

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**RAZVOJ KRIZE V PODJETJU:
PRIMER PODJETJA RITEM**

Ljubljana, oktober 2016

MARKO PETOVAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Marko Petovar študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Razvoj krize v podjetju: Primer podjetja Ritem, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom,

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, 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 DEFINICIJA KRIZE	4
1.1 Simptomi krize.....	8
1.2 Razvoj krize v podjetju	10
1.3 Reševanje krize v podjetju	12
1.3.1 Finančno prestrukturiranje	18
1.3.2 Lastninsko prestrukturiranje	20
2 VPLIV ZADOLŽENOSTI PODJETIJ NA NASTANEK KRIZE	21
2.1 Zadolženost podjetij v Sloveniji	21
2.2 Analiza zadolženosti podjetja	27
2.2.1 Kazalniki likvidnosti in solventnosti podjetja.....	27
2.2.2 Altmanov model.....	29
2.2.3 Conan-Holderjev model	31
3 ŠTUDIJA PRIMERA – STRATEŠKO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA RITEM.....	33
3.1 Kratka predstavitev podjetja	33
3.1.1 Ritem Investment	35
3.1.2 Finančna analiza.....	37
3.2 Analiza dejavnikov, ki so povzročili krizo v podjetju	44
3.2.1 Gospodarska kriza.....	45
3.2.2 Managerski prevzem	48
3.2.3 Neobvladovanje hčerinskih družb v tujini	50
3.2.4 Špekulativni finančni posli.....	50
3.2.5 Analiza vpliva posameznega dejavnika krize v podjetju	53
3.3 Postopki reševanja krize	55
3.3.1 Dogovor z bankami o prestrukturiranju in dokapitalizaciji	56

3.3.2	Zamenjava vodstva	57
3.3.3	Vpeljava korporativnega upravljanja za obvladovanje hčerinskih družb	57
3.4	Zaključek sanacije podjetja	58
3.5	Ocena uspešnosti sanacije podjetja.....	59
SKLEP		60
LITERATURA IN VIRI.....		62

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Klasifikacija kriz po Dubrovskemu.....	5
Tabela 2:	Nekateri pogostejši vzroki za nastanek krize v podjetju	7
Tabela 3:	Simptomi krize	9
Tabela 4:	Pregled nekaterih ukrepov za urgentni in strateški pristop	16
Tabela 5:	Preračun kazalnikov za podjetje Ritem za obdobje 2009–2015	28
Tabela 6:	Izračun (netržnega) Altmanovega kazalnika za podjetje Ritem za obdobje 2007–2014	30
Tabela 7:	Izračun Conan-Holderjevega modela za podjetje Ritem za obdobje 2007–2015	32
Tabela 8:	Bilanca stanja podjetja Ritem na zadnji dan leta v obdobju 2009–2015 (v tisoč EUR)	38
Tabela 9:	Izkaz poslovnega izida podjetja Ritem v obdobju 2009–2015	41
Tabela 10:	Analiza vpliva poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti v obdobju 2007–2012 (v tisoč EUR)	51

KAZALO SLIK

Slika 1:	Sosledje kriznih dogodkov.....	11
Slika 2:	Postopek razvoja krize v poslovnem sistemu (PS)	12
Slika 3:	Kako hitro podjetja poiščejo pomoč po izbruhu krize	13
Slika 4:	Reševanje krize v podjetju	14
Slika 5:	Primerjava medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim podjetjem v Sloveniji, EMU, državah PIIGS ter drugih državah.....	22

Slika 6: Delež prezadolženih podjetij ter primerjava njihovega celotnega finančnega dolga z zmerno zadolženimi podjetji.....	23
Slika 7: Struktura finančnega dolga običajnih podjetij do bank glede na ročnost v obdobju 2006–2014 (v mrd EUR).....	25
Slika 8: Gibanje kazalnikov zadolženosti v obdobju 2006–2014	25
Slika 9: Primerjava obrestnih mer v izbranih državah EMU (v %)	26
Slika 10: Gibanje Altmanovega koeficienta za podjetje Ritem v obdobju 2007–2015.....	31
Slika 11: Gibanje Conan-Holderjevega koeficienta za podjetje Ritem v obdobju 2007–2014.....	32
Slika 12: Poslovanje podjetja Ritem v obdobju 2003–2014 (v tisoč EUR)	34
Slika 13: Gibanje bonitetne ocene podjetja Ritem	35
Slika 14: Gibanje števila zaposlenih ter prihodkov od prodaje (v tisoč EUR) v obdobju od leta 2003 do 2014 (že popravljene).....	36
Slika 15: Gibanje prihodkov ter dobička podjetja Ritem Investment (v tisoč EUR)	37
Slika 16: Gibanje vrednosti finančnih naložb v obdobju 2009–2014 (v tisoč EUR)	40
Slika 17: Gibanje čistih prihodkov od prodaje v obdobju 2007–2015	43
Slika 18: Gibanje finančnih prihodkov ter odhodkov in vpliv rezultata iz financiranja na čisti poslovni izid (v tisoč EUR)	44
Slika 19: Gibanje kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti podjetij Ritem in Ritem Investment ter njunih prihodkov od prodaje	47
Slika 20: Gibanje kazalnikov zadolženosti za podjetji Ritem in Ritem Investment	47
Slika 21: Gibanje števila delnic Ritem, ki jih je imel v lasti Ritem Investment.....	48
Slika 22: Gibanje finančnih naložb, kapitala ter finančnega dolga podjetja Ritem v obdobju 2007–2015	52
Slika 23: Vpliv posameznega dejavnika na izgubo ter nastanek krize v podjetju Ritem v obdobju 2009 –2014	54

UVOD

Ekonomska zgodovina kaže, da gospodarstvo nikoli ni raslo v gladkih in enakomernih vzorcih, pač pa se skozi celotno zgodovino izmenjujejo obdobja ekspanzije in recesije (Samuelson & Norhaus, 2002, str. 432). Ker so podjetja osnovni gradnik gospodarstva, se tudi ona odzivajo na nihanja gospodarstva oziroma ga celo povzročajo. Nekatera podjetja so nanjo bolj pripravljena, druga se na spremenjene razmere dovolj hitro odzovejo in se temu primerno pripravijo. Tretja podjetja prihajajočo krizo podcenjujejo ali pa je celo ne predvidijo. Posledično ta podjetja gospodarska upočasnitev oziroma recesija najmočneje prizadene ter povzroči izbruh krize v podjetju.

Čeprav se zdi, da je kriza v podjetju dokaj redek pojav, to dejansko ne drži. Podjetja namreč neprestano pretresajo in ogrožajo manjše krize (okvara enega izmed strojev, spor med zaposlenimi ...), ki pa na obstoj podjetja ter njegove rezultate praviloma nimajo pomembnejšega vpliva. Tovrstne krize praviloma izvirajo iz podjetja samega. Na drugi strani so krize, ki izvirajo iz okolja podjetja (dolžniška kriza, izguba pomembnega kupca ali dobavitelja ...), katere je težje rešiti ter lahko posledično ogrozijo sam obstoj podjetja. Popolna ločnica med krizami, ki so posledica notranjih oziroma zunanjih dogodkov ni mogoča, saj podjetje deluje kot skupek zunanjih in notranjih sil, ki medsebojno vplivajo na njegovo delovanje. Tako na krizo zaradi zunanjih dejavnikov vplivajo tudi notranji dejavniki (Kunze, 2008, str. 5). Po ugotovitvi Krysteka razlog za izbruh krize v večini primerov izhaja iz podjetja samega, predvsem iz napak vodstva podjetja. Vseeno pa je potrebno poudariti, da lahko krivdo za vsak neželen dogodek v podjetju pripišemo napačnim odločitvam vodstva podjetja, četudi so bile v trenutku sprejema odločitev opravičene in dobronamerne (Kunze, 2008, str. 7).

Simptome krize vodstvo podjetja spremlja skozi različne analize, preko katerih identificira anomalije v tržnih in gospodarskih nihanjih ter razlike v rezultatih podjetja v primerjavi z njegovimi konkurenti. V teoriji finančne analize so najpogosteje omenjeni modeli za napovedovanje krize v podjetju, ki temeljijo na finančnih kazalnikih podjetja: Altmanov z-koeficient, Kraličkova multivariantna diskriminancijska analiza (v nadaljevanju MDA) enostavna metoda, Bleirova MDA metoda, Conan-Holderjev model ter razni umetni inteligentni sistemi ter hibridni modeli, katerih glavni namen je čim bolj natančno napovedati verjetnost, da bo podjetje zašlo v težave (Dubrovski, 2011, str. 65).

V zadnjem obdobju je bila eden najpogostejših razlogov za težave slovenskih podjetij njihova zadolženost. Podjetja so se v obdobju pred izbruhom krize zaradi ugodnih razmer na trgih in pripravljenosti bank do kreditiranja pospešeno zadolževala, med drugim tudi z namenom financiranja finančnih naložb in managerskih prevzemov. Leta 2012 so bila po podatkih Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) bolj zadolžena nefinančna podjetja le še v Grčiji, Latviji ter na Malti (UMAR, 2014, str. 79). Dodaten obremenilen dejavnik za zadolžena slovenska podjetja je bila ročnost njihovih

posojil, ki je pretežno temeljila na kratkoročnih posojilih. S poslabšanjem razmer in restriktivnejšo politiko bank, ki niso bile več pripravljene podaljševati posojil, so se številna podjetja znašla v krizi, ko so morala za preživetje opraviti celovita prestrukturiranja poslovanja z namero dobiti podaljšanje posojil s strani bank upnic.

Kriza se lahko v podjetju sicer pokaže v različnih oblikah, ki se razlikujejo predvsem v intenzivnosti, stopnji ogroženosti nadaljnega poslovanja podjetja, vzroku za nastanek, hitrosti nastopa, ali je posledica notranjih ali zunanjih dogodkov oziroma sprememb, glede na razvojno stopnjo podjetja, itd. Smith (1963, str. 13–26) je na podlagi študije kriz v več kot 50 ameriških podjetjih razdelil krize glede na njihov razlog v krizo rasti, odgovornosti, nadzora, nezaupanja, vodstva, napačne presoje in konkurence. Vsaka kriza v podjetju je unikatna in zahteva posebno obravnavo tudi, če se kriza v podjetju po določenem času ponovi, se bo ponovila v drugačni obliki in intenziteti ter bo zahtevala drugačen pristop za reševanje.

Kot je bilo že večkrat omenjeno, je za uspešnost prebroditve krize v podjetju ključnega pomena pripravljenost podjetja na samo krizo ter hitrost odziva vodstva podjetja na simptome krize. Pripravljenost podjetja na krizo je odvisna predvsem od stabilnosti njegovega poslovanja, usposobljenosti vodstva, stopnje zadolženosti, prilagodljivosti njegovih stroškov ter obsega poslovanja, zavarovanja odprtih (terjatev) ter prihodnjih poslov s strankami, itd.

Pri reševanju krize v podjetju je pomemben hiter odziv vodstva podjetja. Podjetja pogosto odlašajo s strateškim prestrukturiranjem poslovanja, s čimer škodijo tako podjetju kot njegovim dolžnikom (Gilson, 2001, str. 7–8). Kadar podjetje zamudi odziv na krizo, je pogosto njegova edina možnost za rešitev in prihodnje uspešno poslovanje celovito prestrukturiranje. Dubrovski (2011, str. 273) navaja naslednja področja prestrukturiranja: programsko-tržno ali marketinško, razvojno in tehnološko, proizvodno, kadrovsko in organizacijsko, finančno, informacijsko ter lastninsko prestrukturiranje.

Kot rezultat krize v podjetju lahko podjetje konča v stečaju, lahko za kratek čas delno okreva in čez nekaj let ponovno zapade v krizo ali pa trajno okreva in ponovno ustvarja visoko donosnost. W. S. Hove je v svoji analizi ugotovil, da sta na vsak primer uspešne rešitve krize v podjetju dva primera podjetij, ki jim to ni uspelo (Tavčar, 1990).

Čeprav se sliši kontroverzno, številni avtorji trdijo, da je kriza za podjetje priložnost in ne tveganje. Če se namreč podjetje oziroma njegovo vodstvo na krizo pravilno in pravočasno odzove, bo imelo podjetje možnost, da iz krize izide še močnejše in uspešnejše, kot pa je vanjo vstopilo. V času krize lahko vodstvo podjetja izvede tudi spremembe tistih procesov in dejavnikov, ki sicer niso neposredno vplivali na nastanek krize v podjetju, so pa negativno vplivali na njegovo poslovanje. Za njihovo spremembo bodisi ni bilo razumevanja, bodisi pripravljenosti angažiranja resursov. Ena izmed tovrstnih sprememb, ki jo podjetja pogosto izkoristijo v času krize, je stroškovna optimizacija in krčenje števila

zaposlenih tudi na področjih, ki nimajo neposrednega vpliva na izbruh krize ter njeno reševanje, vseeno pa vplivajo na čisti poslovni izid podjetja. Dodatno je kriza za podjetje tudi priložnost, saj bo v primeru, da je podjetje dobro pripravljeno na izbruh krize v panogi, imela takšna kriza manjši vpliv na uspešnost njegovega poslovanja, podjetje pa bo posledično lahko izboljšalo svoj položaj v primerjavi s konkurenčnimi podjetji, ki bodo na krizo slabše pripravljena.

Namen tega magistrskega dela je s teoretičnim in kvalitativno raziskovalnim delom predstaviti krizo v podjetju in potek njenega razvoja. Ker je bil skupni imenovalec vzrokov kriz večine slovenskih podjetij v zadnjih letih njihova prezadolženost, nameravam v magistrski nalogi analizirati tudi zadolženost podjetij v Sloveniji ter njihovo strukturo dolga. Zaradi unikatnosti vsakega primera krize v podjetju sem se s študijo primera osredotočil na potek krize v podjetju Ritem (ime podjetja je spremenjeno), kjer sem analiziral tudi glavne simptome za izbruh krize ter njihovo odpravljanje v fazi kriznega managementa.

Cilj magistrskega dela je s teoretičnim in raziskovalnim pristopom predstaviti postopek poteka krize v podjetju. Glavna cilja magistrskega dela sta tako naslednja:

1. Z metodo deskripcije in kompilacije predstaviti teorijo poteka krize v podjetju s pomočjo domače in tuje literature ter z metodo komparacije na primeru podjetja Ritem preveriti, v kolikšni meri teorija drži tudi za krizo v omenjenem podjetju.
2. Na podlagi analize primera reševanja krize v podjetju Ritem analizirati in predstaviti postopke, ki so pripeljali podjetje v krizo in kako se je iz nje rešilo.

Osrednja raziskovalna teza magistrskega dela, ki jo bom preverjal s kvalitativno analizo na podlagi strokovne literature in primera podjetja Ritem, je pomembnost hitrega in proaktivnega reagiranja vodstva podjetja ob prvih znakih pojava krize, preden ta preraste v krizo uspešnosti in likvidnosti.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. V prvem poglavju opredelim, kaj je to kriza in kako poteka njen razvoj od simptomov preko izbruha do njenega reševanja. V drugem poglavju se osredotočim na vpliv zadolženosti podjetij na izbruh krize v podjetju, saj je prezadolženost podjetij eden glavnih razlogov za izbruh krize v slovenskih podjetjih v zadnjih letih. V tretjem poglavju se posvetim študiji primera reševanja krize v podjetju Ritem. S finančno analizo v tem poglavju najprej predstavim potek krize, nato predstavim najpomembnejše dejavnike, ki so povzročili krizo v podjetju ter ocenim njihov vpliv na samo krizo v podjetju. Na koncu tega poglavja predstavim še, kako je potekalo reševanje krize v podjetju ter podam oceno uspešnosti te sanacije.

Pomembno omejitev pri pripravi magistrskega dela je predstavljala dostopnost podatkov o reševanju krize v podjetju Ritem. Ker je kriza v podjetju precej občutljiva tema, so podjetja iz različnih razlogov zadržana, da bi delila interne zaupne podatke o njenem poteku. Zaradi tega večji del analize primera temelji na javno dostopnih podatkih, saj je bilo izbrano

podjetje med reševanjem krize močno medijsko izpostavljeno in sem tako lahko že iz samih medijev ter letnih poročil podjetja pridobil dovolj podatkov za analizo poteka krize v podjetju. Kljub uporabi javno dostopnih podatkov sem se zaradi morebitnih negativnih vplivov mojega pisanja na poslovanje obravnavanega podjetja odločil spremeniti njegovo ime v »Ritem«, kot tudi spremeniti imena ostalih podjetij, ki se pojavljajo v teku analize. Z namenom onemogočanja identifikacije obravnavanega podjetja sem z izbranim koeficientom pomnožil tudi njegove finančne podatke.

1 DEFINICIJA KRIZE

Kriza je situacija, katere intenzivnost lahko eskalira, če se podjetje ne odzove ustrezno, ter ogrozi obstoj podjetja ali samo škoduje čistemu poslovnemu izidu podjetja (Bloch, 2013, str. 22). Čeprav se zdi, da je kriza v podjetju poseben enkratni pojav, ki se v podjetju zgodi le redko, to ne drži. V svojem obstoju gre namreč podjetje skozi številne manjše krize, ki same ne ogrožajo njegovega obstoja; številne niti niso dovolj velike, da bi pomembneje vplivale na rezultate podjetja. Na podlagi opravljene raziskave nemškega podjetja Kreditanstalt für Wiederaufbau – KfW so raziskovalci ugotovili, da gre v svojem obstoju praktično vsako podjetje skozi vsaj eno krizno obdobje (Tchouvakhina & Stöver, 2013).

Krize v podjetju pogosto razumejo kot posledico njegove rasti oziroma življenjskega cikla. V teh primerih kriza običajno nastopi ob prehodu iz enega cikla podjetja v drugega (npr. iz faze rasti v fazo zrelosti). To so tako imenovane ovire rasti, ko se podjetje ne uspe prilagoditi novim okoliščinam (Kunze, 2008, str. 6).

Z vidika trajanja krize jo Krystek razume kot neželen in nepričakovan dinamičen proces s časovno omejenim trajanjem, katerega rezultat je ambivalenten ter odvisen od odziva podjetja (Bloch, 2013, str. 23). To pomeni, da je lahko kriza nekaj koristnega za podjetje, če to pravočasno in ustrezno prilagodi svoje poslovne procese. Žal si podjetja pogosto zatiskajo oči pred simptomi krize ter upajo, da se bodo zadeve razrešile same od sebe, zaradi česar se kriza poglobi, njeno trajanje pa podaljša (če mine preveč časa do odziva na simptome, se konča s propadom podjetja).

Obvladovanje in preprečevanje kriz je kompetenca, s katero bi moralo razpolagati sleherno podjetje (Verčko, 2009). Kriza v podjetju je lahko posledica več različnih dejavnikov. Če povežemo definicijo krize po Krysteku in Slatterju je kriza nenačrtovani in nezaželeni kratkotrajen proces, na katerega lahko vplivamo zgolj omejeno; njen nastanek ogroža obstoj podjetja in posledično zahteva takojšen in pravilen odziv odločevalcev v podjetju. Kriza je lahko posledica enkratnega dogodka, ali pa je rezultat dalj časa trajajočega procesa oziroma stanja (Lahovnik, 2014).

Kot je razvidno iz spodnje tabele, lahko krize delimo različne načine. Poleg že navedenih jih lahko še dodatno delimo glede na vzrok (interna ter eksterna). Razlogi za krizo so lahko bodisi zunanji (izvirajo iz okolja), bodisi notranji (so posledica nekih nesorazmerij v

podjetju). Čeprav imajo zunanji vzroki v številnih primerih pomembno vlogo pri nastanku same krize, pa na koncu podjetje vseeno pripeljejo v krizo notranji vzroki. Če se namreč podjetje uspe ustrezno hitro prilagajati na spremembe v okolju, lahko namreč odpravi potencialne zunanje vzroke za krizo še pred njenim nastankom.

Tabela 1: Klasifikacija kriz po Dubrovskemu

Krize z vidika razvojnih stopenj	<ul style="list-style-type: none"> • Krize v pionirski fazi • Krize v fazi rasti • Krize v fazi zrelosti • Krize v fazi preobrata
Krize z vidika vzrokov nastanka	<ul style="list-style-type: none"> • Krize naravnih nesreč • Tehnološke krize (zamujen tehnološki preskok) • Konfrontacijske krize (individualni interesi) • Krize zlonamernih dejanj • Krize managerskih napak (napačne odločitve)
Krize glede na stopnjo intenzivnosti	<ul style="list-style-type: none"> • Potencialna kriza (kriza še ni nastopila, obstajajo pa simptomi) • Latentna kriza (simptomi so skriti) • Akutna kriza (obvladljiva in neobvladljiva)
Krize z vidika ogroženosti ciljev	<ul style="list-style-type: none"> • Kriza uspešnosti • Strateška kriza (v ospredju so strateški cilji) • Kriza likvidnosti (v ospredju so operativni cilji)
Krize z vidika hitrosti nastopa	<ul style="list-style-type: none"> • Nenadne in nepričakovane krize (posledica enkratnega dogodka, ki ga ni mogoče napovedati niti preprečiti) • Postopne in spoznavne krize (jih je mogoče napovedati)

Vir: D. Dubrovski, Krizni management, 2000, str. 29–31.

Krizo v podjetju Ritem bi glede na omenjeno tabelo razvrstili kot krizo v fazi rasti podjetja, saj se je podjetje pred izbruhom krize hitro razvijalo, čeprav bi lahko s stališča starosti podjetja dejali tudi, da gre za krizo v fazi zrelosti podjetja. Z vidika vzroka nastanka gre za krizo managerskih napak, saj podjetje ni bilo pripravljeno na izbruh gospodarske krize, dodatno pa so moč podjetja oslabile zgrešene investicije povezane z managerskim prevzemom.

Glede na stopnjo intenzivnosti krize se je ta v podjetju Ritem razvila skozi vse faze – sprva je bila potencialna, ko je obstajalo tveganje, da bi nastopile težave zaradi visoke zadolženosti, hitre rasti ter tveganih finančnih naložb. Po nastanku težav, ko je vodstvo poskušalo prekriti zahtevno stanje v podjetju z iskanjem strateškega partnerja, se je

pojavi latentna kriza, ki je po odpisih in nezmožnosti poravnave zapadlih posojil prešla v akutno krizo. Slednjo je podjetje uspelo obvladati šele s pomočjo bank upnic, ki so pristale na konverzijo dela svojih terjatev v lastniški kapital.

Z vidika ogroženosti ciljev bi omenjeno krizo opredelil kot krizo likvidnosti, saj je bil z njenim nastankom ogrožen obstoj podjetja in so ob sanaciji prevladovali operativni cilji podjetja. Glede hitrosti nastopa krize je podjetje Ritem prizadela nenadna in nepričakovana kriza, ki je bila posledica globalne finančne krize ter krize v gradbeništvu.

Smith (1963) je na podlagi analize poteka krize v več kot 50 podjetjih v Združenih državah Amerike (ZDA) oblikoval 7 različnih vrst kriz:

- kriza rasti,
- kriza odgovornosti,
- kriza nadzora,
- kriza nezaupanja,
- vodstveno krizo,
- kriza napačne presoje,
- kriza konkurence (tekmovanja).

Kot krizo rasti Smith (1963) za razliko od drugih avtorjev, ki tudi uporabljajo enak termin, bolj poudarja krizo, ki je nastala zaradi širitve podjetja na druga področja. Zato bi na podlagi klasifikacije kriz po Smithu krizo v podjetju Ritem razvrstil predvsem v vodstveno krizo. Vodstvo podjetja je namreč sprejelo napačne poslovne odločitve (zgrešene finančne naložbe, managerski prevzem), s čimer je oslabilo finančno trdnost podjetja, ki posledično ni bilo pripravljeno na izbruh gospodarske in finančne krize. Pri poslovanju hčerinskih družb je prišlo tudi do krize nadzora, saj družba ni ustrezno nadzorovala poslovanja hčerinskih družb, kar je vodilo v številne odpise terjatev do njih. V teku pogajanj z bankami se je naposled pojavila tudi kriza nezaupanja, saj banke upnice niso zaupale vodstvu podjetja, da bo to sprejemalo odločitve v korist podjetja in ne za zaščito lastnih interesov. Posledično so banke upnice zahtevale njegovo zamenjavo in to pogojevale z rešitvijo podjetja.

Kot je prikazano v spodnji tabeli, lahko delimo vzroke za nastanek krize v podjetju na interne (izvirajo iz podjetja samega) in na eksterne (izvirajo iz okolice podjetja). V praksi so pri večini primerov kriz v podjetju prisotni tako interni kot eksterni vzroki in gre dejansko za kombinacijo vseh vzrokov.

Tabela 2: Nekateri pogostejši vzroki za nastanek krize v podjetju

Interni vzroki za nastanek krize:	Eksterni vzroki za nastanek krize:
<ul style="list-style-type: none"> • nesposobno vodstvo, • zaostala organiziranost podjetja, • nekonkurenčne tržni položaj, • predraga (nekonkurenčna) proizvodnja ... 	<ul style="list-style-type: none"> • sprememba zakonodaje, • gospodarska kriza oziroma kriza v panogi, • spremembe v zakonodaji, • vstop novih konkurentov ...

Vir: D. Dubrovski, *Management Mistakes as Causes of Corporate Crises*, 2007; M. Tchouvakhina & P. Stöver, *How companies recognise, exploit and overcome crises*, 2013.

Kriza v podjetju najpogosteje nastane zaradi prevelikega osredotočanja na rast podjetja in z njo povezanega zadolževanja. Tovrstna podjetja se osredotočajo na rast s širitvijo na nove trge ter s prevzemi, kar vse praviloma financirajo z zadolževanjem. V krizo jih je pripeljalo preveliko zanašanje na rast s pomočjo prevzemov, slaba vertikalna integracija, internacionalizacija v panogah z omejeno globalizacijsko sposobnostjo ter diverzifikacija brez sinergij (Dubrovski, 2011, str. 81–91).

Kadar je kriza v podjetju posledica makroekonomskih vplivov oziroma razmer v panogi, se poveča število podjetij v panogi, ki zaidejo v težave. Večje težave utrpijo podjetja, ki se razmeram ne uspejo dovolj hitro prilagoditi. Skupaj z izgubo ter poslabšano likvidnostjo lahko tovrstna kriza podjetje pokonča (Tchouvakhina & Stöver, 2013).

Tavčar (1990) po Wooleyu sintetizira naslednje razloge za pojav krize:

- zanemarjena skrb za donosnost ter zadostno kapitaliziranost podjetja;
- nesorazmerje med kratkoročnimi in dolgoročnimi cilji ter strategijami;
- pretirana zavzetost za rast ob zanemarjeni skrbi za donosnost za donosnost in kapitaliziranost;
- neugoden finančni vzvod (angl. *leverage*) med zunanjimi (finančne in poslovne obveznosti) in notranjimi (kapital) viri sredstev ter neugodno razmerje med stalnimi in spremenljivimi stroški.

Z izjemo nesorazmerij med cilji in strategijami vse navedene razloge potrdimo tudi na primeru krize v podjetju Ritem. Njegovo vodstvo je bilo namreč pred krizo osredotočeno predvsem na rast obsega poslovanja podjetja ter možnosti managerskega prevzema, medtem ko je bila marža iz poslovanja razmeroma nizka, kapital pa je predstavljal manjši odstotek celotnih obveznosti do virov sredstev podjetja (neugoden finančni vzvod).

V praksi so razlogi za krizo med drugim prekomerno zadolževanje podjetij, napačne poslovne odločitve (sredstva porabljena za neustrezne (neučinkovite) naložbe), zamujen tehnični preskok izdelka (na primer Nokia in pametni telefoni z zasloni na dotik), spremembe v povpraševanju na trgu ter počasna prilagoditev podjetja, prihod novih

konkurentov z nižjimi stroški proizvodnje, lotevanje projektov, ki jim podjetje ni kos, prehitra širitev podjetja na nove trge in posledična izguba nadzora nad podjetjem, itd.

Kakor se sliši paradoksalno, lahko kriza podjetju v določenih pogledih celo pomaga in koristi. Kadar gre za neko zunanjo krizo, kateri so izpostavljeni tudi konkurenti, lahko podjetje, če se nanjo ustrezno hitro odzove, pridobi pomembno konkurenčno prednost. Kriza v podjetju je lahko tudi povod za radikalnejše spremembe v organiziranosti in delovanju podjetja; zaradi krize se lahko lastniki odločijo za menjavo vodstva in vpeljavo novih strateških usmeritev. Kriza podjetje tudi okrepi v pogledu novih znanj in izkušenj (učenje na preteklih napakah), na podlagi katerih pripravi tudi nove varnostne postopke, ki bodo preprečili ponovitev krize. V pravih razmerah lahko tako krizo podjetja razumemo kot »inicijatorja in usmerjevalca prenove podjetja (Dubrovski, 2011, str. 35).«

1.1 Simptomi krize

Simptomi so signali, ki kažejo oziroma napovedujejo krizo. Če jih vodstvo podjetja pravočasno odkrije ter se nanje odzove s primernimi ukrepi, lahko izbruh krize v podjetju ublaži ali celo prepreči (Dubrovski, 2007). V praksi se simptomi krize v podjetju pogosto začnejo kazati z upadom prodaje izdelkov ter posledično naraščajočimi zalogami podjetja. Ker podjetje svoje proizvodnje (in stroškov) ne more takoj prilagoditi razmeram na trgu, se mu zniža dobiček oziroma prične podjetje poslovati z izgubo. Rezultat izgube je zadolževanje podjetja za ohranjanje poslovanja, kar zniža kapital podjetja na račun višjih finančnih obveznosti (rast finančnega vzvoda). Če vodstvo podjetja še vedno ne more napraviti potrebnih ukrepov za prilagoditev podjetja novim razmeram, se podjetje kmalu ne more več dodatno zadolževati, kar pripelje do prekinjenega delovnega procesa in insolvenčnih postopkov (stečaj oziroma prisilna poravnava).

Simptomi krize v podjetju se lahko med seboj močno razlikujejo in jih je nemogoče napovedati. Pomembnejši indikatorji morebitnih težav v podjetju so upad prodaje in/ali tržnega deleža podjetja, naraščajoče izgube, znižanje denarnega toka, naraščajoča zadolženost (in izdatki za obresti). Če se navedeni simptomi pojavljajo dve zaporedni leti ali več, se občutno poveča možnost izbruha resne krize v podjetju (Tchouvakhina & Stöver, 2013).

Ker se krize razlikujejo, ima tudi vsaka kriza različne simptome. V spodnji matriki so predstavljeni najpogostejši simptomi, ki pa se redko pojavljajo samostojno. Kriza je običajno rezultat seštevka več posameznih simptomov hkrati. Zato je potrebna temeljita analiza pojava vsakega simptoma, ki bi lahko napovedoval izbruh krize v podjetju. Kljub vsemu pa so (vsaj v primeru slovenskih podjetij, ki so zašla v krizo) določeni simptomi, ki so dosti pozni oziroma se pojavijo šele takrat, ko gre že za krizo likvidnosti in ne samo za potencialno krizo. Ti simptomi so na primer preklic revolving posojil, nerešena kratkoročna posojila ter kršenje kreditnih zavez do bank.

Tabela 3: Simptomi krize

<p>Likvidnost / obratni kapital:</p> <ul style="list-style-type: none"> • upadanje oziroma negativen denarni tok, • visoke pogojne obveznosti (poročstva), • nerešena kratkoročna posojila, • preklic revolving posojil, • financiranje projektov z zunanjimi vlagatelji, • podaljšanje unovčenja terjatev, • povečanje kratkoročnih obveznosti. 	<p>Finančni simptomi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • padanje vrednosti delnic, • rast diskonta na izdane obveznice, • kršenje kreditnih zavez do bank (kovenant), • odhod ključnih ljudi v oddelku financ, • upad likvidnosti, • ponavljajoči se popravki posojilnih pogodb, • znižanje bonitetne ocene podjetja, • popravki finančnih izkazov, • prikrivanje finančnih podatkov (izogibanje se njihovi objavi).
<p>Dobičkonosnost in vpliv panoge:</p> <ul style="list-style-type: none"> • upadajoča (angl. Earnings before interest, tax, depreciation and amortization, v nadaljevanju EBITDA) marža, • znižanje kapitalskih investicij, • težave v panogi, • zaostritev zakonodajnih regulativ. 	<p>Zaposleni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • velika nepričakovana odpuščanja, • menjave vodstva, • odhod ključnih ljudi, • opozorila sindikatov.

Vir: McKinsey & Company, *Ten tips for leading the company out of crisis*, 2014.

V primeru podjetja Ritem je bilo »pozitivnih« kar precej navedenih simptomov: upadajoč denarni tok, visoka poročstva do družb v skupini, odpoklic posojil danih Ritmu Investment, podaljševanje unovčevanja terjatev in rast kratkoročnih obveznosti, kršenje zavez do bank, težave z likvidnostjo, znižanje bonitetne ocene podjetja, upad EBITDA marže in tudi težave v panogi.

Dubrovski (2007) v svojem članku *Management Mistakes as Causes of Corporate Crises*, nasprotno od McKinsey meni, da simptomov krize ni mogoče iskati v letnih poročilih ter finančnih podatkih, saj so ti zadostni za analizo trenutnega stanja v podjetju, ne pa tudi za reševanje potencialne krize. Po njegovem mnenju je potrebno za simptome krize podrobneje analizirati procese ter dogodke v podjetju.

Julija 2009, je McKinsey & Company (2009) opravil raziskavo med 14 vodji večjih podjetij glede spopadanja s krizo. Vsi vprašani so izpostavili pomembnost sistemov monitoringa, ki opozarja na pojav pomembnih simptomov, ki bi lahko pripeljali do izbruha krize v podjetju. Del tega je bila tudi redna in odprta komunikacija znotraj podjetja ter osredotočanje in preverjanje strategije podjetja na redni osnovi, s čimer so zagotovili, da je podjetje vseskozi na pravi poti.

1.2 Razvoj krize v podjetju

V teoriji finančne analize obstajajo številni modeli za napovedovanje krize v podjetju, ki temeljijo na finančnih kazalnikih podjetja. Tovrstni modeli so Alltmanov z-koeficient, Kraličkova MDA enostavna metoda, Bleirova MDA metoda, Weinrichova metoda, Beemannova metoda, Conanov-Holderjev model ter razni umetni inteligentni sistemi in hibridni modeli, katerih glavni namen je čim bolj natančno napovedati verjetnost, da bo neko podjetje zašlo v težave (Dubrovski, 2011, str. 65).

Krizo v podjetju je moč dobro napovedati tudi skozi njegovo natančno opazovanje, spremljanje rezultatov podjetja ter z benchmarking (primerjalno) analizo¹. Kot je prikazano v Sliki 1 v prvi stopnji krize (imenujemo jo tudi potencialna kriza) vodstvo podjetja krizo pogosto zanika in je niti ne opazi, saj je osredotočeno na pozitivne rezultate podjetja. Ko se vodstvo le zave, da je nekaj v poslovanju podjetja narobe, težave pogosto poskuša prikriti pred zunanjimi deležniki podjetja in je prepričano, da bo lahko samo obvladovalo razmere ter rešilo težave brez večjih sprememb. Ko pričnejo razmere uhajati izpod nadzora, vodstvo podjetja sprejme določene ukrepe, vendar pogosto ne dovolj drastičnih, zaradi česar se prične degradacija podjetja (slabšanje rezultatov ...). Če v tem primeru vodstvo še vedno ne potegne ustreznih odločitev, podjetju grozi kolaps (Lahovnik, 2014).

Potencialna kriza se je v podjetju Ritem pričela že s pospešeno rastjo podjetja ter z visokimi finančnimi naložbami, kar je bilo oboje v veliki meri financirano z dolžniškim kapitalom. Oboje v danem trenutku ni predstavljalo večje težave, saj je bilo na trgu na voljo veliko denarnih sredstev, zaradi česar so banke brez težav odobravale nova in nova posojila.

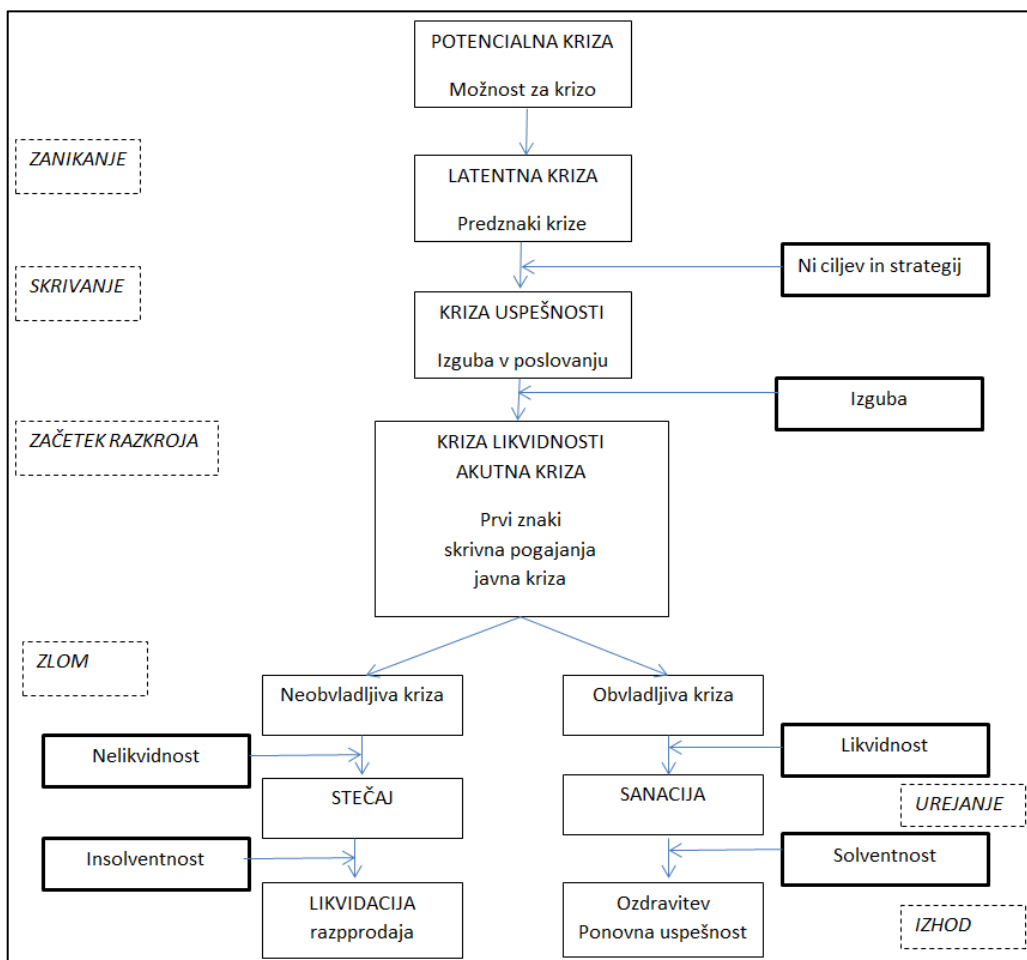
Predznaki krize (oz. latentna kriza) so se pričeli pojavljati okrog leta 2008, ko so se pričeli zniževati prihodki in dobiček podjetja, kar je bilo posledica zaostrenih razmer na trgih ter nižjega povpraševanja po izdelkih zaradi krize v gradbenem sektorju. Kljub temu v danem obdobju nihče ni predpostavljal, da bi lahko podjetje zašlo v večjo krizo, vodstvo pa je prav v tem obdobju še povečevalo vrednost finančnih naložb.

Latentna kriza se je kmalu preobrnila v krizo uspešnosti, ko so prihodki v letih 2009 in 2010 še izraziteje upadli, dobiček pa se je leta 2010 spremenil v izgubo. Zaradi visoke zadolženosti in slabših rezultatov, je podjetje čedalje težje financiralo svoja posojila; dodatno so bile banke zaradi finančne krize manj naklonjene podaljševanju posojil podjetjem, katerih promet in dobiček sta v upadu. Posledično se je kriza uspešnosti prelevila tudi v krizo likvidnosti. Sprva se je vodstvo Ritma pogajalo z različnimi tujimi investitorji, ki bi podjetje dokapitalizirali in mu omogočili razdolžitve. V javnosti so to predstavljali, kot da iščejo investitorje za še hitrejšo rast in zankali da družba potrebuje

¹ Benchmarking analizo izvedemo tako, da izberemo primerljiva (konkurenčna) podjetja ter primerjamo njihovo poslovanje in rezultate. Če analizirano podjetje pomembno zaostaja za svojimi konkurenti, to kaže na njegove težave v poslovanju.

svež kapital za zagotavljanje likvidnosti. Po neuspešnih pogajanjih je postalo jasno, da je podjetje v krizi, saj je zaprosilo banke za reprogram posojil. Banke so tako imele možnost, da sprožijo v podjetju neobvladljivo krizo, ki bi vodila v prisilno poravnavo in verjeten stečaj in likvidacijo podjetja, ali pa so, tako kot se je tudi zgodilo, del svojih terjatev spremenile v kapital družbe ter preostala posojila podaljšale v dolgoročna, kar je bilo osnova za sanacijo podjetja in njegovo prihodnje uspešno poslovanje.

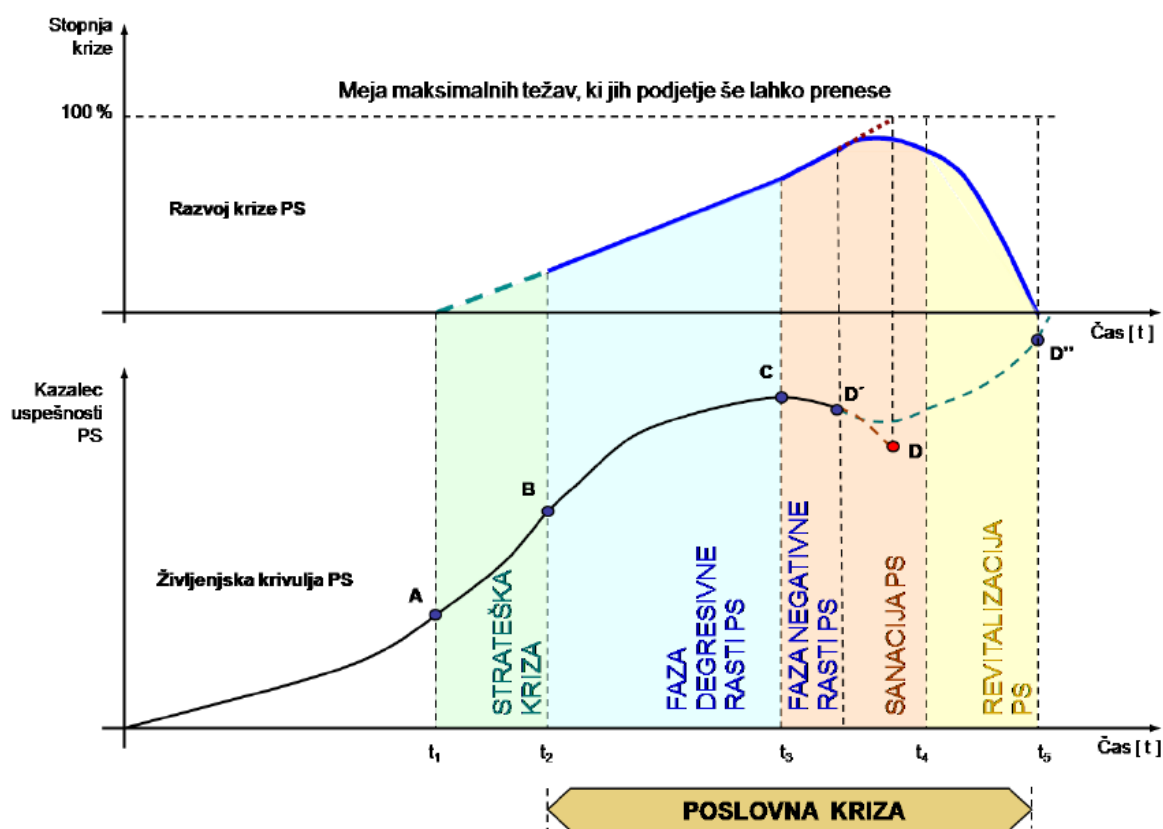
Slika 1: Sosledje kriznih dogodkov



Vir: M. Tavčar, *Sistemeski koncept kriznega upravljanja in vodenja podjetja*, 1990.

Zahtevnost reševanja krize v podjetju se razlikuje od razsežnosti, ki jih je že uspela pridobiti kriza v podjetju. Na Sliki 2 je prikazano stopnjevanje krize, kjer modra kriza prikazuje stopnjo krize, na predelu do točke »B« pa ta kriza še ni vidna (življenjska krivulja še narašča). Če bi se za razliko od zgornje krivulje proces odpravljanja težav pričel pred točko »C« (vrhunec v življenjski krivulji podjetja), bi se faza revitalizacije pričela takoj (ne bi bilo faze negativne rasti ter sanacije). Proces revitalizacije je sestavljen iz številnih ukrepov in potrebnih izvedbenih projektov, po katerih se podjetje reši iz krize ter doseže želeni strateški položaj (Verčko, 2009, str. 8–9).

Slika 2: Postopek razvoja krize v poslovnem sistemu (PS)



Vir: I. Verčko, *Projektno obvladovanje poslovnih kriz*, 2009, str. 8.

Kadar vodstvo podjetja odlašaja z vpeljavo potrebnih ukrepov in izvedbenih projektov do trenutka, ko prične življenjska krivulja podjetja upadati (se stopnja krize že približa meji maksimalnih težav, ki jih podjetje še lahko prenese), mora vodstvo najprej odpraviti likvidnostne in druge predvsem finančne težave s katerimi sanira podjetje. Tovrstna sanacija običajno zahteva drastično zniževanje stroškov, ki se lahko odrazi tudi v zapiranju posameznih proizvodnih enot podjetja ter odpuščanju delavcev.

V primeru krize v podjetju Ritem je prišlo do faze reševanja krize razmeroma pozno in posledično je bilo potrebno sprejeti večje sanacijske ukrepe in dogovore z upniki za zagotovitev likvidnosti. Po moji oceni je Ritem že dosegel mejo maksimalnih težav, ki jih lahko podjetje prenese. Njegov obstoj je rešilo sodelovanje bank upnic, ki so pristale na dogovor konverzije dela terjatev v kapital podjetja.

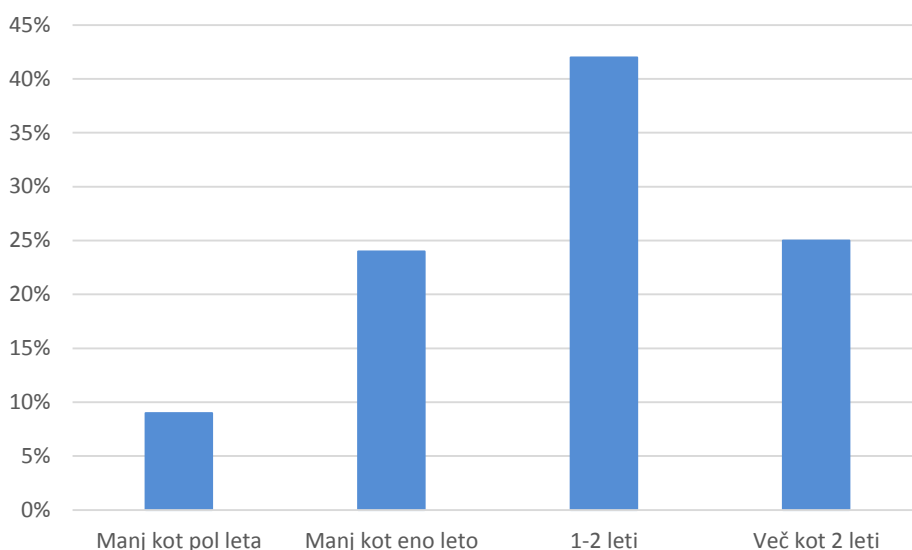
1.3 Reševanje krize v podjetju

Pri reševanju krize v podjetju je pomemben hiter odziv vodstva podjetja. Podjetja pogosto odlašajo s strateškim prestrukturiranjem poslovanja, s čimer škodijo tako podjetju kot njegovim dolžnikom. Ko podjetje zaide v težave, se namreč te brez ustreznega ukrepanja

managementa povečujejo in zahtevajo čedalje bolj drastične ukrepe (Gilson, 2001, str. 7–8).

V Nemčiji so analizirali odzivnost nemških podjetij na simptome krize v smislu iskanja pomoči pri zunanjih svetovalcih, katere rezultati so prikazani na spodnjem grafu. Ugotovili so, da večina, skoraj 70 %, podjetij, zavrača zunanjo pomoč. Prepričani so, da bodo lahko sami rešili težave in najamejo zunanje svetovalce več kot eno leto po samem izbruhu krize v podjetju, kar pa je pogosto prepozno (Tchouvakhina & Stöver, 2013).

Slika 3: Kako hitro podjetja poiščejo pomoč po izbruhu krize

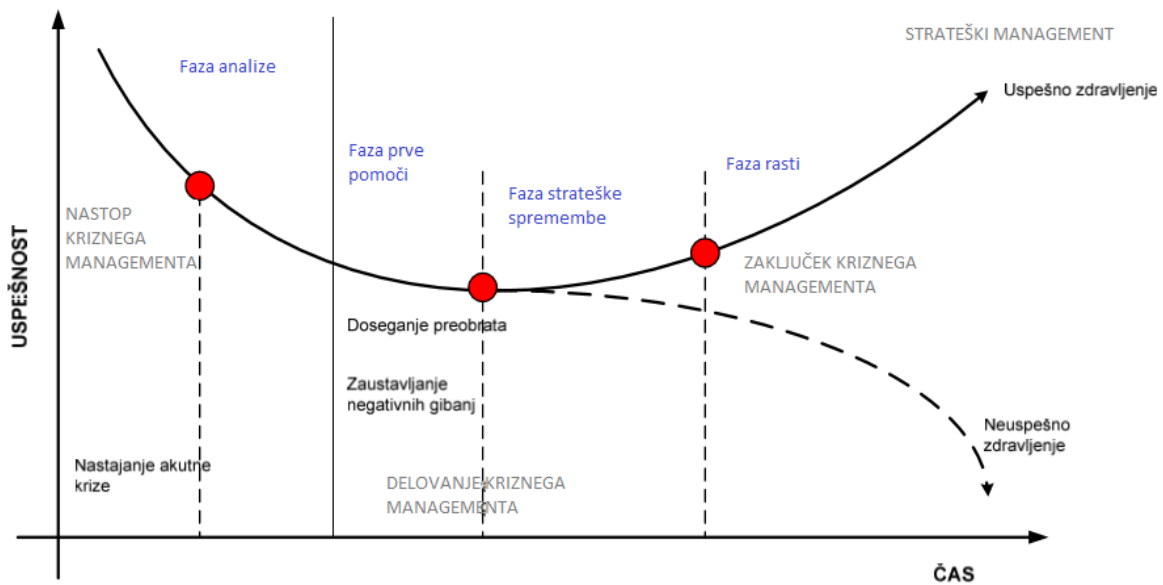


Vir: M. Tchouvakhina & P. Stöver, How companies recognise, exploit and overcome crises, 2013.

Prestrukturiranje podjetja zajema naslednje štiri faze, ki so tudi grafično prikazane na Sliki 5 (Lahovnik, 2014):

- faza analize – ocena obstoječega stanja, ugotovitev preteklih napak ter ponovna opredelitev poslovnega cilja podjetja;
- faza prve pomoči – »gašenje požarov« (odpravljanje napak in prilagajanje novim razmeram), finančna konsolidacija (dogovor z upniki, zagotovitev likvidnosti), postavitve vmesnih ciljev;
- faza strateške spremembe – določitev ciljev in vmesnih ciljev, opredelitev zdravega jedra podjetja in njegovo oživljanje, opredelitev tržnega pristopa;
- faza rasti – izvedba strateških sprememb, nadzor in vodenje podjetja, doseganje želene rasti prihodkov in dobička.

Slika 4: Reševanje krize v podjetju



Vir: M. Lahovnik, *Strateški management*, 2014.

Ker je v primeru prestrukturiranja podjetja Ritem na zahtevo bank upnic prišlo tudi do spremembe vodstva podjetja, so omenjene faze prestrukturiranja podjetja potekale nekoliko drugače. Faza analize je bila prvič narejena še pod starim vodstvom, ko je postalo jasno, da je družba preveč zadolžena in ne zmore poravnati svojih dolgov. Takrat je bila tudi opravljena »prva pomoč«, saj so banke pristale na zamrznitev posojil (angl. *stand still agreement*). V fazo strateških sprememb bi lahko šteli novo vodstvo in reprogram posojil (vključno z dokapitalizacijo, ki se je zgodila kot konverzija terjatev bank), vendar je moralo novo vodstvo ponoviti fazo analize. Na podlagi ponovljene analize je vodstvo definiralo, katere ukrepe mora povleči za uspešno dokončanje družbe ter jim tudi določilo prioritete. Na podlagi omenjene analize se je ponovno začela oziroma nadaljevala faza strateških sprememb. Ker so na izboljšanje razmer poleg sprememb v podjetju pomembno vplivale tudi bistveno izboljšane razmere na trgu (okrevanje panoge gradbeništva), je podjetje razmeroma hitro prešlo v fazo rasti, čeprav so po prodaji novim lastnikom še vedno potrebne številne strateške spremembe.

Podjetja lahko k strateškemu prestrukturiranju pristopajo na različne načine. Gilson (2001) v svoji knjigi med drugim izpostavlja naslednje pristope k strateškemu prestrukturiranju podjetja: uporabo insolvenčnih postopkov, odcepitve delov podjetja (bodisi popolne, bodisi zgolj delne), dezinvestiranje, odpuščanja zaposlenih, zmanjševanje obsega poslovanja, prevzemi in združitve, transakcije z visokim finančnim vzvodom, pogajanja z zaposlenimi ter odkupi podjetja s strani zaposlenih.

Za uspešno prestrukturiranje podjetja morajo lastniki in upniki pogosto pripeljati novo vodstveno skupino, ki ne bo obremenjena s preteklimi odločitvami podjetja in bo lahko poskrbela za potrebne spremembe. V ta namen pogosto uporabijo t. i. interim managerje,

katerih naloga je reševanje kriznih situacij v podjetju; kasneje podjetje zapustijo in gredo reševati naslednje podjetje. Novo vodstvo mora najprej zmanjšati stroške (»zamašiti luknje«) in prilagoditi obseg poslovanja trenutnim razmeram. Hkrati mora zagotoviti tudi likvidnost podjetja za nemoteno poslovanje, kar pomeni prestrukturiranje finančnih posojil, dogovor z dobavitelji o podaljšanih plačilnih rokih ter dogovor s kupci o predčasnem plačevanju. Banke v tej fazi od podjetij pogosto zahtevajo tudi njihovo dezinvestiranje (prodajo poslovno nepotrebne premoženja). Investicije v fazi prestrukturiranja podjetja so praviloma omejene na najnujnejše, ki zagotavljajo nemoteno delovanje in zagotavljajo hitro povrnitev (visoko interno stopnjo donosa). Ko vodstvo zagotovi vse navedeno, lahko prične z odpravljanjem napak v preteklem poslovanju podjetja in s spremembami v samem delovanju podjetja (optimizacija procesov ...), s čimer zagotovi temelje za uspešno prihodnje poslovanje.

Z namenom, da se podjetju po razrešeni krizi zagotovi uspešno prihodnje poslovanje, je potrebno izkoristiti krizo v podjetju tudi za optimiziranje preostalih procesov v podjetju; ne zgolj tistih, ki jih je kriza neposredno prizadela. Prestrukturiranje podjetja mora tako obsegati več področij (Dubrovski, 2011):

- programsko-tržno ali marketinško prestrukturiranje,
- razvojno in tehnološko prestrukturiranje,
- proizvodno prestrukturiranje,
- kadrovske in organizacijske prestrukturiranje,
- finančno prestrukturiranje,
- informacijsko prestrukturiranje,
- lastninsko prestrukturiranje.

Izmed naštetih področij so se v primeru prestrukturiranja podjetja Ritem v prvi vrsti osredotočili na finančno prestrukturiranje, ki je tudi najmočneje vplivalo na krizo v podjetju. Del finančnega prestrukturiranja je bilo tudi lastninsko prestrukturiranje, saj so banke upnice konvertirale del svojih terjatev v večinski lastniški delež v podjetju. Družba se je reorganizirala tudi kadrovske in organizacijske (novo vodstvo, ukinjanje nekaterih podružnic) ter proizvodno (prodan del proizvodnih enot).

Uspešna strategija preobrata je sestavljena iz kombinacije generičnih strategij, ki so: prestrukturiranje dolga, znižanje stroškov, dezinvestiranje, izboljššan marketing, organizacijske spremembe, zamenjava vodstva, finančna kontrola in drugih. Postopek preobrata je sestavljen tako iz urgentnega (prva pomoč), kot strateškega (pravi preobrat) pristopa, ki morata biti oba izpeljana vzporedno (Lahovnik, 2014). Medtem ko urgentni pristop predstavljajo kratkoročni ukrepi, s katerimi odpravijo anomalije v podjetju, je vzporeden strateški pristop z dolgoročnimi ukrepi potreben za zagotovitev prihodnjega pozitivnega razvoja podjetja. Nekateri pomembnejši ukrepi posameznega pristopa so prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 4: Pregled nekaterih ukrepov za urgentni in strateški pristop

Urgentni pristop	Strateški pristop
Analiza stanja	Redefiniranje strategije podjetja
Dogovor z investitorji in kreditorji	Definiranje načina za doseganje konkurenčne prednosti
Dogovor z dobavitelji	Izdelava novega strateško-razvojnega in poslovnega načrta
Načrt za pravi preobrat	Prestrukturiranje podjetja in lastništva

Vir: M. Lahovnik, *Strateški management*, 2014.

Verčko (2009, str. 7) izpostavlja »vztrajnostni dejavnik« krize. To pomeni, da se, ko v podjetju začnejo s prestrukturiranjem in reševanjem krize, ti učinki ne pokažejo takoj, pač pa šele nekoliko kasneje (kriza se celo stopnjuje) in je to potrebno upoštevati pri pripravi načrta reševanja podjetja. Iz analize finančnih kazalnikov (ki sledi kasneje v nalogi) je razvidno, da je do tovrstne vztrajnosti krize prišlo tudi v primeru prestrukturiranja podjetja Ritem. Podjetje je novo vodstvo prevzelo že v letu 2013, ko so bili izdelani številni ukrepi za rešitev podjetja, vendar je bilo finančno stanje konec tega leta zaradi odpisov vrednosti ter drugih ukrepov »čiščenja knjig« (prevrednotenja premoženja ...) najslabše v celotnem obdobju krize.

V primeru, ko v podjetju prevladuje predvsem finančna kriza, tj. ko podjetju primanjkuje finančnih virov za poslovanje (likvidnost) oziroma je podjetje prezadolženo (solventnost), so možni ukrepi reševanja krize odvisni od resnosti in obvladljivosti krize hkrati tudi od možnosti, ki jih ima podjetje pri deležnikih (lastniki, upniki, kupci). Podjetje ima v tovrstni situaciji na voljo naslednje možnosti (prirejeno po Filipič & Mlinarič, 1999, str. 51):

- podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem (zniža obratni kapital in skrajša denarni cikel²);
- znižanje terjatev do kupcev (se dogovori za predčasno plačevanje in avansna plačila, izboljša izterjavo);
- doseže lahko povečanje osnovnega kapitala s strani lastnikov (povečajo se denarna sredstva podjetja);
- proda poslovno nepotrebno premoženje in/ali opravi (angl. *sell and lease back*)³;
- z upniki in obstoječimi lastniki se dogovori za konverzijo terjatev v lastniški kapital (znižanje obveznosti podjetja);
- zmanjšanje osnovnega kapitala knjigovodsko-tehnična sanacija (prilagoditev lastnega kapitala premoženju podjetja).

² Denarni cikel izračunamo s seštevanjem dni vezave zalog in terjatev (v tem obdobju ima podjetje vezana denarna sredstva), čemur odštejemo dneve vezave obveznosti (ko dobavitelji kreditirajo podjetje).

³ »Sell and lease back« - prodaja osnovnega sredstva in povratni najem, s čimer podjetje pridobi sveža likvidna sredstva (SKB, 15. 11. 2015).

Konkretne predloge za razrešitev krize predlagata Hauc in Kovač (1993), ki zagovarjata projektni način dela. Po njegovem bi moralo saniranje podjetja potekati v naslednjih korakih:

- oblikovanje sanacijske ekipe (zamenjava najvišjega vodstva, prihod zunanjih strokovnjakov);
- analiza stanja, strateška analiza ter izdelava projekta saniranja in revitalizacije podjetja;
- pridobitev soglasja upnikov, zaposlenih in lastnikov za izvedbo projekta;
- finančno saniranje podjetja – neposreden finančni nadzor, zmanjšanje obsega potrebnih obratnih sredstev, dezinvestiranje, ustavitev investicij, dokapitalizacija ...);
- racionalizacija in znižanje stroškov (znižanje fiksnih in variabilnih stroškov, opustitev določenih dejavnosti, znižanje stroškov dela, organizacijska racionalizacija);
- sprememba trženja in proizvodnje (na osnovi analize trga);
- sprememba organizacijske kulture – nov stil vodenja, odpravljanje blokad, oblikovanje začasne organizacijske kulture.

K reševanju krize je potrebno pristopiti tako na poslovnem področju (poslovno prestrukturiranje), kot tudi na finančnem področju. Pri poslovnem prestrukturiranju mora vodstvo najprej ugotoviti, ali je podjetje sploh smotrno prestrukturirati (odgovoriti na vprašanje, ali obstaja zdravo jedro podjetja, ki bo po odpravi vseh težav omogočalo uspešno poslovanje prestrukturiranega podjetja). V naslednjih korakih pa se mora posvetiti »krpanju lukenj« (identificiranju in odpravljanju težav pri poslovanju). To obsega tudi ukinjanje programov, pogajanja z dobavitelji za znižanje nabavnih cen ter kupci za zvišanje prodajnih cen in številne druge pristope, ki jih vključi v sanacijski načrt.

Muller je definiriral različne vrste kriznega poslovanja: strateško krizno poslovanje, ki obsega opustitev proizvodnje nedonosnih izdelkov in osredotočanje na donosne, katerim je tudi podrejen razvoj novih produktov, operativno krizno poslovanje, ki je usmerjeno v zmanjševanje stroškov ter rast povpraševanja, finančno krizno poslovanje, ki se pojavi predvsem v primeru težav z likvidnostjo in se osredotoča na iskanje novih virov kreditov in porabo prihrankov, ter krizno poslovanje v času insolventnosti (Lahovnik, 2014).

Celovito in trajno okrevanje podjetja po krizi praviloma traja bistveno dlje, kot traja izbruh krize. Zahtevnost, količina sprejetih ukrepov ter uspešnost je močno odvisna od hitrosti reagiranja in pravilnosti reakcij ob nastanku težav v podjetju. Če uspe vodstvo podjetja hitro zaznati težave in takoj sprejme ustrezne ukrepe, bo sama kriza za zunanjega opazovalca minila komaj zaznavno. Če pa vodstvo težav ne opazi pravočasno in se upira sprejemu potrebnih ukrepov, se lahko kriza zaostri do te mere, da bo ogrožen sam obstoj podjetja.

1.3.1 Finančno prestrukturiranje

Pri večini podjetij, ki so v težave zašla v zadnji gospodarski krizi, kjer je bil glavni razlog težav njihova prezadolženost, je najpomembnejše finančno prestrukturiranje. Pri tem si vodstvo podjetja prizadeva zagotoviti ustrežnejšo strukturo bilance stanja (predvsem obveznosti). S tem se podjetju znižajo stroški tujih virov financiranja na nižjo raven, ki jo podjetje še uspe servisirati.

Proces finančnega prestrukturiranja vodi vodstvo podjetja v dogovoru z upniki (praviloma bankami) in v primerih, ko je podjetje res visoko zadolženo, tudi z lastniki. Skozi proces lahko upniki pristanejo na delen odpis dolgov ali vsaj moratorij (reprogram) poplačila obveznosti; podjetje odproda poslovno nepotrebno premoženje in kupnino porabi za znižanje finančnih obveznosti; lastniki in upniki se lahko dogovorijo za konverzijo obveznosti v kapital, itd.

Finančno prestrukturiranje se lahko prične bodisi na strani sredstev podjetja, bodisi na strani obveznosti. V obeh primerih vpliva tudi na razmerja na drugi strani bilance stanja. Prestrukturiranje se tako lahko izvede s povečanjem kapitala (bodisi konverzija terjatev v kapital, bodisi vplačilo svežih denarnih sredstev), z dezinvestiranjem (prodajo poslovno nepotrebne premoženja) ali s konverzijo kratkoročnih obveznosti v dolgoročne (t.i. refinanciranjem), ki pogosto vključuje tudi prilagajanje obrestnih mer, moratorij na odplačevanje glavnice in/ali obrestnih mer (Dubrovski, 2011).

Ker imajo prezadolžena podjetja praviloma finančne obveznosti do različnih bank, se v primeru pogajanj o finančnem prestrukturiranju te praviloma povežejo v sindikat oz. upniški odbor in proti podjetju nastopijo enotno. Samo prestrukturiranje ima lahko različne nazive; najpogosteje je v uporabi program finančnega in poslovnega prestrukturiranja (angl. *master restructuring agreement*, v nadaljevanju MRA). V primeru bolj zapletenih procesov se uporablja tudi postopek preventivnega finančnega prestrukturiranja podjetja.

Prestrukturiranje posojil podjetja praviloma začnejo na pobudo samega podjetja, ko njegovo vodstvo pride do spoznanja, da bo imelo težave s servisiranjem posojil oziroma jih celo ne bo moglo poravnati. Ko o tem obvesti banke upnice, se s predstavniki vseh bank dogovori za skupen sestanek, kjer jim predstavijo razmere v podjetju ter predlog za rešitev razmer. Če se banke strinjajo, da bi podjetje potrebovalo prestrukturiranje posojil in verjamejo, da bi lahko to rešilo podjetje, pristopijo k pogajanjem o prestrukturiranju podjetja.

Prvi korak pri teh pogajanjih je odobritev t.i. (angl. *stand still agreement*) oziroma moratorij, po katerem začasno zamrznejo odplačila posojil (glavnice ali tudi obresti); podjetje pa lahko denar, ki bi ga sicer porabilo za servisiranje posojil, porabi za svoje tekoče poslovanje. Čas veljavnosti tega dogovora je praviloma omejen na nekaj mesecev, kolikor ocenjujejo za sprejetje celovitega MRA.

Eden izmed ciljev prestrukturiranja posojil je tudi poenotenje položaja bank upnic in njihovih pogojev financiranja. Podjetja namreč skozi svoje poslovanje najemajo posojila pri različnih bankah in pod različnimi pogoji; v trenutku, ko jih je potrebno prestrukturirati; pa se soočijo s situacijo, ko imajo posamične banke bistveno boljša zavarovanja posojil kot druge. Zaradi tega se banke v postopkih prestrukturiranja posojil dogovorijo, da se obstoječa posojila v celoti poplačajo z novim sindiciranim posojilom, v katerem imajo vse banke enakovreden položaj glede zavarovanja posojila kot tudi obrestnih mer in rokov poplačila.

V dokončen dogovor o prestrukturiranju podjetja nato vpišejo pogoje o financiranju podjetja, spremembah v poslovanju (opuščanje določenih programov ...) ter prodajo poslovno nepotrebnega premoženja. Časovno MRA dogovori običajno trajajo 5–10 let; njihov cilj je znižati zadolženost podjetja na sprejemljivo raven ter zagotoviti dolgoročno pozitivno poslovanje podjetja.

Pogoji o financiranju podjetja obsegajo obrestne mere in zavarovanja posojil (hipoteke ...), dodatne zaveze bank oz. kovenante⁴ ter plan poplačila posojil. Ta se običajno odplačujejo progresivno – na začetku podjetje plačuje manjši delež glavnice, kasneje, ko so predvideni tudi učinki poslovnega prestrukturiranja (uspešnejše poslovanje, višji denarni tok ...), pa so predvideni tudi višji zneski glavnice. Običajno se MRA konča v letu, ko pade predvidena zadolženost podjetja v sprejemljive okvirje (podjetje ni več prezadolženo); predviden zadnji obrok posojila pa predvideva celotno poplačilo zadolženosti (angl. *bullet*). Ta je tako zastavljen z namenom, da podjetje po stabilizaciji in sanaciji poslovanja ter znižanju zadolženosti pridobi nove vire financiranja, s katerimi poplača zadnji obrok iz dogovora o prestrukturiranju podjetja.

Izvajanje programa prestrukturiranja podjetja, kot je zapisan v MRA, banke upnice skrbno spremljajo. V večini primerov imenujejo svojega pooblaščenca, ki redno spremlja izvajanje ukrepov; dodatno praviloma v dogovor zapišejo tudi t.i. miljnike (angl. *milestones*), ki predstavljajo časovne roke, do katerih se podjetje zaveže izpeljati neko aktivnost, denimo prodajo naložb. Podjetje se v MRA dodatno zaveže k upoštevanju kovenant, ki se običajno nanašajo na obseg poslovanja, dobičkonosnost, razmerje med EBITDA ter finančnim dolgom in podobnim. Če podjetje krši kovenante ali miljnike, so v sporazumu predvidene pogodbene kazni (najpogosteje plačilo enkratnih denarnih kazni in/ali dvig obrestnih mer); v primeru hujših kršitev zavez imajo banke upnice celo možnost takojšnjega odpoklica vseh danih posojil.

Kadar je mogoče brez večjih težav odcepiti del podjetja ali hčerinsko podjetje od jedra družbe (kadar nista preveč operativno in finančno prepleteni), lahko kot del prestrukturiranja podjetje proda tudi to (bodisi del, bodisi celoto) in si tako zagotovi

⁴ Kovenante – poznamo tri različice: potrditvene (npr. zaveza o predložitvi finančnih izkazov), negativne (omejujejo, kaj podjetje ne sme storiti) ter finančne (vezane na različne kazalnike podjetja). Kadar so kršene, lahko banka takoj odpokliče celotno posojilo ali pa spremeni pogoje nadaljnega financiranja (Mayers, 2010).

likvidna sredstva za poravnavo dolgov. To lahko stori na različne načine (Dubrovski, 2011, str. 355):

- prodaja celote ali dela, pri čemer je rezultat popolnoma ločeno javno podjetje (angl. *equity carve-out* oziroma angl. *unit sell-off*);
- odcepitev podjetja, pri čemer je lastništvo novega podjetja enako kot pri matičnem podjetju (angl. *spin-off*);
- rezcepitev podjetja na dva ali več delov preko (angl. *spin-off* oziroma angl. *split-up*);
- izdaja novega razreda delnic, ki se nanašajo zgolj na neko divizijo podjetja.

Poleg reševanja solventnosti podjetja, se mora to v procesu finančnega prestrukturiranja soočiti tudi z drugimi finančno-računovodskimi analizami, na podlagi katerih lahko management osnuje plan prihodnjega razvoja podjetja ter izboljšanja njegovega poslovanja. Te analize so med drugimi metoda ciljnih stroškov (angl. *target costing*), ugotavljanje stroškov proizvodnega cikla (angl. *life cycle costing*), ugotavljanje stroškov v verigi vrednosti (angl. *value chain costing*), ugotavljanje stroškov posameznih značilnosti izdelka (angl. *attribute costing*), ugotavljanje stroškov kakovosti, primerjava s konkurenco (angl. *benchmarking*) in podobne (Dubrovski, 2011).

1.3.2 Lastninsko prestrukturiranje

V Sloveniji so številna podjetja zašla v težave zaradi tako imenovanih managerskih prevzemov, pri katerih so vodstva podjetij s pomočjo posojil prevzemala podjetja. Posojila bi po načrtih odplačala podjetja sama iz ustvarjenih prostih denarnih tokov. Ko so podjetja zaradi prezadolženosti zašla v težave, so banke v večini primerov unovčile tudi zavarovanja in/ali konvertirale svoje terjatve v lastniške deleže ter tako postale lastnice podjetij. Njihova strategija v dani situaciji je bila, da podjetja čim prej vsaj delno sanirajo ter jih nato prodajo novemu lastniku (bodisi strateškemu partnerju, bodisi finančnim vlagateljem). Posledično večino tovrstnih podjetij poleg finančnega prestrukturiranja čaka še lastniško prestrukturiranje, kjer bodo pridobila nove lastnike.

Lastniško prestrukturiranje se po Dubrovskem (2011) običajno zgodi na enega od naslednjih načinov:

- denarni odkup podjetja (prevzemnik lastnikom plača kupnino in prevzame podjetje);
- dokapitalizacija družbe (prevzemnik dokapitalizira družbo in tako postane njen večinski lastnik);
- odkup sredstev podjetja (prevzemnik odkupi sredstva podjetja in prične izvajati dejavnost v novem podjetju, medtem ko obstoječe podjetje s kupnino poravna (del) svojih obveznosti in se likvidira);
- zamenjava delnic (prevzemnik obstoječim delničarjem namesto denarnih sredstev ponudi plačilo z delnicami prevzemnega podjetja);

- konverzija terjatev v lastniški delež (angl. *debt to equity swap*) kjer upniki postanejo lastniki podjetja; za vsako enoto konvertirane terjatve praviloma dobijo več enot kapitala. Tovrstna transakcija je pogosta predvsem v postopkih prisilnih poravnav; prejšnjim lastnikom se delež v podjetju zmanjša ali celo v celoti odpiše.
- mogoč je tudi ponoven managerski prevzem ...

Po opravljeni spremembi lastništva podjetje praviloma čaka ponovno prestrukturiranje poslovnih procesov, s katerim se integrira k novemu lastniku. V primeru podjetja Ritem je v prvem koraku lastninskega prestrukturiranja prišlo do konverzije dela finančnih obveznosti v lastniški kapital, s čimer so banke pridobile večinski lastniški delež v družbi. Ta delež so nato banke obdržale do uspešnega zaključka prestrukturiranja podjetja, ko so ga preko mednarodnega razpisa prodale tujemu finančnemu skladu tveganega kapitala (angl. *private equity*).

2 VPLIV ZADOLŽENOSTI PODJETIJ NA NASTANEK KRIZE

2.1 Zadolženost podjetij v Sloveniji

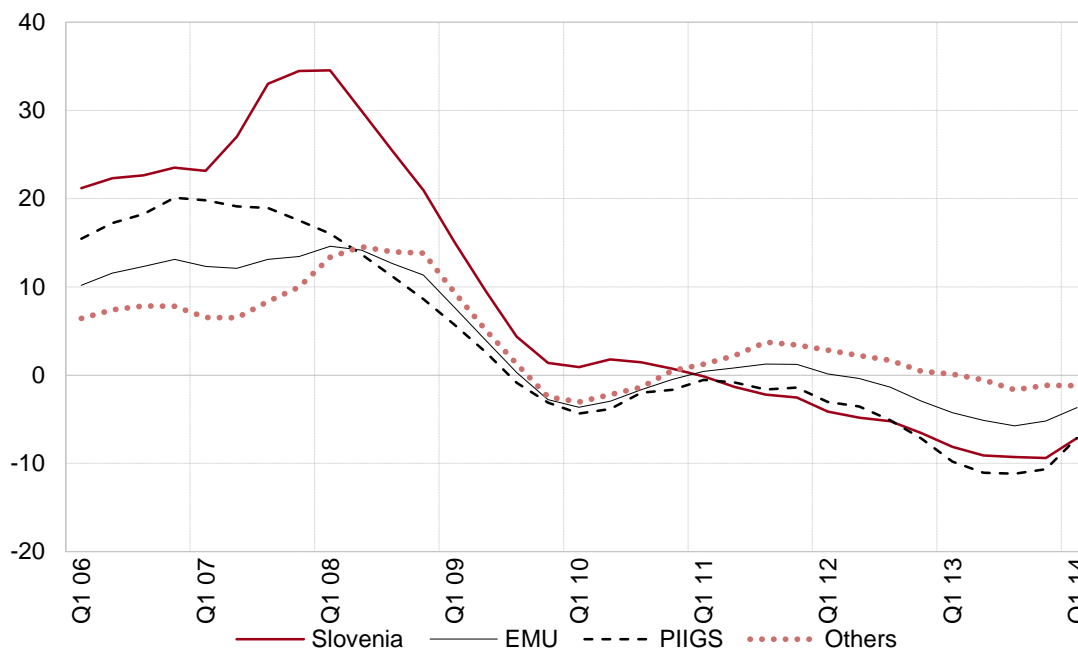
Lajh (2007, str. 24) pravi, da je finančna kriza kot taka sestavljena iz več kriz na posameznih segmentih ter lahko prizadene tudi več ekonomij. Njeni posledici sta moteno delovanje finančnega sistema in umirjanje ekonomskih aktivnosti.

V obdobju od vstopa Slovenije v Evropsko Unijo (EU) in Evropsko in monetarno unijo (v nadaljevanju EMU) ter do izbruha globalne gospodarske krize se je v Sloveniji izredno hitro povečevala zadolženost podjetij. Razlogi za to so bili predvsem različne prevzemne aktivnosti (managerski prevzemi, prevzemi v tujini – predvsem na Balkanu, v državah bivše Jugoslavije, prevzemi drugih podjetij v Sloveniji ali celo kombinacija vsega skupaj), širitev ter pospešeno vlaganje v nove proizvodne kapacitete; v določenih primerih so se podjetja dodatno zadolževala tudi zgolj za tekoče poslovanje, saj njihovi obstoječi procesi že takrat niso bili dovolj donosni, da bi lahko podjetje nemoteno poslovalo brez vedno svežih virov likvidnosti.

Banke so pospešeno zadolževanje podjetij spodbujale, saj so imele zaradi ugodnih razmer na medbančnih trgih (ter dobre bonitetne ocene države) na voljo obsežna sredstva pod ugodnimi pogoji. Rezultat je bila rast bančnih posojil, ki je bila celo višja od povprečne rasti kreditov v državah PIIGS⁵ in je tik pred krizo dosegla skoraj 35 % na letni ravni, kar je tudi razvidno iz Slike 5 (UMAR, 2014).

⁵ Države PIIGS – Portugalska, Irska, Italija, Grčija ter Španija.

Slika 5: Primerjava medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim podjetjem v Sloveniji, EMU, državah PIIGS ter drugih državah

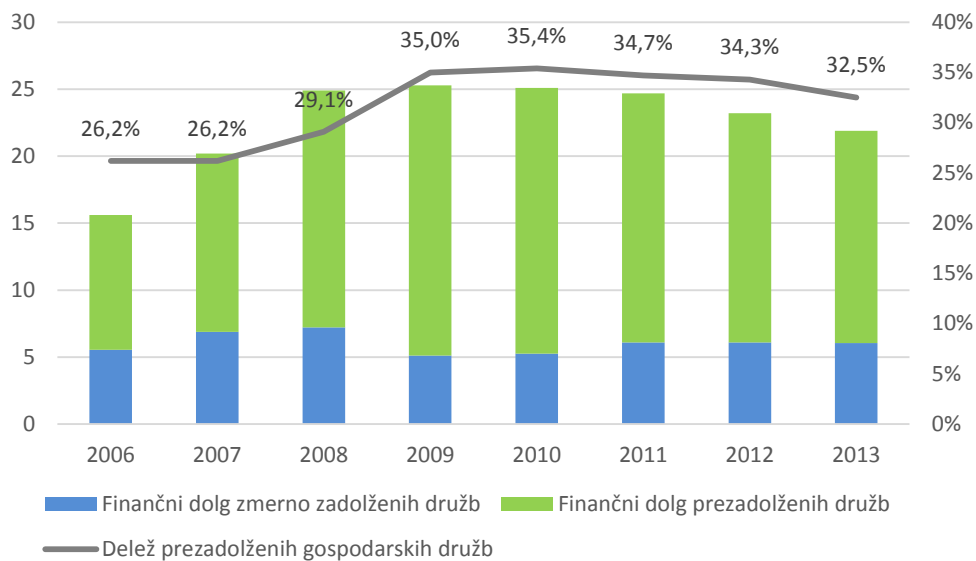


Vir: UMAR, *Ekonomski izzivi 2014*, 2014, str. 9.

Po izbruhu krize se je rast bančnih posojil drastično znižala (celo pod nivo rasti v državah PIIGS), kar je bilo posledica več razlogov. Najpomembnejša razloga za potrebe po hitrem razdolževanju sta bila slaba kapitalna ustreznost bank kot posledica hitre rasti v preteklosti ter prezadolženost posameznih podjetij. Banke tako podjetjem niso bile več pripravljene obnavljati zapadlih posojil, ki so jih prej v veliki meri obnavljala vsako leto. Zaradi nezmožnosti podjetij servisirati zadolženost so banke unovčevala zavarovanja, ki so bila predvsem v obliki lastniških deležev ter v primeru gradbenih podjetij (nedokončanih) nepremičnin.

Dodatno je k odločitvi bank o odpoklicu posojil pripomogla previsoka zadolženost nefinančnih podjetij, ki posojil niso bila več zmožna servisirati. Do tega je prišlo zaradi zaostrenih razmer na trgu (krčenje potrošnje in posledično manjše povpraševanje po proizvodih in storitvah, povečano tveganje za finančne investicije ter negativni trendi na finančnih trgih ...). Zadnji pomembnejši dejavnik, ki je vplival na strm padec rasti bančnih posojil, je bila tudi nezmožnost podjetij za dodatno zadolževanje. Zaradi pretekle hitre rasti so bila podjetja že tako pretirano zadolžena, da so se bolj kot s težavami, kam plasirati sredstva, soočala z vprašanjem, kako servisirati obstoječe dolgove. Gibanje deleža prezadolženih gospodarskih družb je prikazano na Sliki 6. Pod prezadolžena podjetja UMAR in Banka Slovenije uvrščata podjetja, katerih finančni dolg presega petkratnik EBITDA.

Slika 6: Delež prezadolženih podjetij ter primerjava njihovega celotnega finančnega dolga z zmerno zadolženimi podjetji



Vir: UMAR, *Ekonomski izzivi 2014, 2014*, str. 30.

Spremenjene razmere po izbruhu krize so se, kot že omenjeno, odrazile tako v padcu vrednostnih papirjev in posledično finančnih naložb podjetij, kot tudi v zaostrenih razmerah na trgu. Zaradi naraščajoče brezposelnosti in številnih izgub na kapitalskih trgih so potrošniki pričeli skrbneje trošiti svoj denar in posledično zmanjševati svoje izdatke, kar se je odrazilo kot manjše povpraševanje po izdelkih in storitvah na trgu. Podjetja so se temu morala prilagoditi z zniževanjem stroškov, krčenjem obsega proizvodnje ter iskanjem novih trgov.

Glavna težava se je pojavila pri podjetjih, ki so v krizo vstopila z visokim finančnim vzvodom (razmerjem med dolgovi in kapitalom podjetja). Še posebno prizadeta med njimi so bila podjetja, ki so se pred krizo zadolžila z namenom finančnih naložb (financiranje managerskega prevzema v primeru Merkurja ter financiranje konglomeratnih prevzemov v primerih Save in Perutnine Ptuj). V tovrstnih primerih so bila podjetja zaradi padca vrednosti prisiljena odpisati pomembne deleže finančnih naložb, medtem ko so njihova posojila še naprej ostala visoka. Rezultat je bilo zmanjšanje kapitala družbe ter povečanje finančnega vzvoda (tveganosti) podjetij. Hkrati pa so zadolženim podjetjem zaradi nižje potrošnje upadali prihodki. Upad prihodkov se je poznalo tudi na dobičku podjetja in maržah, ki so se pomembno zmanjšale. Razlog je v t.i. vztrajnosti oziroma remanentnosti stroškov, ki so variabilni stroški in se ne znižajo tako hitro, kot so se povečali, za dan obseg proizvodnje oziroma jih podjetje ne uspe takoj prilagoditi znižanemu obsegu poslovanja (Economypoint, 2016).

Kot je bilo že mogoče sklepati, k višini finančnega dolga nefinančnih podjetij pomembno prispevajo predvsem holding podjetja ter »slamnata⁶« podjetja. Podjetja v tej skupini so trpela tako zaradi upada vrednosti njihovih finančnih naložb (zmanjšanje bilančne vsote, kar je pogosto pripeljalo do negativnega kapitala), kot tudi izpada dohodka, ki bi moral biti v obliki izplačanega dobička ciljnih podjetij (ki pa so zaradi gospodarske krize poslovala z izgubo in posledično niso mogla izplačevati dividend za pokritje finančnih obveznosti). Ta podjetja so leta 2013 skupaj z lizingi ter Družbo za avtoceste Republike Slovenije (v nadaljevanju DARS) predstavljala kar 35,8 % (12 mrd evrov, v nadaljevanju EUR) celotnega finančnega dolga slovenskih nefinančnih podjetij (UMAR, 2014).

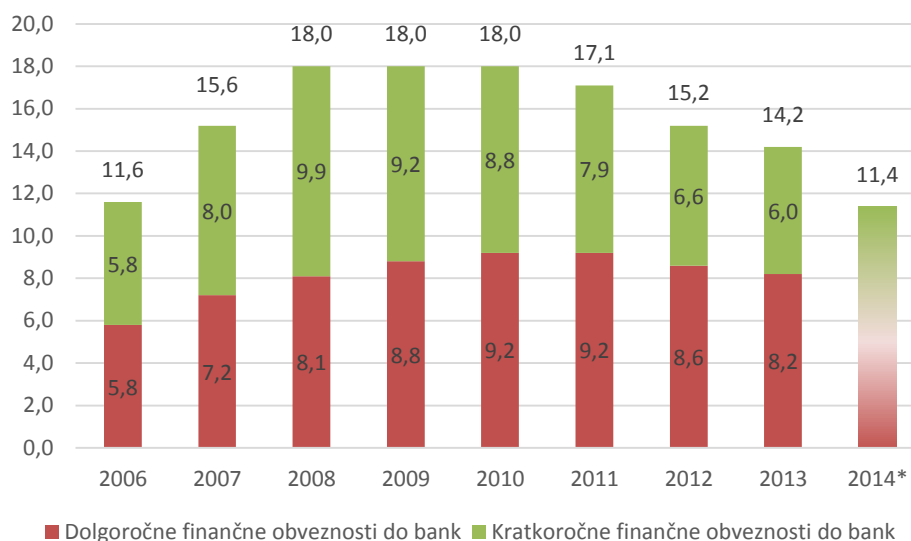
Rezultat tega je bil, da so se slovenske nefinančne družbe še dolgo po izbruhu krize uvrščale med najbolj zadolžene v EMU glede na razmerje med dolgom in kapitalom. Kljub temu da se je obseg kreditov v obdobju 2010–2014 zmanjšal za 1/3 in bil že 20 % nižji kot leta 2007, je bila njihova zadolženost (razmerje med dolgom in kapitalom) še vedno višja kot pred krizo. Leta 2012 so bila bolj zadolžena nefinančna podjetja le še v Grčiji, Latviji ter na Malti (UMAR, 2014).

Kot je razvidno iz Slike 7 se je pomembnejše razdolževanje nefinančnih družb pričelo leta 2013. Razlog za izboljšanje zadolženosti podjetij je bil predvsem v zmanjšanju posojil podjetij (njihovem odplačevanju), medtem ko so se rezultati podjetij (rast dobička) ter posledično izboljšanje kazalnikov zadolženosti podjetij pričeli izboljševati šele v letu 2014 (UMAR – Jesenska napoved 2015). K zniževanju obsega najetih posojil podjetij je pomembno pripomogel tudi propad podjetij – bruto zadolženost »običajnih« podjetij se je v obdobju 2010–2013 skupno znižala za 3,9 mrd EUR, od tega 2,6 mrd EUR na račun prenehanja poslovanja podjetij (UMAR, 2014). Pod »običajna« podjetja vodi UMAR podjetja, ki niso holding oziroma lizing družbe, nimajo zaposlenih oseb ter niso DARS.

Upad bančnih posojil je razviden tudi skozi kazalnike zadolženosti, ki poleg tega poudarjajo tudi vpliv poslovanja samih podjetij na njihovo (pre)zadolženost in so prikazani na Sliki 8. Ker je z izbruhom krize povpraševanje po izdelkih in storitvah močno upadlo, čemur se pa podjetja večinoma niso uspela takoj prilagoditi, se je njihovo poslovanje v obdobju 2008–2011 močno poslabšalo v primerjavi z rezultati pred krizo. Najtežje leto je bilo 2009, ko se je finančni dolg v primerjavi z EBITDA povečal za 33 %, medtem ko je bila zadolženost podjetij skoraj nespremenjena – razlog je bil v padcu EBITDA.

⁶ Slamnata podjetja so podjetja, ki so bila ustanovljena z namenom (managerskih) prevzemov; njihova funkcija je koncentriranje najetih posojil za prevzem tarče ter njihovo servisiranje s pomočjo prejetih dividend.

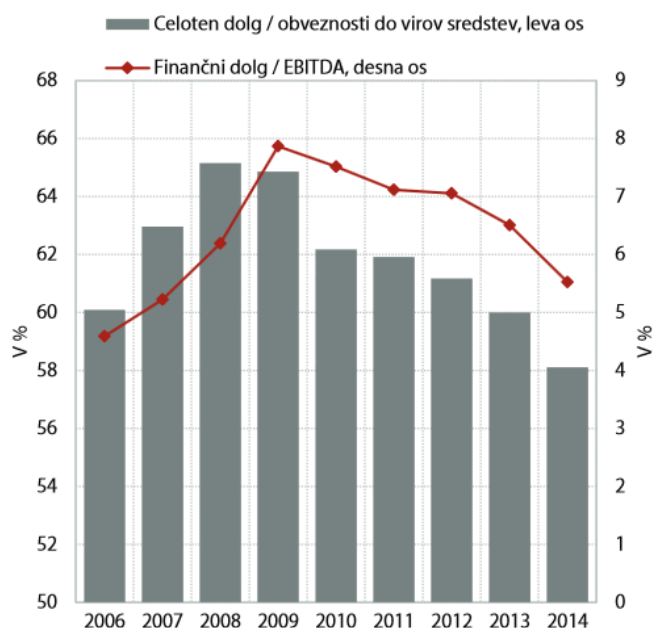
Slika 7: Struktura finančnega dolga običajnih podjetij do bank glede na ročnost v obdobju 2006–2014 (v mrd EUR)



Legenda: * za leto 2014 podatek o ročnosti bančnih posojil običajnih podjetij ni na voljo

Vir: UMAR, *Ekonomski izzivi 2014, 2014*; Banka Slovenije, *Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2015*.

Slika 8: Gibanje kazalnikov zadolženosti v obdobju 2006–2014



Vir: UMAR, *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2015, 2015, str. 13*.

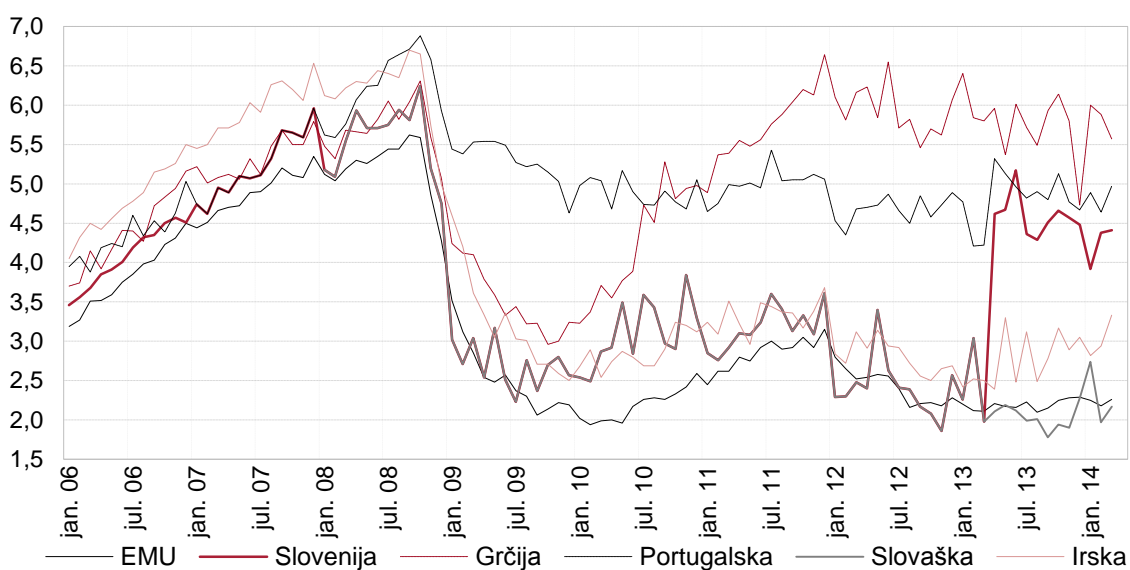
Pomemben razlog za upad rasti bančnih posojil nefinančnim podjetjem je bil tudi na strani bank, saj se je njihova kapitalna ustreznost zaradi hitre rasti v obdobju pred krizo pomembno poslabšala. Po izbruhu krize se je kapitalna ustreznost bank še dodatno poslabšala kot posledica nezmožnosti podjetij, da poravnajo svoje obveznosti do bank, kot

tudi padca vrednosti vrednostnih papirjev, s katerimi so bili zavarovani mnogi krediti. Vse to je podjetja prisililo v slabljenje danih posojil ter njihove odpise, kar je zmanjšalo kapital bank in dodatno oslabilo njihovo kapitalsko ustreznost in onemogočilo odobravanje novih posojil.

Z namenom sanacije bančnega sistema so bili v letu 2013/2014 opravljeni prenosi določenih slabih posojil v vrednosti 3,3 mrd EUR iz državnih bank na novoustanovljeno Družbo za upravljanje terjatev (DUTB), ki je prevzela vlogo »slabe banke«. S tem prenosom se je pomembno zmanjšal obseg terjatev z zamudo nad 90 dni, in sicer je upadel za 2,2 mrd EUR na 5,5 mrd EUR; njihov delež v celotnih terjatvah je upadel iz 17,3 % na 13,4 % (UMAR, 2014).

Pri poslovanju zadolženih podjetij in pri rasti posojil podjetjem igrajo pomembno vlogo tudi relativno visoke obrestne mere. Na Sliki 9 je razvidna primerjava obrestnih mer v Sloveniji z ostalimi izbranimi članicami EMU. V primerjavi s Slovenijo imajo višje obrestne mere za kredite nad 1 mio EUR le še podjetja v Grčiji, na Cipru in na Portugalskem, medtem ko imajo podjetja v Španiji in Italiji nižje stroške zadolževanja (UMAR, 2014). V primeru prezadolženih podjetij visoke obrestne mere ta še dodatno bremenijo (če bi bile obrestne mere nižje, bi se to pri visoko zadolženih podjetjih to poznalo v nižjih stroških financiranja in posledično višjem čistem dobičku, kar bi pripeljalo k višjemu kapitalu podjetja in posledično izboljššanemu finančnemu vzvodu). Po raziskavah Banke Slovenije (Poročilo o finančni stabilnosti – maj 2015) se je kljub vsemu breme servisiranja dolga podjetij v Sloveniji od leta 2011 zmanjšuje. Plačilo glavnice in obresti se je v letu 2014 zaradi razdolževanja podjetij in upadanja obrestnih mer zmanjšalo za 8 %.

Slika 9: Primerjava obrestnih mer v izbranih državah EMU (v %)



Vir: UMAR, *Ekonomski izzivi 2014*, 2014, str. 12.

2.2 Analiza zadolženosti podjetja

V današnjem svetu je večina podjetij zadolženih, saj podjetniška teorija pravi, da je najdražji vir financiranja podjetja lastniški kapital. Da podjetja zagotovijo višjo donosnost na lastniški kapital (in tako zadovoljijo lastnike), se zadolžijo. Z zadolžitvijo se poveča finančni vzvod podjetja in sorazmerno z vzvodom se povečata tako zadolženost, kot tudi tveganost podjetja. Po določeni stopnji zadolženosti podjetja se cena dodatnega zadolževanja prične povečevati, ker se povečuje tveganje finančne stiske podjetja zaradi višjega finančnega vzvoda (Jože Kaligaro, Predavanje: Poslovno in finančno prestrukturiranje podjetja). Podjetja, katerih finančni vzvod presega omenjeno mejo, uvrščamo med prezadolžena podjetja. UMAR in Banka Slovenije mednje uvrščata podjetja, ki imajo finančni dolg petkrat večji kot EBITDA oziroma imajo negativen EBITDA. Pomemben pokazatelj (pre)zadolženosti podjetja je tudi njegova bilanca stanja iz katere lahko izračunamo številne kazalnike solventnosti (sposobnost podjetja poravnati svoje dolge ob dospelosti).

Poznamo dve vrsti plačilne sposobnosti podjetij – kratkoročno in dolgoročno. Kratkoročno pogosteje označimo kot likvidnost (zmožnost podjetja poplačati obveznosti v primeru likvidacije). Dolgoročno plačilno sposobnost podjetja označimo kot solventnost (zmožnost podjetja poplačati obveznosti ob njihovi zapadlosti). Za likvidnost podjetja je pomembno, da ima na razpolago zadostna denarna sredstva za poplačilo zapadlih obveznosti, medtem ko je solventnost podjetja odvisna od vrednosti njegovih sredstev in višine obveznosti.

2.2.1 Kazalniki likvidnosti in solventnosti podjetja

Lahko se zgodi, da podjetje, ki je dejansko insolventno lahko poravna zapadle obveznosti (je tehnično solventno) oziroma obratno, da je podjetje lahko tehnično solventno, vendar ne more poravnati tekočih obveznosti (Filipič & Mlinarič, 1999, str. 64). V nadaljevanju so predstavljene enačbe (1–13) za izračun najpogostejših kazalnikov likvidnosti ter zadolženosti podjetja in tudi izračun njihovih vrednosti za podjetje Ritem d.d. (v nadaljevanju Ritem) za obdobje 2007–2015.

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (1)$$

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{denarna sreds.} + \text{kratkoročne terjatve} + \text{kratkor. fin. naložbe}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (2)$$

$$\text{Koeficient gotovinske likvidnosti} = \frac{\text{denarna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (3)$$

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{denarna sredstva} + \text{kratkoročne finančne naložbe}}{\text{kratkoročne obveznosti} - \text{pasivne časovne razmejitve}} \quad (4)$$

$$\text{Koeficient splošne likvidnosti} = \frac{\text{kratkoročna sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti}}{\text{EBITDA}} \quad (5)$$

$$\text{Finančni vzvod} = \frac{\text{dolg. fin. obv.} + \text{kratkoročne fin. obv.}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (6)$$

$$\text{Stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (7)$$

$$\text{Stopnja dolžniškosti financiranja} = \frac{\text{finančne in poslovne obveznosti}}{\text{celotna sredstva}} \quad (8)$$

$$\text{Stopnja dolg. fin.} = \frac{\text{kapital} + \text{dolg. obveznosti} + \text{rezervacije} + \text{dolg. pas. čas. raz.}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (9)$$

$$\text{Stopnja kratkor. financiranja} = \frac{\text{kratkor. obvezn.} + \text{pasivne časovne razmejitve}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (10)$$

$$\text{Dolg v EBITDA} = \frac{\text{dolg. fin. obv.} + \text{kratkoročne fin. obv.}}{\text{EBITDA}} \quad (11)$$

$$\text{Neto dolg v EBITDA} = \frac{\text{dolg. fin. obv.} + \text{kratkoročne fin. obv.} - \text{denarna sredstva}}{\text{EBITDA}} \quad (12)$$

$$\text{Pokritje obresti} = \frac{\text{strošek obresti}}{\text{EBIT}} \quad (13)$$

Vir: Slovenski računovodski standardi 2006 (SRS 2006), Ur. l. RS št. 94/2014, 2014.

Tabela 5: Preračun kazalnikov za podjetje Ritem za obdobje 2009–2015

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kratkoročni koeficient	1,15	1,62	0,85	1,2	1,17	0,84	0,32	1,02	1,36
Pospešeni koeficient	0,89	1,3	0,7	1,07	1,04	0,73	0,25	0,72	1,02
Koeficient gotovinske likvidnosti	0,07	0,07	0,03	0,00	0,01	0,01	0,00	0,12	0,20
Hitri koeficient	0,09	0,3	0,14	0,16	0,15	0,12	0,03	0,15	0,28
Koeficient splošne likvidnosti	0,55	1,61	-0,81	1,57	1,59	-1,41	-8,29	0,04	0,78
Finančni vzvod	0,25	0,25	0,26	0,32	0,35	0,41	0,62	0,46	0,40
Stopnja lastniškosti financiranja	0,42	0,45	0,47	0,4	0,36	0,29	n.a.	0,2	0,22
Stopnja dolžniškosti financiranja	0,54	0,38	0,48	0,55	0,6	0,67	0,94	0,71	0,66
Stopnja dolgoročnosti financiranja	0,46	0,5	0,56	0,59	0,6	0,46	0,08	0,68	0,64
Stopnja kratkoročnosti financiranja	0,38	0,34	0,44	0,41	0,4	0,54	0,92	0,32	0,36
Dolg v EBITDA	2,32	1,95	3,21	6,07	8,43	6,82	8,40	4,58	3,10
Neto dolg v EBITDA	2,07	1,76	3,05	6,03	8,31	6,73	8,38	4,23	2,68
Pokritje obresti	0,51	0,09	0,26	0,92	1,86	1,23	n.a.	1,00	0,27

Gornja tabela prikazuje gibanje posameznega koeficienta v obdobju 2007–2015 in s tem tudi razvoj krize v podjetju Ritem. Kot je razvidno iz grafične analize kazalnikov zadolženosti in likvidnosti v gornji tabeli, se je kriza v podjetju pričela poglobljati v letih 2009 in 2010, medtem ko je dno dosegla v letu 2013. V tem letu je vodenje podjetja

prevzela nova vodstvena ekipa, ki je opravila številne slabitve in odpise, kar se je poznalo na slabši bilanci stanja; v pripravi pa je še vedno bil program prestrukturiranja posojil. Ta je bil sprejet v letu 2014 in je med drugim obsegal tudi konverzijo dela finančnih obveznosti družbe v kapital in spremembo ročnosti posojil. Največje izboljšanje je bilo doseženo pri zagotavljanju likvidnosti družbe, saj so banke posojila preoblikovala v dolgoročna, medtem ko so kazalniki zadolženosti ostali na razmeroma visokih nivojih. V letu 2015 je podjetju uspelo narediti preobrat, saj je vidno opazno okrevanje in izboljšanje kazalnikov likvidnosti in tudi zadolženosti podjetja.

Podjetja, ki delujejo v različnih panogah, imajo različne potrebe po financiranju svojega poslovanja. To je odvisno predvsem od učinkovitosti izrabe sredstev v posamezni panogi oziroma po potrebi v vlaganja v sredstva podjetja. Podjetja v industrijski panogi ali v turizmu na primer potrebujejo mnogo višja osnovna sredstva in dosegajo nižjo donosnost celotnih sredstev (angl. *Return on Assets* – ROA) kot podjetja v farmacevtski panogi ali panogi informacijske tehnologije. Posledično je potrebno za izoblikovanje pravilne slike o poslovanju podjetja kazalnike posameznega podjetja primerjati s kazalniki primerljivih podjetij.

Kljub ugotovitvi, da se ustreznost finančnega vzvoda med podjetji v različnih panogah razlikuje, so se vseeno oblikovala določena pravila financiranja podjetij. Delimo jih na pravila vodoravne finančne strukture ter navpične finančne strukture. Prva se osredotočajo na razmerja med sredstvi in obveznostmi podjetja in poudarjajo pomembnost financiranja dolgoročnih sredstev podjetja z dolgoročnimi viri ter kratkoročnih sredstev s kratkoročnimi viri. Tem pravilom sledi tudi večina kazalnikov solventnosti podjetja (angl. *current ratio*, *quick ratio*, *cash ratio*). Na drugi strani se pravila navpične finančne strukture opredeljujejo kot razmerja med lastnimi in tujimi viri podjetja. Ta pravila opredeljujejo ustrezen delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih podjetja (Filipič & Mlinarič, 1999).

Poleg kazalnikov, ki pokažejo stanje zadolženosti v podjetju, so se v preteklosti številni strokovnjaki trudili razviti model, ki bi na osnovi tovrstnih kazalnikov z določeno verjetnostjo lahko napovedovali tveganje, da bi podjetje v prihodnje zašlo v finančne težave. Kot rezultat njihovih prizadevanj so nastali Altmanov z-score model (angl. *multivariate credit scoring model*), Bleirova MDA metoda, Conanov-Holderjev model in podobni. Ker vsi modeli temeljijo na preteklih kvantitativnih podatkih, se nikoli ne izkažejo kot najbolj zanesljivi in so se uveljavili bolj kot klasifikacijski postopek in ne prognostični (Dubrovski, 2011, str. 65).

2.2.2 Altmanov model

Altmanov model temelji na petih različno ponderiranih kazalcih in je bil sestavljen na podlagi podatkov 66 podjetij izmed katerih jih je 33 šlo v stečaj. Model je bil prvotno namenjen za proizvodnim podjetjem, kasneje pa ga je prilagodil tudi neproizvodnim podjetjem. Slednji je bil v osnovi enak, le da je prilagodil ponderje ter izključil zadnjo

komponento (prihodki/celotna sredstva), s čimer je izključil vpliv višjih sredstev pri proizvodnih podjetjih. Za podjetja, ki ne kotirajo na borzi, je enačbo priredil z drugačnimi ponderji; namesto tržne vrednosti podjetja je uporabil knjigovodsko vrednost kapitala.

V nadaljevanju je predstavljena enačba za izračun Altmanovega modela ter preračun za primer podjetja Ritem za obdobje 2007–2015.

$$z = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 1,0 x_5 \quad (14)$$

$$\text{netržna podjetja: } z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,017 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

$$X_1 = \text{obratni kapital} / \text{celotna sredstva}$$

$$X_2 = \text{zadržani dobiček} / \text{celotna sredstva}$$

$$X_3 = \text{dobiček iz poslovanja} / \text{celotna sredstva}$$

$$X_4 = \text{tržna vrednost podjetja (knjigovodska vrednost kapitala)} / \text{obveznosti podjetja}$$

$$X_5 = \text{prodaja} / \text{celotna sredstva}$$

Vir: *InvestingAnswers*, 2015.

Tabela 6: Izračun (netržnega) Altmanovega kazalnika za podjetje Ritem za obdobje 2007–2014

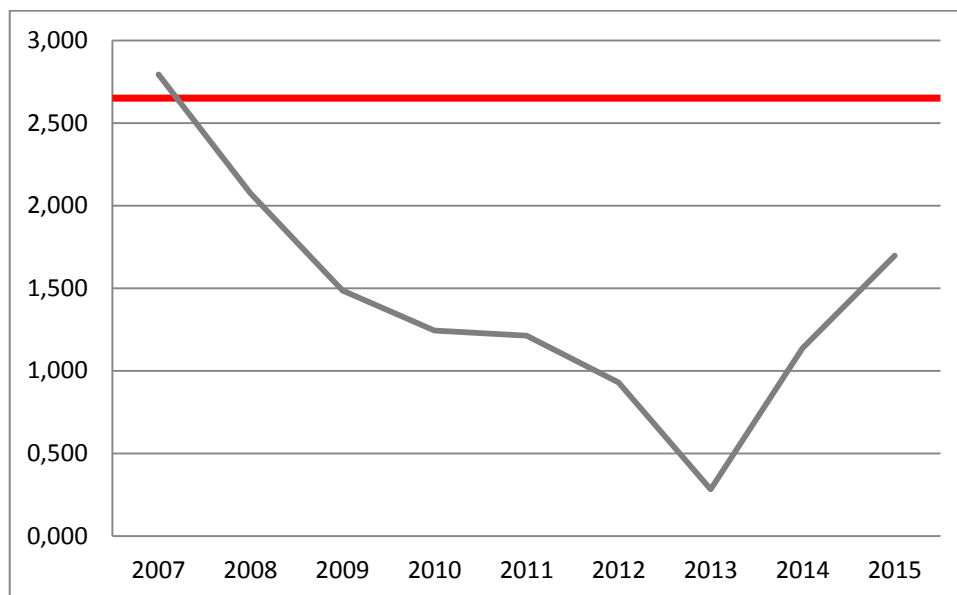
	x_1	x_2	x_3	x_4	x_5	z
2015	0,032	0,000	0,067	0,336	1,238	1,698
2014	-0,017	-0,130	0,023	0,282	1,075	1,138
2013	-0,628	0,000	-0,118	-0,010	1,095	0,282
2012	-0,149	0,000	0,015	0,432	0,811	0,931
2011	0,000	0,150	0,008	0,595	0,813	1,212
2010	0,013	0,155	0,029	0,725	0,714	1,244
2009	-0,117	0,167	0,030	0,970	0,933	1,485
2008	0,051	0,119	0,057	0,773	1,194	2,075
2007	0,128	0,089	0,070	1,195	1,568	2,795

Kadar je rezultat modela višji od 3, gre za finančno zdrava podjetja, pri katerih je nizka verjetnost težav. Pri rezultatih med 1,8 in 3 je tako imenovano »sivo območje«, kjer obstaja možnost, da bo podjetje v naslednjih dveh letih zašlo v težave, ni pa gotovo. Za podjetja, ki dosežejo rezultat pod 1,8, velja, da so visoko tvegana in je potrebno ob poslovanju z njimi biti še posebno previden. Meja med tveganim in uspešnim podjetjem je postavljena pri 2,675 (*Investing Answers*, 2015).

Kot je razvidno iz Slike 10, je imelo podjetje Ritem skozi celotno opazovano obdobje zelo nizek rezultat, kar je bilo posledica hitre rasti podjetja ter njegove visoke zadolženosti. Iz tabele je dobro razvidno, kako se je rezultat po izbruhu krize v podjetju hitro poslabšal ter dosegel dno v letu 2013, ko je imelo podjetje tudi najslabše rezultate. V letih 2014 in 2015 se je rezultat v primerjavi z letom 2013 vidno izboljšal, kar je posledica izpeljanega

finančnega prestrukturiranja podjetja; še vedno pa je podjetje po Altmanovih načelih razmeroma tvegano.

Slika 10: Gibanje Altmanovega koeficienta za podjetje Ritem v obdobju 2007–2015



2.2.3 Conan-Holderjev model

Conan-Holderjev model je bil zasnovan na podlagi diskriminacijske analize. Pri njegovi zasnovi sta avtorja opazovala 31 kazalnikov 190-ih malih in srednjih podjetij, katerih polovica je končala v stečaju. Izmed teh kazalnikov sta izbrala 5 najpomembnejših, ki sta jih združila v spodnjo enačbo. Višja vrednost koeficienta predstavlja nižje tveganje podjetja; »točka preloma« (ko je verjetnost stečaja nižja od 50 %) je pri vrednosti 0,07. Najpomembnejša razlika med Altmanovim in Conan-Holderjevim modelom je, da slednji ne razlikuje med zasebnimi in javnimi družbami (Mandru, Khashman, Carstea, David, & Partascu, 2010).

V nadaljevanju je predstavljena enačba za izračun Conan-Holderjevega modela ter preračun za primer podjetja Ritem za obdobje 2007-2015.

$$z = 0,24 x_1 + 0,22 x_2 + 0,16 x_3 - 0,87 x_4 - 0,10 x_5 \quad (15)$$

$$x_1 = \text{bruto marža} / \text{celotni dolg}$$

$$x_2 = \text{kapital} / \text{celotna sredstva}$$

$$x_3 = (\text{kratkoročna obratna sredstva} - \text{zaloge}) / \text{kratkoročne obveznosti}$$

$$x_4 = \text{finančni odhodki} / \text{prihodki}$$

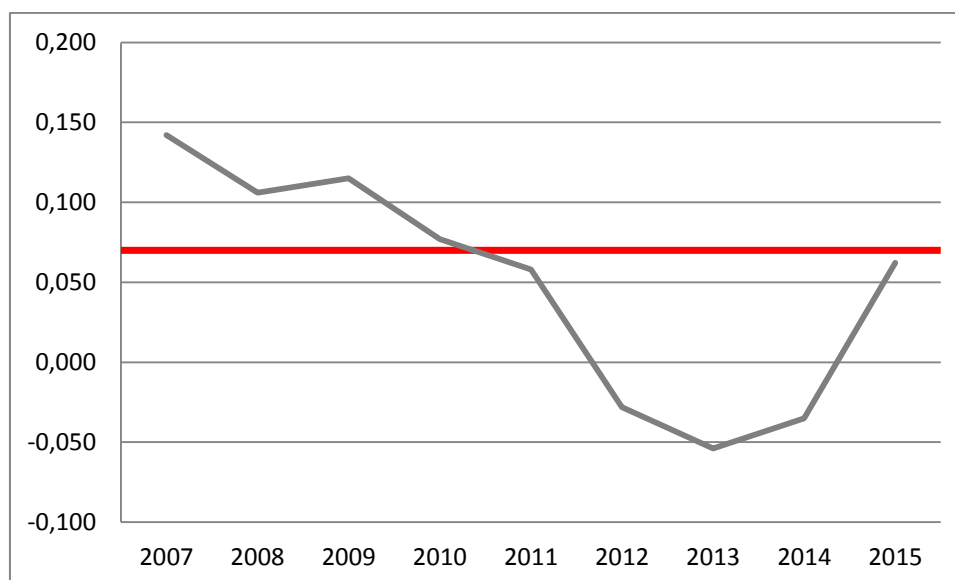
$$x_5 = \text{stroški dela} / \text{prihodki}$$

Vir: L. Mandru et al., *The Diagnosis of Bankruptcy Risk Using Score Function*, 2010.

Tabela 7: Izračun Conan-Holderjevega modela za podjetje Ritem za obdobje 2007–2015

	x1	x2	x3	x4	x5	z
2015	0,000	0,223	0,296	0,024	0,130	0,062
2014	0,000	0,201	0,217	0,113	0,157	-0,035
2013	0,000	-0,009	0,231	0,085	0,144	-0,054
2012	0,000	0,289	0,331	0,151	0,134	-0,028
2011	0,000	0,355	0,356	0,073	0,134	0,058
2010	0,000	0,402	0,373	0,063	0,166	0,077
2009	0,000	0,470	0,263	0,017	0,150	0,115
2008	0,000	0,417	0,331	0,031	0,116	0,106
2007	0,000	0,452	0,359	0,007	0,089	0,142

Slika 11: Gibanje Conan-Holderjevega koeficienta za podjetje Ritem v obdobju 2007–2014



Pregled rezultatov Conan-Holderjevega modela za podjetje Ritem odlično pokaže, kako so se poglobljale težave podjetja in se je posledično stopnjevala njegova tveganost. V primerjavi z Altmanovim vidimo, da je Conan-Holderjev model nekoliko manj strog, saj je podjetje Ritem uvrstil med tvegana podjetja šele leta 2011, ko je že izbruhnila kriza v podjetju in so se njegovi prihodki pomembno znižali. Kljub temu, da je Conan-Holderjev model v letu 2014 zaznal šibkejšo izboljšanje razmer v podjetju kot pa Altmanov model, se je v letu 2015 po Conan-Holderjevem modelu podjetje že povsem približalo »točki preloma«.

3 ŠTUDIJA PRIMERA – STRATEŠKO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA RITEM⁷

3.1 Kratka predstavitev podjetja

Podjetje Ritem ima dolgoletno tradicijo poslovanja in je s sodobnimi proizvodi prisotno na številnih mednarodnih trgih; na številnih je prisotno tudi z lastnimi predstavništvi. Podjetje se je leta 1993 preoblikovalo v delniško družbo, v kateri so lastništvo pridobili predvsem trenutni in nekdanji zaposleni ter institucionalni vlagatelji. Ustanovljena je bila tudi družba pooblaščenka, Ritem Investment d.d. (v nadaljevanju Ritem Investment), preko katere so zaposleni (predvsem vodstvo) podjetja postopoma povečevali svoj lastniški delež v podjetju.

Glavni produkt Ritma so gradbeni elementi, ki se uporabljajo pri zunanjih izolacijah stavb. Poleg tega družba proizvaja tudi jeklene konstrukcije in modularne enote. To jim omogoča, da lahko stranki ponudijo celovito storitev: od projektiranja do izvedbe, kar jih tudi diferencira od konkurence. Njihove produkte uporabljajo predvsem pri gradnji trgovskih, poslovnih, industrijskih in kulturnih zgradb. Pri tem nudijo projektiranje, konstrukcijske rešitve, proizvode za hitro in racionalno gradnjo z enostavnim dograjevanjem, ki omogočajo izvedbo naprednih arhitekturnih zamisli. Posledično je podjetje močno odvisno od razmer v gradbeni panogi; natančneje od razmer v industrijskem gradbeništvu, kjer je uporabljena večina njihovih proizvodov in storitev.

Skupino Ritem je pred prestrukturiranjem poleg matičnega podjetja sestavljalo še 22 hčerinskih prodajnih družb v 9 državah. Proizvodne enote so bile v Sloveniji (Ritem ter hčerinsko podjetje za izdelavo panelov), v Srbiji, Rusiji in Združenih Arabskih Emiratih, kjer so proizvajali kontejnerske enote za Ritem Investment.

Poslovno se je podjetje od začetka 90-ih let prejšnjega stoletja s tržnimi razmerami spopadalo predvsem z osredotočanjem na kakovost izdelkov ter učinkovitost poslovanja. Neprestane izboljšave in inovacije so ob prelomu tisočletja nadgradili še z internacionalizacijo poslovanja in povečevanjem obsega poslovanja. Mednarodna širitev poslovanja podjetja je bila izpeljana v smeri odpiranja novih predstavništev in gradnje novih proizvodnih kapacitet (v Rusiji, Srbiji ...).

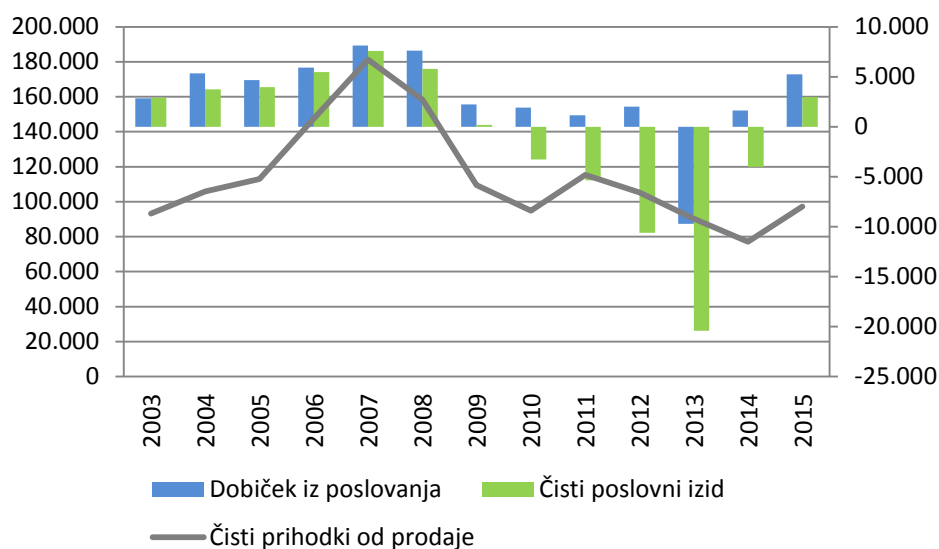
V postopku reorganizacije skupine so se v podjetju Ritem odločili za ukinitve proizvodne enote kontejnerjev v Združenih Arabskih Emiratih ter za prodajo proizvodne enote v Rusiji. Po končanem prestrukturiranju sta bili edini proizvodni enoti v Sloveniji in Srbiji. Prav tako se je družba odločila zapreti hčerinska podjetja v številnih drugih državah, saj bo po novi strategiji večina prodaje opravljena iz matičnega podjetja v Sloveniji ter preko

⁷ Z namenom zaščite ugleda podjetja je njegovo ime spremenjeno. Posledično tudi niso razkriti viri podatkov, ki so letna poročila ter novice v časopisu. Da je onemogočena identifikacija podjetja so spremenjeni tudi finančni podatki podjetja.

agentov. Po končani reorganizaciji skupine je Ritmu tako ostala zgolj ena proizvodna ter 6 prodajnih hčerinskih družb.

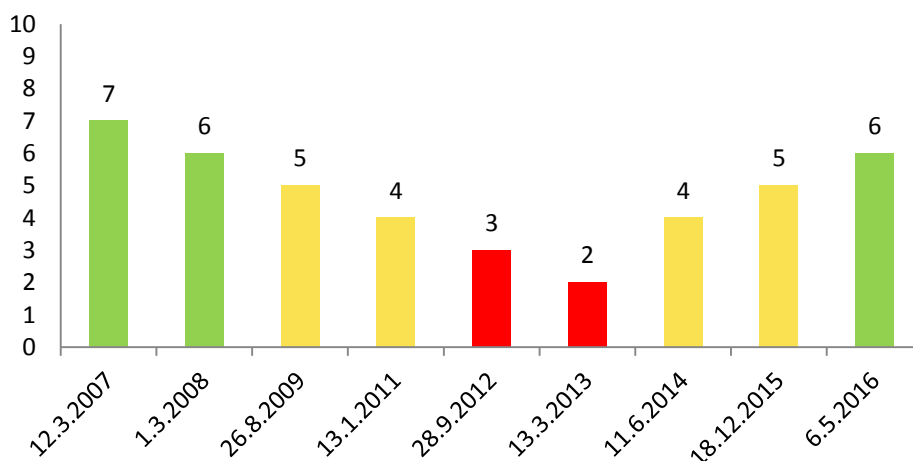
V obdobju pred globalno gospodarsko krizo (pred letom 2008), ki je prizadela predvsem gradbeni in finančni sektor, je podjetje Ritem raslo s povprečno 20 % letno stopnjo rasti, kar je razvidno tudi iz spodnje slike. Visoka rast je bila posledica konkurenčnih proizvodov, kot tudi širitve po globalnih trgih. Z izbruhom gospodarske krize se je povpraševanje po izdelkih podjetja Ritem močno zmanjšalo, znižala se je vrednost posameznih projektov; hkrati se je za trikrat podaljšal čas za pridobivanje poslov (Letno poročilo podjetja Ritem 2009). Posledica tega so bili prihodki v letu 2015 kljub rasti glede na leto 2014 zgolj rahlo višji kot leta 2003.

Slika 12: Poslovanje podjetja Ritem v obdobju 2003–2014 (v tisoč EUR)



Rezultat slabšega poslovanja in visokih izgub je bila povečana verjetnost stečaja podjetja. Ta se je odrazila tudi v zniževanju bonitetne ocene podjetja, zaradi katere se je Ritmu slabšal položaj pri iskanju virov sredstev. Zaradi slabega poslovanja in posledično nizke bonitetne ocene (glej Sliko 13) so namreč njihovi dobavitelji zahtevali dodatna jamstva v primerih prodaje na odprto (npr. bančne garancije) oziroma so zahtevali avansna plačila. To je vplivalo na obratni kapital podjetja, saj se je skrajšalo trajanje vezave obveznosti, zaradi česar je Ritem potreboval več denarnih sredstev za financiranje poslovnega cikla kot prej.

Slika 13: Gibanje bonitetne ocene podjetja Ritem



Vir: Coface Slovenija, Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«, 2016.

Bonitetna ocena podjetja Ritem se je po pričetku reševanja krize in dogovoru z bankami upnicami o reprogramu posojil začela postopno izboljševati. Spomladi 2016 se je tako njegova ocena na podlagi finančnih rezultatov za leto 2016 ponovno vrnila na 6, kar je po metodologiji bonitetnega poročila že ocena podjetij, ki ne kažejo bistvenih slabosti v poslovanju.

3.1.1 Ritem Investment

Zaradi pomembne vloge Ritma Investment pri poskusu managerskega prevzema ter posledičnega vpliva na zadolženost podjetja Ritem in izbruh krize v podjetju v nadaljevanju na kratko predstavljam tudi podjetje Ritem Investment in njegovo vlogo pri izbruhu krize v podjetju Ritem.

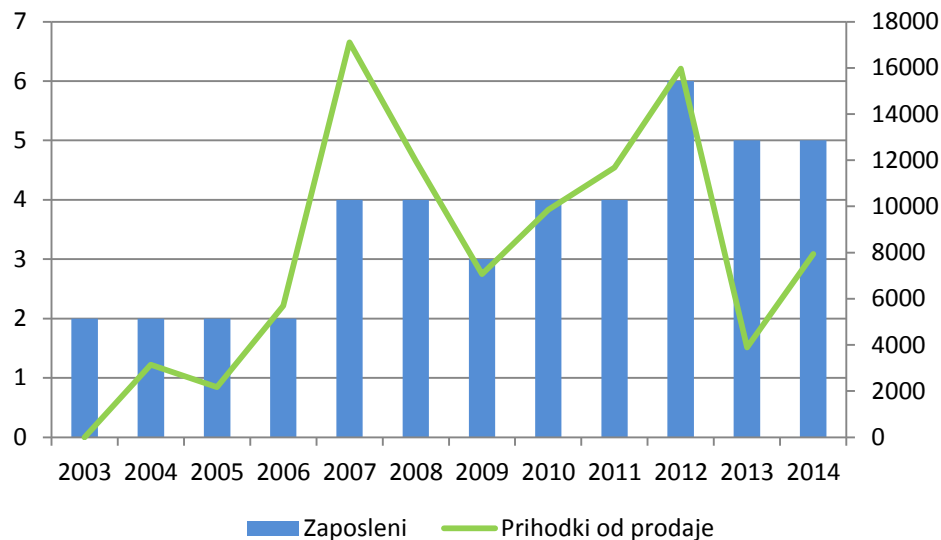
Podjetje Ritem Investment je bilo ustanovljeno kot družba pooblaščenka z namenom združiti notranje lastnike podjetja ter jim omogočiti enoten nastop pri upravljanju Ritma. Nanjo so tako zaposleni ter bivši zaposleni prenesli lastniške delnice, ki so jih prejeli ob privatizaciji podjetja v 90-ih letih.

V letu 2004 je vodstvo Ritma presodilo, da del njenih poslov (proizvodnja in prodaja modularnih enot) ne sodi v njegovo dolgoročno strateško usmeritev. Posledično je te posle preneslo na družbo pooblaščenko (Ritem Investment). S pomočjo teh poslov je nato Ritem Investment zagotavljal denarni tok za financiranje najetih posojil za delnice Ritem.

Kot je razvidno iz Slike 14, je imel Ritem Investment v prvih letih poslovanja zgolj dva zaposlena, njegovi prihodki od prodaje pa so se iz 0 v letu 2003 povečali na 3,1 mio EUR v letu 2004. Leta 2007 je 5 zaposlenih ustvarilo kar 17,1 mio EUR prihodkov od prodaje. Z ustvarjenim dobičkom ter dodatnim zadolževanjem je podjetje kupovalo delnice - tako lastne, s čimer se je povečal vpliv managementa Ritma v Ritmu Investment, kot tudi delnice

Ritma, s čimer se je povečeval delež družbe pooblaščenke v lastniški strukturi Ritma. Oba postopka nakupovanja delnic sta povzročila povečevanje vpliva managementa Ritma na njeno lastniško strukturo ter rast zadolženosti Ritma Investment.

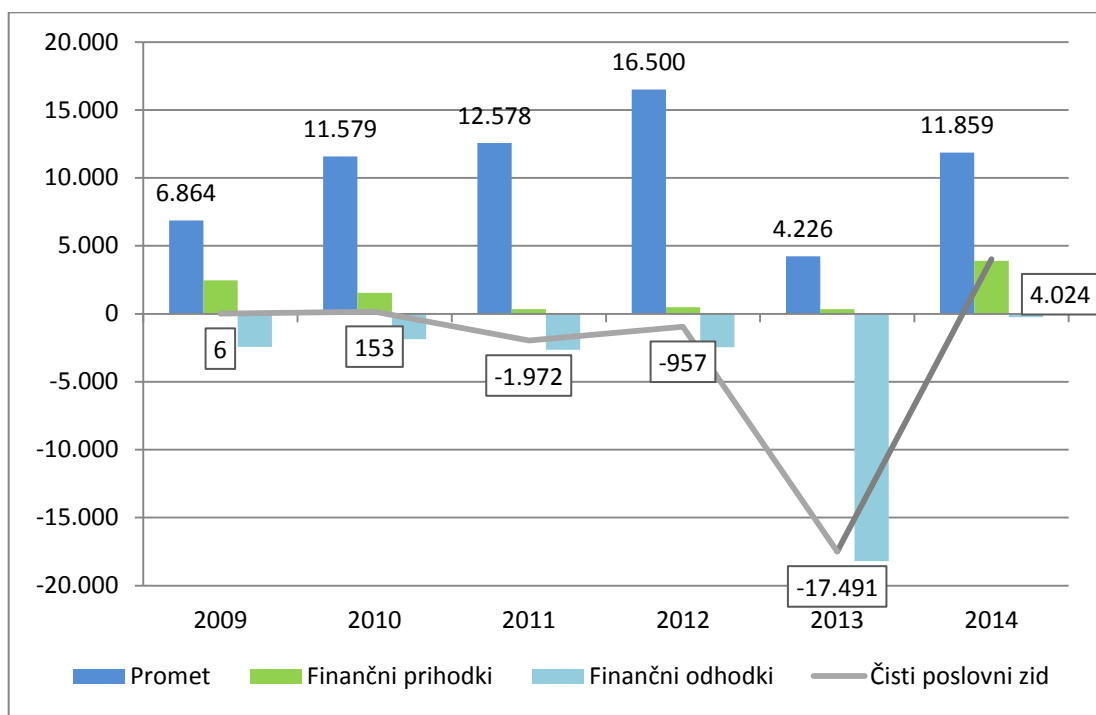
Slika 14: Gibanje števila zaposlenih ter prihodkov od prodaje (v tisoč EUR) v obdobju od leta 2003 do 2014



Na čisti poslovni izid Ritma Investment je močno vplival rezultat iz financiranja podjetja, ki je prikazan na Sliki 15. Čeprav so bili prihodki družbe v letu 2011 še vedno v močnem porastu in je družba v teh letih zabeležila dobiček iz poslovanja, je družba od leta 2011 naprej beležila negativen čisti poslovni izid. V letu 2013 so se razmere v družbi zaradi visokih finančnih obveznosti izredno zaostrole, zaradi česar so se drastično znižali prihodki iz poslovanja (družba ni bila solventna in je posledično izgubljala posle).

Na negativen čisti poslovni izid družbe so, kot že rečeno, vplivali nižji finančni prihodki. V letu 2008 in 2009 je imela družba razmeroma visoke prihodke iz deležev v Ritmu (dividende), ki pa so se leta 2010 zaradi težav v poslovanju Ritma končali. Posledično so Ritmu Investment upadli finančni prihodki, medtem ko so finančni odhodki ostali na visokih ravneh. V letu 2013 je moral Ritem Investment zaradi unovčenja zavarovanja s strani Prijazne banke in posledične zaplembe dela delnic podjetja Ritem prevrednotiti naložbo vanj. Zaradi tega je imel Ritem Investment visoke finančne odhodke in posledično izgubo, kar je pripeljalo do insolventnosti družbe.

Slika 15: Gibanje prihodkov ter dobička podjetja Ritem Investment (v tisoč EUR)



3.1.2 Finančna analiza

Kot je razvidno iz bilance stanja, ki je prikazana v tabeli 8, je imel Ritem največji obseg vrednosti sredstev konec leta 2011, ko je njihova vrednost znašala 129,9 mio EUR. Od konca leta 2007 do konca leta 2009 se je njihova vrednost povečala za 21 %. Ker je bilo podjetje v letih 2012 in 2013 prisiljeno pričeti z intenzivnim prestrukturiranjem podjetja ter zmanjševati finančne obveznosti, se je vrednost celotnih sredstev podjetja od leta 2012 naprej postopno krčila. Konec leta 2014 je bila tako vrednost celotnih sredstev podjetja v primerjavi s koncem leta 2011 nižja za 50 %, kar je pomenilo povprečno letno krčenje vrednosti celotnih sredstev podjetja z letno stopnjo rasti (CAGR) – 20 %. V letu 2015 se je zaradi preobrata v podjetju vrednost celotnih sredstev v primerjavi z letom 2014 ponovno nekoliko povečala, kar je bila posledica višje vrednosti zalog ter terjatev, medtem ko se je vrednost dolgoročnih sredstev še naprej zmanjševala. Na področju sredstev so se v celotnem obdobju najbolj skrčile finančne naložbe (za 92 %), kar je posledica prevrednotenja ter odpisov naložb, kot tudi črpanja notranjih likvidnostnih rezerv (kratkoročnih depozitov ...).

Neopredmetena sredstva so se konec leta 2015 nanašala predvsem na pravice do industrijske lastnine, ki jih je predstavljal patent za najdonosnejši in najperspektivnejši produkt. Vrednost opredmetenih osnovnih sredstev je konec leta 2015 znašala 31 mio EUR in se je od konca leta 2011 znižala za 39 %. Delno je bil razlog za znižanje vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev zastoj v investicijah v omenjenem obdobju, saj je imelo podjetje zaradi likvidnostnih težav zastoj na področju investicij, kot tudi zaradi prodaje določenih opredmetenih osnovnih sredstev z namenom zagotovitve likvidnosti podjetja. V

manjši meri je na znižanje vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev vplival tudi prenos ene nepremičnine med naložbene nepremičnine.

Tabela 8: Bilanca stanja podjetja Ritem na zadnji dan leta v obdobju 2009–2015 (v tisoč EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SREDSTVA	117.447	132.809	141.937	129.912	82.467	71.724	78.530
DOLGOROČNA SREDSTVA	73.507	68.117	77.402	72.263	56.304	49.887	47.681
Neopredmetena sredstva	313	3.744	1.832	2.063	1.712	9.378	8.449
Opredmetena osnov. sredstva	44.004	39.463	50.776	48.108	43.584	31.746	31.215
Naložbene nepremičnine	46	46	46	46	2.065	1.906	1.701
Dolgoročne finančne naložbe	27.578	23.342	21.905	16.591	6.138	3.075	2.699
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	25.252	23.342	21.905	14.290	6.138	3.075	2.597
Dolgoročna posojila	2.326	0	0	2.301	0	0	102
GIBLJIVA SREDSTVA	43.857	64.585	64.303	57.324	23.622	20.648	29.913
Zaloge	7.530	7.285	6.925	7.431	5.160	6.087	7.472
Kratkoročne finančne naložbe	5.581	7.844	7.144	7.155	1.943	190	101
Kratkor. fin. nal., razen posojil	394	394	394	394	362	185	9
Kratkoročna posojila	5.187	7.450	6.750	6.761	1.581	5	92
Kratkoročne poslovne terjatve	29.204	49.191	49.521	42.070	16.420	11.869	18.005
Denarna sredstva	1.542	265	713	668	99	2.502	4.336
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJ.	84	107	231	325	2.540	1.189	936
Zabilančna sredstva	77.822	92.771	105.403	94.438	87.568	80.175	67.859
OBVEZNOSTI DO VIROV SRED.	117.447	132.809	141.937	129.912	82.467	71.724	78.530
KAPITAL	55.151	53.402	50.421	37.562	-748	14.409	17.507
Osnovni kapital	5.174	5.174	5.174	5.174	5.174	20.847	10.424
Kapitalske rezerve	13.194	13.194	13.194	13.194	0	0	0
Rezerve iz dobička	10.679	10.679	10.679	7.326	0	0	92
Presežek iz prevrednotenja	3.721	3.126	5.502	11.868	8.657	6.913	6.446
Preneseni čisti poslovni izid	19.567	20.648	21.229	-15.872	0	-9.348	0
Čisti dobiček poslovnega leta	2.816	581	-5.357	-10.604	-14.579	-4.004	545
REZERVACIJE	4.915	4.261	4.382	3.743	3.470	3.772	2.752
FINANČNE IN POSLOVNE OBV.	56.851	73.654	84.672	86.980	77.860	51.014	52.043

Vir: Coface Slovenija, Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«, 2016.

Tabela 8: Bilanca stanja podjetja Ritem na zadnji dan leta v obdobju 2009–2015 (v tisoč EUR) (nad.)

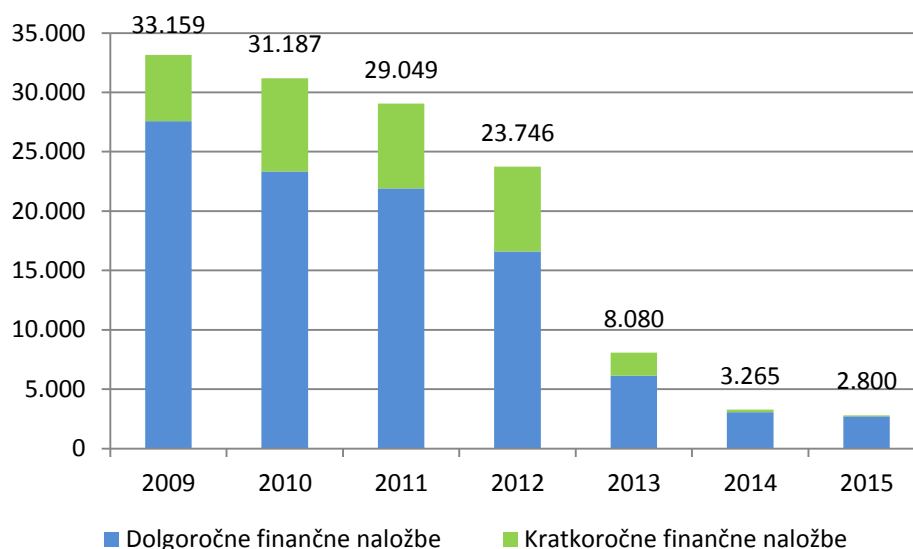
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	5.285	20.052	29.708	18.807	3.769	30.676	30.048
Dolgoročne finančne obveznosti	4.377	19.026	28.289	16.676	1.996	29.263	28.734
Dolgoročne poslovne obvezn.	0	258	37	37	0	0	0
Odložene obveznosti za davek	908	768	1.381	2.094	1.773	1.413	1.314
Kratkor. finanč. in poslov. obv.	51.566	53.602	54.965	68.173	74.091	20.339	21.995
Kratkoročne finančne obvezn.	26.317	23.494	21.143	35.940	49.105	3.797	2.661
Kratkoročne poslovne obvezn.	25.250	30.109	33.822	32.233	24.986	16.542	19.335
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	529	1.492	2.462	1.627	1.884	2.529	6.228
Zabilančne obveznosti	77.822	92.771	105.403	94.438	87.568	80.175	67.859

Vir: Coface Slovenija, Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«, 2016.

Medtem ko se je vrednost dolgoročnih sredstev v obdobju 2011–2015 znižala za 38 %, se je vrednost gibljivih sredstev znižala za kar 53 %. Njihova najpomembnejša postavka so kratkoročne poslovne terjatve, ki so konec leta 2015 predstavljale le še 23 % vrednosti celotnih sredstev (konec leta 2010 pa kar 37 %). Njihova vrednost se je od konca leta 2010 znižala za 63 % oziroma za 31 mio EUR. Kljub pričakovanju, da bi bili glavni razlog za znižanje vrednosti terjatev nižji prihodki od prodaje, to ni tako. Delež terjatev v prihodkih od prodaje se je namreč od leta 2010 neprestano zniževal od 47 % do 15 % leta 2014. Resničen razlog za znižanje vrednosti terjatev je bil popravek terjatev do družb v skupini. Kljub bistvenemu izboljšanju procesa izterjave ter unovčevanja terjatev je imela družba konec leta 2014 še vedno okrog 17 % vseh terjatev, ki so zamujale 30 dni ali več.

Medtem ko se je v obdobju 2009–2015 vrednost celotnih sredstev znižala za 33 %, se je vrednost finančnih naložb znižala kar za 92 % in tako zelo pomembno vplivala na krizo v podjetju. Kot je razvidno iz Slike 16, se je vrednost finančnih naložb najpomembneje znižala v letu 2013: kar za 66 % oziroma za 15,6 mio EUR. Razlog za tako pomemben upad vrednosti finančnih naložb je bil v pričetem postopku prestrukturiranja podjetja, ki je zahtevalo tudi prevrednotenje naložb ter posledično slabitev vrednosti hčerinskih podjetij ter posojil, ki so jim bila dana. Poleg tega je bila družba v letu 2013 prisiljena dokončno odpisati naložbo v delnice Prijazne banke, katero je delno slabila že v letu 2012 (5 mio EUR).

Slika 16: Gibanje vrednosti finančnih naložb v obdobju 2009–2015 (v tisoč EUR)



Hiter upad vrednosti celotnih sredstev (predvsem zaradi znižanja vrednosti finančnih naložb in poslovnih terjatev) se je najočitneje izrazil v gibanju kapitala družbe. Ta se je močno znižal in po odpisih v letu 2013 postal negativen (vrednost obveznosti je presegala vrednost celotnih sredstev družbe). Po uspešno zaključenih pogajanjih z bankami upnicami, ko so te konvertirale del finančnih obveznosti v kapital podjetja, je imela družba konec leta 2014 ponovno pozitiven kapital, vendar je bil njegov delež v celotnih sredstvih podjetja še vedno nižji kot v preteklosti (20 % celotne vrednosti sredstev, medtem ko je konec leta 2009 kapital predstavljal še 47 % celotne vrednosti sredstev podjetja).

Posledica hitre rasti podjetja ter prikritega managerskega odkupa je bila naraščajoča zadolženost podjetja. Nanjo so poleg vsega vplivale tudi makroekonomske razmere, saj je bilo zaradi ugodnih razmer na voljo veliko dolžniškega kapitala pod ugodnimi pogoji, zaradi visokih rasti podjetij, nihče pa ni pričakoval, da bi ta kdaj imela težavo z vračanjem omenjenih posojil. Kot preostala podjetja na trgu se je tudi Ritem v pomembni meri zadolževal predvsem s kratkoročnimi posojili.

Vrednost finančnih obveznosti je bila najvišja konec leta 2012, ko je znašala 54,7 mio EUR oziroma 73 % več kot konec leta 2009. Na rast finančnih obveznosti je pomembno vplivala predčasna prekinitvev posla z izvedenimi finančnimi inštrumenti (11,4 mio EUR), medtem ko se je v preostalih letih zadolženost povečevala zaradi financiranja poslovanja ter servisiranja posojil.

Medtem ko imajo proizvodna podjetja običajno dokaj stabilen obratni kapital, je obratni kapital podjetja Ritem precej nihal. Ker se lahko prihodki podjetja med leti spreminjajo in pomembno vplivajo na višino obratnega kapitala, je obratni kapital predstavljen kot delež v prihodkih od prodaje. V primeru podjetja Ritem je prihajalo do močnih nihanj tudi v tem primeru. Najpomembnejši postavki obratnega kapitala sta kratkoročne poslovne terjatve ter

kratkoročne poslovne obveznosti. Medtem ko so bile kratkoročne poslovne obveznosti v opazovanem obdobju razmeroma stabilne (gledano kot delež v prihodkih od prodaje), se je vrednost poslovnih terjatev sprva povečevala, od leta 2011 pa je pričela postopoma upadati. Podrobnejša analiza o nihanju poslovnih terjatev je bila narejena že pri analizi gibanja sredstev.

V tabeli 9 je prikazan izkaz poslovnega izida podjetja Ritem za obdobje 2009–2015. Iz nje je razvidno, da so bili prihodki od prodaje podjetja v opazovanem obdobju najvišji leta 2011, ko so znašali 115 mio EUR. Pred krizo leta 2007 so prihodki od prodaje znašali kar 181 mio EUR. V obdobju 2007–2015 so se prihodki povprečno zniževali za 7 % letno. V letu 2015 so bili že vidni znaki okrevanja podjetja tudi v obliki visoke rasti prihodkov (+26 % v primerjavi z letom 2014), sicer bi bila povprečna rast prihodkov v opazovanem obdobju še nižja.

Tabela 9: Izkaz poslovnega izida podjetja Ritem v obdobju 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čisti prihodki od prodaje	109.543	94.801	115.346	105.319	90.262	77.128	97.217
Sprememba vrednosti zalog	-2.913	-579	50	35	-839	68	375
Usredstveni lastni proizvodi	1.374	3.577	931	474	6	2	161
Drugi poslovni prihodki	2.921	6.060	1.946	1.703	1.369	3.067	1.298
Stroški blaga, materiala in storitev	84.227	80.178	96.028	85.057	71.104	59.799	75.512
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	51.047	53.040	66.203	60.578	50.600	41.354	54.392
Stroški storitev	33.181	27.139	29.824	24.479	20.504	18.445	21.121
Stroški dela	16.447	15.773	15.510	14.086	12.995	12.136	12.647
Odpisi vrednosti	6.066	3.207	4.705	5.707	15.815	5.591	4.886
Amortizacija	5.092	2.668	3.134	3.279	2.970	2.564	2.354
Prevrednotovalni poslovni odhodki	974	539	1.570	2.427	12.846	3.027	2.532
Drugi poslovni odhodki	682	899	876	673	612	1.113	776
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	3.501	3.802	1.157	2.009	-9.729	1.626	5.229
Finančni prihodki	1.725	2.436	1.801	1.638	799	1.939	283
Finančni prihodki iz deležev	429	1.420	246	977	3	48	22
Finančni prihodki iz danih posojil	303	244	526	467	667	1.728	60
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	994	772	1.029	193	129	164	201

Vir: Coface Slovenija, Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«, 2016.

Tabela 9: Izkaz poslovnega izida podjetja Ritem v obdobju 2009–2015 (nad.)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finančni odhodki	1.914	5.967	8.366	15.921	7.712	8.696	2.369
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0	475	1.699	8.482	4.834	6.767	708
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	897	3.506	2.158	2.478	2.008	1.628	1.407
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	1.017	1.987	4.510	4.961	871	300	254
Drugi prihodki	334	450	202	624	23	6	12
Drugi odhodki	101	96	1.471	43	103	187	187
Davek iz dobička	770	0	0	0	0	247	0
Odloženi davek	-41	44	-1.320	-1.091	3.690	-1.555	140
ČISTI DOBIČEK	2.816	580	-5.357	-10.604	-20.413	-4.004	3.109

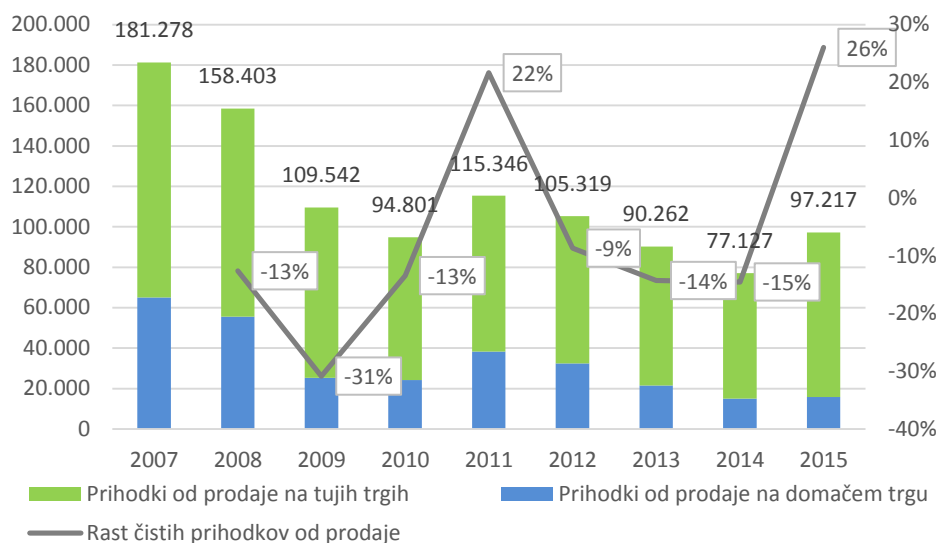
Vir: Coface Slovenija, Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«, 2016.

Največji padec prihodkov od prodaje se je zgodil v letu 2009, ko so se prihodki od prodaje na domačem trgu znižali za kar 55 %. To je bil odraz razmer v slovenski panogi gradbeništva, saj so v tem letu propadla številna gradbena podjetja zaradi popolnega zastoja investicij v gradbeništvu. Neugodne razmere na domačem trgu so tudi pomembno vplivale na negativno rast prihodkov od prodaje, saj je domača prodaja leta 2007 predstavljala 36 % celotne prodaje podjetja; v letu 2015 pa je predstavljala le še 16 %. Edino leto, ko je družbi uspelo izboljšati prihodke od prodaje na domačem trgu, je bilo leto 2011, ko so ti zabeležili kar 5 % rast, kar je ob 9 % rasti prihodkov na tujih trgih prispevalo k 22 % skoku celotnih prihodkov od prodaje. Razlog za relativno uspešnejšo prodajo v tem letu je bil predvsem v uspešno zaključenih projektih, ki so se začeli že pred krizo. Slika 17 prikazuje gibanje čistih prihodkov od prodaje v obdobju 2007–2015 ter njihova sestava glede na prihodke ustvarjene na domačem in tujem trgu.

Najpomembnejša postavka na strani poslovnih odhodkov so bili v celotnem obdobju stroški blaga, materiala in storitev. Njihov delež v prihodkih od prodaje je bil skozi celotno obdobje 2009–2015 razmeroma stabilen, medtem ko se je znotraj njih postopoma povečeval delež nabavne vrednosti prodanega blaga in porabljenega materiala ter zmanjševal delež stroškov storitev. To je bila posledica dejstva, da je družba čedalje več prihodkov ustvarjala s prodajo trgovskega blaga in čedalje manj z inženiringom.

Z izjemo leta 2013 je imel Ritem vedno pozitiven rezultat iz poslovanja. Razlog za visoko izgubo iz poslovanja v letu 2013 so bili odpisi na strani obratnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev v skupni višini 12,8 mio EUR, medtem ko je bilo povprečje tovrstnih odpisov v preostalih letih 1,6 mio EUR.

Slika 17: Gibanje čistih prihodkov od prodaje v obdobju 2007–2015 (v tisoč EUR)

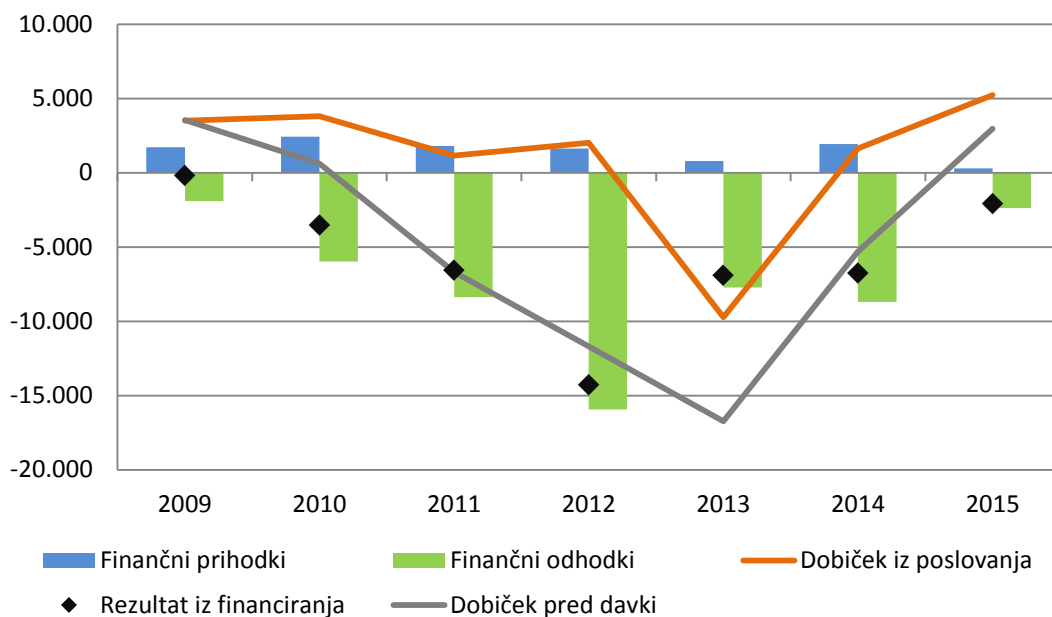


Marža iz poslovanja Ritma je bila z izjemo leta 2013 dokaj stabilna; gibala se je okrog 2 %. Kljub dejstvu da gre za proizvodno podjetje, je to dokaj nizka marža, saj je v obdobju pred krizo (leta 2007) ta znašala dobre 4 %.

V obdobju pred izbruhom krize je imelo podjetje razmeroma uravnotežene finančne prihodke in odhodke, tako da rezultat iz financiranja ni pomembneje vplival na čisti poslovni izid. Od leta 2010 naprej se podjetju bistveno povečujejo finančni odhodki, kar je posledica negativnih tečajnih razlik, ki izhajajo iz najetih posojil v švicarskih frankih. V letu 2012 je družba zaključila posel z izvedenimi finančnimi instrumenti in tujimi valutami. Poleg tega je imelo podjetje v tem letu dodatno še finančne odhodke iz naslova odpisa finančnih naložb, ki so negativno vplivali na rezultat iz financiranja tudi v letih 2013 in 2014. V letu 2015 so se podjetju finančni prihodki bistveno skrčili zaradi prestrukturiranja skupine ter odprave posojil do povezanih družb. Ker je družba opravila obsežne odpise že v obdobju 2012–2014, so se v letu 2015 finančni odhodki v veliki meri nanašali na odhodke iz financiranja (obresti za posojila), ki so se zaradi prestrukturiranja posojil in ugodnejše obrestne mere prav tako nekoliko znižali.

Na čisti poslovni izid podjetja najpomembneje vplivata rezultat iz poslovanja ter rezultat iz financiranja. S prikazom na Sliki 18 lahko vidimo, v kolikšni meri je bilo negativno poslovanje podjetja posledica izgube iz poslovanja (v letu 2013) in kakšen vpliv je imel negativen rezultat iz financiranja. V obdobju 2010–2014, ko je družba imela najslabši rezultat iz financiranja, tega Ritem ne bi mogel pokrivati niti z dobičkom iz poslovanja v letih 2009 in 2010.

Slika 18: Gibanje finančnih prihodkov ter odhodkov in vpliv rezultata iz financiranja na čisti poslovni izid (v tisoč EUR)



Pod črto je družba poslovala negativno med leti 2011 in 2014. Izguba je bila najvišja v letu 2013, ko je znašala več kot 20 mio EUR. V vseh letih je bila izguba predvsem posledica visokih finančnih odhodkov in v letu 2013 še dodatno zaradi prevrednotenja obratnih in osnovnih sredstev. V letu 2015 je družba ponovno poslovala pozitivno, k čemur je pomembno prispeval višji dobiček iz poslovanja (višji obseg poslovanja, prodaja izdelkov in storitev z višjo dodano vrednostjo, stroškovna optimizacija poslovanja ...) in ugodnejši rezultat iz financiranja.

3.2 Analiza dejavnikov, ki so povzročili krizo v podjetju

Kot v večini primerov, ko izbruhne kriza v podjetju in je potrebno reševanje, je tudi v primeru podjetja Ritem prišlo do izbruha več kriz oziroma težav hkrati. V primeru Ritma so se skoraj hkratio pojavile kar štiri večje krize, zaradi česar se podjetje ni moglo več samostojno boriti z njimi, pač pa so bili vodstvo, lastniki in upniki prisiljeni k sprejemu drastičnih ukrepov, s pomočjo katerih so sanirali podjetje ter ga pripravili za prodajo.

Pri analizi krize v podjetju Ritem sem identificiral štiri pomembnejše težave, za katere sklepam, da so imele največji vpliv na izbruh in globino krize v podjetju. V nadaljevanju se bom posvetil njihovi podrobni analizi, analizi njihovega vpliva na poslovanje podjetja ter korakom, kako so te težave odpravili:

- gospodarska kriza, upad gradbeništva in posledično prodaje;
- managerski prevzem in visoka zadolženost;
- neobvladovanje hčerinskih družb v tujini;

- špekulativni finančni posli ter slabe finančne naložbe.

Z izjemo prve težave so bile preostale težave posledica neustreznega vodenja podjetja in napačnih poslovnih odločitev. Medtem ko so se posledice gospodarske krize in posledično nižjih prihodkov družbe odrazile predvsem v visokem padcu prihodkov od prodaje ter izgubi iz poslovanja podjetja, se je zaradi managerskega prevzema ter zgrešenih finančnih naložb predvsem poslabšala struktura financiranja podjetja ter povečal finančni dolg.

3.2.1 Gospodarska kriza

Največji in najmočnejši udarec je podjetju Ritem zadala globalna gospodarska kriza. Ta je imela najmočnejši vpliv na gradbeni in finančni sektor, ki pa sta oba zelo pomembna deležnika v primeru podjetja Ritem. Podjetje namreč ustvari večino prihodkov s proizvodnjo in prodajo materialov za zunanjo izolacijo zgradb, jeklenih konstrukcij in modularnih enot, po katerih pa se je povpraševanje močno skrčilo z drastičnim upadom investicij v gradbeni sektor. Vpliv gospodarske krize je podjetje prizadel na dveh področjih:

- upad prometa in dobička zaradi nižjega povpraševanja po izdelkih;
- banke zaradi finančne krize niso bile pripravljene reprogramirati obstoječih posojil ter odobriti novih virov financiranja brez obsežnejšega prestrukturiranja podjetja.

Skupina Ritem je močno vpeta v panogo gradbeništva, saj večino prihodkov ustvari s prodajo proizvodov in rešitev pri gradnji zgradb. Ker se je z izbruhom gospodarske krize globalno povpraševanje po izdelkih in storitvah bistveno skrčilo, so podjetja, ki so ciljna publika Ritma, ukinita svoje investicije v širitve, zaradi česar se je med drugim zmanjšalo povpraševanje po izdelkih in storitvah Ritma. To se je odrazilo v padcu izkoriščenosti proizvodnih kapacitet podjetja in padcu prihodkov. Medtem ko je skupina Ritem pred izbruhom krize hitro rasla (s povprečno letno stopnjo rasti 20 %) in se razvijala, so se njeni prihodki po izbruhu krize drastično znižali ter bili v letu 2014, ko so dosegli najnižjo točko, že kar 57 %⁸ nižji kot v letu 2007.

S padcem prodaje je podjetje pričelo zniževati cene izdelkom ter storitvam ter si tako prizadevalo pridobiti nove kupce in povečati obseg prodaje. Poleg cenovnih pritiskov na trgu so kupci pričeli zahtevati tudi ugodnejše plačilne pogoje, kar je povečalo terjatve do kupcev in potrebe po obratnem kapitalu. Zaradi tega je podjetje potrebovalo več denarnih sredstev za financiranje poslovanja, ki pa jih je le s težavo pridobivalo na trgu.

Ritem so prizadele tudi težave podjetij, ki so se ukvarjala z gradbeništvom, saj jih je upad aktivnosti na področju gradbeništva prizadel še huje kot Ritem. Zaradi tega so na slovenskem trgu, ki je kljub mednarodni širitvi Ritma predstavljal več kot 20 % celotne

⁸ Na padec prihodkov v obdobju po izbruhu gospodarske krize so vplivali tudi drugi dejavniki, ki so povzročili krizo v podjetju – slaba likvidnost, nezmožnost pridobiti bančne garancije za dobro izvedbo posla ...

prodaje, propadla številna velika gradbena podjetja. Poleg izgube dolgoletnih poslovnih partnerjev je to Ritem prizadelo tudi zato, ker je do teh podjetij imel visoko izpostavljenost v smislu terjatev. Zaradi njihovega propada je moral Ritem te terjatve odpisati, kar je še povečalo izgubo podjetja ter posledično oslabilo kapital družbe.

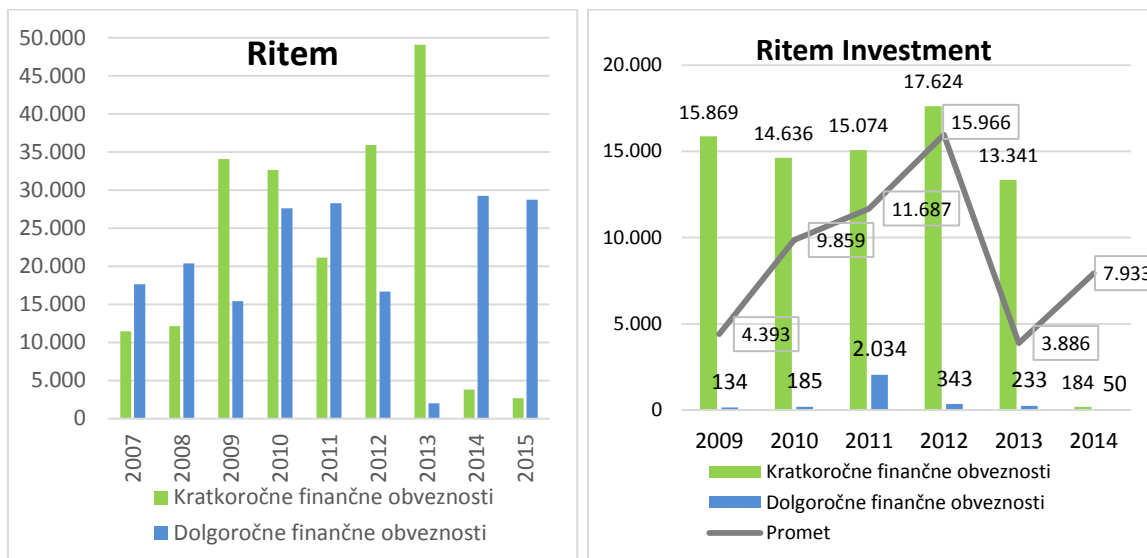
Negativen vpliv na financiranje poslovanja in obratni kapital je imelo tudi (ne)zaupanje dobaviteljev v poslovanje podjetja. Zaradi vseh težav, ki so se nakopičile Ritmu, so številni dobavitelji pričeli dvomiti v njegovo sposobnost poravnati obveznosti do njih, zaradi česar so bili pripravljene vedno manj prodajati na odprto ter so vedno bolj zahtevali razna dodatna zavarovanja za svoje obveznosti. Podobno so na poslovanje Ritma gledale tudi kreditne zavarovalnice, ki so, potem ko je Ritem zašel v težave, pričele z zmanjševanjem oziroma ukinjanjem limitov, do katerih so zavarovale terjatve do Ritma.

Podobno kot gradbeni sektor je globalna gospodarska kriza prizadela tudi finančni sektor. Zaradi hitrega poslabšanja razmer v gospodarstvu so številna podjetja zašla v težave in niso bila več sposobna odplačevati svojih posojil. Ker banke teh posojil niso imele ustrezno zavarovanih oziroma niso mogle hitro unovčiti zavarovanj, so se kopičila slaba posojila. Zaradi slabitve slabih posojil se je znižala kapitalska ustreznost bank, zaradi česar je postal ogrožen njihov obstoj. Na medbančnem trgu se je to odrazilo v izbruhu krize zaupanja, ko si banke niso bile več pripravljene medsebojno posojati denarnih sredstev. S tem se je bistveno poslabšal dostop bankam do likvidnih sredstev.

Rezultat naraščajočih slabih posojil, zniževanja kapitalske ustreznosti bank ter poslabšanega dostopa do likvidnih sredstev je bil v nepripravljenosti bank odobravati nova posojila. V obdobju pred krizo je bilo v Sloveniji običajno, da so pri podjetjih z višjo stopnjo zadolženosti prevladovala kratkoročna posojila, ki so jih nato banke vsako leto podaljševale. Ker banke z izbruhom krize niso bile več pripravljene prevzemati tolikšnega tveganja pri kreditiranju prezadolženih podjetij, so se ta ob zapadlosti posojil znašla v težavah. Banke so zahtevale bodisi poplačilo posojil, bodisi dodatna jamstva ter stroge pogoje prestrukturiranja poslovanja v zameno za reprogram posojil.

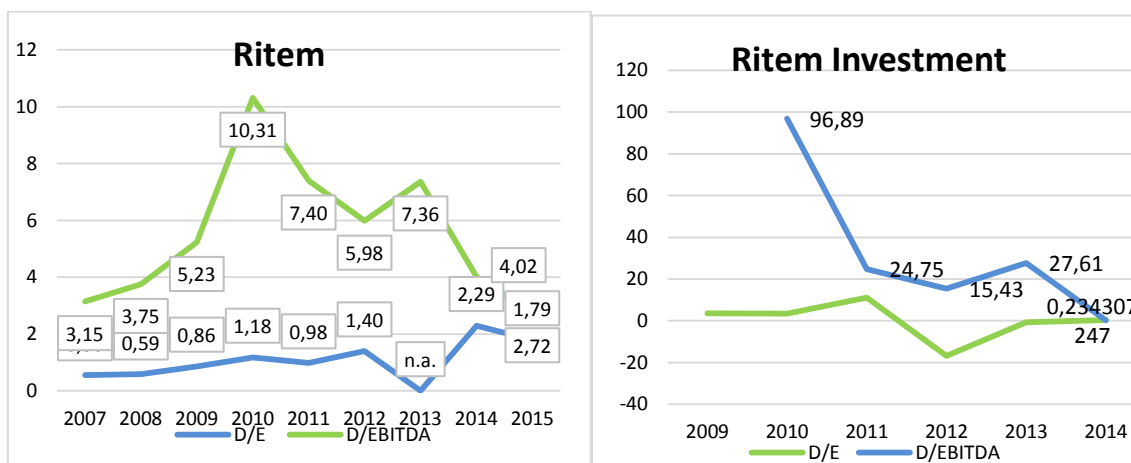
Podjetji Ritem ter Ritem Investment sta imeli še eno težavo – njuna zadolženost je temeljila na kratkoročnih posojilih (glej Sliko 19) zaradi česar jima je vsako leto zapadla glavnina najetih posojil, katere sta nato morali obnavljati. Ker so banke zaradi finančne krize postale previdnejše in bolj konservativne pri obnovah posojil, hkrati pa se je finančni položaj obeh podjetij bistveno poslabšal, so se pričele pojavljati težave pri vsakoletnih obnovah posojil. Poseben primer je Ritem Investment, kjer so kratkoročne finančne obveznosti podjetja presegle celotne prihodke od prodaje.

Slika 19: Gibanje kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti podjetij Ritem in Ritem Investment ter njihovih prihodkov od prodaje (v tisoč EUR)



Slabo poslovanje obeh podjetij in visok finančni dolg je vplival tudi na kazalnike zadolženosti podjetij, ki so prikazani na Sliki 20. Zaradi negativnih rezultatov se je družbam znižala knjigovodska vrednost kapitala, zaradi česar se je poslabšalo njihovo razmerje med finančnim dolgom in kapitalom. Podobno je tudi z razmerjem med finančnimi obveznostmi ter dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo (t.i. EBITDA). Slednji se je namreč zaradi slabega poslovanja močno zmanjšal, kar je poslabšalo omenjeni kazalnik.

Slika 20: Gibanje kazalnikov zadolženosti⁹ za podjetji Ritem in Ritem Investment



⁹ Izbrana kazalnika zadolženosti: D/E (razmerje med finančnim dolgom ter knjigovodsko vrednostjo kapitala); D/EBITDA (razmerje med finančnim dolgom ter čistim denarnim tokom oziroma dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo).

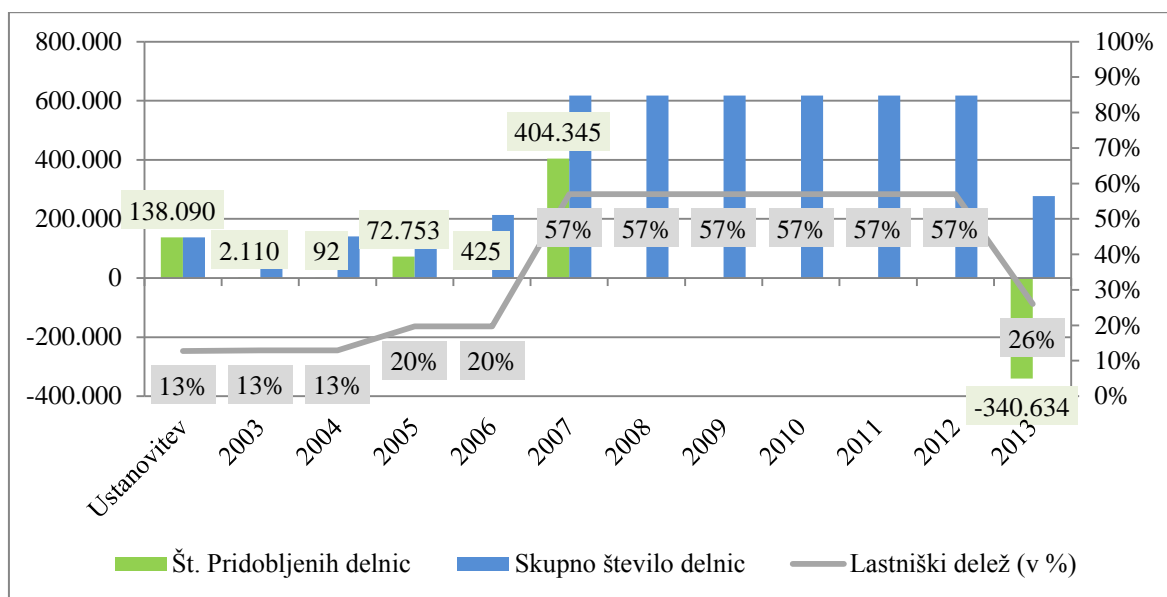
Enak primer je bil tudi Ritem, ki je bil pred krizo visoko zadolžen. Ta zadolženost je bila posledica managerskega prevzema in financiranja hitre rasti podjetja v obdobju pred krizo. Ko že v letih 2011 in 2012 ni izplačeval dividend, je Ritem v letu 2012 pričel pogovore s potencialnimi novimi vlagatelji, ki bi podjetje dokapitalizirali s svežim kapitalom v višini okoli 40 mio EUR. Sveži kapital je bil predviden za zmanjšanje zadolženosti ter širitev poslovanja na nove trge. Ker pogovori o dokapitalizaciji niso bili uspešni, se je Ritem konec leta 2012 z bankami dogovoril za trimesečni odlok plačila glavnice; v tem obdobju je moral pripraviti plan strateškega prestrukturiranja podjetja. V letu 2012 je sicer Ritem dosegel 10 % nižje prihodke kot v letu 2011 ter kar 42 % nižje prihodke kot pred krizo v letih 2007 in 2008.

Kot posledica težav v poslovanju podjetja Ritem in restriktivne politike bank glede prevzemanja dodatnih tveganj do podjetij je imel Ritem po izbruhu krize tudi težave s pridobivanjem bančnih garancij za plačilo dobaviteljem ter garancij za dobro izvedbo posla, ki so v panogi gradbeništva zelo pogoste in jih naročniki zahtevajo kot pogoj za izvedbo projekta.

3.2.2 Managerski prevzem

Govorice o managerskem prevzemu družbe so se pričele pojavljati v letu 2005. Razlog za pojavljanje govoric je bil v dejstvu, da je podjetje Ritem Investment povečal delež lastniški strukturi Ritma iz 13 % na 19 %. Hkrati s povečevanjem deleža Ritma Investment je tudi Ritem povečal število lastnih delnic na dovoljenih 10 %, kar je ravno tako povečalo vpliv Ritma Investment v Ritmu. Na Sliki 21 je prikazano pridobivanje delnic Ritma s strani Ritma Investment ter njegov delež v lastniški strukturi.

Slika 21: Gibanje števila delnic Ritem, ki jih je imel v lasti Ritem Investment



Vir: Ritem Investment, Letno poročilo podjetja Ritem Investment, 2013.

Konec leta 2005 so družbe okrog Prijazne banke skupaj z Ritmom Investment objavile ponudbo za prevzem, s čimer so bile potrjene govorice o nameravanem managerskem prevzemu. Razlog za objavljeno namero je bil predvsem v zadostitvi zahtevam zakona o prevzemih. Ob objavljeni ponudbi so namreč omenjene družbe skupaj obvladovale že 42 % odstotkov vseh delnic Ritma. Po izteku ponudbe za prevzem je imel Ritem Investment v lasti 20 % vseh delnic Ritma, Prijazna banka in z njo povezana podjetja pa skupaj 47,7 %. Po prevzemu je Ritem Investment še naprej povečeval svoj delež v Ritmu in do sredine leta 2013 je obvladoval že 57 % vseh delnic družbe.

S povečevanjem lastniškega deleža v Ritmu se je povečevala tudi zadolženost Ritma Investment. Finančne obveznosti za posojila, ki jih je najel za povečevanje lastniškega deleža v Ritem, je Ritem Investment poravnava s pomočjo denarnega toka, ki ga je ustvarjal s prodajo izdelkov in storitev ter s pomočjo dividend, ki jih je prejemal za lastniški delež v Ritmu. Z njimi je pokrival pomemben del finančnih odhodkov za obresti za posojila ter tako skrbel za uravnotežen izid iz financiranja. Ker je zaradi težav v poslovanju Ritem v letu 2011 prenehal z izplačevanjem dividend je Ritem Investment v letu 2012 kljub dobremu poslovanju in naraščajočemu obsegu poslovanja moral opraviti finančno prestrukturiranje. Konec leta 2011 je namreč kapital družbe predstavljal zgolj 5,5 % celotnih virov sredstev, v letu 2012 pa se je zaradi izgube (posledica visokih finančnih odhodkov) njegov delež še znižal. Rezultat prestrukturiranja je bila prodaja poslovno nepotrebnega premoženja (poslovna stavba), s čimer se je nekoliko znižala zadolženost, dodatno pa se je družba z bankami pogajala o podaljšanju posojil. V času pogajanj (do sredine leta 2013) so banke upnice družbi odobrile (angl. *stand still agreement*) iz naslova glavnice. Zaradi nizkega kapitala je bil del načrtov o finančnem prestrukturiranju tudi povečanje kapitala podjetja (lastniško prestrukturiranje), kjer so bile naslednje možnosti (Ritem Investment, letno poročilo 2012):

- prodaja in/ ali dokapitalizacija s strani strateškega ali finančnega investitorja;
- povečanje kapitala s strani obstoječih lastnikov;
- konverzija dolžniškega kapitala v lastniškega¹⁰ (predvsem terjatve bank ter Ritma).

Ker se je v letu 2013 poslovanje Ritma Investment bistveno poslabšalo (v celotnem letu 2013 so prihodki od prodaje padli za 74 % v primerjavi z letom 2012), se je Prijazna banka julija 2013 odločila unovčiti zavarovanje posojila z zaplembo 31 % deleža v Ritmu. Ob unovčitvi zavarovanja je moral Ritem Investment oblikovati popravek vrednosti celotne naložbe v podjetje Ritem, kar je pomenilo izgubo v višini 17 mio EUR, s čimer je Ritem Investment postal insolventen. Obveznosti družbe Ritem Investment so se konec leta 2012 nanašale predvsem na obveznosti do bank (13 mio EUR) ter na obveznosti do družb v Skupini (do podjetja Ritem) v višini 7,4 mio EUR.

¹⁰ Debt-equity swap – kjer se imetniki poslovnih in finančnih terjatev do podjetja odločijo za njihovo pretvorbo v kapital podjetja z določenim diskontom.

Oktobra 2013 je skupščina potrdila lastniško prestrukturiranje kot del finančne sanacije podjetja. V lastniškem prestrukturiranju je bilo dogovorjeno znižanje kapitala Ritem Investment iz 650 tisoč EUR na 25 tisoč EUR s hkratno dokapitalizacijo s stvarnimi vložki (angl. *Debt-equity swap*) v višini 15 mio EUR, medtem ko dogovora o finančnem prestrukturiranju ni bilo. S konverzijo terjatev v lastniške deleže se je delež kapitala v celotnih virih sredstev povečal na 15,9 %.

Po lastniškem prestrukturiranju je največji lastnik Ritma Investment postal Ritem s 54,9% lastniškim deležem, sledili pa sta dve največji banki upnici s skupno 44,9 % lastniškim deležem. S tem je management Ritma izgubil nadzor nad lastniško strukturo Ritma, kontrolo v lastniški strukturi pa so prevzele banke upnice. Posledično lahko rečemo, da je z izpeljanim lastniškim prestrukturiranjem Ritma Investment in izgubo nadzora nad to družbo s strani vodstva Ritma njen managerski prevzem dokončno propadel.

3.2.3 Neobvladovanje hčerinskih družb v tujini

Ritem je imel v svoji skupini 22 hčerinskih družb po vsem svetu v 9 državah. Del hčerinskih družb so predstavljale proizvodne družbe, večinoma pa so to bile družbe, ki so bile zadolžene za pridobivanje projektov in ustvarjanje prodaje. V določenih družbah so imeli zaposlene tudi inženirje, ki so strankam ponujali storitve.

Glavni razlogi za težavno poslovanje hčerinskih družb so bili predvsem slaba izpeljava večjih projektov, neplačilo s strani njihovih kupcev, nezadovoljiv obseg prodaje za pokrivanje fiksnih stroškov ter neugodna tečajna nihanja. Ker je po izbruhu krize prišlo do občutnega padca naročil, je Ritem (skupaj s hčerinskimi družbami) pričel sprejemati tudi naročila z nižjimi maržami in daljšimi plačilnimi pogoji.

V želji po sanaciji hčerinskih družb je Ritem povečeval terjatve (podaljševal plačilne roke, dajal blagovne kredite) do njih, jim odobral posojila in dajal poročila ter cesije za njihovo zunanje zadolževanje. Konec leta 2013 je imela družba prikazanih za 17 mio EUR terjatev in posojil do povezanih družb; od tega največ (eno tretjino) do podjetja Ritem Investment.

Zaradi hitrega rasti skupine Ritem v obdobju pred krizo in pospešenega odpiranja novih predstavništev matična družba ni izvajala ustreznega nadzora nad svojimi hčerinskimi družbami. Veliko škode so Ritmu povzročile predvsem njegove proizvodne hčerinske enote v Združenih Arabskih Emiratih in Srbiji, ki so poslovale z visokimi izgubami.

3.2.4 Špekulativni finančni posli

V obdobju 2002–2012 je Ritem predvsem zaradi svoje zadolženosti in globalnega delovanja uporabljal zamenjave obrestnih mer in opcijskih pogodb na gibanje valutnih tečajev z namenom zaščite pred spremembami deviznega tečaja (valutni pari EUR/CHF ter EUR/USD). Podobne posle je v obdobju 2007–2012 uporabljal tudi Ritem Investment.

Za izračun škode, ki sta jo utrpela Ritem ter Ritem Investment, sem analiziral finančne prihodke in odhodke iz tega naslova za obdobje od leta 2007–2012, ko je družba predčasno končala posel z izvedenimi finančnimi instrumenti. Na podlagi omenjene analize sem prišel do ugotovitve, da je omenjeno ščitenje do leta 2008 razmeroma dobro delovalo, saj sta imeli obe družbi dobičke iz tega naslova. Težave so nastopile v obdobju od leta 2010 naprej, ko sta družbi pričeli ustvarjati visoke izgube iz tega naslova, zaradi česar se je vodstvo v letu 2012 tudi odločilo predčasno končati omenjeno ščitenje. Analiza vpliva poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti je prikazana v tabeli 10.

Tabela 10: Analiza vpliva poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti v obdobju 2007–2012 (v tisoč EUR)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	Predčasno zaprte	Skupaj
Ritem	Odhodki	0	0	348	1.780	4.011	4.469	9.915	20.521
	Prihodki	0	266	331	332	22	0	0	950
	Skupaj	0	266	-17	-1.448	-3.989	-4.469	-9.915	-19.572
Ritem Investment	Odhodki	17	587	692	407	1.096	893	3.607	7.298
	Prihodki	96	838	553	35	0	0	0	1.522
	Skupaj	79	251	-139	-372	-1.096	-893	-3.607	-5.776
Skupaj Ritem + Ritem Investment		79	516	-156	-1.819	-5.084	-5.361	-13.522	-25.348

Vir: Ritem, Letno poročilo podjetja Ritem, 2012.

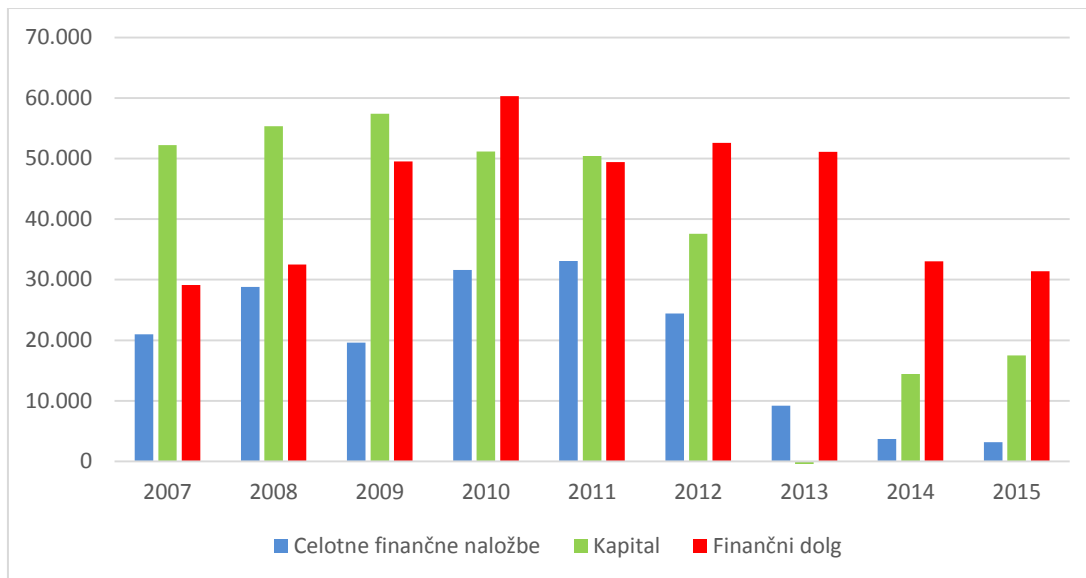
Na podlagi analize vpliva poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti v obdobju 2007–2012 sem prišel do rezultata, da je Ritem v omenjenem obdobju iz tega naslova utrpel izgubo v višini 19,6 mio EUR, od česar je polovico predstavljala izguba ob predčasni prekinitvi pogodb. Ritem Investment je utrpel še dodatno izgubo v višini 5,8 mio EUR, pri čemer je v tem primeru predčasna prekinitvev pogodb predstavljala več kot polovico izgub. Skupna škoda je tako presegala 25 mio EUR. Ritem in Ritem Investment sta izgubo deloma pokrila iz denarnega toka; za večino teh izgub sta se uspela z bankami, ki so stale za omenjenimi pogodbami, dogovoriti za preoblikovanje obveznosti v kredit v skupni vrednosti 20,5 mio EUR.

Tako kot večina podjetij je tudi Ritem v preteklosti del denarnih sredstev plasiral v finančne naložbe. Te izbire vodstvo podjetja podlagi ocene najvišjih pričakovanih donosov oziroma drugih koristi.

Kot je razvidno iz Slike 22, je vrednost finančnih naložb Ritma pomembno vplivala na vrednost njegovega kapitala in na zadolženost družbe. V letu 2007 je imel Ritem finančne naložbe v druga podjetja v višini 8,3 mio EUR (od tega večino v povezanih podjetjih Prijazne banke); v letu 2008 se je njihova vrednost povečala na 11,4 mio EUR. Povečanje je bilo v celoti posledica nakupa delnic Prijazne banke (tudi na račun prodaje naložb v z

njo povezanih podjetij). Celotna vrednost dolgoročnih finančnih naložb v Prijazno banko je tako konec leta 2008 znašala 9,6 mio EUR. Vrednost teh delnic je nato Ritem v obdobju 2011–2013 postopoma slabil in na koncu povsem odpisal.

Slika 22: Gibanje finančnih naložb, kapitala ter finančnega dolga podjetja Ritem v obdobju 2007–2015



Motiv Ritma za investiranje v delnice Prijazne banke sicer ni poznan, domnevamo pa, da je bil v ozadju dogovor z banko v zameno za pomoč pri managerskem prevzemu. V primeru točnosti domneve bi lahko to povezali s teorijo agenta.

Teorija agentov se v osnovi sicer nanaša na nezaupanje med managementom in lastniki podjetja zaradi asimetrije informacij ter posledičnega sprejemanja odločitev v korist managementa in ne lastnikov podjetja. Kot taka se v primerih, ko management nastopa tudi kot lastnik podjetja, sicer izniči, vendar se problem agenta pojavi tudi, kadar vodstvo podjetja sprejema odločitve, na podlagi katerih ima samo večje koristi kot podjetje oziroma njegovi deležniki. Vodstvo podjetja lahko s svojimi odločitvami, s katerimi zaradi lastne koristi oslabijo podjetje, škodijo tudi preostalim deležnikom, kot so finančni upniki ter dobavitelji (Larcker & Tayan, 2013). V procesu managerskega prevzema podjetja se vodstva zaradi dvojne vloge pogosto znajdejo v težavah, ko morajo sprejeti odločitev v svojo korist na škodo podjetja bodisi za zagotovitev uspešnosti prevzema, bodisi za povečanje osebnih koristi (Lee & Taylor, 2014).

V primeru podjetja Ritem je podjetje zaradi nakupa delnic Prijazne banke povečalo svojo zadolženost, kar je po njihovem odpisu oslabilo položaj podjetja (znižanje kapitala zaradi izgube ob odpisu ter še dodatno povečanje finančnega vzvoda podjetja). To je poslabšalo finančno stanje podjetja, na podlagi česar so bili prikrajšani interesi upnikov podjetja (bank upnic ter dobaviteljev). Če podjetje namreč ne bi kupilo delnic Prijazne banke, bi imelo

nižji finančni vzvod; prosti denarni tok pa bi lahko porabilo za financiranje širitve poslovanja ali pa bi z njim zniževali zadolženost podjetja.

Drugi, sicer manj verjeten motiv za nakup delnic Prijazne banke s strani Ritma je v zmotni odločitvi vodstva pri oblikovanju finančnih naložb. V tem primeru je odločitev za investiranje sporna zaradi finančne situacije v podjetju ob sprejemanju odločitve. V času investicije je bilo podjetje Ritem že razmeroma visoko zadolženo zaradi hitre rasti in investiranja v nove produkte. S tega stališča bi bilo bolj smotno, če bi omenjena sredstva raje namenili za razdolževanje podjetja ter oblikovanje likvidnostne rezerve, ne pa za tvegane naložbe. Dodaten dokaz za zmotno odločitev vodstva je tudi v dejstvu, da je pri tej naložbi šlo za konglomeratno diverzifikacijo, saj Prijazna banka z izjemo pomoči pri managerskem prevzemu ni imela z Ritmom ali njegovo dejavnostjo nobene povezave. Konglomeratno diverzifikacijo predstavljajo naložbe, ki nimajo povezave z osnovno dejavnostjo podjetja in so manj donosne ter bolj tvegane od naložb znotraj panoge podjetja. Zato podjetjem svetujejo, da presežna sredstva plasirajo znotraj svoje dejavnosti ali pa jih v obliki dividend razdelijo svojim delničarjem (Knecht, 2013).

3.2.5 Analiza vpliva posameznega dejavnika krize v podjetju

Medtem ko bi že vsaka izmed prej naštetih težav pomenila krizo za podjetje in potrebo po prilagoditvi, bi krizo podjetje prebrodilo bistveno lažje kot v primeru »udara« vseh težav hkrati.

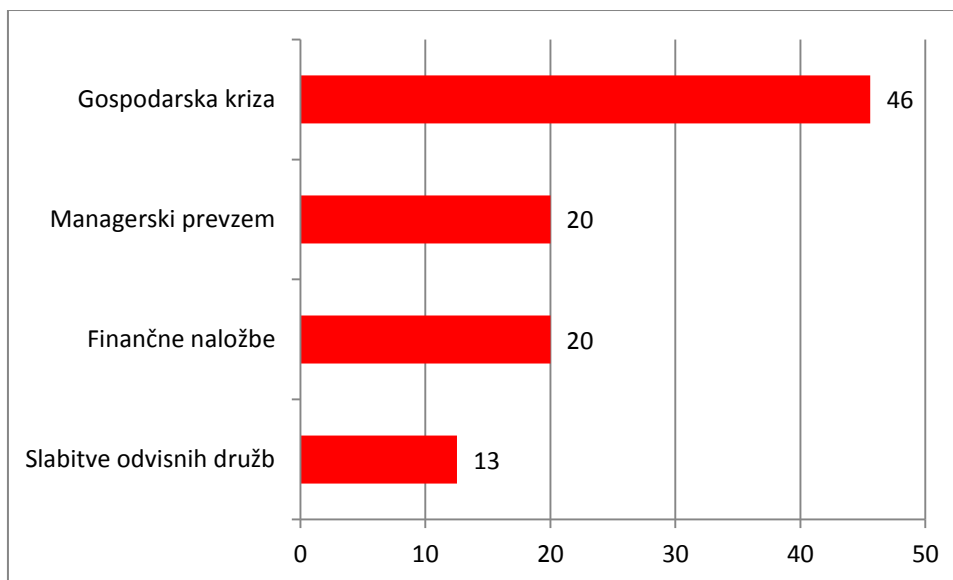
Po moji oceni je Ritem zaradi prej analiziranih dogodkov utrpel izgube v skupni višini okrog 100 mio EUR, vključno z oportunitetno izgubo zaradi gospodarske krize. Ta ocena je bila izračunana povsem teoretično in na podlagi neposrednega vpliva enega dejavnika na podjetje in je prikazana na Sliki 23. V resnici so bili dejavniki med sabo močno prepleteni¹¹ in so tudi medsebojno vplivali na izgubo podjetja. Za tovrsten izračun sem se odločil predvsem z namenom, da pokažem, kakšen neposreden vpliv je imel posamezni dejavnik na podjetje, ter da podjetje ne bi zašlo v takšne težave, če se ne bi zgodili vsi omenjeni dejavniki hkrati.

Za izračun vpliva neobvladovanja poslovanja hčerinskih družb sem uporabil narejene odpise in slabitve naložb vanje (brez Ritma Investment). Vse odpise in slabitve, ki so se nanašali na Ritem Investment, ter naložbe v delnice Prijazne banke sem uporabil za izračun vpliva managerskega prevzema, čeprav je po moji domnevi prav slednji dejavnik tisti, ki je najbolj podcenjen v celotni analizi. Izgubo zaradi finančnih špekulativnih finančnih poslov sem izračunal na podlagi finančnih odhodkov iz izvedenih finančnih instrumentov (opcijskih pogodb). Najtežje je bilo določiti izgubo, ki izhaja iz gospodarske krize. Glede na dejstvo, da sem že ob analizi tega dejavnika predvsem poudarjal, da je ta prizadel podjetje v obliki znižanega povpraševanja ter pritiska na cene, sem se odločil vpliv

¹¹ Primer prepletenosti dejavnikov: Odpis naložbe v Prijazno banko sem dodal k vplivu managerskega prevzema, lahko pa bi jo pripisal tudi špekulativnim finančnim naložbam.

gospodarske krize izračunati v izgubljenih oportunitetnih dobičkih. Te dobičke sem izračunal kot razliko med dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) v »predkriznem« obdobju (2007, 2008) in v obdobju gospodarske krize (2009–2014).

Slika 23: Vpliv posameznega dejavnika na izgubo ter nastanek krize v podjetju Ritem v obdobju 2009–2014



Izračun posameznega ponderja je narejen na podlagi podatkov iz letnih poročil. Vpliv gospodarske krize je izračunan kot razlika med EBITDA pred krizo (2007 in 2008) ter EBITDA v času krize. Vpliv finančnih naložb je izračunan na podlagi odpisov in slabitev finančnih naložb v opazovanem obdobju, zmanjšanem za odpise in slabitve odvisnih in pridruženih družb (uporabljeno za ponder »Slabo poslovanje odvisnih družb«). Slabitve in odpise do družbe Ritem Investment ter izgube iz naslova nakupa delnic Prijazne banke sem uporabil za ponder »Managerskega prevzema«.

Na podlagi analize lahko ugotovimo, da je Ritem najbolj prizadela gospodarska kriza iz izgubo oportunitetnih dobičkov. Če se razmere v gospodarstvu v letu 2008 ne bi tako drastično spremenile in bi podjetje še naprej poslovalo primerljivo uspešno kot v letih pred krizo, bi s pomočjo ustvarjenih dobičkov iz osnovne dejavnosti ter posledičnega denarnega toka brez večjih težav pokrilo izgubo iz finančnih naložb, stroške managerskega prevzema z izplačili dividend Ritmu Investment in tudi slabitve odvisnih družb.

Pomemben vpliv na globino krize so izmed proučevanih dejavnikov imele še zgrešene finančne naložbe, s katerimi je družba izgubila okrog 20 mio EUR. Ta izguba izhaja predvsem iz poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki jih je podjetje sklenilo z namenom špekuliranja s tečajem švicarskega franka.

Težave z upadom povpraševanja zaradi gospodarske krize in posledično izgubo iz poslovanja bi na primer podjetje rešilo z obvladovanjem stroškov, krčenjem obsega

proizvodnje ter s pomočjo črpanja kapitalskih rezerv, dodatnega zadolževanja in s prodajo poslovno nepotrebne premoženja. V dani situaciji podjetje zaradi visoke zadolženosti (posledica managerskega prevzema) in nizkih kapitalskih rezerv (izgube pri finančnih naložbah) tega ni moglo storiti in je bilo prisiljeno iskati pomoč v obliki svežega kapitala ter znižanja najetih posojil.

Načrt managerskega prevzema podjetja Ritem s pomočjo Ritma Investment bi bil brez vpliva gospodarske krize na upad prihodkov in posledično izgubo ter brez zgrešenih finančnih naložb, ki so zahtevale visoke odpise, povsem izvedljiv. Glavna napaka, ki pa se ni pojavila zgolj v tem primeru, pač pa pri večini managerskih prevzemov v Sloveniji, je v ročnosti posojil, ki jih je Ritem Investment najel za financiranje prevzema. Ta so bila namreč skoraj v celoti kratkoročna, tako da so kratkoročne finančne obveznosti družbe presegle njene prihodke od prodaje, poleg tega pa je moralo imeti podjetje vsako leto pogajanja z bankami o podaljšanju posojil. Če bi bila posojila dolgoročna, bi bilo njihovo refinanciranje bistveno lažje in Ritem Investment ne bi tako hitro zapadel v težave, ko so Ritem in dve banki upnici s konverzijo terjatev prevzeli družbo.

V Ritmu Investment so presežni denarni tok iz poslovanja (prodaja proizvodov in storitev, katere so bile prenesene na Ritem Investment iz Ritma) namenjali za postopne nakupe dodatnih delnic Ritma (do leta 2007) ter za delno odplačevanje obveznosti. Finančni izid podjetja je Ritem Investment uravnavala na način, da so poskušali uravnotežiti finančne odhodke iz posojil (obresti) s finančnimi prihodki iz dividend. Tako zadolženost Ritma Investment na njegov poslovni izid ni imela pomembnejšega vpliva in bi v primeru stabilnega poslovanja obeh podjetij brez težav dokončala managerski prevzem.

Tudi Ritem bi bistveno lažje premagal težave, ki izhajajo iz odpisov finančnih naložb oziroma do izgub zaradi špekulativnih poslov sploh ne bi prišlo, če ne bi bil preveč zadolžen za potrebe managerskega prevzema ter bi njegovo poslovanje ne bilo prizadeto zaradi gospodarske krize in posledično manjšega povpraševanje po izdelkih in storitvah. V tem primeru bi podjetje sicer še vedno utrpelo visoke izgube v poslovnih letih, ko je odpisovalo finančne naložbe, in posledično bi se mu tudi skrčil kapital, vseeno pa bi s stabilnim poslovanjem to krizo lahko prebrodilo in izguba ne bi pomenila resnejše ogroženosti za njegov obstoj.

3.3 Postopki reševanja krize

Podjetje se je na težave, ki so privedle do izbruha krize pričelo odzivati razmeroma hitro. V letu 2012 je tako Ritem javno napovedal dokapitalizacijo v višini okrog 40 mio EUR. Sprva so sicer v javnosti poskušali prikazati napovedane dokapitalizacije in sveža posojila kot sveža sredstva za nadaljnjo širitev na nove trge in ne kot pomoč pri zagotavljanju kapitalske stabilnosti podjetja. Ker vodstvo podjetja še tudi v letu 2013 ni uspelo najti ustreznega investitorja, ki bi kapitalsko okrepil podjetje, so se težave okrepile.

3.3.1 Dogovor z bankami o prestrukturiranju in dokapitalizaciji

V začetku leta 2013 se je Ritem pričel pogajati z bankami glede pogojev odplačevanja finančnih obveznosti. Te so konec leta 2012 znašale 52,4 mio EUR, od tega jih je kar 35,9 mio EUR (tretjina letnega prometa družbe Ritem v letu 2012) zapadlo v letu 2013. Zaradi likvidnostnih težav je družba zamujala tudi s poravnavanjem obveznosti do dobaviteljev. V začetku leta 2013 je bil sprejet dogovor z bankami o moratoriju na odplačevanje glavnice, ki je veljal do konca marca, ko bi moral Ritem pripraviti program finančnega prestrukturiranja.

Vodstvo Ritma je zagovarjalo dolgoročno podaljšanje posojil, kar bi družbi omogočilo tekočo likvidnost in prebroditev gospodarske krize, dokler se razmere na trgu ne bi izboljšale. Ker so banke presodile, da je finančni dolg družbe previsok, niso bile pripravljene pristati zgolj na dolgoročno podaljšanje, pač pa so želele tudi delno takojšnjo razdolžitev družbe. Delno razdolžitev so želeli doseči z dokapitalizacijo podjetja s strani strateškega lastnika, ki bi vstopil v podjetje. S to rešitvijo se je strinjalo tudi vodstvo Ritma.

Pomemben korak pri iskanju strateškega lastnika je bila dražba 31 % delnic Ritma, ki jih je Prijazna Banka zaplenila Ritmu Investment. Na omenjeni dražbi je bila izklicna cena 4 mio EUR, vendar se za lastniški delež ni zanimalo nobeno podjetje.

Po neuspešnem iskanju strateškega investitorja je konec leta 2013 Ritem z bankami podpisal sporazum o delnem prestrukturiranju finančnih obveznosti družbe. Družba je tako najprej znižala osnovni kapital za potrebe pokrivanja izgube iz preteklih let, banke pa so v februarju 2014 konvertirale 4,5 mio EUR svojih terjatev v kapital družbe. S to dokapitalizacijo so banke prevzele tudi neposredni kontrolni lastniški delež v družbi. Ritem je dobil tudi moratorij na odplačevanje glavnice posojil. Z omenjeno dokapitalizacijo so banke zagotovile solventnost družbe.

Omenjen sporazum o prestrukturiranju finančnih obveznosti družbe je bil zelo dolgo predmet pogajanj med vodstvom Ritma in bank upnic, kot tudi med samimi bankami upnicami. Banke upnice so namreč imele različne poglede na reševanje družbe in se do zadnjega niso uspele zediniti med sabo, ali bodo reševale podjetje s konverzijo dela svojih terjatev v lastniški kapital, ali pa bodo zahtevale prisilno poravnavo oziroma stečaj družbe.

Sredi leta 2014 je Ritem z bankami sprejel dogovor o dodatni konverziji terjatev v kapital družbe. V tej fazi so se banke upnice odločile pretvoriti 15 mio EUR svojih terjatev v 97 % lastniški delež v podjetju Ritem Sprejele so tudi reprogram preostalih bančnih posojil. Posojila so bila podaljšana do leta 2017 oziroma do prodaje podjetja; v primeru neuspešne prodaje bi se banke z Ritmom ponovno dogovorile o podaljšanju posojil. Družba se je zavezala tudi k prodaji poslovno nepotrebnega premoženja. V okviru finančnega prestrukturiranja je Ritem pridobil tudi bančne garancije ter kratkoročno posojilo za

zagotavljanje tekoče likvidnosti v višini 5,7 mio EUR. Od tega zneska je družba v letu 2014 koristila 3,4 mio EUR za poplačilo poslovnih obveznosti.

Marca 2015 je družba ponovno skrčila svoj osnovni kapital za polovico (10,4 mio EUR) zaradi pokrivanja preteklih izgub. Ta poteza je bila potrebna za zagotavljanje solventnosti po slabitvi terjatev in naložb v višini 9 mio EUR. Z omenjenimi potezami je bila zaključena faza finančne sanacije podjetja, saj je Ritem tako »očistil« svoje bilance in ohranil pozitiven kapital.

3.3.2 Zamenjava vodstva

Eden glavnih razlogov za dolgotrajna pogajanja med Ritmom in bankami upnicami glede prestrukturiranja dolga podjetja je bilo v nezaupanju bank do vodstva podjetja. Razlog za nezaupanje bank v vodstvo Ritma je bilo v neuspelem managerskem prevzemu družbe in nevarnosti, da bi vodstvo izčrpavalo družbo oziroma sklenilo škodljive posle. Posledično so banke med pogajanja med drugim zahtevale tudi imenovanje prokurista podjetja, ki bo spremljal poslovanje podjetja ter skrbel, da ne bi prišlo do oškodovanja lastnikov. Vodstvo Ritma je na imenovanje prokurista končno pristalo sredi leta 2013, vendar so mu na koncu banke podelile zgolj dva dvomesečna mandata.

Kot eden izmed pogojev ob prvi dokapitalizaciji je bila tudi zamenjava uprave. Februarja 2014 je tako vodenje družbe začasno prevzel predsednik nadzornega sveta. Novo vodstvo je družba dobila poleti 2014; celoten vodstveni kader je prišel iz drugih večjih slovenskih družb. Njihov mandat je bil vezan na fazo saniranja podjetja in njegovo pripravo na prodajo. Kmalu po izpeljani prodaji družbe v začetku leta 2016 je novi lastnik zamenjal vodstvo s svojimi kadri, ki imajo izkušnje s prestrukturiranjem podjetij v sorodnih dejavnostih.

3.3.3 Vpeljava korporativnega upravljanja za obvladovanje hčerinskih družb

Korporativno upravljanje je skupek pravil in postopkov, ki določajo poslovanje organizacije in njen nadzor. Z njimi so opredeljeni odnosi med vodstvom podjetja ter njegovimi lastniki in drugimi deležniki v podjetju (Tourani-Rad & Ingley, 2011). V času pred krizo so hčerinske družbe Ritma poslovale precej samostojno; matična družba je njihovo poslovanje podpirala z danimi poroštvi in posojili. Ker s strani matičnega podjetja nad njimi ni bilo ustreznega nadzora, so družbe poslovale slabše, kot bi lahko, saj so imele slabšo stroškovno učinkovitost ter dosegale nižjo kakovost.

Del celovitega prestrukturiranja skupine Ritem in reševanja krize je bila tudi sanacija hčerinskih družb. Krizno vodstvo je kmalu po nastopu sprejelo odločitve o zaprtju nekaterih najbolj problematičnih hčerinskih družb. Med drugim so zaradi visokih stroškov dela zaprli tudi proizvodno enoto v Združenih Arabskih Emiratih (ZAE), v proizvodni enoti v Srbiji pa so uvedli strožji nadzor in upravljanje. Vzpostavljen je bil tudi strožji nadzor nad poslovanjem hčerinskih družb s strani matičnega podjetja. Ritem je do svojih

hčerinskih družb tudi odpisal večino terjatev in posojil ter jim tako omogočil pozitivno poslovanje.

Kljub vsem navedenim ukrepom je bilo prav na področju hčerinskih družb po moji oceni sprejetih najmanj ukrepov. Prav zato je po koncu obdobja kriznega managementa (po prevzemu s strani tujega investicijskega sklada) novo vodstvo v prvi vrsti začelo z nadaljnjim zapiranjem hčerinskih družb in prodajo proizvodne družbe v Rusiji. Strategija novega lastnika in vodstva podjetja je vršiti večino prodaje in storitev inženiringa neposredno iz matičnega podjetja, prodajo na tujih trgih pa povečevati s pomočjo agentov. Na določenih trgih, denimo v Bolgariji, Romuniji, Srbiji ter na Hrvaškem, je Ritem občutno znižal svoj obseg poslovanja, na drugih pa se je zaradi kulturne povezanosti z drugimi državami pričel preko njih širiti še na nove trge (na primer iz Španije še na trge Latinske Amerike).

3.4 Zaključek sanacije podjetja

Rezultat sanacije podjetja je lahko različen – podjetje se lahko pokaže kot brezupen primer, za katerega je primerna zgolj likvidacija; pojavi se lahko kratkotrajno okrevanje za največ štiri leta, potem pa se kriza ponovi. Po razrešeni krizi je lahko podjetje sicer »živo«, vendar dosega neprilučno donosnost (v tem primeru morajo lastniki podjetje čim prej prodati, preden se položaj poslabša) ali pa podjetje trajno okreva in ustvarja dobro donosnost (Tavčar, 1990). Čeprav so Ritem po končani sanaciji lastniki prodali, ne gre prejudicirati, da se je to zgodilo zaradi njegove nizke pričakovane donosnosti ali nevarnosti ponovitve krize. Njegov lastnik so v fazi reševanja krize namreč postale banke, katerih interes ni biti lastnik kapitala podjetij in so posledično želele svoj delež prodati takoj, ko se bo njegova tržna vrednost približala kapitalski vrednosti oziroma ko bodo lahko s prodajo minimizirale izgubo iz sanacije družbe.

Kot uspešen zaključek sanacije skupine Ritem lahko označimo njegovo prodajo tujemu investitorju v letu 2015. Potem, ko je prvotno vodstvo skupaj z bankami dalj časa iskalo strateškega investitorja, ki bi bil pripravljen zagotoviti svež dodaten kapital, sta se po sanaciji krize v podjetju za lastništvo borila kar dva igralca. En ponudnik je bil neposredni konkurent, medtem ko je bil drugi, na koncu uspešnejši ponudnik, finančni sklad. S prodajo so banke uspele ustvariti tudi pozitiven donos, saj je bila kupnina višja od finančnih obveznosti podjetja.

S prodajo so rešili tudi težavo z zadolženostjo Ritma, saj mu ne bo potrebno ponovno prestrukturirati posojil ob zapadlosti v letu 2017, pač pa je za njihovo poplačilo poskrbel novi lastnik s svežim kapitalom. Ker je lastnik finančni sklad, bo njegova glavna osredotočenost na zagotavljanje donosnosti kapitala, zaradi česar se bo podjetje še osredotočilo na rast poslovanja ter obvladovanje poslovanja hčerinskih družb in predstavništev po svetu. S tem namenom je lastnik v začetku leta 2016 v družbi postavil tudi novo vodstvo z izkušnjami iz panoge.

Z zaključkom krize pa še vedno niso bili rešeni in odpravljeni vsi simptomi, ki so povzročili krizo. V fazi prestrukturiranja in s prihodom novega lastnika je bila odpravljena prezadolženost družbe; prav tako so z odpisom slabih terjatev in naložb ustrezno »prečistili« bilanco stanja, ki tako sedaj odraža realno stanje v družbi. Še vedno pa družba odpravlja težavo s hčerinskimi družbami, ki še naprej ne poslušajo v skladu z načrti in posledično zajedajo dobiček skupine. V sklop reševanja te težave zadnje vodstvo podjetja pripravlja tudi novo prodajno strategijo, po kateri bi prodajo pretežno izvajali preko agentov oziroma neposredno iz matične družbe Ritem. Posledično je usoda določenih hčerinskih družb, ki še poslušajo v okviru skupine Ritem, negotova.

Vodstvo Ritma bo moralo tudi poskrbeti za pospešitev prodaje izdelkov in storitev družbi oziroma prilagoditi velikost družbe trenutni prodaji, saj ta še naprej precej zaostaja za prodajo pred krizo. Zaradi nižjega obsega poslovanja bo moral Ritem v prihodnje veliko pozornost nameniti stroškovni učinkovitosti ter povečevati delež prodaje izdelkov z najvišjo dodano vrednostjo. Le tako bo namreč družba dosegala ustrezno donosnost

3.5 Ocena uspešnosti sanacije podjetja

Reševanje krize v podjetju ni vedno v celoti odvisno od kakovosti ter uporabnosti uporabljenih strategij ter usposobljenosti (novega) managementa. Tavčar (1990) v svojem članku povzema analizo W. S. Hove, ki je ugotovil, da sta bila na vsak primer uspešne rešitve krize v podjetju dva primera podjetij, ki jima to ni uspelo. Glede na dejstvo, da je Ritem prestal najglobljo krizo in je njegovo vodstvo v sodelovanju z upniki uspelo doseči preobrat, lahko njegov primer prestrukturiranja uvrstimo med uspešne sanacije krize v podjetju.

Na podlagi analize primera lahko sklenem, da je bila sanacija krize v podjetju Ritem uspešna in je podjetje izven nevarnosti za propad oz. stečaj. Kljub vsemu pa postopek njenega reševanja ni bil brez napak in (še) ni bil v celoti izpeljan.

Kriza v podjetju Ritem je bila predvsem posledica zgrešenih finančnih naložb, ki so bile povezane z managerskim prevzemom (naložbe v delnice Prijazne banke), ali pa posledica špekuliranja z valutnimi posli (izvedeni finančni instrumenti). Omenjene naložbe so še dodatno povečale zadolženost podjetja, zaradi katere je bilo to še bolj občutljivo in nepripravljeno na spremenjene razmere v gospodarstvu in močan padec obsega poslovanja.

Pomembna napaka, ki je pripeljala do težav s solventnostjo Ritma ter insolventnosti Ritma Investment, je bila v ročnosti zadolževanja. Večina posojil obeh družb je bila kratkoročnih, kar je bilo v obdobju pred krizo povsem običajno, saj so banke odobravale kratkoročna posojila, katera so nato vsako leto podaljševale. Ker so banke postale previdne zaradi finančne krize, poslovanje Ritma pa se je poslabšalo zaradi gospodarske krize, ki je prizadela predvsem gradbeni sektor, banke niso bile več pripravljene prevzemati takšnega tveganja in podaljšati posojil brez resnejših sprememb v podjetju.

Čeprav je mogoče iz analize primera razbrati, da so tako vodstvo podjetja kot tudi upniki razmeroma hitro zaznali težave v skupini Ritem ter hitro pričeli iskati z iskanjem rešitev, njihova vloga vseeno ni bila brez napak. Vodstvo podjetja je v javnosti najprej želelo dati vtis, da so razmere pod nadzorom in da iščejo strateškega investitorja/partnerja izključno za pospešeno trženje novih izdelkov na tujih trgih. Prav tako je vodstvo v javnosti dolgo prikrivalo nameravan managerski prevzem ter način, kako bo to izpeljalo. Na drugi strani so bile tudi banke upnice precej neenotne pri pogledih na reševanje podjetja, kar je vodilo v dolgotrajna pogajanja ter predolgo iskanje rešitev za prezadolženo podjetje. Če bi bile banke že na začetku enotne in če bi vodstvo podjetja hitreje sprejelo njihove pogoje, bi bile težave s solventnostjo podjetja hitreje rešene in Ritem ne bi prišel v položaj, ko je bil ogrožen njegov obstoj.

V pogajanjih med vodstvom podjetja Ritem ter bankami upnicami je vodstvo podjetja zahtevalo zgolj podaljšanje posojil in moratorij na odplačevanje, medtem ko so banke upnice zahtevale bolj korenite spremembe znotraj podjetja (celovito prestrukturiranje) ter znižanje zadolženosti z dokapitalizacijo. S tem se je strinjalo tudi vodstvo Ritma, vendar si je prizadevalo, da bi družba dobila partnerja, ki bi bil naklonjen vodstvu, saj bi v nasprotnem primeru vodstvo izgubilo svoj vpliv na delovanje podjetja. Zato je vodstvo Ritma bolj zagovarjalo že omenjeno podaljšanje posojil z moratorijem. Poleg tega pa je po moji domnevi taktiziralo, da lahko Ritem po ureditvi razmer v panogi s ponovno vzpostavljenostjo obsega poslovanja ter dvigom dobičkonosnosti sam reši težave s prezadolženostjo in pokrije pretekle izgube; vodstvo pa bi obdržalo lastniško kontrolo nad podjetjem.

Po uspešnem finančnem prestrukturiranju podjetja se je v pomembni meri zaključila tudi kriza v njem. Z zagotovljeno finančno stabilnostjo namreč ni bil več neposredno ogrožen dolgoročni obstoj podjetja, medtem ko se je predvsem zaradi spremenjenih razmer v gospodarstvu postopoma pričela izboljševati tudi prodaja in rast obsega naročil. Vseeno pa bo moralo vodstvo pod novim lastnikom sprejeti še številne ukrepe, s katerimi bo zagotovilo ustrezno dobičkonosnost poslovanja in njegov obseg, ki bo omogočil poplačilo finančnih obveznosti Ritma.

SKLEP

Kriza v podjetju je neželjeno stanje, v katerem podjetje ne daje rezultatov, kot bi jih lahko. Kriza lahko izvira iz okolja podjetja ali pa iz podjetja samega. Največkrat gre za kombinacijo obojih dejavnikov. Kadar vodstvo podjetje ne prične pravočasno z aktivnostmi za odpravo vzrokov krize, se lahko ta razvije, kar lahko v skrajnem primeru pripelje do propada podjetja. Hitreje kot podjetje prične reagirati na simptome, manjši popravki in spremembe so potrebni pri prestrukturiranju podjetja in manjšo škodo utrpijo deležniki podjetja.

V Sloveniji se je število podjetij v krizi močno povečalo po globalni finančni krizi, kar je bila predvsem posledica visoke (kratkoročne) zadolženosti podjetij. Slovenska podjetja so namreč v obdobju pred krizo povečevala svojo zadolženost predvsem s kratkoročnimi posojili, ki so jih namenjala za (managerskim) prevzemom ter drugim nejedrnim naložbam, ki so podjetjem po izbruhu krize prinesle izgubo. Posledično so omenjena podjetja potrebovala predvsem finančno prestrukturiranje, ki pa so ga banke pogojevale s celovitim prestrukturiranjem podjetij.

Namen tega magistrskega dela je bil s pomočjo teorije in primera podjetja Ritem prikazati potek krize v podjetju ter njene glavne značilnosti. Vsak primer krize v podjetju je sicer edinstven, vendar se je obravnavani primer izkazal kot eden tistih, kjer je podjetje kljub poznemu in počasnemu ukrepanju, ko je bilo že na robu propada, kljub vsemu uspelo izpeljati finančno prestrukturiranje in tudi preostala področja prestrukturiranja. Po sanaciji je podjetje kmalu ponovno nadaljevalo s pozitivnim poslovanjem ter pridobilo novega lastnika, ki bo poskrbel za dokončno transformacijo podjetja.

Potek krize v podjetju Ritem sem prikazal s pomočjo finančne analize ter izračuna kazalnikov likvidnosti in solventnosti. Na podlagi omenjenih analiz sem prikazal, da je podjetje doseglo dno krize v letu 2013, ko je vodenje že prevzelo krizno vodstvo. Razlog za najslabše rezultate po pričetku izvajanja protikriznih ukrepov je v vztrajnostnem vidiku krize, ki je posledica čiščenja bilanc družbe. V letih 2014 in 2015 je bilo vidno že občutno okrevanje družbe, ki je bilo v veliki meri posledica konverzije dela obveznosti do bank v kapital.

Previsoka zadolženost ni bila edini problem družbe Ritem, zaradi katerega je podjetje zašlo v težave. Zaradi krize v gradbeništvu ter manjšega investiranja podjetij, ki so glavne stranke Ritma, so se prihodki družbe in posledično dobiček zniževali vse od leta 2007 naprej. Poleg tega je imela družba v obdobju pred krizo številne zgrešene finančne naložbe, katere je morale podjetje slabiti in odpisati; obsežne slabitve in posledične izgube je Ritem imel tudi na račun odvisnih družb. Pomemben del izgub Ritma je izhajal tudi iz poskusa managerskega prevzema preko družbe pooblaščenke. Na podlagi mojih ugotovitev so bili omenjeni dejavniki med seboj precej prepleteni, upniki pa so jih odpravili s prestrukturiranjem posojil ter konverzijo terjatev v kapital (finančno prestrukturiranje), zamenjavo vodstva, ki je podjetje v tovrstne težave pripeljalo z zgrešenimi naložbami ter managerskim prevzemom zaradi česar podjetje ni bilo pripravljeno na krizo, ter s prestrukturiranjem hčerinskih družb in organiziranosti skupine.

Z navedenimi ugotovitvami sem izpolnil cilje naloge predstaviti potek krize ter analizirati reševanje krize v podjetju Ritem. Slednje sem analiziral skozi vzroke za izbruh krize, njihovo ovrednotenje ter postopke, kako se je podjetje rešilo pred propadom in z novim lastnikom nadaljevalo s pozitivnim poslovanjem.

LITERATURA IN VIRI

1. Banka Slovenije. (2015). *Poročilo o finančni stabilnosti – maj 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
2. Bloch, O. (2013). *Corporate Identity and Crisis Response Strategies*. Frankfurt: Springer.
3. Carey, D., Pastalos-Fox, M. & Useem, M. (2009). *Leadership lessons for hard times*. New York: McKinsey & Company.
4. Coface Slovenija. (2016, 6. maj). *Bonitetno poročilo za podjetje »Ritem«*. Ljubljana: Coface Slovenija.
5. Dubrovski, D. (2000). *Krizni management*. Koper: Visoka šola za management.
6. Dubrovski, D. (2007). *Management Mistakes as Causes of Corporate Crises: Countries in Transition*. *Managing Global Transitions* 4(5), 333–354.
7. Dubrovski, D. (2011). *Razsežnosti kriznega managementa*. Celje: Mednarodna fakulteta za družbene in poslovne vede.
8. Economypoint. *Cost Remittance*. Najdeno 13. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.economypoint.org/c/cost-remanence.html>
9. Filipič, D., & Mlinarič, F. (1999). *Temelji podjetniških financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
10. Gilson, S. (2001). *Creating Value Through Corporate Restructuring*. New York: John Wiley & Sons Inc.
11. Investing Answers. *Altman Z-Score*. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/altman-z-score-5188>
12. Business Cycle. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 10. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/b/businesscycle.asp?optm=orig>
13. *Kaj je solventnost?* Najdeno 13. marca 2016 na spletnem naslovu <http://abfin.si/2009/11/17/kaj-je-solventnost/>
14. Kaligaro, J. (2015). *Poslovno in finančno prestrukturiranje podjetja (prosojnice predavanj)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Knecht, M. (2013). *Diversification, Industry Dynamism, and Economic Performance*. Wiesbaden: Springer Gabler.
16. Kovač, J., Hauc, A. & Semolič, B. (1993). *Project oriented strategic management*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
17. Kunze, M. (2008). *Competence by Leaderships in Crisis Situations*. München: GRIN Verlag.
18. Lahovnik, M. (2014). *Strateški management (prosojnice predavanj)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Lajh, O. (2007). Globalna finančna kriza: Kako se pripraviti? *Kapital* (3).
20. Larcker, D. & Tayan, B. (2013). *A Real Look at Real World Corporate Governance*. New York: Larcker&Tayan.

21. Lee, J. & Taylor, S. (2014). Dual roles in psychological contracts: When managers take both agent and principal roles. *Human Resource Management Review* 24(1), 97–107.
22. Mandru, L., Khashman, A., Carstea, C., David, N., & Partascu, L. (2010). *The Diagnosis of Bankruptcy Risk Using Score Function*. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.wseas.us/e-library/conferences/2010/Cambridge/AIKED/AIKED-12.pdf>
23. Mayers, R. (2010). *You Violated a Loan Covenant. Now What?* Najdeno 12. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.entrepreneur.com/article/206784>
24. McKinsey & Company. (2014). *Ten tips for leading the company out of crisis*. Najdeno 28. aprila 2016 na naslovu <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/ten-tips-for-leading-companies-out-of-crisis>
25. Ritem. (2009). *Letno poročilo podjetja Ritem*. Ljubljana: Ritem.
26. Ritem. (2012). *Letno poročilo podjetja Ritem*. Ljubljana: Ritem.
27. Ritem Investment. (2012). *Letno poročilo podjetja Ritem Investment*. Ljubljana: Ritem Investment.
28. Ritem Investment. (2013). *Letno poročilo podjetja Ritem Investment*. Ljubljana: Ritem Investment.
29. Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2002). *Ekonomija* (16. izd.). Ljubljana: GV Založba.
30. SKB Leasing – *Prodaj in vzemi v najem*. Najdeno 15. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.skb-leasing.si/nase-storitve/prodaj-in-vzemi-v-najem>
31. Slovenski računovodski standardi 2006 (SRS 2006). *Uradni list RS* št. 94/2014, z dne 24. decembra 2014.
32. Smith, R. A. (1963). *Corporations in Crisis*. New York: Fortune.
33. Tavčar, M. (1990). Sistemski koncept kriznega upravljanja in vodenja podjetja. *Organizacija in kadri* 23(5/6), 396–412.
34. Tchouvakhina, M., & Stöver, P. (2013). *How companies recognise, exploit and overcome crises*. Berlin: KFW Economic Research.
35. Tourani-Rad, A. & Ingley, C. (2011). *Handbook on Emerging Issues in Corporate Governance*. Singapur: World Scientific.
36. Urad Republike Slovenije za makroekonomske raziskave in razvoj. (2014). *Ekonomski izzivi 2014*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske raziskave in razvoj.
37. Urad Republike Slovenije za makroekonomske raziskave in razvoj. (2015). *Jesenska napoved 2015*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske raziskave in razvoj.
38. Verčko, I. (2009). Projektno obvladovanje poslovnih kriz. *Izzivi managementu*, 1(1), 4–12.