694.530.133
Kapital	336.687.486	122.872.564	16.056.431
Vpoklicani kapital	54.773.201	54.773.201	54.773.201
Lastne delnice kot odbitna postavka	(53.159.490)	(53.159.490)	(53.159.490)
Kapitalske rezerve	76.701.377	-	-
Rezerve iz dobička	68.054.448	54.189.354	54.189.354
Zadržani čisti dobiček	104.238.246	-	(100.990.548)
Rezerva za pošteno vrednost	86.079.704	67.069.499	61.243.914
Rezervacije in dolgoročne časovne razmejitev	9.845.334	7.908.092	7.874.169
Dolgoročne obveznosti	138.159.115	130.704.323	141.596.060
Dolgoročne finančne obveznosti	125.395.059	115.981.685	128.336.799
Dolgoročne finančne obveznosti do bank	114.548.923	96.848.262	109.746.840
Finančni najem	10.846.136	19.133.423	18.589.959
Dolgoročne poslovne obveznosti	12.764.056	14.722.638	13.259.261
Odložene obveznosti za davek	12.694.043	14.659.290	13.206.836
Druge dolgoročne poslovne obveznosti	70.013	63.348	52.425
Kratkoročne obveznosti	448.184.064	563.081.852	529.003.473
Kratkoročne finančne obveznosti	269.778.721	324.602.574	329.377.125
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	251.622.793	289.153.989	286.100.110
Kratkoročne obveznosti do drugih	17.638.581	34.392.680	42.203.052
Finančni najem	517.347	1.055.905	1.073.963
Kratkoročne poslovne obveznosti	178.405.343	238.479.278	199.626.348
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	110.007.522	139.636.179	126.179.421
Kratkoročne poslovne obveznosti do družb v skupini	21.122.851	64.734.254	42.690.734
Kratkoročne menične obveznosti	442.400	568.400	-
Obveznosti na podlagi predujmov	21.087.692	12.127.007	10.183.789
Obveznosti do drugih	20.595.967	20.896.521	20.295.823
Obveznosti za davek	2.615.401	-	-
Kratkoročne rezervacije	2.533.510	516.917	276.581
Skupaj obveznosti do virov sredstev	932.875.999	824.566.831	694.530.133

Vir: Revidirana letna poročila družbe Merkur, d.d. za leta 2008, 2009 in obdobje januar – junij 2010.

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2010, str. 10.

Priloga 3: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida za leto 2010

Tabela 3: Izkaz poslovnega izida družbe Merkur, d. d., za obdobje od 1. 1. 2010 do 31. 12. 2010

v tisoč EUR			
Postavka	Pojasnilo	2010	2009 popravljeno
PRIHODKI OD PRODAJE	6.1	316.574	503.147
Nabavna vrednost prodanih količin blaga		-236.404	-387.153
KOSMATI POSLOVNI IZID OD PRODAJE		80.080	115.994
Drugi poslovni prihodki	6.2	9.610	2.554
Stroški prodajanja	6.3	-88.224	-74.053
Stroški splošnih dejavnosti	6.3	-25.907	-28.604
Drugi poslovni odhodki	6.4	-32.044	-3.201
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA		-36.485	12.689
Finančni prihodki	6.5	17.273	27.957
Finančni odhodki	6.5	-175.785	-178.553
NETO FINANČNI PRIHODKI/ODHODKI		-158.512	-150.595
Drugi odhodki	6.6	-24.768	0
POSLOVNI IZID PRED OBDAVČITVIJO		-219.765	-137.907
Davek od dobička	6.7	-718	-1.719
POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA		-220.483	-139.626

Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo 2010, 2011, str.36.

Priloga 4: Merkur, d. d. – izkaz poslovnega izida

Tabela 4: Izkaz poslovnega izida družbe Merkur, d. d. (v EUR)

Leto	2011	2012	2013	2014 (do 30. 9.)
A PRIHODKI OD PRODAJE	226.847.280	242.843.464	221.014.345	175.403.734
Prihodki od prodaje pravnim osebam – B2B	101.560.256	110.215.388	94.292.465	74.014.876
Prihodki od prodaje blaga B2B – VP	27.787.715	35.306.377	30.529.360	25.054.600
Prihodki od prodaje blaga B2B – TC	57.603.257	59.539.548	55.491.166	47.595.004
Prihodki od prodaje blaga – PODJETJA V SKUPINI	16.134.532	15.338.572	8.228.536	1.330.583
Prihodki od ostale prodaje B2B	34.752	30.891	43.403	34.690
Prihodki od prodaje fizičnim osebam – B2C	120.000.088	126.524.021	120.116.062	97.057.765
Naknadno priznani rabati in superrabati kupcem	-1.226.161	-1.475.548	-1.194.628	-1.102.762
Naknadno priznani rabati in superrabati kupcem B2B – VP	-108.286	-277.878	-247.999	-263.213
Naknadno priznani rabati in superrabati kupcem B2B – TC	0	0	0	0
Naknadno priznani rabati in superrabati kupcem – PODJETJA V SKUPINI	-57.922	-9.552	-10.962	-8.847
Naknadno priznani rabati fizičnim osebam – B2C	-1.059.954	-1.188.118	-935.667	-830.701
Prihodki od storitev	6.513.098	7.579.603	7.800.445	5.433.855
Prihodki od storitev B2B – VP	813.550	536.542	515.177	384.529
Prihodki od storitev B2B – TC	167.938	213.462	231.119	200.673
Prihodki od storitev – PODJETJA V SKUPINI	1.504.645	1.608.073	1.932.757	1.125.240
Prihodki od storitev fizičnim osebam – B2C	317.965	362.788	349.238	283.871
Prihodki od storitev – OSTALO	3.708.999	4.858.737	4.772.154	3.439.542
B NABAVNA VREDNOST PRODANEGA BLAGA	-163.066.101	-177.026.553	-160.335.769	-127.024.486
C KOSMATI POSLOVNI IZID OD PRODAJE (Č + D) (A + B)	63.781.179	65.816.911	60.678.576	48.379.248
Č NETO RAZLIKA V CENI (NRVC) (2 do 8)	57.268.082	58.237.307	52.878.131	42.945.393
NRVC od prodaje pravnim osebam – B2B	16.193.150	15.962.462	14.125.040	11.365.609
NRVC od prodaje pravnim osebam B2B – VP	4.041.759	4.386.664	4.287.435	3.179.306
NRVC od prodaje pravnim osebam B2B – TC	11.535.594	11.025.889	9.517.767	8.083.338
NRVC od prodaje pravnim osebam – PODJETJA V SKUPINI	581.045	519.018	276.435	68.275
NRVC od ostale prodaje B2B	34.752	30.891	43.403	34.690
NRVC od prodaje fizičnim osebam – B2C	37.108.091	37.576.777	35.063.246	28.251.734
Naknadno priznani rabati in superrabati kupcem	-1.226.161	-1.475.548	-1.194.628	-1.102.762
Naknadno prejeti rabati in superrabati dobaviteljev	5.193.002	6.173.616	4.884.472	4.430.812
D PRIHODKI OD STORITEV	6.513.098	7.579.603	7.800.445	5.433.855
E DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	7.251.089	8.316.747	8.764.254	1.687.341
Drugi poslovni prihodki	7.251.089	8.316.747	8.764.254	1.687.341

se nadaljuje

Tabela 4: Izkaz poslovnega izida družbe Merkur, d. d. (v EUR) (nad.)

Leto	2011	2012	2013	2014 (do 30. 9.)
F SKUPAJ IZVIRNI STROŠKI	-75.486.941	-69.239.417	-68.040.102	-49.494.902
Stroški storitev	-22.860.483	-21.906.972	-22.322.884	-16.790.214
Amortizacija	-8.207.363	-6.951.541	-6.379.138	-3.855.435
Stroški rezervacij	0	0	-307.654	0
Stroški dela	-37.857.190	-33.936.677	-32.384.346	-24.231.578
Drugi stroški	-2.197.342	-2.174.943	-2.315.677	-1.775.152
G DRUGI POSLOVNI ODHODKI	-3.559.836	-3.610.341	-73.740.481	-849.468
Izgube pri prodaji opredmetenih osnovnih sredstev	-85.350	-300.235	-53.628.628	0
Popravek vrednosti zalog	-415.122	-7.118	-224.126	-152.555
Popravki vrednosti terjatev	-1.757.546	-2.029.880	-18.912.735	-136.764
Ostali poslovni odhodki	-111.269	-219.217	-58.708	-8.563
Interna razmerja	-1.190.548	-1.053.893	-916.284	-551.586
H POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA (C + E + F + G)	-8.014.509	1.283.900	-72.337.752	-277.782
I NETO FINANČNI PRIHODKI/ODHODKI	-11.746.134	-76.791.400	-103.719.193	-12.683.057
Finančni prihodki	31.695.296	1.736.459	2.614.831	1.367.091
Finančni odhodki	-43.441.430	-78.527.859	-106.334.024	-14.050.148
Drugi prihodki/odhodki	51.723.772	5.351.622	23.476.787	0
J POSLOVNI IZID PRED OBDAVČITVIJO (H + I)	31.963.129	-70.155.878	-152.580.158	-12.960.839
K DAVEK OD DOBIČKA	0	0	0	0
L ČISTI POSLOVNI IZID MANJŠINSKIH LASTNIKOV	0	0	0	0
M POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (J + K + L)	31.963.129	-70.155.878	-152.580.158	-12.960.839

Vir: Merkur, d. d., Izkaz poslovnega izida, 2016a.

Priloga 5: Merkur, d. d. – bilanca stanja na dan 31. 12. (v EUR)

Tabela 5: Bilanca stanja družbe Merkur, d. d.

	2010	2011	2012	2013	2013
	31.12.	31.12.	31.12.	30.9.	31.12.
Nepremičnine, naprave in oprema	206.984.298	195.558.224	152.313.536	108.008.666	106.803.376
Neopredmetena sredstva	971.426	569.561	254.988	105.690	80.093
Naložbene nepremičnine	36.161.788	22.011.897	58.955.177	29.794.925	29.794.925
Finančne naložbe v odvisna podjetja	73.983.099	74.582.605	41.017.220	3.947.000	3.947.000
Finančne naložbe v pridružena podjetja	0	0	0	0	0
Finančna sredstva in sredstva razpoložljiva za prodajo	130.794.831	86.918.794	27.738.893	3.987.738	3.960.180
Dana posojila	11.805.138	30.109.492	30.091.000	581.025	573.776
Nekratkoročna sredstva za prodajo	0	0	0	0	0
Druge dolgoročne terjatve	229.144	218.999	393.854	164.000	164.000
Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0
Skupaj dolgoročna sredstva	460.929.722	409.969.572	310.764.668	146.589.043	145.323.350
Zaloge	39.111.075	41.766.731	39.523.508	37.693.843	35.301.109
Finančna sredstva in sredstva razpoložljiva za prodajo	0	13.020	13.020	13.020	13.020
Dana posojila	15.406.904	6.144.000	6.128.960	152.248	128.773
Terjatve za davek	0	0	0	0	0
Poslovne in druge terjatve	29.627.892	41.056.935	40.420.407	22.747.712	18.309.603
Sredstva za prodajo	0	1.807.108	0	2.900.000	2.900.000
Denar in denarni ustrezniki	5.584.058	8.110.096	2.763.466	3.878.802	8.243.059
Skupaj kratkoročna sredstva	89.729.928	98.897.889	88.849.362	67.385.626	64.895.564
SKUPAJ SREDSTVA	550.659.651	508.867.461	399.614.030	213.974.669	210.218.914
Izdani kapital	54.773.201	3.066.444	3.066.444	3.801.414	3.801.414
Kapitalske rezerve	0	149.314.579	0	0	0
Zadržani čisti dobiček	-218.080.164	-185.450.100	-106.291.400	-256.902.569	-258.871.558
Rezerve za pošteno vrednost	62.861.348	37.193.731	33.848.312	19.121.757	19.121.757
Prevedbena rezerva	0	0	0	0	0
Skupaj kapital	-100.445.616	4.124.654	-69.376.643	-233.979.398	-235.948.387

se nadaljuje

Tabela 5: Bilanca stanja družbe Merkur, d. d. (nad.)

	2010	2011	2012	2013	2013
	31.12.	31.12.	31.12.	30.9.	31.12.
Prejeta posojila	41.879.792	271.647.449	207.745.097	206.549.968	199.298.831
Obveznosti iz finančnega najema	55.462.558	53.216.725	50.763.770	49.041.900	48.634.665
Odložene obveznosti za davek		0	0	0	0
Druge dolgoročne obveznosti	40.495	23.739	12.661	3.300	2.808
Dolgoročne poslovne obveznosti iz PP		32.005.382	23.686.547	22.097.467	12.717.706
Dolgoročne rezervacije	34.188.589	21.775.196	11.204.986	49.489.840	45.861.012
Skupaj dolgoročne obveznosti	131.571.435	378.668.491	293.413.060	327.182.474	306.515.021
Prejeta posojila	366.699.538	83.650.266	114.456.205	48.376.926	55.661.321
Obveznosti iz finančnega najema	2.210.758	2.439.150	2.626.499	3.462.827	3.666.641
Poslovne in druge obveznosti	150.063.505	39.085.061	58.052.826	68.092.690	79.910.416
Obveznosti za davek	0	0	0	0	0
Dolgovi vključeni v skupino za prodajo	0	0	0	0	0
Kratkoročne rezervacije	560.032	899.839	442.083	839.150	413.902
Skupaj kratkoročne obveznosti	519.533.832	126.074.316	175.577.613	120.771.592	139.652.279
Skupaj obveznosti	651.105.267	504.742.807	468.990.673	447.954.066	446.167.301
SKUPAJ KAPITAL IN OBVEZNOSTI	550.659.651	508.867.461	399.614.030	213.974.669	210.218.914

Vir: Merkur, d. d., Bilanca stanja, 2016b.

Priloga 6: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.

Tabela 6: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.

<i>MERKUR trgovina, d.d.</i>	1.10.-31.12.13	1.1.-31.12.14	1.1.-31.12.15	1.1.-31.12.16	1.1.-31.12.17	1.1.-31.12.18
A. Prihodki iz poslovanja	56.812.794	214.998.780	223.948.892	237.304.296	255.840.943	276.201.162
D. Drugi poslovni prihodki - ostalo	490.830	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
E. Kosmati donos iz poslovanja	57.303.624	215.248.780	224.198.892	237.554.296	256.090.943	276.451.162
F. Poslovni odhodki	57.898.026	215.140.380	223.268.460	234.589.015	250.499.665	266.827.856
I. Stroški blaga, materiala in storitev	48.719.138	183.872.832	191.307.001	202.237.087	217.322.509	232.542.318
1. Nabavna w prodanega blaga in mat.	42.447.939	157.860.638	164.067.245	173.617.277	187.031.918	201.376.871
2. Stroški materiala	781.054	3.489.444	3.562.722	3.641.102	3.721.207	3.803.073
3. Stroški storitev	5.490.145	22.522.750	23.677.033	24.978.707	26.569.384	27.362.374
II. Stroški dela	7.257.107	29.028.427	29.638.024	30.290.060	31.609.925	32.973.204
III. Odpisi vrednosti	1.238.615	1.913.158	1.593.777	1.328.257	829.581	570.556
IV. Drugi poslovni odhodki	683.166	325.963	729.658	733.611	737.650	741.778
G. Poslovni izid iz poslovanja	-594.402	108.400	930.432	2.965.281	5.591.278	9.623.306
H. Finančni prihodki	243.840	269.500	273.000	271.500	270.000	270.000
I. Finančni odhodki	114.644	324.580	317.580	290.580	265.580	245.580
J. Poslovni izid iz rednega delovanja	-465.206	53.320	885.852	2.946.201	5.595.698	9.647.726
K. Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0
L. Drugi odhodki	0	0	0	0	0	0
M. Celotni poslovni izid	-465.206	53.320	885.852	2.946.201	5.595.698	9.647.726
N. Davek iz dobička	0	10.254	160.553	497.454	944.469	1.629.913
O. Odloženi davki	0	0	0	0	0	0
P. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	-465.206	43.066	725.299	2.448.747	4.651.229	8.017.813

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2013, str. 40.

Priloga 7: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.

Tabela 7: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR trgovina, d. d.

<i>MERKUR trgovina, d.d.</i>	30.9.2013	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
A. Dolgoročna sredstva	14.517.798	13.974.424	12.040.892	10.444.747	9.182.412	8.353.948	7.733.566
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	105.690	0	0	0	0	0	0
II. Opredmetena osn. sredstva	13.862.235	13.424.551	11.491.019	9.894.874	8.632.539	7.804.075	7.183.693
IV. Dolgoročne finančne naložbe	385.873	385.873	385.873	385.873	385.873	385.873	385.873
V. Dolgoročne poslovne terjatve	164.000	164.000	164.000	164.000	164.000	164.000	164.000
B. Kratkoročna sredstva	63.302.648	60.497.936	61.088.633	63.169.904	66.164.282	70.653.801	79.331.906
II. Zaloge	37.693.843	37.512.654	38.112.066	39.325.836	41.741.204	44.305.378	47.941.330
III. Kratkoročne finančne naložbe	165.269	165.269	143.020	0	0	0	0
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	22.214.735	18.880.461	18.876.818	19.531.412	19.807.595	21.056.990	24.134.983
V. Denarna sredstva	3.228.802	3.939.552	3.956.728	4.312.656	4.615.483	5.291.433	7.255.594
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0
SREDSTVA skupaj	77.820.446	74.472.360	73.129.525	73.614.650	75.346.694	79.007.749	87.065.472
A. Kapital	11.368.274	10.903.069	10.946.134	11.671.433	14.120.179	18.771.408	26.789.221
I. Vpoklicani kapital	11.368.274	11.368.274	11.368.274	11.368.274	11.368.274	11.368.274	11.368.274
II. Kapitalske rezerve	0	0	0	0	0	0	0
III. Rezerve iz dobička	0	0	0	0	0	0	0
IV. Presežek iz prevrednotenja	0	0	0	0	0	0	0
V. Preneseni čisti poslovni izid	0	0	-465.206	-422.140	303.158	2.751.905	7.403.134
VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta	0	-465.206	43.066	725.299	2.448.747	4.651.229	8.017.813
B. Rezervacije in dolgoročne PČR	1.611.481	1.611.481	1.611.481	1.611.481	1.611.481	1.611.481	1.611.481
C. Dolgoročne obveznosti	20.012.700	20.029.828	19.644.037	19.312.344	17.157.899	15.157.899	13.157.899
Dolgoročne finančne obveznosti	20.012.208	20.029.828	19.644.037	19.312.344	17.157.899	15.157.899	13.157.899
Dolgoročne poslovne obveznosti	492	0	0	0	0	0	0
D. Kratkoročne obveznosti	43.988.841	41.088.833	40.088.723	40.180.243	41.617.985	42.627.811	44.667.721
Kratkoročne finančne obveznosti	1.860.793	1.847.561	1.586.423	535.748	160.791	0	0
Kratkoročne poslovne obveznosti	42.128.048	39.241.272	38.502.300	39.644.495	41.457.194	42.627.811	44.667.721
E. Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	839.150	839.150	839.150	839.150	839.150	839.150	839.150
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV skupaj	77.820.446	74.472.360	73.129.525	73.614.650	75.346.694	79.007.749	87.065.472

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2013, str. 41.

Priloga 8: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.

Tabela 8: Projekcije izkaza poslovnega izida novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.

MERKUR nepremičnine, d.d.	1.10.-31.12.13	1.1.-31.12.14	1.1.-31.12.15	1.1.-31.12.16	1.1.-31.12.17	1.1.-31.12.18
A. Prihodki iz poslovanja	731.000	2.867.704	3.979.737	4.691.593	5.047.591	4.997.019
D. Drugi poslovni prihodki - ostalo	0	0	0	0	0	0
E. Kosmati donos iz poslovanja	731.000	2.867.704	3.979.737	4.691.593	5.047.591	4.997.019
F. Poslovni odhodki	226.905	1.059.500	1.494.500	1.604.500	1.714.500	1.864.500
I. Stroški blaga, materiala in storitev	130.442	164.500	564.500	664.500	764.500	864.500
1. Nabavna w prodanega blaga in mat.	0	0	0	0	0	0
2. Stroški materiala	130.442	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000
3. Stroški storitev	0	140.500	540.500	640.500	740.500	840.500
II. Stroški dela	37.500	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
III. Odpisi vrednosti	58.963	45.000	80.000	90.000	100.000	150.000
IV. Drugi poslovni odhodki	0	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
G. Poslovni izid iz poslovanja	504.095	1.808.204	2.485.237	3.087.093	3.333.091	3.132.519
H. Finančni prihodki	5.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
I. Finančni odhodki	455.202	1.787.608	1.787.608	1.473.439	1.050.847	947.574
J. Poslovni izid iz rednega delovanja	53.893	40.595	717.629	1.633.654	2.302.244	2.204.946
K. Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0
L. Drugi odhodki	0	0	0	0	0	0
M. Celotni poslovni izid	53.893	40.595	717.629	1.633.654	2.302.244	2.204.946
N. Davek iz dobička	0	43	73.306	160.470	175.018	128.799
O. Odloženi davki	0	0	0	0	0	0
P. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	53.893	40.552	644.323	1.473.184	2.127.226	2.076.146

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2013, str. 48.

Priloga 9: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.

Tabela 9: Projekcije bilance stanja novoustanovljene družbe MERKUR nepremičnine, d. d.

<i>MERKUR nepremičnine, d.d.</i>	30.9.2013	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
A. Dolgoročna sredstva	78.893.881	78.893.881	78.650.000	78.570.000	67.286.000	55.548.001	51.701.001
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	0	0	0	0	0	0	0
II. Naložbene nepremičnine	78.893.881	78.893.881	78.650.000	78.570.000	67.286.000	55.548.001	51.701.001
B. Kratkoročna sredstva	2.900.000	3.311.963	1.010.401	1.770.974	1.717.676	2.007.050	2.646.042
I. Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	2.900.000	2.900.000	0	0	0	0	0
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	0	128.736	238.975	331.645	390.966	420.633	416.418
V. Denarna sredstva	0	283.227	771.425	1.439.329	1.326.710	1.586.417	2.229.624
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0
SREDSIVA skupaj	81.793.881	82.205.844	79.660.401	80.340.974	69.003.676	57.555.051	54.347.043
A. Kapital	16.356.768	16.368.375	16.408.927	17.053.250	18.526.434	20.653.660	22.729.807
I. Vpoklicani kapital	170.230	170.230	170.230	170.230	170.230	170.230	170.230
II. Kapitalske rezerve	0	0	0	0	0	0	0
III. Rezerve iz dobička	0	0	0	0	0	0	0
IV. Presežek iz prevrednotenja	16.186.538	16.186.538	16.186.538	16.186.538	12.532.844	12.345.319	11.730.494
V. Preneseni čisti poslovni izid	0	0	11.607	52.159	4.350.176	6.010.885	8.752.936
VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta	0	11.607	40.552	644.323	1.473.184	2.127.226	2.076.146
B. Rezervacije in dolgoročne PCR	0	0	0	0	0	0	0
C. Dolgoročne obveznosti	65.437.113	65.437.113	62.737.113	62.737.113	49.996.007	36.516.637	31.245.801
Dolgoročne finančne obveznosti	65.437.113	65.437.113	62.737.113	62.737.113	49.996.007	36.516.637	31.245.801
- zavarovane obveznosti	27.810.115	27.810.115	25.310.115	25.310.115	18.593.456	14.397.910	10.758.203
- sindicirano posojilo	37.626.998	37.626.998	37.426.998	37.426.998	31.402.550	22.118.726	20.487.598
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
D. Kratkoročne obveznosti	0	400.356	514.360	550.610	481.235	384.753	371.435
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne obveznosti	0	400.356	514.360	550.610	481.235	384.753	371.435
E. Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV skupaj	81.793.881	82.205.844	79.660.400	80.340.973	69.003.675	57.555.050	54.347.043

Vir: Merkur, d. d., Načrt finančnega prestrukturiranja, 2013, str. 49.