

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**KRITIČNA PRESOJA IN PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE
FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA PODJETJA
MERKUR Z BANČNEGA VIDIKA**

LJUBLJANA, JANUAR 2013

BOR VOŠNJAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani **BOR VOŠNJAK**, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom **KRITIČNA PRESOJA IN PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA PODJETJA MERKUR Z BANČNEGA VIDIKA**, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko **prof. dr. SERGEJA SLAPNIČAR**.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo 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 v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 REŠEVANJE PODJETJA Z VIDIKA BANK.....	4
1.1 Makroekonomski vzroki.....	5
1.2 Problematika slovenskega bančnega sistema	10
1.3 Bančni vidik finančnega prestrukturiranja podjetja	13
2 NASTANEK KRIZE IN FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA NA PRIMERU PODJETJA MERKUR D.D.	17
2.1 Mikroekonomski vzroki	18
2.2 Finančno prestrukturiranje podjetja.....	22
2.3 Pregled načrta finančnega prestrukturiranja	24
2.3.1 Stanje obveznosti dolžnika	25
2.3.2 Povzetek predloga prisilne poravnave.....	26
2.4 Analiza projekcij in uporabljenih predpostavk v načrtu finančnega prestrukturiranja	27
2.5 Pomembne informacije po oddaji načrta finančnega prestrukturiranja.....	29
2.6 Primerjava poplačila v primeru prisilne poravnave in v primeru stečaja	29
2.7 Predlog optimalnejšega finančnega prestrukturiranja dolžnika	31
3 INSOLVENTNI POSTOPKI	34
3.1 Prisilna poravnava	34
3.2 Stečaj	36
3.3 Slabosti sedanje zakonodaje na področju insolventnih postopkov	36
3.4 Zakonodaja v Združenih državah Amerike	40
3.5 Londonski pristop.....	43
4 RAVNANJE BANKE PRI FINANČNEM PRESTRUKTURIRANJU PODJETJA MERKUR D.D.	44
4.1 Izpostavljenost bank	45
4.2 Izpostavljenost banke X	47
4.2.1 Vrednost zavarovanja	48
4.2.2 Stečaj	48
4.2.2.1 Poplačilo v primeru stečaja	49
4.2.3 Konverzija terjatev v lastniški delež	49
4.2.3.1 Vrednost delnice	50
4.2.3.2 Zakonske omejitve	51
4.2.3.3 Prednosti in slabosti konverzije.....	53
4.2.4 Oblikovanje oslabitev in rezervacij	54
4.2.5 Končna odločitev banke X	57
4.3 Predlog optimalnejšega ravnanja bank	57
4.3.1 Oblikovanje bančnega dogovora	58
4.3.2 Razlastitev obstoječih lastnikov	60
4.3.3 Konverzija terjatev v lastniški delež	60
4.3.4 Višina poplačila banke X	62
SKLEP	64
LITERATURA IN VIRI	67
PRILOGE	

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Pomembnost faktorjev za nastanek krize</i>	<i>18</i>
<i>Tabela 2: Uspešnost ameriških podjetij po prestrukturiranju</i>	<i>23</i>
<i>Tabela 3: Lastniška struktura po konverziji</i>	<i>50</i>

<i>Tabela 4: Različne variante višine konverzije in lastništvo</i>	<i>53</i>
<i>Tabela 5: Potrebno oblikovanje oslabitev in rezervacij po štirih različnih primerih</i>	<i>56</i>
<i>Tabela 6: Potrebno oblikovanje oslabitev</i>	<i>63</i>
<i>Tabela 7: Primerjava poplačila banke X po treh variantah</i>	<i>64</i>

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Sprememba BDP v drugem kvartalu 2012, glede na enako obdobje leta 2011</i>	<i>5</i>
<i>Slika 2: Bonitetna ocena Slovenije.....</i>	<i>6</i>
<i>Slika 3: Sprememba bonitetne ocene NLB s strani bonitetne hiše Moody's in Fitch.....</i>	<i>6</i>
<i>Slika 4: Zahtevana donosnost na 10 letno slovensko državno obveznico (RS 66).....</i>	<i>7</i>
<i>Slika 5: Medletne stopnje rasti kreditov bank podjetjem in NFI v Sloveniji in v EMU</i>	<i>8</i>
<i>Slika 6: Obseg dolga podjetij in NFI glede na obseg kapitala v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju od 2004 do 2011</i>	<i>9</i>
<i>Slika 7: Delež nedonosnih kreditov v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %).....</i>	<i>10</i>
<i>Slika 8: Oblikovanje dodatnih oslabitev in rezervacij v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2006 do 31. 3. 2012.....</i>	<i>11</i>
<i>Slika 9: Kapitalska ustreznost prvega reda (Tier 1) v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %)</i>	<i>12</i>
<i>Slika 10: Model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave.....</i>	<i>15</i>
<i>Slika 11: Model agregatne slabe banke</i>	<i>15</i>
<i>Slika 12: Zaporedje dogodkov pred nastopom krize.....</i>	<i>19</i>
<i>Slika 13: Način reševanja podjetja iz krize.....</i>	<i>23</i>
<i>Slika 14: Terjatve Merkurja d.d. na dan 30. 6. 2010.....</i>	<i>25</i>
<i>Slika 15: Odločitev za reorganizacijo oziroma likvidacijo podjetja.....</i>	<i>30</i>
<i>Slika 16: Začeti postopki prisilne poravnave.....</i>	<i>38</i>
<i>Slika 17: Izpostavljenost bank do podjetja Merkur</i>	<i>45</i>
<i>Slika 18: Delež izpostavljenosti do podjetja Merkur v kapitalu banke.....</i>	<i>46</i>
<i>Slika 19: Kapitalska ustreznost bank</i>	<i>47</i>
<i>Slika 20: Višina konverzije po posamezni banki</i>	<i>61</i>

UVOD

Banke se sedaj srečujejo z mnogimi primeri, v katerih so podjetja zašla v krizo in jih je potrebno finančno prestrukturirati. V Sloveniji smo iz dneva v dan priča primerom podjetij, ki, brez finančnega prestrukturiranja, niso več sposobna poslovati, saj so prezadolžena. V takšnih primerih so banke, kot največji upniki, tiste, ki odločijo o nadaljnjem obstoju podjetja. Odločiti se morajo tako, da so njihovi krediti poplačani v čim višji meri. Velikokrat se pri odločanju o finančnem prestrukturiranju podjetja nujno potrebne odločitve znotraj banke odlašajo, zaradi potrebe po oblikovanju dodatnih oslabitev, ki bi posledično pomenile poslabšanje izkaza poslovnega izida in znižanje kapitala.

Vsaka banka ima interes za dolgoročno preživetje podjetja, katerega upnik je. Klub temu pa mora prvotno poskrbeti za svojo kapitalsko ustreznost in priskrbeti rezervo za morebitne odpise. Finančna kriza za banke pomeni ogromne odpise, zaradi oslabitev lastnih naložb in odpisov slabih kreditov. Banke so v času finančne krize zaostrole pogoje za kreditiranje podjetij, kar še dodatno vpliva na likvidnost podjetij. Zaradi poslabšanja poslovanja bank, se poslabšuje možnost prestrukturiranja dolga podjetja, saj banke nimajo dovolj sredstev in niso več pripravljene prevzemati takih tveganj. Bolj šibke so banke, manj verjetno se bodo podjetja pogodila za prestrukturiranje njihovega dolga.

Tako kot podjetjem, je tudi bankam v interesu izvensodno prestrukturiranje dolga, saj se s tem izognejo velikim stroškom, ki so povezani s sodnim postopkom. Kot glavni razlog za odločitev o sodnem postopku pa Žnidaršič Kranjčeva (1993, str. 118) navaja nesposobnost upnika in dolžnika, da sama razrešita medsebojni konflikt. Insolventni postopki so v Sloveniji urejeni v Zakonu o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Ur.l. RS št. 126/2007, 40/2009, 59/2009, 52/2010, 106/2010, 26/2011, v nadaljevanju ZFPPIPP), ki je eden ključnih orodij za podporo prestrukturiranja podjetij. Rešitve v ZFPPIPP niso dovolj učinkovite, zaradi česar prihaja do problemov pri prestrukturiranju podjetij.

Magistrsko delo vsebuje kritično presojo finančnega prestrukturiranja podjetja in vse problematike sedanje zakonodajne ureditve, kot na primer dolgotrajnost postopkov, ščitenje delničarjev namesto upnikov, dejstva, da sodišče nima glavne besede v odločanju, itn. Predvsem je izpostavljen bančni vidik finančnega prestrukturiranja podjetja o tem, kako slovenske banke reagirajo v takih primerih. Vse banke v posameznem podjetju niso v enakem položaju, saj so nekatere bolj zavarovane od drugih, zato imajo različne interese glede finančnega prestrukturiranja. Zavedati pa se morajo tudi vpliva na dobavitelje in celotno gospodarstvo, kar je v Sloveniji še posebno pomembno, zaradi njene majhnosti in posledične močne prepletenosti podjetij.

Kritična presoja finančnega prestrukturiranja je narejena na dejanskem primeru podjetja Merkur d.d. (v nadaljevanju Merkur), pri katerem je na hitro predstavljen in komentiran načrt finančnega prestrukturiranja, ki ga je podjetje predložilo v predlogu za začetek prisilne poravnave. Podan je tudi predlog, ki bi optimalneje vplival na podjetje in zagotovil njegov

dolgoročni obstoj, z vzdržnim dolgom in zadostno kapitalsko varnostjo. Na podlagi načrta finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur je opisan tudi bančni vidik pri odločanju o konkretnem primeru. Zajete so vse zakonske omejitve, ki jih banka mora upoštevati, ekonomski preračuni glede višine poplačila v primeru stečaja in v primeru prisilne poravnave, ter vplivi na bilance banke.

Glavni namen magistrskega dela je pomagati bankam pri odločitvah, ki zadevajo finančno prestrukturiranje podjetja, ob katerem so izpostavljene. Pri sedanjem odločanju se banke srečujejo s težavami glede ureditve insolventnih postopkov v ZFPPIPP, kar zavleče nujno potrebne ukrepe in posledično zmanjša višino poplačila banke. Namen magistrskega dela je tudi opozoritev na slabosti sedanje zakonske ureditve glede insolventnih postopkov, ter s tem prispevati k izboljšanju ZFPPIPP. Izboljšanje poplačila terjatev banke do podjetij, ki so v insolventnih postopkih, bi bil doprinos magistrskega dela k poslovni praksi. Pri tem si zastavimo naslednja raziskovalna vprašanja:

1. Ali imajo banke glavno vlogo pri reševanju podjetja iz krize?

Banke niso edini upniki v podjetju, poleg njih so še dobavitelji in ostali upniki. Večino likvidnostnih sredstev zagotavljajo banke, medtem ko so obveznosti podjetja do dobaviteljev stvar rednega poslovanja. Na podlagi raziskav avtorjev pridemo v prvem poglavju do odgovora na vprašanje.

Ko pride podjetje v krizo, mora izdelati načrt finančnega prestrukturiranja. Na osnovi finančnega prestrukturiranja podjetja naj bi bil zagotovljen dolgoročni obstoj podjetja. Drugo raziskovalno vprašanje se glasi:

2. Ali lahko obstoječi načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur zagotovi dolgoročni obstoj podjetja?

Za dolgoročni obstoj podjetja sta, s finančnega vidika, nujno potrebna zadostna višina kapitala in vzdržni dolg. Z analizo projekcij izkaza poslovnega izida in bilance stanja, v drugem poglavju, pridemo do odgovora na vprašanje.

Pri oblikovanju načrta finančnega prestrukturiranja mora podjetje upoštevati veljavno zakonsko ureditev, zato postane pomembno vprašanje o ustreznosti le-te v obstoječi podobi. Tretje raziskovalno vprašanje se glasi:

3. Ali je sedanja ureditev insolventnih postopkov v ZFPPIPP, z ekonomskega vidika, najustreznejša?

Z ekonomskega vidika je pomembno, kdaj je poplačilo upnikov najvišje. Do odgovora na vprašanje pridemo v tretjem poglavju, z analizo preteklih podatkov o uspešnosti prisilnih poravnav z nižjimi zakonsko določenimi poplačili od trenutno veljavnih.

Ko banke poznajo vse zakonske omejitve in podrobno analizirajo načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, lahko preračunajo katera opcija je za njih najugodnejša, zato se četrto raziskovalno vprašanje glasi:

4. Ali bi bile banke pri finančnem prestrukturiranju podjetja Merkur poplačane v višji meri, če bi oblikovale bančni dogovor in delovale usklajeno?

Usklajeno delovanje bank je običajno hitrejše, rešitve pa boljše. Odgovor na vprašanje je podan v zadnjem poglavju, v katerem je tudi predstavljeno oblikovanje bančnega dogovora.

Poleg kritične ocene finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, nazornega prikaza pomanjkljivosti sedanje ureditve insolventnih postopkov v ZFPPIPP in ključnih predlogov za njegovo spremembo ter prikaza ravnanja banke v primeru finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, je cilj magistrske naloge odgovoriti na zgornja vprašanja.

Ovire v zvezi z optimalnim ravnanjem banke v primeru finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur se pojavijo zaradi velikega števila vpletenih bank in pomena za celotno slovensko gospodarstvo, zaradi česar odločitve banke ne more temeljiti samo na primeru podjetja, temveč mora upoštevati širši vidik.

Magistrsko delo je poleg uvodnega poglavja in sklepa, v katerem so povzete ugotovitve, razdeljeno v štiri vsebinska poglavja.

V prvem poglavju je predstavljena problematika slovenskega bančnega sistema, ki omejuje optimalno reševanje problematičnih podjetij v Sloveniji. Predstavljeni so vzroki, zaradi katerih je posledično prišlo do sedanjega stanja v bančnem sistemu. Proti koncu poglavja je tudi predstavljen bančni vidik finančnega prestrukturiranja podjetja s teoretičnega vidika, kjer so, med drugim, zajete tudi raziskave avtorjev z obravnavanega področja.

Drugo poglavje na začetku zajema teoretski vidik vzrokov za nastanek krize v podjetju in predstavitev dejanskih vzrokov za nastanek krize v podjetju Merkur. Večji del poglavja zajema kritično presojo primera finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur. Na kratko je predstavljen aktualni načrt finančnega prestrukturiranja in ocena realnosti njegovih predpostavk. Poleg tega so, na podlagi izračunov, podana priporočila za optimalnejše finančno prestrukturiranje zadevnega podjetja, ki bi zagotovila dolgoročni obstoj podjetja z vzdržnim dolgom in ustrezno kapitalsko varnostjo.

V tretjem poglavju je predstavitev insolventnih postopkov, na kratko sta predstavljena prisilna poravnava in stečaj, saj sta ključna insolventna postopka. Bistvo poglavja je opis pomanjkljivosti ureditve insolventnih postopkov, ki jih ureja ZFPPIPP. Proti koncu poglavja so podana priporočila o spremembi ZFPPIPP in predstavitev zakonodaje v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) ter Londonskega pristopa, kot opcije za izboljšanje sedanje ureditve insolventne zakonodaje.

Zadnje vsebinsko poglavje zajema predstavitev vidika banke pri prestrukturiranju podjetja Merkur, kar je bistvo magistrske naloge. Opisan je postopek odločanja banke na primeru finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur. Preračunane so vse opcije, ki jih ima banka glede na višino svoje izpostavljenosti in kvaliteto zavarovanja. Dodatno so prikazane vse zakonske omejitve glede konverzije terjatev v kapital in problematika pri vrednotenju kapitalskega vložka. Nazadnje je podan predlog optimalnejšega ravnanja bank, z oblikovanjem bančnega dogovora, s katerim bi se banke poplačale v višji meri, kot v trenutnem primeru, ter zagotovile dolgoročni obstoj podjetja Merkur.

1 REŠEVANJE PODJETJA Z VIDIKA BANK

Kreditiranje podjetij je ena izmed osnovnih dejavnosti bank, zato je bankam v interesu obstoj podjetja, saj bo le tako njihov kredit poplačan v celoti. Banke pri odobravanju kreditov ocenjujejo podjetja, tako da se zavedajo tveganosti posojil, a kljub temu lahko zanemarijo določena tveganja, ki podjetje pripeljejo v krizo. Ko podjetje zabrede v krizo, banke ocenijo ali ga je vredno rešiti, oziroma kaj stečaj pomeni za njih. V primeru, da je podjetje vredno rešiti, si banke prizadevajo za dolgoročni obstoj podjetja. Banke lahko, v primeru likvidnostnih težav podjetja, podjetju odobrijo moratorij na odplačilo glavnice, za določeno obdobje, oziroma reprogramirajo svoje kredite. Na tak način lahko banke podjetjem pomagajo prebroditi krizo, vendar le, če so težave kratkoročne in je podjetje samo sposobno prestrukturirati svoje poslovanje.

S prihodom finančne krize so se banke morale spopasti z novimi projekti, ki niso njihova osnovna dejavnost, saj tradicionalno reprogramiranje kreditov in moratoriji niso dovolj. Banke se sedaj morajo spopasti s finančnim prestrukturiranjem podjetij. Finančna kriza ni edini razlog za nastalo situacijo, saj so se podjetja, ki so zabrodila v finančne težave, v dobrih časih pretirano zadolževala, večinoma z za poslovanje nepotrebniimi finančnimi naložbami, katerim so v času finančne krize vrednosti občutno padle. Zaradi znižanja vrednosti finančnih naložb nekatera podjetja izkazujejo ogromne izgube, le-te pa ogrožajo kapitalsko varnost podjetja. Dodatno je finančna kriza pripomogla k nižanju prihodkov, tako da imajo sedaj podjetja velike težave z odplačevanjem prevelikih dolgov. Krivda za nastalo situacijo ni samo na strani podjetij, ki so se v dobrih časih prezadolžila z za poslovanje nepotrebniimi sredstvi, temveč tudi na strani bank, ki so podjetjem posojale prevelike vsote denarja in so zanemarile tveganja, do katerih lahko pri tem pride.

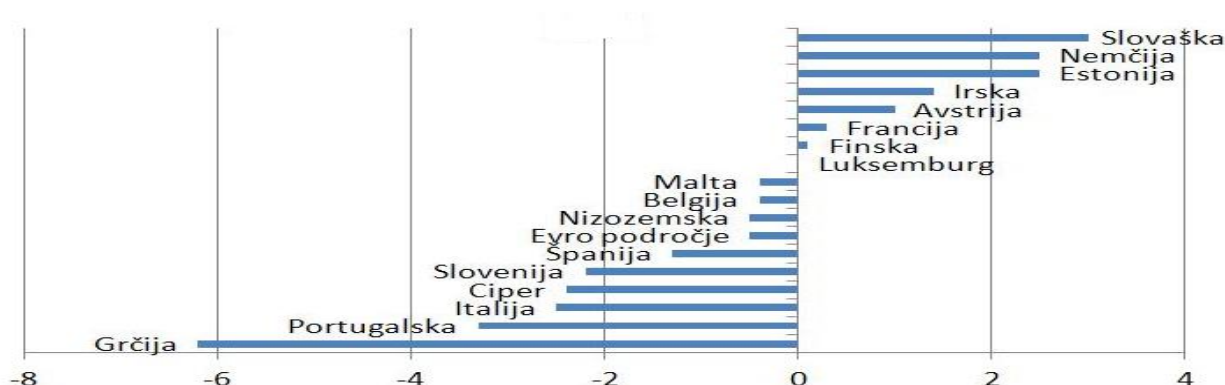
V nadaljevanju so najprej predstavljeni makroekonomski vzroki, zaradi katerih imajo banke danes velike probleme. Banke se soočajo z veliko problematičnimi naložbami, pri katerih podjetja niso več sposobna odplačevati kreditov. Finančna kriza se je, s finančnih trgov, z zamikom preselila v gospodarstvo, prav tako jo je Slovenija začutila z zamikom. Banke so z odlašanjem pri oblikovanju dodatnih oslabitev in rezervacij posledično vpliv krize na njihove izkaze še zamaknile, tako da je v naslednjem poglavju prikazano kronološko obdobje od začetka krize do danes.

1.1 Makroekonomski vzroki

Prvi znaki finančne krize so se pokazali že v letu 2007, vendar se kot prelomni datum za začetek finančne krize šteje 15. september leta 2008, ko je propadla investicijska banka Lehman Brothers Holding Inc. (v nadaljevanju Lehman Brothers). Razlogov za začetek krize je več, kot najbolj priznanega pa štejejo pok nepremičninskega balona v ZDA. Rast vrednosti nepremičnin pred finančno krizo je bila dolgoročno nevzdržna, predvsem na račun nizkih obrestnih mer in zanemarjanja tveganj pri kreditojemalcih s šibkejšim kreditnim položajem, oziroma drugorazrednih kreditojemalcih. Investicijske banke so, pod pretvezo finančnih inovacij, drugorazredne hipoteke preoblikovale v hipotekarne obveznice, v nadaljevanju MBS (angl. Mortgage backed securities), katere so pokupili finančni investitorji. Z zniževanjem vrednosti nepremičnin se je povečalo število ljudi, ki niso bili zmožni plačevati mesečnih obveznosti, kar je posledično vplivalo na vrednost MBS-ov. To je imelo za posledico odpise pri imetnikih zadevnih finančnih instrumentov, zaradi katerih je propadla investicijska banka Lehman Brothers.

Kot omenjeno, so se težave na finančnih trgih z zamikom prestavile tudi v gospodarstvo. Zaradi finančne krize in nepripravljenosti na njo, se je, po podatkih statističnega urada Republike Slovenije, bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) v Sloveniji, popravljen za vpliv sezone in številom delovnih dni, v prvem četrtletju 2009, v primerjavi s četrtim četrtletjem 2008, realno zmanjšal za 6,4 odstotka. To je drugo zaporedno četrtletno zmanjšanje bruto domačega proizvoda, saj se je BDP v četrtem četrtletju 2008, v primerjavi s tretjim četrtletjem 2008, realno zmanjšal za 4,1 odstotka, kar pomeni, da je slovensko gospodarstvo že v četrtem četrtletju 2008 zdrsnilo v recesijo (Statistični urad Republike Slovenije, 2009). Gospodarstvo v Evropi si še ni opomoglo, prav tako ne Slovenija, kar je vidno v spodnji sliki, na kateri je prikazana sprememba BDP v drugem kvartalu 2012, glede na enako obdobje leta 2011, za izbrane države.

Slika 1: Sprememba BDP v drugem kvartalu 2012, glede na enako obdobje leta 2011



Vir: KD Skladi, 2012

Zaradi občutnega padca BDP, ter predvsem nepripravljenosti na sprejetje nujno potrebnih reform, se je Sloveniji v zadnjem času bonitetna ocena občutno znižala, kar je vidno v sliki 2.

Trenutna bonitetna ocena Slovenije, ki jo je dne 2. avgusta 2012 znižala bonitetna hiša Moody's, znaša Baa2, kar je malenkost nad mejo, pod katero je špekulativno območje in ne več investicijsko območje. Eden izmed glavnih razlogov za znižanje bonitetne ocene je tudi problematika slovenskega bančnega sistema, saj imamo kapitalsko zelo šibke banke, ki imajo nadpovprečno velik delež nedonosnih posojil. Govor o kapitalski ustreznosti slovenskih bank in višini nedonosnih posojil bo v naslednjem poglavju. Vzporedno s padcem bonitetne ocene Slovenije, so se znižale tudi bonitetne ocene slovenskih bank, saj je njihovo poslovanje odvisno od gospodarskega stanja v državi.

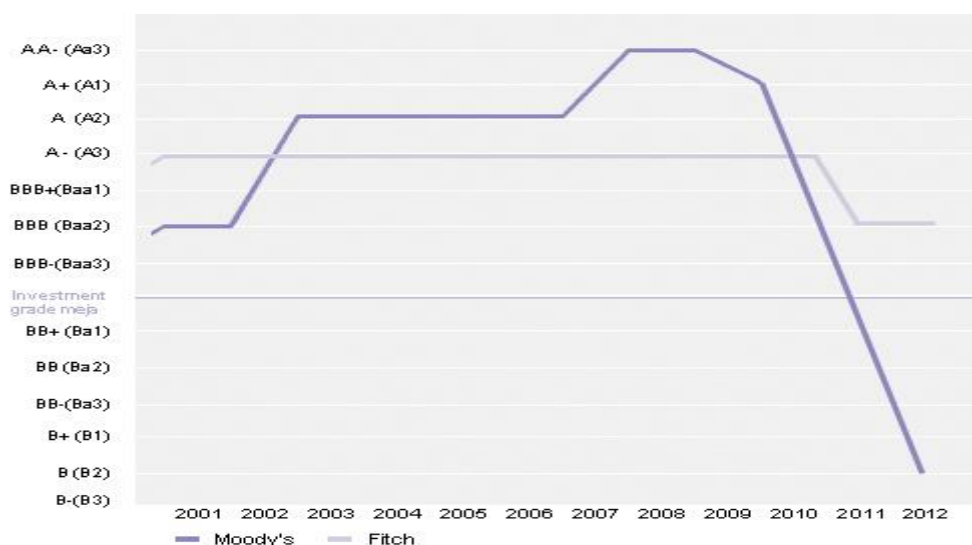
Slika 2: Bonitetna ocena Slovenije



Vir: Moody's, 2012

Iz zgornje slike je razvidno, da se je bonitetna ocena Slovenije do leta 2011 poviševala, prvo znižanje se je zgodilo 23. septembra 2011. Od takrat je bonitetna hiša Moody's bonitetno oceno znižala štirikrat, zadnjič dne 2. avgusta 2012 in sicer na Baa2. Kot omenjeno, je bonitetna ocena slovenskih bank v visoki korelaciji z bonitetno oceno Slovenije. V spodnji sliki je vidna sprememba bonitetne ocene Nove ljubljanske banke d.d. (v nadaljevanju NLB), s strani bonitetne hiše Moody's in Fitch. Izpostavili bi NLB, kot največjo slovensko banko, ki posledično, zaradi največje bilančne vsote, najbolje predstavlja razmere v slovenskem gospodarstvu.

Slika 3: Sprememba bonitetne ocene NLB s strani bonitetne hiše Moody's in Fitch

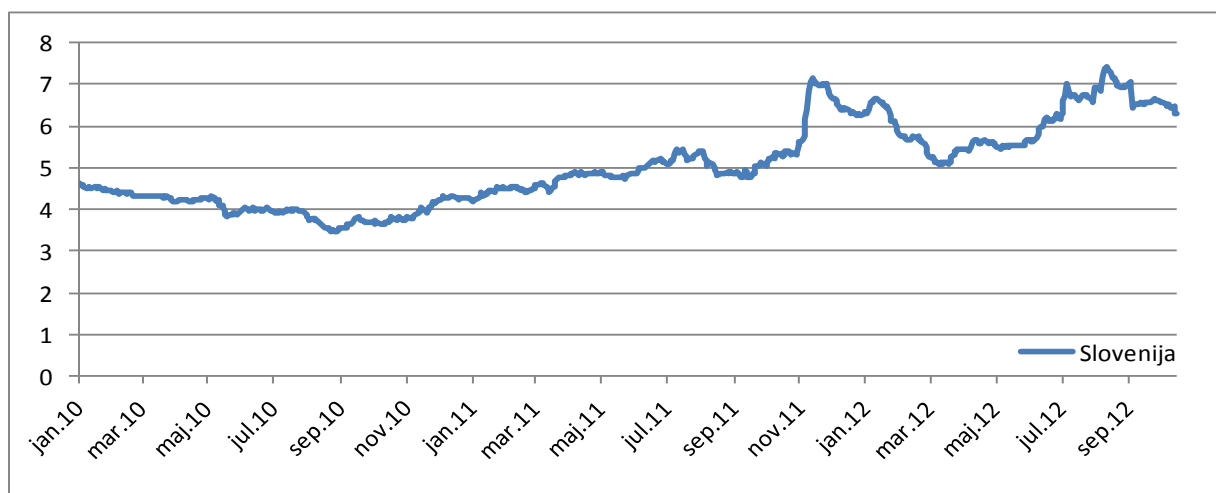


Vir: NLB, 2012

Bonitetna hiša Moody's je dne 26. julija 2012 znižala bonitetno oceno NLB. Znižala je dolgoročno kreditno oceno banke na B2, z negativno oceno prihodnjih obetov. Bonitetna ocena B2 je nižje od investicijskega območja, kar je vidno v zgornji sliki, tako da Moody's naložbo v NLB ocenjuje kot špekulativno naložbo. Bonitetna hiša Fitch je dne 10. avgusta 2012 prav tako znižala bonitetno oceno. Znižala je dolgoročno kreditno oceno banke na BBB-, z negativno oceno prihodnjih obetov.

Nižje bonitetne ocene države, kot tudi bank, zelo omejujejo dostop do svežih virov financiranja. Slovenija do oktobra v letu 2012 ni izdala dolgoročnega dolga, dodatno je v septembrski avkciji zakladnih menic (kratkoročni dolžniški vrednostni papirji) doživela mrzel tuš, saj je bilo, namesto predvidene izdaje 250 mio EUR, izdanih zgolj 164,5 mio EUR. (KD Skladi, 2012). Še večji problem z zadolževanjem v tujini imajo slovenske banke, ki se skoraj ne morejo zadolžiti v tujini. V oktobru je Slovenija uspešno izdala 10-letne državne obveznice v višini 2,25 milijard dolarjev, ki so denominirane v dolarjih, kar nakazuje na večje zaupanje investorjev v slovensko gospodarstvo. Zahtevana donosnost znaša 5,7 odstotkov, kar je več kot eno odstotno točko manj, kot pred dvema mesecema, ko je zahtevana donosnost na 10-letne državne obveznice republike Slovenije presegala 7 odstotkov, kar je vidno v spodnji sliki.

Slika 4: Zahtevana donosnost na 10 letno slovensko državno obveznico (RS 66)

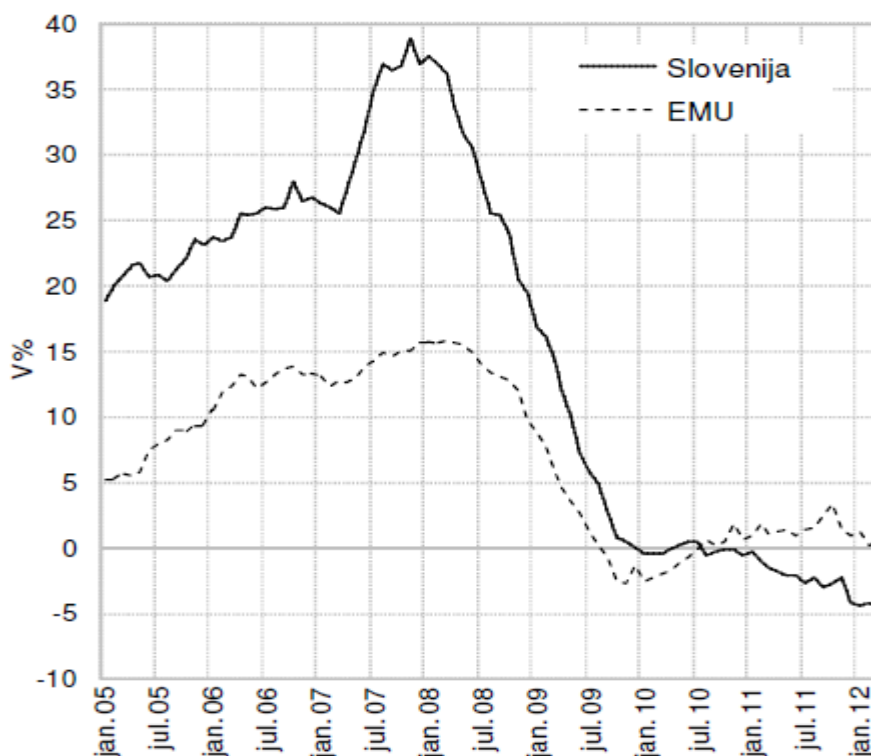


Vir: Bloomberg, 2012

Iz zgornje slike je razvidno, da se je v roku zadnjega leta zahtevana donosnost občutno povišala. Glede na povišanje zahtevane donosnosti lahko zaključimo, da finančni trgi ocenjujejo trenutno stanje v Sloveniji kot problematično, predvsem zaradi problemov slovenskega bančnega sistema in političnih težav. Zahtevana donosnost 10 letne slovenske državne obveznice je večkrat celo presegla mejo 7 odstotkov, tako da finančni trgi ne izključujejo scenarija, da Slovenija ne bo sposobna sama rešiti svojih problemov in bo potrebovala mednarodno pomoč. V nadaljevanju je predstavljen padec kreditiranja podjetij v Sloveniji glede na Evropsko monetarno unijo (v nadaljevanju EMU) in obseg dolga podjetij glede na njihov kapital, iz česar je razvidna problematika podjetij v Sloveniji.

V spodnji sliki je razviden občuten padec kreditiranja podjetij in nadenarnih finančnih institucij (v nadaljevanju NFI) od začetka svetovne finančne krize naprej. Tudi zaradi upada kreditiranja s strani bank, smo v zadnjem času priča velikemu številu insolventnih postopkov, saj banke ne reprogramirajo več svojih kreditov. Število stečajev pravnih oseb se je povišalo z 285 stečajev, v letu 2009, na 632 stečajev, v letu 2011, v prvi polovici leta 2012 je bilo že 326 stečajev pravnih oseb, kar nakazuje na podoben trend, kot v letu 2011 (Zbornica upraviteljev Slovenije, 2012).

Slika 5: Medletne stopnje rasti kreditov bank podjetjem in NFI v Sloveniji in v EMU



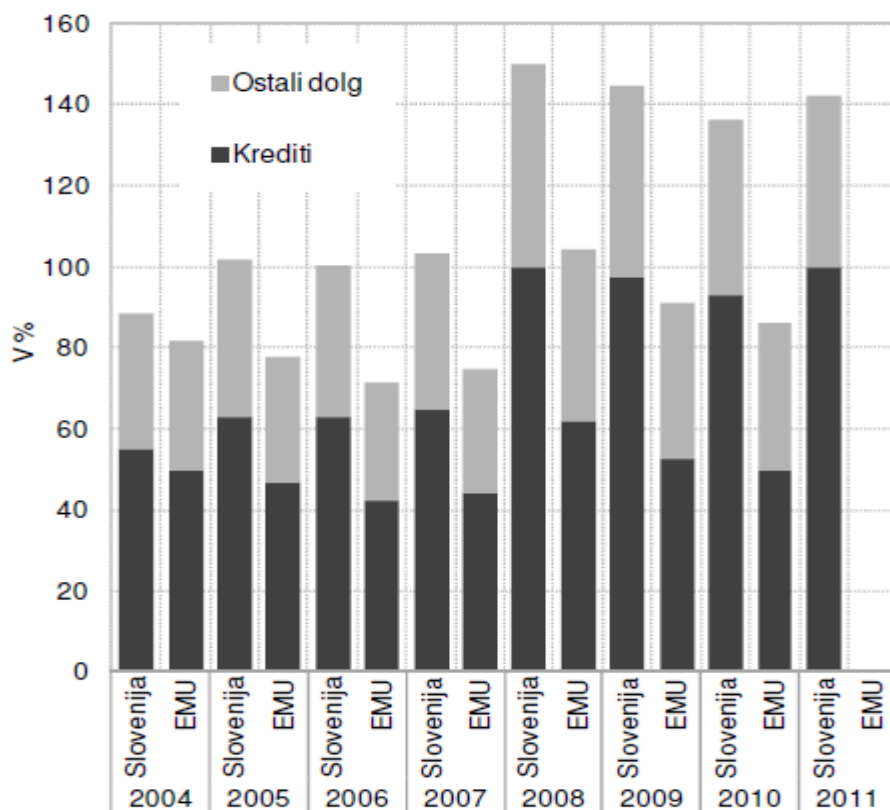
Vir: UMAR, 2012, str. 6

V zgornji sliki je razvidno, da so medletne stopnje rasti kreditov dosegle najvišje vrednosti pred pričetkom svetovne finančne krize, saj so slovenske banke iz tujine pridobivale poceni vire in jih plasirale tudi ekonomsko neupravičenim projektom, zaradi česar imajo banke sedaj veliko nedonosnih posojil. Medletne stopnje rasti so bile občutno višje, kot v EMU, tudi za 25 odstotnih točk. Do začetka leta 2010 so medletne stopnje rasti upadale in v letu 2010 je kreditiranje slovenskih podjetij ostalo na enakih nivojih. Od začetka leta 2011 smo priča krčenju kreditiranja, predvsem zaradi zaostrenega odobravanja kreditov s strani bank, ki je posledica predvsem omejitve virov financiranja in občutnega povečanja nedonosnih posojil, zaradi katerih morajo banke oblikovati dodatne slabitve in rezervacije, le-te pa zanje pomenijo občutne izgube.

Občutno kreditiranje bank v času konjunkturalne krize ima posledice v tem, da so slovenska podjetja in NFI med najbolj zadolženimi v EMU. Visoka zadolženost je dodatno posledica zadolževanja

za financiranje raznoraznih finančnih naložb in prevzemov podjetij s strani vodstva. Veliko podjetij se je, namesto za financiranje razvojnih projektov, zadolžilo za nakup finančnih naložb, ki so jim v času konjunktura prinašale visoke dobičke, sedaj pa gromozanske izgube. Prevzemi s strani vodstva podjetja tudi niso bili izjeme pri nas, saj smo bili priča kar nekaj poskusov prevzemov, ki so posledično finančno obremenili prevzeto podjetje.

Slika 6: Obseg dolga podjetij in NFI glede na obseg kapitala v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju od 2004 do 2011



Vir: UMAR, 2012, str. 51

Iz zgornje slike je razvidno, da se je v Sloveniji delež dolga podjetij in NFI v kapitalu, glede na evrsko območje, začel povečevati v letu 2005, občutneje pa šele v letu 2008, kljub občutnemu zadolževanju slovenskega gospodarstva. Razlog za manjše povišanje deleža dolga podjetij in NFI v kapitalu je občutno povišanje kapitala slovenskih podjetij. V letu 2008 je razlog za občutno povišanje deleža dolga v kapitalu predvsem padec kapitala, saj so delnice na kapitalskih trgih doživele občutne padce, slovenska podjetja pa so v svojih bilancah imela veliko finančnih naložb, katerih vrednost se je znižala.

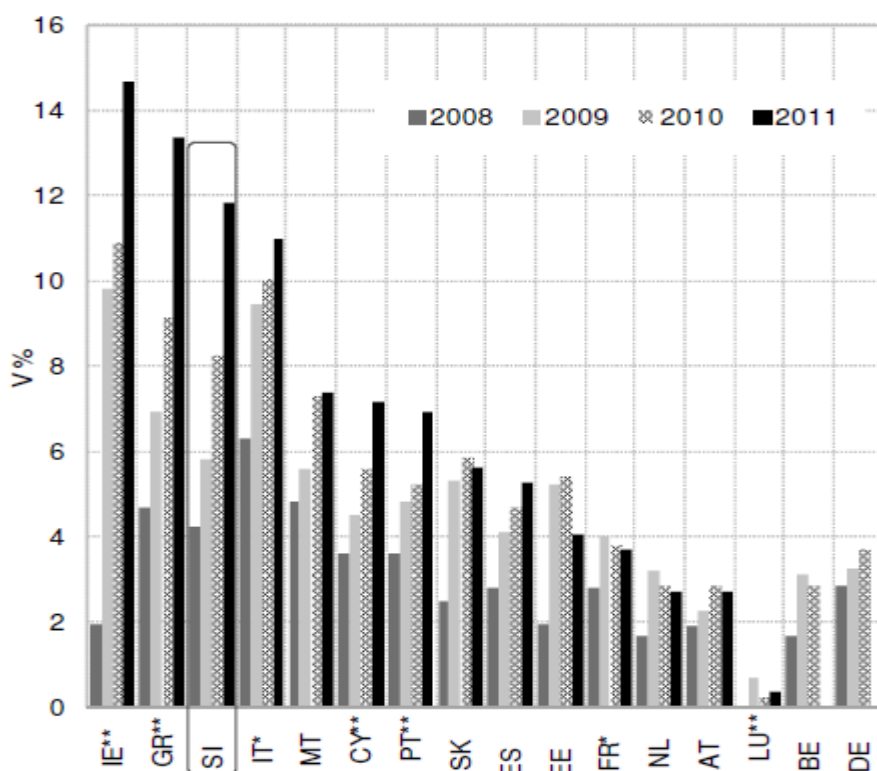
Glede na občutno prezadolženost slovenskega gospodarstva, ki je posledica predvsem zadolževanja za poslovno nepotrebna sredstva, je nujno potrebno podjetjem zagotoviti dodatni kapital, za kar pa v Sloveniji ni sredstev. Trenutno veliko prezadolženih podjetij razglasi insolventni postopek, nekaj izmed njih se reši s prisilno poravnavo, kjer se del terjatev odpiše, del pa konvertira v kapital, druga pa so, v stečajnih postopkih, po delih prodana. Velika težava,

ki zavira razrešitev nastale situacije, je problematika slovenskega bančnega sistema, o kateri je govora v naslednjem poglavju. Kot druga opcija za rešitev je tuj kapital, za katerega bo potrebno sprejeti nujno potrebne reforme, vendar so se, glede na pretekla dejanja slovenske politike, zaprla marsikatera vrata.

1.2 Problematika slovenskega bančnega sistema

Iz prejšnjega poglavja vidimo, kako se je stanje slovenskega gospodarstva poslabševalo, kar se je odrazilo v težavah domačih bank. Zaradi slabih gospodarskih razmer in pretirane zadolženosti, se povečuje delež nedonosnih posojil, zaradi česar morajo banke oblikovati dodatne oslavitve in rezervacije, ki vplivajo na izkaz poslovnega izida in posledično na višino kapitala. Slovenskim bankam se je zaradi pretiranega kreditiranja slovenskih podjetij, ki so glede na podjetja v drugih državah evrskega območja, prezadolžena, v času krize občutno poslabšala kakovost terjatev. Dodaten negativni vpliv je imel poskus menedžerskih prevzemov, ki so kasneje izčrpavali podjetja. V spodnji sliki je viden delež nedonosnih kreditov v posameznih državah članicah evrskega območja, med letoma 2008 in 2011. Med nedonosna posojila spadajo komitenti z bonitetno oceno D in E ter C, ki zamujajo s plačilom obveznosti več kot 90 dni.

Slika 7: Delež nedonosnih kreditov v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %)

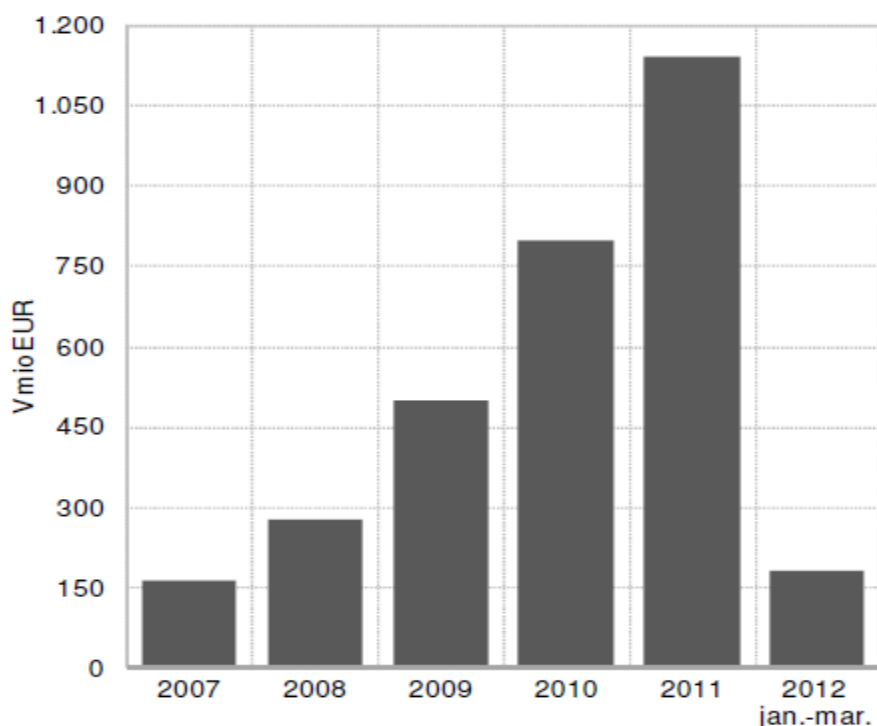


Vir: UMAR, 2012, str. 48

Iz zgornje slike lahko razberemo, da je delež nedonosnih posojil v slovenskem bančnem sistemu med največjimi v evrskem območju. Le v Grčiji in na Irskem je stanje slabše kot v Sloveniji in obe državi sta že zaprosili za mednarodno finančno pomoč. Delež se je poslabšal iz dobrih 4 odstotkov, v letu 2008, na 11,8 odstotkov, v letu 2011, predvsem je problematično občutno poslabšanje v letu 2011, saj je delež narasel za skoraj 2 odstotni točki. Po podatkih Urada Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR), je celotni obseg slabih terjatev dosegel že skoraj 6 milijard EUR in še narašča.

Poslabšanje kakovosti bančne aktive se odraža v potrebi po oblikovanju dodatnih oslabitev in rezervacij, ki posledično pomenijo poslabšanje izkaza poslovnega izida bank. V spodnji sliki so vidne dodatno oblikovane oslabitve in rezervacije, ki jih je slovenski bančni sistem oblikoval od leta 2006 do prvega kvartala leta 2012.

Slika 8: Oblikovanje dodatnih oslabitev in rezervacij v slovenskem bančnem sistemu v obdobju od leta 2006 do 31. 3. 2012



Vir: UMAR, 2012, str. 47

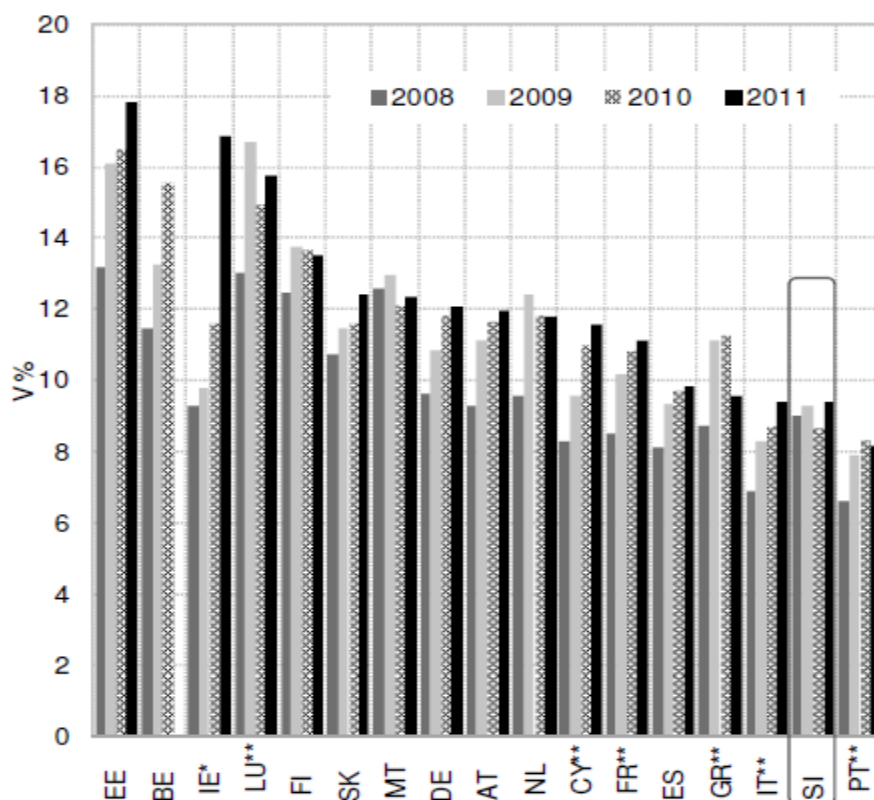
Kot že omenjeno se je kakovost bančne aktive ob nastanku finančne krize občutno poslabšala. Posledica poslabšanja kakovosti bančne aktive je vidna v zgornji sliki, saj so se oslabitve in rezervacije, ki jih je slovenski bančni sistem oblikoval v posameznem letu, povečale z dobrih 150 milijonov EUR, v letu 2007, na 1.100 milijonov EUR, v letu 2011. Učinek svetovne finančne krize se je najprej videl na finančnih trgih, šele kasneje v gospodarstvu. Na začetku je slovenski bančni sistem oblikoval večino oslabitev in rezervacij, zaradi padca vrednostnih papirjev. V zadnjih letih smo priča vedno več primerom insolventnih postopkov, ki se zelo pogosto končajo s stečajem. Zaradi preslabih zavarovanj so morale banke oblikovati ogromne

oslabitve in rezervacije, ki so po podatkih UMAR v letu 2011 povzročile najslabše poslovne rezultate slovenskega bančnega sistema doslej, saj je le-ta beležil izgubo v višini 440 milijonov EUR.

Poslabšanje kakovosti bančne aktive in dodatno oblikovane oslabitve posledično pomenijo zniževanje kapitala bank. Posledica nižje vrednosti kapitala je nižja kapitalna ustreznost bank, ki ima negativni učinek na celotno gospodarstvo, saj banke ne dobijo zadostnih virov in niso sposobne absorbirati dodatnih izgub.

Kapitalna ustreznost bank je v času finančne krize še bolj pomembna, kot v času konjunktore. Nizka kapitalna ustreznost slovenskega bančnega sistema je bila ena izmed posledic nižanja bonitetne ocene slovenskih bank, ki so posledično, zaradi nezmožnosti dostopa do tujih virov, pripomogle k nižji kreditni aktivnosti. V spodnji tabeli je vidna kapitalna ustreznost prvega reda (*angl.* Tier 1) v posameznih državah članicah evrskega območja, od leta 2008 do leta 2011.

Slika 9: Kapitalna ustreznost prvega reda (Tier 1) v posameznih državah članicah evrskega območja v obdobju od 2008 do 2011 (v %)



Vir: UMAR, 2012, str. 49

Na zgornji sliki je razvidno, da je slovenski bančni sistem, po vrednosti količnika kapitalne ustreznosti prvega reda, med najslabšimi v evrskem območju. Vse države so v času finančne krize izboljšale kapitalno ustreznost bančnega sistema, medtem ko se v Sloveniji ni bistveno

izboljšala. Eden izmed razlogov za to je občutno povišanje oslabitev in rezervacij v zadnjih letih, predvsem pa lastniki slovenskih bank niso priskrbeli zadostnega dodatnega kapitala. Glede na lastniško strukturo v slovenskem bančnem sistemu lahko zaključimo, da je glavni krivec za to država, saj je direktno oziroma indirektno največji lastnik nekaterih bank, ki predstavljajo večino bančnega sistema. Posledica slabe odzivnosti lastnikov, in predvsem države, se, preko nizke kapitalske ustreznosti slovenskega bančnega sistema, odraža na poglobljanju težav slovenskega gospodarstva. V prihodnosti se bo zahteva po kapitalski ustreznosti bank povišala, kar bo povečalo potrebo po dodatnem kapitalu.

Sedaj, ko poznamo vzroke za trenutno stanje slovenskega gospodarstva in probleme s katerimi se soočajo slovenske banke, se lahko lotimo reševanja podjetja, pri katerem je potrebno finančno prestrukturiranje. V naslednjem poglavju je predstavljen bančni vidik finančnega prestrukturiranja podjetja, da vidimo kako se banke soočajo s finančnim prestrukturiranjem podjetij. Kasneje je v poglavju 4 to predstavljeno še na dejanskem primeru podjetja Merkur.

1.3 Bančni vidik finančnega prestrukturiranja podjetja

Zaradi dejstev, omenjenih v prvem poglavju, in posledično problemov slovenskih bank, se veliko podjetij sooča s finančnimi težavami. Večina jih ni zmožna poravnati svojih obveznosti, saj je večina kreditov kratkoročnih, banke pa niso več pripravljene reprogramirati svojih terjatev do nekaterih podjetij. Edina rešitev za taka podjetja je finančno prestrukturiranje, pri katerem morajo banke upnice aktivno sodelovati.

Finančno prestrukturiranje podjetja je zahtevna naloga, zato banke za reševanje problematičnih naložb ustanavljajo posebne time, ki jih sestavljajo strokovnjaki z različnih področij. Naloga teh timov je čim večje poplačilo banke iz problematične naložbe. Na uspeh reševanja slabih naložb na ravni banke vplivajo različni dejavniki, kot so: število upnikov, kar poveča zahtevnost koordinacije, zakonodaja in lastniška sestava.

Franks in Sussman (2004, str. 2) sta v svoji raziskavi, na podlagi podatkov treh komercialnih bank v Veliki Britaniji¹, zajela podatke o 542 malih in srednje velikih podjetjih s finančnimi problemi in prišla sta do štirih glavnih ugotovitev.

1. Glede na sestavo dolga ima vse niti v svojih rokah banka, kljub temu, da predstavlja njen delež celotnega dolga podjetja le 40 odstotkov, ostalo pa predstavlja dolg dobaviteljem. V primeru stečaja ima tako banka popolno kontrolo nad podjetjem.

2. Prvotni namen banke v primeru finančnih problemov podjetja je reševanje podjetja in ne stečaj. Kljub temu so banke zelo trde v pogajanjih s podjetjem, samo v enem primeru je banka odpisala dolg. Zelo redko banke dodatno financirajo podjetje, nasprotno je tipična reakcija zmanjšanje izpostave do takega podjetja;

¹ Cruickshank (2000) v svojem poročilu navaja, da te banke predstavljajo 67 odstotkov vseh posojil malim in srednje velikim podjetjem v Veliki Britaniji.

3. Ni nobenih dokazov o zaplembi sredstev s strani dobaviteljev, skoraj vedno je banka tista, ki se odloči za stečaj podjetja. Glede na to zaplemba sredstev s strani dobaviteljev ni najpomembnejši problem podjetja v stečaju;

4. Mešani rezultati glede »lenosti« bank v podjetjih s finančnimi težavami. Po eni strani naj bi banka bila bližje odločitvi za stečaj podjetja takrat, ko je vrednost sredstev, ki so ji zastavljena za kredit, bližje vrednosti kredita. Po drugi strani banke ne hitijo z odločitvijo za stečaj podjetja. Dokazi tudi priporočajo, da naj bo odločitev banke o stečaju podjetja povezana s trdom podjetja za reorganizacijo, med drugim tudi z zamenjavo vodstva. Kljub temu ni dokazov, da je banki pri tem pomembna vrednost podjetja v poslovanju.

Iz zgornjih ugotovitev sledi, da je reševanje podjetja predvsem odvisno od bank, tako da lahko potrdimo prvo raziskovalno vprašanje. Prvotni namen banke je reševanje podjetja in ne njegov stečaj, saj so v primeru rešitve bolje poplačane in je učinek na njihove izkaze optimalnejši. Reševanje podjetja pa za seboj potegne ogromno dodatnih problemov, s katerimi se morajo banke spopasti.

Z vidika banke se podjetje lahko rešuje z izvensodno poravnavo oziroma s prisilno poravnavo, o kateri bo več govora v poglavju 3. Tako za banko, kot za podjetje, je najoptimalnejša rešitev izvensodna poravnava, saj se tako izognemo dolgotrajnim sodnim postopkom in prihranimo dragocen čas za reševanje podjetja. V sedanjem času smo priča večinoma sodnim postopkom, saj se lastniki podjetij ne morejo dogovoriti z bankami o pravočasnem prestrukturiranju, oziroma banke ne zaupajo vodstvu podjetja, tako da postopek finančnega prestrukturiranja vodi sodišče.

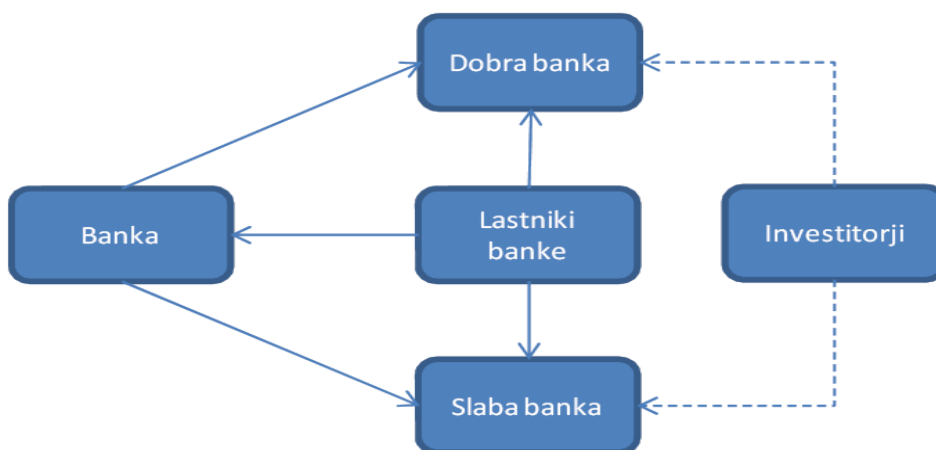
Tradicionalni reprogrami in unovčevanje zavarovanj za poplačilo terjatev, kar je bila stalnica pred krizo, v sedanjem času za finančno prestrukturiranje podjetja niso dovolj. Banke morajo, z zamenjavo dolga v kapital podjetja, vstopati v lastniško strukturo podjetij, kar je v Sloveniji vidno že pri nekaj podjetjih in pri skoraj vsakem predlogu prisilne poravnave. Poleg sodelovanja banke pri finančnem prestrukturiranju podjetja, ima banka na voljo še druge opcije, saj lahko svoje terjatve do dolžnika, ki je potreben finančnega prestrukturiranja, prenese oziroma proda. Prenos slabih posojil banke na njene hčerinske družbe ni nič nenavadnega, nenazadnje smo bili temu priča pri podjetju Merkur, ko je Hypo Alpe Adria banka d.d. prenesla svoje terjatve do podjetja na svojo hčerinsko družbo Ananke Handels und Beteiligungs GmbH. V prihodnosti tudi v Sloveniji ne bo nenavadno, da bodo banke prodale svoja slaba posojila, bodisi neki tretji osebi, bodisi neki na novo formirani slabi banki, ki naj bi jo ustanovila država, z namenom ponovnega zagona kreditiranja in preprečitve kreditnega krča.

Modelov slabe banke je več, najpomembnejši med njimi pa so: model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave (konsolidacije), model ločitve dobre in slabe banke z lastniško povezavo (konsolidacijo), model agregatne slabe banke, model več agregatnih slabih bank, model državne dobre banke in hibridni model dobre – slabe banke. Garancijska shema je tudi oblika reševanja banke, vendar pri tem banka ohrani naložbe v svojih bilancah, zunanji garant,

ki je navadno država, pa jamči za morebitne prihodnje izgube (Poljšak in Razboršek, 2011, str. 29-31).

Izpostavili bi dva zgoraj omenjena modela slabe banke in sicer model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave ter model agregatne slabe banke, ki bo najverjetneje uporabljen v Sloveniji, če bo prišlo do potrditve zakona o slabi banki.

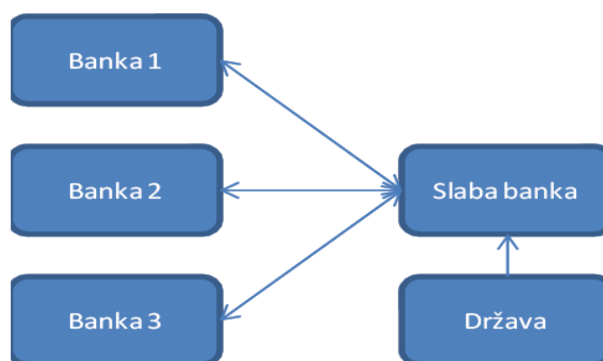
Slika 10: Model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave



Vir: Poljšak in Razboršek, 2011, str. 29

Na zgornji sliki je viden model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave, pri katerem banka slabe naložbe prenese na svojo odvisno družbo. Slabe naložbe so torej bilančno ločene od dobrih naložb. Največji problem predstavlja cena, po kateri se prenesejo slabe naložbe na slabo banko in posledično potrebe po oblikovanju dodatnih oslabitev in rezervacij.

Slika 11: Model agregatne slabe banke



Vir: Poljšak in Razboršek, 2011, str. 30

Na zgornji sliki je viden model agregatne slabe banke, pri katerem država navadno ustanovi družbo, ki od večjega števila bank odkupi slabe naložbe, banke pa v zameno dobijo denar ali vrednostne papirje. Kot v primeru model ločitve dobre in slabe banke brez lastniške povezave,

zopet največji problem predstavlja cena, po kateri se bodo slabe naložbe prenesle na novoustanovljeno družbo in posledično potreba po oblikovanju dodatnih oslabitev in rezervacij.

Cilj slabe banke je, da z aktivnim upravljanjem slabih naložb maksimirajo poplačila in omogočijo okrevanje perspektivnim podjetjem, dodatno pa pomagajo pri stabilizaciji bančnega sistema. Banke se tako znebijo slabih posojil in s tem povečajo kapitalsko ustreznost, saj je kreditno tveganje pri teh dolžnikih najvišje, kar posledično pomeni visoke kapitalske zahteve. Dodatno se lahko fokus vodstva banke, in njenih zaposlenih, usmeri iz reševanja slabih posojil nazaj k temeljnemu reševanju. Kot en izmed večjih problemov pri prodaji slabih posojil banke slabi banki bo cena, po kateri bodo banke pripravljene izvesti transakcijo, saj bodo težko sprejele dodatno potrebne oslabitve in rezervacije v primeru nižje cene od trenutno oblikovanih oslabitev in rezervacij.

Kot je omenjeno v prejšnjem poglavju, imajo banke v Sloveniji trenutno probleme s kapitalsko ustreznostjo, poleg vsega se bodo kapitalske zahteve v prihodnosti še zaostrovale. Zaradi pomanjkanja kapitala, banke velikokrat problematične naložbe v svojih bilancah ne prevrednotijo na pošteno vrednost, saj jim tako ni potrebno oblikovati dodatnih oslabitev in rezervacij. Z oblikovanjem oslabitev in rezervacij odlašajo vse dokler lahko zagovarjajo visoke vrednosti, po katerih imajo vrednotene problematične naložbe.

Za hitrejšo reševanje problematičnih naložb v bankah, morajo banke imeti večjo kapitalsko varnost, saj je kapitalsko močan bančni sektor ključen za uspešno prestrukturiranje slabih posojil podjetij. Slovenski bančni sektor potrebuje celovito rešitev, najprej je potrebno dokapitalizirati banke, jih narediti kapitalsko močne, saj bi s pridobitvijo novega kapitala, banke lahko hitreje ukrepale pri reševanju problematičnih naložb in tako povečale iztržek iz teh naložb. V kriznih časih, kakršnim smo trenutno priča, so banke največkrat dokapitalizirale države, saj obstoječi lastniki niso bili sposobni priskrbeti dodatnega kapitala.

Laryea (2010, str. 24) navaja, da je dokapitalizacija bank z javnimi sredstvi običajna praksa za povrnitev kapitala, ki so ga banke izgubile zaradi odpisov, povezanih s slabimi krediti, danimi podjetjem².

Poleg dokapitalizacije bank, Laryea (2010, str. 25) kot dodatne opcije države za spodbujanje bank k sodelovanju pri finančnem prestrukturiranju podjetij navaja:

- podpora države pri določitvi finančnega svetovalca za pogajanja med banko in podjetjem in minimiziranje koordinacijskih problemov;
- davčne in ostale finančne spodbude za banko;

² Stone (2000) je v vseh devetih študijah prestrukturiranja dolga podjetij (Čile 1981, Madžarska 1991, Indonezija 1997, Koreja 1997, Malezija 1997, Mehika 1981, Mehika 1995, Poljska 1993 in Tajska 1997) prišel do zaključka, da je vedno država sodelovala pri dokapitalizaciji bank.

- preko nadzorne funkcije zahtevati od bank prikaz terjatev do relevantnih strank v pogajanjih, saj pomanjkanje transparentnosti lahko zavleče postopek pogajanj;
- zagotovitev striktnih ažuriranj obstoječih klasifikacij nedonosnih posojil in ostalih regulatornih zahtev za spodbudo bank pri participaciji k prestrukturiranju dolga;
- definiranje jasnega in natančnega urnika za vse faze prestrukturiranja dolga, s čemer se zagotovi maksimalno participacijo obeh strani in minimalne zamude pri postopku. V primeru nesodelovanja se lahko postavi dodatne kazni.

Ko se banka odloči, da je, glede na učinke na njene bilance, za njo najoptimalnejše finančno prestrukturirati podjetje, ima na opcijo več metod. Antonovic Kotov (2009, str. 2) navaja metode prestrukturiranja podjetja, ki jih banke največkrat izvajajo:

- prestrukturiranje podjetja s spremembo obsega poslovanja, in sicer v smeri povečanja ali zmanjšanja;
- prestrukturiranje podjetja z vplivom na strukturo premoženja in kakovosti spremljanja procesov v podjetju;
- prestrukturiranje poslovanja s spremembo notranje organizacijske in industrijske strukture podjetja.

V praksi pri reševanju podjetja ne sodeluje samo ena banka, temveč več bank. Zato je potreben dogovor med njimi, kar je velikokrat zelo težavna naloga. Za finančno prestrukturiranje podjetij se običajno najame svetovalno podjetje, ki neodvisno svetuje podjetju glede finančnega prestrukturiranja, saj bi vsaka banka gledala le na lastno korist. Zato banke ne pripravljajo načrta finančnega prestrukturiranja, temveč načrt pripravi podjetje s pomočjo svetovalnega podjetja, banke pa lahko podajo pripombe na ta načrt.

Da banke lahko preučijo vse opcije in izberejo zase najoptimalnejšo, je potrebno preučiti načrt finančnega prestrukturiranja. V nadaljevanju je tako na primeru podjetja Merkur predstavljen načrt finančnega prestrukturiranja, s kritično presojo in podanimi predlogi izboljšanja. Na podlagi načrta finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, je v zadnjem poglavju govora o vidiku banke pri reševanju podjetja Merkur.

2 NASTANEK KRIZE IN FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA NA PRIMERU PODJETJA MERKUR D.D.

Večina podjetji se je v svojem obstoju spopadlo s krizo, nenazadnje smo sedaj še vedno priča finančni krizi, ki se je začela leta 2008. Kar loči dobra podjetja od slabih je dejstvo, da so dobra sposobna prebroditi krizo, slaba pa v kriznih časih prenehajo poslovati. Gospodarska gibanja so stalnica v gospodarstvu, tako da sedanja kriza ni zadnja, s katero se bodo podjetja srečala v svojem obstoju. Zelo pomembno za dolgoročni obstoj podjetja je, da se zaveda nevarnosti in poskuša biti pripravljeno na neljube dogodke, ki lahko nastopijo.

Vzrokov za nastanek krize je lahko več. Brigham in Daves (2002, str. 835) v svojem delu vzroke za propad podjetja razdelita v štiri faktorje: ekonomske faktorje, finančne faktorje, zanemarjanje, katastrofe in prevare ter ostale faktorje. V spodnji tabeli je prikazano koliko odstotkov od celotnih vplivov za nastanek krize nanese posamezen faktor.

Tabela 1: Pomembnost faktorjev za nastanek krize

Vzroki za propad podjetja	Odstotek od celote
Ekonomske faktorji	37,1 %
Finančni faktorji	47,3 %
Zanemarjanje, katastrofe in prevare	14,0 %
Ostali faktorji	1,6 %

Vir: Brigham in Daves (2002, str. 835) povzeto po Dun & Bradstreet

Rezultati analize kažejo, da so najpomembnejši faktorji za propad podjetja, finančni faktorji, med njih sta avtorja uvrstila prezadolženost podjetja in neustrezno višino kapitala. Finančni faktorji skupaj z ekonomskimi faktorji, med katere sta štela šibkost industrije in slabo lokacijo, predstavljajo 84,4 odstotkov vseh vzrokov za propad podjetja. Zavedati se je potrebno, da pomembnost posameznih faktorjev variira skozi čas, tako da ni vedno enako porazdeljena. Predvsem sta pomembna ekonomsko stanje gospodarstva ter višina obrestnih mer.

Poleg zgoraj omenjenih vzrokov za nastanek krize v podjetju, je bilo ključnega pomena dejstvo, da so podjetja zanemarjala tveganja. Zaradi premalo poudarka upravljanju s tveganji, so bila le redka podjetja pripravljena na finančno krizo, ostala pa niso pravočasno prepoznala poslabšanja poslovanja. Razlog je bilo dobro gospodarsko stanje, saj je svetovno gospodarstvo raslo z zavirljivo stopnjo rasti, kupci so imeli dovolj denarja in so na veliko kupovali izdelke, podjetjem ni primanjkovalo likvidnih sredstev, saj so jim banke same od sebe ponujale denar. S prihodom krize so se razmere na trgu zelo spremenile (banke kreditirajo le dobre projekte, nekatera gospodarstva so v recesijah itd.). Svetovna kriza je prisilila podjetja, da dajejo vedno večji poudarek identifikaciji tveganj in njihovemu obvladovanju.

Makroekonomski vzroki za nastanek krize so predstavljeni v poglavju 1.1, v naslednjem poglavju pa je na primeru podjetja Merkur govora še o mikroekonomskih vzrokih oziroma zunanji in notranji vzroki, kot v definiciji krize navaja Dubrovski (2004, str. 18), ki krizo opredeljuje kot kratkotrajno neugodno, nezaželeno in kritično stanje v podjetju, ki je nastalo zaradi zunanjih in/ali notranjih vzrokov ter neposredno ogroža nadaljnji razvoj in obstoj podjetja.

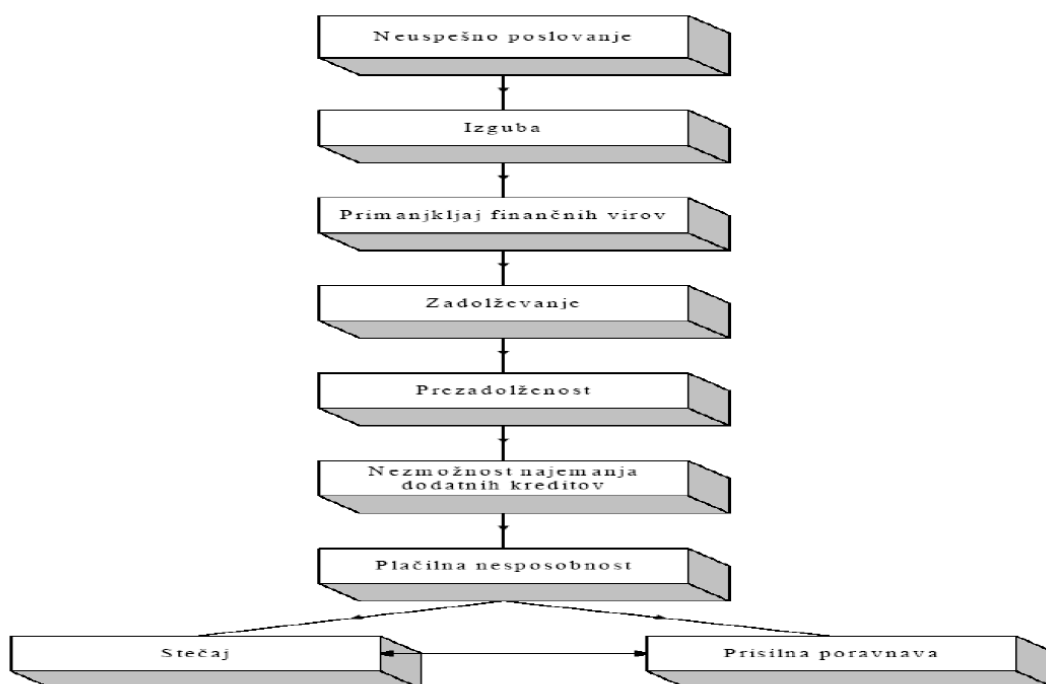
2.1 Mikroekonomski vzroki

Na poslovanje podjetja vplivajo tako zunanji, kot notranji dejavniki. Na zunanje dejavnike podjetje nima direktnega vpliva, vendar se lahko do neke mere zaščiti pred negativnimi učinki.

Pred notranjimi dejavniki, ki privedejo do krize v podjetju, se podjetje lahko zaščiti. Pred položajem, ko podjetje za preprečitev stečaja potrebuje tujo pomoč, je kar nekaj kazalcev, ki nakazujejo na nastanek krize v podjetju.

Dubrovski (2004, str. 147) v spodnji sliki prikaže zaporedje neugodnih dogodkov, ob katerih poslovodstvo ni zaznalo simptomov krize ali se na njih ni odzvalo oziroma se je odzvalo z napačnimi ukrepi. Razlog je postopno poglobljanje krize, kar zmanjšuje možnost njene ugodne rešitve.

Slika 12: Zaporedje dogodkov pred nastopom krize



Vir: Dubrovski, 2004, str. 147

Iz zgornje slike lahko razberemo, da je neuspešno poslovanje prvi dejavnik, ki lahko, ob nepravilnem posredovanju vodstva podjetja, privede bodisi do prisilne poravnave, bodisi do stečaja. Podjetju Merkur so se prihodki v letu 2009 znižali za 40,9 odstotkov, kar je prvi znak poslabšanja poslovanja. Razlog za znižanje prihodkov je predvsem svetovna finančna kriza, ki je zmanjšala povpraševanje kupcev. V podjetju niso bili ustrezno pripravljeni na upad prihodkov, tako da se je učinek videl pri stroških poslovanja, saj se niso znižali v enaki višini. To je imelo za posledico padec dobička iz poslovanja za 57,4 odstotkov. Vendar padec prihodkov in posledično dobička iz poslovanja ni bil glavni razlog za plačilo nesposobnost podjetja. Največji vzrok so bili finančni odhodki v višini 178,8 milijonov EUR, od katerih so večino predstavljali odhodki zaradi oslabitve finančnih naložb, predvsem oslabitev danega posojila podjetju HTC dva d.o.o. (v nadaljevanju HTC dva), v višini 126,4 milijonov EUR. Posledica vseh zgoraj omenjenih dejavnikov je bila izguba v višini 139,9 milijonov EUR,

oziroma 41,6 odstotkov vrednosti kapitala podjetja. V prvem polletju leta 2010 so se stvari še poslabšale, saj je izguba znašala 101,0 milijonov EUR, oziroma 82,2 odstotkov kapitala, kar pomeni insolventnost po 14.3.2. členu ZFPPIPP, saj izguba tekočega leta dosega polovico osnovnega kapitala in te izgube ni mogoče pokriti v breme prenesenega dobička ali rezerv družbe.

Zaradi izgube podjetje ponavadi ni sposobno poravnati vseh obveznosti, tako da primanjkljaj finančnih sredstev rešuje z zadolževanjem, ki lahko ob ponavljajoči izgubi pripelje do prezadolženosti. Podjetje Merkur je bilo zaradi prevalitve kreditov, ki so bili namenjeni za financiranje menedžerskega prevzema v letu 2007, iz podjetja Merfin d.o.o. (v nadaljevanju Merfin) na Merkur, prezadolženo že pred letom 2009, tako da banke niso bile pripravljene odobriti dodatnih kreditov. Posledica zgoraj naštetih dejavnikov je bila plačilna nesposobnost podjetja, ki je dne 16. septembra 2010 podalo predlog za prisilno poravnavo.

Poleg gospodarske krize, ki je hudo prizadela celotno svetovno gospodarstvo in zaradi katere se je veliko slovenskih podjetij znašlo v insolventnih postopkih, je med glavnimi vzroki za insolventnost podjetja Merkur menedžerski prevzem. Menedžerski prevzem Merkurja se je dejansko začel v decembru 2006, ko je podjetje Engrotuš d.d. (v nadaljevanju Engrotuš) na dražbi, od paradržavnih skladov (KAD in SOD), za več kot 90 milijonov EUR oziroma 296 EUR na delnico kupilo 24,3 odstotni delež Merkurja. Čez dobre pol leta, poleti leta 2007, je Engrotuš svoj delež prodal podjetju Merfin, ki ga je ustanovilo 67 vodilnih menedžerjev v Merkurju. Drugega novembra leta 2007 je Merfin, v konzorciju s preostalimi štirimi velikimi lastniki Merkurja, objavil tudi uradno prevzemno ponudbo. V prevzemni ponudbi se je konzorcij, ki je imel v lasti 78,5 odstotkov delnic Merkurja, zavezal, da bo odkupil vse preostale delnice Merkurja po ceni 405 EUR za delnico. Po končanem prevzemu so iz lastništva iztisnili še preostale male delničarje (Poslovni dnevnik, 2010).

Z začetkom finančne krize se je poslovanje podjetja Merkur poslabšalo, dodaten negativen vpliv je finančna kriza imela tudi na finančne naložbe Merkurja. Menedžerji, ki so prevzeli Merkur, so želeli čim prej poplačati kredite, ki so jih najeli za financiranje prevzema. Lastni vložek menedžerjev je znašal le 3 milijone EUR, preostal del, v višini 27 milijonov EUR, so jim posodile banke. Z vračilom umetno ustvarjenega presežnega kapitala je Merfin, v začetku leta 2009, svojim lastnikom vrnil skoraj 8 milijonov EUR odvečnega kapitala, spomladi leta 2010 jim je izplačal za 12,4 milijona evrov dividend, sredi leta 2010 pa je podjetje HTC dva, ki je služilo kot vzvod za financiranje menedžerskega prevzema, od Merkurjevih menedžerjev za 6 milijonov EUR kupilo četrtno Merfina, Kordeževemu podjetju BK Kapital d.o.o. pa odobrilo posojilo v višini 2,4 milijona EUR. Na tak način so Merkurjevi menedžerji poplačali skoraj vsa osebna posojila in izgubili le dober milijon EUR (Poslovni dnevnik, 2011).

Kot je omenjeno, je bil menedžerski prevzema eden glavnih razlogov, ki je privedel do krize v podjetju Merkur, dodatno je prišlo tudi do oškodovanja Merkurja. Deloitte revizija d.o.o. (v nadaljevanju Deloitte revizija) je izvedla posebno revizijo v povezavi s preveritvijo poslov, v katerih je bilo podjetje Merkur udeleženo, v obdobju od 24. julija 2007 do 3. novembra 2010.

Revizija je ugotovila sum oškodovanja Merkurja ali odvisnih družb pri poslih s HTC dva, poslih z Merfinom, HTC dva in Factor Leasingom d.o.o. (v nadaljevanju Factor Leasing), danih posojilih drugim, danih poroštev, preprodaje trgovskih centrov in drugih poslih, kar je podrobneje opisano spodaj (Merkur, 2011b, str 1-9).

1. Merkur je zagotovil posojilo v višini 20 milijonov EUR podjetju Factor Leasing za nakup deleža HTC dva, v ozadju posla je skrita dokapitalizacija odvisnega podjetja Mersteel, v višini 11,5 milijonov EUR, in prikrito izplačilo dobička Merfinu v višini 8,5 milijonov EUR.

2. Merkur je podjetju HTC dva zagotovil posojilo v višini 188,1 milijonov EUR, prav tako je Big Bang d.o.o. (v nadaljevanju Big Bang) zagotovil posojilo podjetju HTC dva ter dodatno še Merfinu, v skupni višini 1,2 milijona EUR. Nakup lastnih delnic Merkurja od Merfina, v višini 53,2 milijonov EUR, nakazuje na negospodarno ravnanje, saj je Merkur odkupoval delnice po bistveno višji ceni, kot jih je imel možnost odkupiti od Salonita Anhovo d.d. po terminski pogodbi. Razlika med dejansko realizirano nakupno vrednostjo in terminsko vrednostjo je znašala 10,4 milijonov EUR.

3. Merkur je dal podjetju Rent A d.o.o. posojilo v višini 5,5 milijonov EUR.

4. Poroštvo Merkurja za posojilo Gorenjske banke d.d. (v nadaljevanju Gorenjska banka) podjetju Alpos d.d. (v nadaljevanju Alpos), v višini 1,0 milijon EUR. Zastava 3.000 delnic Gorenjske banke, v lasti Merkurja, za posojilo Banke Koper d.d. podjetju Alpos. Poroštvo Mersteela in zastava nepremičnine trgovski center Izola, za posojilo Gorenjske banke podjetju HTC dva, v višini 10,0 milijonov EUR. Izdana korporativna garancija Merkurja podjetju Viator & Vektor d.d. (v nadaljevanju Viator & Vektor), v višini 5,0 milijonov EUR, za posojilo, ki ga je podjetje Viator & Vektor najelo pri Gorenjski banki in naprej financiralo Merfin. Izdaja poroštvne zaveze Merkurja podjetju GBD d.d. (v nadaljevanju GBD), v povezavi z danim posojilom podjetja GBD Merfinu, v višini 6,0 milijonov EUR. Neizterljiva terjatev Merkurja do Merfina, zaradi nakazila avansa Merkurja podjetju GBD, za nakup lastnih delnic, v višini 3,9 milijonov EUR, ki so bile kasneje prenesene na Merfin in nikoli plačane.

5. Merkur je bil upravičen do odkupne cene za trgovski center Primskovo v višini 8,0 milijonov EUR, vendar ga je s transakcijo preko Kongrad Igema d.o.o. preplačal za 9,0 milijonov EUR.

6. Nakup delnic Save d.d. (v nadaljevanju Sava) od podjetja NFD Holding d.d. (v nadaljevanju NFD), po ceni 250 EUR na delnico, ko je tržna cena znašala med 220 EUR in 230 EUR na delnico. Posojilo Big Banga podjetju V&M International, v višini 0,5 milijonov EUR, in podjetju Innovative Concepts, v višini 1,0 milijon EUR.

7. Pri poslih s HTC dva je Merkur oškodovan tudi zaradi plačila davka, v višini 4,3 milijonov EUR, od dohodka pravnih oseb, prav tako je oškodovanje pri prodaji trgovskega centra Primskovo, kjer davek od dohodka pravnih oseb znaša 1,9 milijonov EUR.

Glede na revizijo je sum oškodovanja Merkurja in njegovih odvisnih podjetij огromen. Skupna višina zgoraj naštetih posameznih sumov oškodovanja znaša okoli 273,5 milijonov EUR. Dodatno so sporni posli v zvezi z nakupom 1.146.390 delnic Cimos d.d., od podjetja Alpos, in opcijskim nakupom delnic Perutnine Ptuj d.d. (v nadaljevanju Perutnina Ptuj), v višini 25,8 milijonov EUR, za katere Deloitte revizija ni zmožna podati ocene oškodovanja.

Posledica menedžerskega prevzema je bila tudi manipulacija z računovodskimi izkazi, saj je od leta 2006, ko se še ni zgodil menedžerski prevzem, pa do leta 2008, pred začetkom finančne krize, kapital narasel iz 218,2 milijonov EUR (Merkur, 2008, str. 142), na 336,7 milijonov EUR (Merkur, 2009, str. 117), oziroma za 54,3 odstotkov. Glavni razlog je prevrednotenje dolgoročnih finančnih naložb, v višini 88,6 milijonov EUR, in nepremičnin, naprave in opreme, v višini 8,2 milijonov EUR, v letu 2007 (Merkur, 2008, str. 71), dobro ime v višini 67,1 milijonov EUR in prevrednotenje nepremičnin, naprave in opreme v višini 16,6 milijonov EUR, v letu 2008 (Merkur, 2009, str. 82). Skupni učinek prevrednotenja dolgoročnih finančnih naložb, nepremičnin, naprave in opreme ter dobrega imena znaša 165,9 milijonov EUR, v letu 2008 se je vrednost naložbe v delnice Save znižala za 14,6 milijonov EUR.

Zaradi povišanja višine kapitala, ki je bil, kot je vidno zgoraj, umetno ustvarjen, so banke povečale svojo izpostavljenost do podjetja Merkur z 293,1 milijonov, v letu 2006 (Merkur, 2008, str. 142), na 383,8 milijonov EUR, v letu 2008 (Merkur, 2009, str. 117), oziroma za 31,0 odstotkov. Banke so pri tem naredile veliko napako, saj so očitno pri odobravanju kreditov upoštevale le grobe bilance in se niso poglobile v natančnejše podatke.

Zgoraj je vidno, kako je podjetje Merkur povečalo svoje dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti, ki jih ni sposobno odplačevati, kar je, poleg zgoraj omenjenih dejstev, privedlo do insolventnosti podjetja Merkur, ki jo je razglasila uprava podjetja dne 16. septembra 2010. O insolventnih postopkih je govora v poglavju 3, v nadaljevanju tega poglavja pa se posvetimo finančnemu prestrukturiranju podjetja Merkur.

2.2 Finančno prestrukturiranje podjetja

Finančno prestrukturiranje so vsi ukrepi, ki jih podjetje izvede, da bi postalo kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobno. Največkrat gre pri finančnem prestrukturiranju za znižanja stroškov financiranja, bodisi na osnovi dogovora z upniki o reprogramiranju kreditov, bodisi z nadomestitvijo obstoječih virov financiranja z lastnimi viri financiranja. Njegov namen je izboljšati finančni položaj podjetja, tako da bo redno izpolnjevalo svoje obveznosti in zagotavljalo upnikom predviden donos. Ob tem pa odpraviti vse vzroke, ki so podjetje pripeljali do položaja, v katerem se je moralo finančno prestrukturirati, in upnikom ponuditi najboljše načine povrnitve njihovih terjatev.

Izpostavili bi raziskavo prestrukturiranja ameriških podjetij v osemdesetih letih, ki sta jo izvedla Rock in Rock (1990, str. 45-55). Raziskava zajema 135 ameriških podjetij iz 26 panog. Zajeta je večina pomembnih prestrukturiranj med 300 največjimi podjetji na lestvici revije

Fortune. Raziskava je pokazala, da je prestrukturiranje podjetja uspešnejše, če zajema tako poslovni, kot finančni del poslovanja podjetja in se ne loti le finančnega dela. Tavčar (2002, str. 360) je v svojem delu povzel rezultate prestrukturiranja teh podjetij, ki so vidni v spodnji tabeli.

Tabela 2: Uspešnost ameriških podjetij po prestrukturiranju

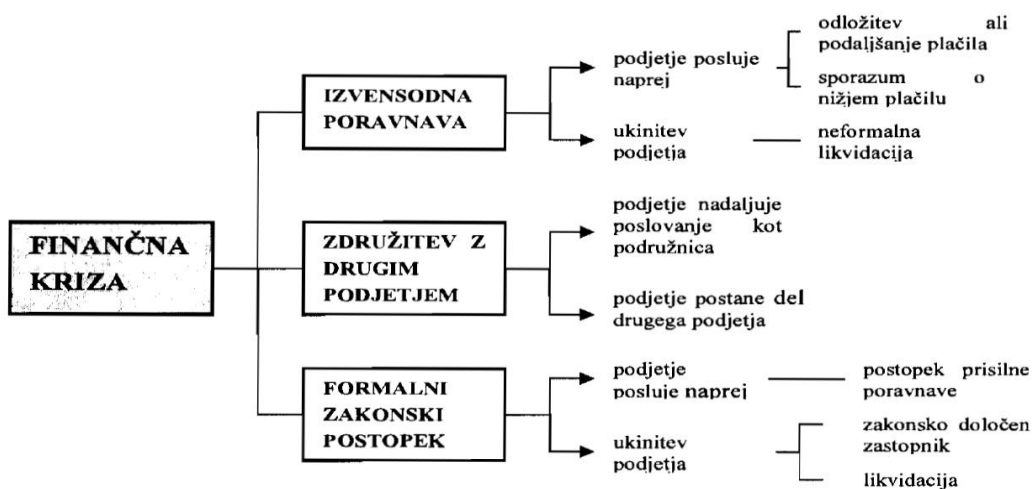
Stanje pred prestrukturiranjem	Delež uspešnih podjetij po prestrukturiranju			
	Samo finančno prestrukturiranje		Vseobsežno prestrukturiranje	
	omejeno	obsežno	omejeno	Obsežno
Uspešna podjetja	25 %	45 %	47 %	85 %
Šibka podjetja	0 %	7 %	31 %	54 %
Povprečje vseh podjetij	13 %	32 %	41 %	70 %

Vir: Tavčar, 2002, str. 360

Če povzamemo rezultate zgornje raziskave, je za podjetje, ki se sooča s finančnimi težavami, najpametneje, da se loti obsežnega prestrukturiranja, tako finančnega, kot poslovnega. V tem primeru bo, glede na raziskave ameriškega trga v osemdesetih letih prejšnjega stoletja, uspešnost prestrukturiranja v povprečju 70 odstotna.

Glede na rezultate zgornje raziskave se mora podjetje za rešitev iz krize prestrukturirati tako finančno, kot poslovno. Izpostavili bi finančno prestrukturiranje, saj poslovno prestrukturiranje ni namen magistrske naloge. Podjetje se lahko finančno prestrukturira na več različnih načinov. Weston, Siu in Johnson (2001, str 404) opredeljujejo naslednje možne načine reševanja nastale finančne krize:

Slika 13: Način reševanja podjetja iz krize



Vir: Weston, Siu in Johnson 2001, str 404

Za vsako ozdravljivo podjetje je ključnega pomena čimprejšnja rešitev težav. Kot je opisano na zgornji sliki, ima na voljo več rešitev, lahko se pogaja z upniki izvensodno ali preko sodnega postopka (npr. prisilna poravnava, stečaj) oziroma se združi z drugim podjetjem. Združitev z drugim podjetjem v večini primerov ni najljubša rešitev za podjetje, saj s tem izgubi samostojnost, tako da mu ne preostane drugega, kot dogovori z upniki. Tako podjetju, kot upnikom, je v interesu izvensodni dogovor, saj je sodni postopek dolgotrajen in velik finančni zalogaj. V primeru, da podjetje in upniki ne morejo izvensodno priti do skupnih rešitev, pride do sodnega postopka. Odločitev za eno ali drugo rešitev je odvisna od več dejavnikov. Kot glavni razlog za odločitev o sodnem postopku pa Žnidaršič Kranjčeva (1993, str 118) navaja nesposobnost upnika in dolžnika, da sama razrešita medsebojni konflikt.

Izvensodna poravnava je najoptimalnejša rešitev, vendar velikokrat ne pride do soglasja med podjetjem in njegovimi upniki, čeprav ima izvensodni dogovor veliko prednosti pred sodnim postopkom. Copeland in Weston (1992, str. 1149) navajata, da imajo tako lastniki, kot upniki podjetja, z izvensodnim prestrukturiranjem finančnih obveznosti nižje stroške, da je izvensodno prestrukturiranje v večini primerov sklenjeno hitreje in da so podjetja, ki uspejo izvensodno prestrukturirati svoje finančne obveznosti, deležna manj negativne publicitete v javnosti.

Sedaj se lahko posvetimo pregledu načrta finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, pri katerem gre za prisilno poravnavo, ki je podrobneje predstavljena v poglavju 3.

2.3 Pregled načrta finančnega prestrukturiranja

Načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur izhaja iz konverzije terjatev v kapital in delnega plačila navadnih terjatev upnikov, v roku 5 let, kar zmanjša zadolženost podjetja in ima pozitiven učinek na denarni tok, saj podjetju ni potrebno plačevati obresti na navadne terjatve in višina letnih obrokov se zniža. Dodatno postane podjetje kapitalsko močnejše, saj se višina kapitala, zaradi dokapitalizacije in odpisov dela navadnih terjatev, zviša. Načrt finančnega prestrukturiranja predvideva tudi dezinvestiranje finančnih sredstev in poslovno nepotrebnega premoženja, s čimer se delno poplačajo ločitveni upniki. Naštete stvari vplivajo na izboljšanje bilance podjetja, za dolgoročno rešitev mora podjetje tudi prestrukturirati svoje poslovanje, saj trenutno ne posluje dobičkonosno.

Pri finančnem prestrukturiranju podjetja pride velikokrat do konverzije terjatev v kapital podjetja, saj s tem podjetje izboljša svojo kapitalsko strukturo in si zniža stroške financiranja, kar posledično vpliva na manjše finančne odhodke v izkazu poslovnega izida. Za podjetje je torej konverzija dolga v lastniške deleže optimalna rešitev, vendar ta ni vedno optimalna za lastnike podjetja in banke upnice. Lastniki s konverzijo izgubijo določen delež v podjetju, v ekstremnih primerih izgubijo celotno lastništvo podjetja, medtem ko primarna dejavnost banke ni upravljanje podjetja, temveč kreditiranje.

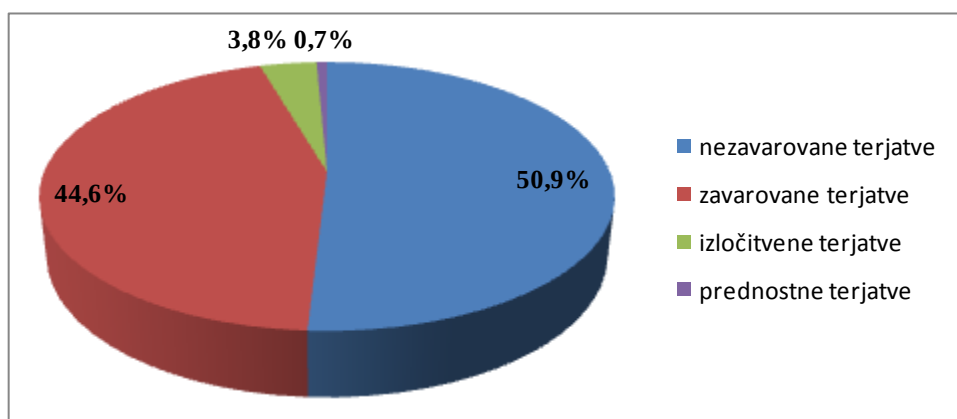
Do konverzije celotnih terjatev upnikov v lastniške deleže pride zelo redko. Ponavadi podjetja del obveznosti do upnikov poplačajo, določen del upniki odpišejo (ponavadi del nezavarovanih terjatev), nekaj obveznosti reprogramirajo v dolgoročnejše obveznosti, nek del obveznosti pa spremenijo v lastniški kapital in s tem izkažejo takojšnje izboljšanje finančnega stanja. Pri tem gre za dokapitalizacijo, ki spremeni sestavo kapitala in povzroči nastanek izrednih prihodkov, to pa se pokaže kot izboljšana donosnost (Berk, 2004, str. 55).

Za podrobnejše podatke vpliva finančnega prestrukturiranja na podjetje je najprej potrebno pregledati trenutno stanje vseh obveznosti podjetja.

2.3.1 Stanje obveznosti dolžnika

Celotne obveznosti oz. terjatve upnikov znašajo 738,8 milijonov EUR. Od tega je kar 50,9 odstotkov nezavarovanih oziroma navadnih terjatev, 44,6 odstotkov je zavarovanih terjatev, 3,8 odstotkov izločitvenih terjatev in 0,7 odstotkov prednostnih terjatev, kar je vidno spodaj.

Slika 14: Terjatve Merkurja d.d. na dan 30. 6. 2010



Vir: Merkur d.d., 2010a, str. 26

Večina terjatev je nezavarovanih, kar pomeni da so upniki v slabem položaju v primeru stečaja, saj se lahko poplačajo samo iz stečajne mase. Tako da je večini upnikov v interesu potrditev prisilne poravnave, ki učinkuje le na imetnike navadnih terjatev, za vse ostale prisilna poravnava ne učinkuje. Imetniki zavarovanih terjatev, prednostnih terjatev in izločitvenih terjatev so poplačani v celoti in ne odpisujejo svojih terjatev, imajo pa možnost konverzije terjatev v kapital, o čemer je govora v nadaljevanju.

Glede na to, da prisilna poravnava učinkuje le na navadne terjatve, si jih pogledjmo malo podrobneje. Med navadne terjatve upnikov sodijo terjatve dobaviteljev za blago, obveznosti do delavcev, ki nimajo značaja prednostne terjatve (prevoz na delo, malica ipd.), nezavarovane terjatve bank in drugih kreditodajalcev, obresti do dobaviteljev in terjatve upnikov iz naslova danih poroštev ter ostalih zabilančnih obveznosti. Med navadne terjatve upnikov je vključen tudi tisti del terjatev ločitvenih upnikov, katerih premoženje, zavarovano z ločitveno pravico,

ne zadošča za plačilo celotne terjatve. Višina vseh navadnih terjatev znaša 375,7 milijonov EUR, od tega predstavljajo pomemben delež terjatve bank, ki imajo v finančnem prestrukturiranju največji vpliv, saj priskrbijo likvidnostna sredstva in ponavadi odločijo ali je podjetje smiselno prestrukturirati, oziroma je stečaj podjetja boljša opcija (Merkur d.d., 2010a, str. 28).

2.3.2 Povzetek predloga prisilne poravnave

V predlogu prisilne poravnave podjetje upnikom ponuja, da bodisi pristanejo na zmanjšanje in odložitev zapadlosti svojih navadnih terjatev, bodisi te terjatve prenesejo na dolžnika kot stvarni vložek na podlagi povečanja osnovnega kapitala.

V primeru, da se upniki odločijo za prvo opcijo, dobijo poplačanih 60 odstotkov svojih navadnih terjatev, v roku 5 let, v enakomernih letnih obrokih, brez obresti. V drugi opciji pa upniki postanejo lastniki podjetja, pri čemer za vsakih 53 EUR navadnih terjatev, oziroma za vsakih 40 EUR zavarovanih terjatev, dobijo 1 delnico. Dodatno podjetje pogojuje uspešnost načrta finančnega prestrukturiranja s konverzijo, v višini 85 milijonov EUR, od tega 70 milijonov nezavarovanih terjatev in 15 milijonov zavarovanih terjatev (Merkur d.d., 2011a, str. 29-30).

Za imetnike navadnih terjatev nobena opcija ni optimalna, saj v prvi ne dobijo poplačanih vseh terjatev, pa še te v daljšem obdobju brez obresti, kar zmanjša neto trenutno vrednost poplačila, v primeru konverzije terjatev pa postanejo lastniki podjetja, katerega tržna vrednost je vprašljiva, dodatno pa nimajo znanja za upravljanje podjetja. Problematika konverzije je bolj podrobno predstavljena v poglavju 4.2.3.

Prisilna poravnava na zavarovane terjatve ne vpliva, vendar se je za obstoj podjetja nujno potrebno dogovoriti o reprogramu zavarovanih terjatev, saj podjetje trenutno ni sposobno poravnati vseh zavarovanih obveznosti. Podjetje predvideva poplačilo 11,4 odstotkov zavarovanih terjatev, s plačilom obveznosti po pogodbah, 3,9 odstotkov zavarovanih terjatev, z reprogramom in moratorijem, pri čimer bi bila obrestna mera 3-mesečni EURIBOR + 3,75 %, 50,3 odstotkov zavarovanih terjatev bi se spremenilo v »vzdržni dolg«, za katerega bi podjetje postopno zviševalo obrestno mero na fiksni 6 % in 29,6 odstotkov zavarovanih terjatev naj bi se poplačalo z dezinvestiranjem naložbenih nepremičnin in finančnih sredstev (delnice Gorenjske banke in Save) (Merkur d.d., 2010a, str. 31-32).

Predvsem poplačilo terjatev iz dezinvestiranja v predvideni višini je vprašljivo, saj je stanje na finančnih trgih negotovo in so vrednotenja podjetij nizka.

Dolžnik, ob pogoju pravnomočno potrjene prisilne poravnave, predvideva, da bo z ukrepom zmanjšanja in odloga plačila nezavarovanih terjatev upnikov in z odlogom plačila zavarovanih terjatev upnikov, kot je razvidno zgoraj, v celoti odpravil insolventnost oziroma dolgoročno plačilno nesposobnost. Hkrati bodo oblikovani lastni viri družbe, v višini 78,4 milijonov EUR,

iz naslova odpisa obveznosti in povečan osnovni kapital, v višini 85,0 milijonov EUR, kar pomeni skupni učinek na kapital družbe v višini 163,4 milijonov EUR (Merkur d.d., 2010a, str. 32).

V nadaljevanju sledi analiza projekcij in uporabljenih predpostavk v načrtu finančnega prestrukturiranja, tako da je ocenjena realnost napovedi bodočega poslovanja podjetja in finančnih izkazov.

2.4 Analiza projekcij in uporabljenih predpostavk v načrtu finančnega prestrukturiranja

Podjetje Merkur je projekcije poslovanja pripravilo na osnovi predlogov poslovnega prestrukturiranja, ki jih je pripravilo skupaj s svetovalnim podjetjem Roland Berger. Projekcije poslovanja so pripravljene za obdobje do izpolnitve obveznosti iz predlagane prisilne poravnave, to je do konca leta 2015 (Merkur d.d., 2010a, str. 58-69). Projekcije izkaza poslovnega izida so vidne v prilogi 2, projekcije bilance stanja pa v prilogi 1.

Glede na strm upad prihodkov od prodaje v letu 2009, ko je padec znašal 40,9 odstotkov, in ob dodatnem poslabšanju v prvi polovici leta 2010, je predvidena rast prihodkov, iz projekcij v načrtu finančnega prestrukturiranja, težko dosegljiva. Problem je preslaba založenost prodajaln in izguba ugleda podjetja pri kupcih, ki se selijo h konkurentom. Glavni razlog za slabo založenost prodajaln je dolgotrajen postopek pridobivanja likvidnostnega kredita s strani sindikata bank, ki bi zagotovil nakup zalog. Za pridobitev ponovnega zaupanja kupcev bo potrebno mnogo vloženega truda, kar posledično lahko ogrozi izvajanje načrta finančnega prestrukturiranja, v skladu s terminskim planom.

Načrt finančnega prestrukturiranja temelji na pravočasni pridobitvi likvidnih sredstev. Vsakodnevna zamuda pri pridobivanju likvidnostnih sredstev za podjetje pomeni izgubo ugleda, zaradi neustreznih zalog, kar posledično pomeni nižanje prihodkov podjetja. Ob prenizkih prihodkih je izvedba načrta finančnega prestrukturiranja vprašljiva.

Predvidena dobičkonosnost, v obliki marže EBITDA³ in EBIT⁴ v naslednjih letih, je ob ustreznem prestrukturiranju podjetja realno ocenjena. Glede na analizo panoge, ki jo je izdelala družba Tax Group, je povprečna EBITDA marža primerljivih podjetij za obdobje 2008-2009 znašala 9,6 odstotkov. Merkur je imel v tem obdobju povprečno EBITDA maržo v višini 4,5 odstotkov in jo lahko v prihodnosti poviša na ocenjeno iz projekcij načrta finančnega prestrukturiranja. Prav tako je Merkur imel nižjo EBIT maržo od primerljivih podjetij. V enakem obdobju je njegova EBIT marža znašala 3 odstotke, medtem ko je EBIT marža primerljivih podjetij znašala 6,9 odstotkov (Merkur d.d., 2010b, str. 20).

³ EBITDA – poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (angl. *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*)

⁴ EBIT - poslovni izid iz poslovanja (angl. *Earnings before interest and taxes*)

Podjetje bo ob upoštevanih predpostavkah prisilne poravnave, tudi po izvedbi le-te, še vedno močno zadolženo. Njegova kapitalska varnost bo zelo šibka, ob upoštevanju morebitnih popravkov vrednosti finančnih naložb pa bi se lahko zgodilo, da bi se vrednost kapitala izničila.

Načrt finančnega prestrukturiranja temelji na dezinvestiranju dela nepremičnin in finančnih naložb. Učinek te faze bo v veliki meri odvisen od splošnih gospodarskih razmer v Sloveniji, ki se odražajo tudi na trgu nepremičnin in finančnih trgov. Trenutne gospodarske razmere v Sloveniji in po svetu ne kažejo na občutno izboljšanje, kar ne bo pozitivno vplivalo na uspešnost prodaje finančnih sredstev podjetja Merkur.

Za namen doseganja kratkoročne plačilne sposobnosti, podjetje predvideva izboljšanje likvidnosti s pomočjo doseganja ustreznih obratov zalog, terjatev in obveznosti do dobaviteljev, kar je optimistično zastavljeno, saj dobavitelji niso pripravljeni podaljševati rokov plačila, kupci pa vedno ne plačajo kupnine takoj.

Doseganje potrebne strukture virov financiranja in za samo potrditev prisilne poravnave je v prvi fazi ključna transakcija zamenjave terjatev za stvarni vložek. Glede na to, da je podjetje v insolventnem postopku, da bi ob prevrednotenju finančnih sredstev na tržno vrednost imelo negativni kapital, je cena, po kateri naj bi upniki konvertirali terjatve v kapital, občutno previsoka.

Za poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave je zelo pomemben dobiček iz poslovanja, ki je zelo odvisen od višine prihodkov in prodaje finančnih sredstev. Doseganje predvidenih prihodkov je vprašljivo, še bolj vprašljiva pa je prodaja finančnih sredstev po pričakovanih cenah. Vsako poslabšanje iz tega naslova bi pomenilo pomanjkanje denarja za izplačilo obveznosti, kar bi bilo moč nadoknaditi le z dodatnim zadolževanje. Že trenutno predvideno dodatno zadolževanje je lahko neizvedljivo, ob poslabšanju razmer v katerih banke poslujejo.

Kljub delnemu prevrednotenju dolgoročnih finančnih naložb dolžnika, obstaja še veliko potencialnih nevarnosti za dodatno oblikovanje oslabitev. Med glavnimi so naložbe v hčerinska podjetja na Balkanu, naložba v Mersteel, ki je v postopku prisilne poravnave, je še vedno vrednotena v višini 15,8 milijonov EUR, a bo to vrednost skoraj nemogoče doseči pri prodaji. Naložbe v delnice Gorenjske banke so vrednotene na konec leta 2009, tako da bi jih bilo potrebno prevrednotiti, kar ne bi imelo pozitivnega učinka na dolžnika, saj se je bonitetna ocena banke znižala, medtem ko razmere na trgu ne kažejo znakov izboljšanja gospodarskih razmer. Delnice Save so vrednotene po previsokih vrednostih, saj niso vrednotene po trži vrednosti in v primeru prevrednotenja bi dolжник moral dodatno oblikovati oslabitve za naložbo. Izpostaviti je potrebno še naložbo v delnice Perutnine Ptuj, saj ima dolжник s Perutnino Ptuj sklenjen »Protokol o medsebojnem sodelovanju – obojestransko pogodbo« o odkupni pravici vsakogar za njegove delnice. Na zahtevo ene stranke je druga dolžna takoj uresničiti opcijo (pogodba o dvojnem nakupu in prodaji). Perutnina Ptuj je želela uresničiti opcijsko pogodbo, kar pa je poslovodstvo dolžnika na osnovi pravnega mnenja zavrnilo. Tako

da v primeru, ko se ta pogodba izvede, dobi dolžnik za 26 milijonov EUR lastnih delnic, ki so odbitna postavka od kapitala. Dodatna nevarnost, ki bi povzročila oblikovanje dodatnih oslabitev, je posojilo podjetju HTD dva, saj je družba v stečajnem postopku in je verjetnost celotnega poplačila terjatve majhna. V primeru prevrednotenja vseh teh naložb bo prišlo do dodatnega pritiska na negativen finančni izid in posledično na zmanjšanje kapitala dolžnika.

2.5 Pomembne informacije po oddaji načrta finančnega prestrukturiranja

Podjetje Merkur do dne 15. 12. 2010 še ni uspelo pridobiti, v načrtu finančnega prestrukturiranja, predvidenih sredstev za nakup ustreznih zalog proizvodov, v višini 40 mio EUR. Podjetje je v sredini novembra sprejelo predlog bank o 35 milijonov EUR visokem likvidnostnem posojilu, za katerega se zaradi dolgotrajnih postopkov predvideni rok črpanja podaljša na 28. 2. 2011 (Merkur d.d., 2010c, str. 11).

Podjetje Merkur je do 30. 11. 2010 realiziralo občutno nižje prihodke od predvidenih za leto 2010, na podlagi česar lahko predvidevamo, da plan za leto 2010, v višini 458 milijonov EUR, ne bo izpolnjen, saj dejanski prihodki, do vključno 30. 11. 2010, znašajo 302 milijonov EUR. Poleg tega družba posluje negativno, saj dodatna izguba po 30. 06. 2010, iz naslova poslovanja, znaša več kot 15 milijonov EUR. V obdobju od sredine leta je družba prikazala druge poslovne prihodke v višini 21,9 milijonov EUR, od katerih je 18,6 milijonov EUR iz naslova zahtevka za odškodnino do podjetja Merfin, dejansko poplačilo iz tega naslova je, glede na slabo stanje podjetja Merfin, malo verjetno (Merkur d.d., 2010c, str. 7-14).

Iz zgornjega lahko zaključimo, da prodaja Merkurja občutno zaostaja za planirano v 2 polletju leta 2010, kar pod vprašaj postavlja tudi predvidene projekcije in samo izvedbo načrta finančnega prestrukturiranja. Poleg tega bi ob prevrednotenju finančnih naložb te občutno vplivale na finančni izid družbe ter posledično na znižanje kapitala. Tržna vrednost delnice Sava na ljubljanski borzi se je v obdobju od 30. 06. 2010 do 15. 12. 2010 znižala za 49,7 odstotkov, kar pomeni veliko tveganje nezmožnosti plačila ločitvenih upnikov iz naslova dezinvestiranja. Vprašljiv je tudi izkupiček iz dezinvestiranja naložbe v delnice Gorenjske banke.

V primeru, da prisilna poravnava ni potrjena, pride do stečaja, tako da je potrebno primerjati poplačilo v obeh primerih, kar je vidno v naslednjem poglavju.

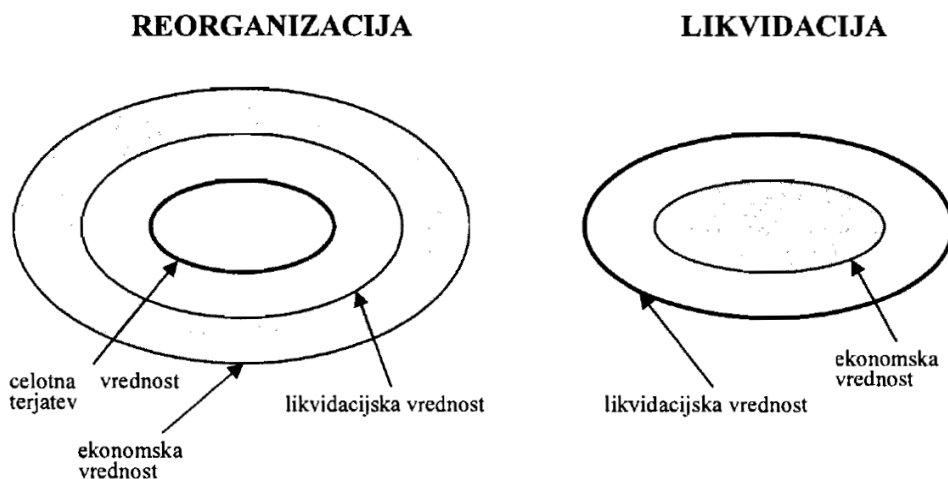
2.6 Primerjava poplačila v primeru prisilne poravnave in v primeru stečaja

Altman (1993, str. 6) opredeljuje, da je podjetje, tako s stališča lastnikov podjetja, kot celotne družbe, smiselno poskusiti reorganizirati in nadaljevati s poslovanjem takrat, ko je ekonomska vrednost podjetja večja kot njegova likvidacijska vrednost. V nasprotnem primeru, ko je

likvidacijska vrednost podjetja večja od njegove ekonomske vrednosti, pa je boljša likvidacija podjetja.

Likvidacijska vrednost je enaka donosu, ki ga lahko dobimo s popolno likvidacijo celotnega premoženja. Ekonomska vrednost pa je enaka vrednosti podjetja kot aktivnega podjetja (Platt 2004, str 42). V naslednji sliki sta predstavljena dva možna načina odločanja med reorganizacijo ali likvidacijo podjetja, v odvisnosti od relativne velikosti vrednosti podjetja:

Slika 15: Odločitev za reorganizacijo oziroma likvidacijo podjetja



Vir: Platt 2004, str 43

Smiselno je torej reorganizirati podjetje, katerega ekonomska vrednost je višja od njegove likvidacijske.

Najprej je torej potrebno izračunati, koliko je podjetje vredno v primeru stečaja oziroma potrditve prisilne poravnave, da ugotovimo, če se, z ekonomskega vidika, splača reševati podjetje. Načrt finančnega prestrukturiranja (Merkur d.d., 2010a, str. 48) predvideva, da znaša odstotek plačil navadnih upnikov, v primeru prisilne poravnave, 61,99 odstotkov, v primeru stečaja pa 25,98 odstotkov. Glede na izračun je za navadne upnike bolj smiselna prisilna poravnava, kot stečaj podjetja, saj bodo njihove terjatve za 36,01 odstotnih točk bolje poplačane v prisilni poravnavi, kot v primeru stečaja.

Po oceni podjetja Tax Group (Merkur d.d., 2010b, str. 45) je v primeru stečaja predvideno poplačilo navadnih upnikov le v višini 40,3 milijonov EUR oziroma 8,6 odstotkov vseh terjatev navadnih upnikov, v primeru prisilne poravnave pa 237,9 milijonov EUR oziroma 63,3 odstotkov vseh terjatev navadnih upnikov. Na podlagi analize z najmanj 50 odstotno verjetnostjo ocenjujejo, da bodo upnikom podjetja Merkur, na podlagi potrditve in izvedbe predlagane prisilne poravnave, zagotovljeni boljši pogoji poplačila njihovih terjatev kot v primeru stečajnega postopka.

Glede na obe oceni, omenjeni v zgornjih dveh odstavkih, je v primeru podjetja Merkur ekonomska vrednost podjetja višja od likvidacijske vrednosti, tako da je podjetje smiselno prestrukturirati in nadaljevati s poslovanjem. Zaključimo lahko, da je za navadne upnike potrditev prisilne poravnave boljša opcija od stečaja družbe.

V nadaljevanju je predstavljen predlog optimalnejšega finančnega prestrukturiranja dolžnika, ki bi podjetju zagotovil dolgoročno stabilno poslovanje.

2.7 Predlog optimalnejšega finančnega prestrukturiranja dolžnika

Najprej je potrebno opozoriti, da je bil načrt finančnega prestrukturiranja narejen po stanju na dan 30. 6. 2010, ko so bile vrednosti finančnih naložb občutno višje, kot pol leta kasneje. Tudi prihodki podjetja Merkur so bili višji, saj je bil glavni vzrok znižanja prihodkov, od 30. 6. 2010 do 30. 11. 2010, pomanjkanje zalog, za katere družba ni imela denarja, saj ni pridobila likvidnostnega kredita s strani bank.

Kljub vsemu, bi za dolgoročno uspešno družbo bilo potrebno konvertirati višji znesek terjatev v kapital, saj bi s tem podjetje postalo kapitalsko varnejše. Ob večjem znesku konvertiranih terjatev, bi podjetje imelo nižji dolg, kar bi pozitivno vplivalo na poslovni izid, saj bi manj denarja namenilo za poplačilo obresti. Glede na trenutno višino konvertiranih terjatev v kapital, je pričakovati potrebo po dokapitalizaciji.

Najprej bi bilo potrebno prevrednotiti vrednost kapitala podjetja Merkur. Podatki na dan 30. 11. 2010 izhajajo iz rednega poročila insolventnega dolžnika na dan 15. 12. 2010 (Merkur d.d., 2010c, str. 7-14).

Po podatkih s konca novembra, znaša vrednost kapitala podjetja Merkur 2,2 milijona EUR, ob izključitvi drugih poslovnih prihodkov, v višini 18,6 milijonov EUR, ta znesek predstavlja zahtevek za odškodnino podjetju Merfin, ki verjetno tega zneska ne bo zmožno vrniti, ima podjetje Merkur negativni kapital v višini 16,4 milijonov EUR. Vrednost kapitala je potrebno prilagoditi tudi za prevrednotenje finančnih naložb, ki jih ima podjetje Merkur v svoji bilanci pri naslednjih naložbah.

1. Delnice Gorenjske banke so vrednotene na konec leta 2009, tako da bi jih bilo potrebno prevrednotiti. Ob prilagoditvi vrednosti delnic Gorenjske banke za 10,6 odstotkov, kolikor je v letu 2010 izgubila delnica Nove Kreditne banke Maribor d.d., bi se kapital dodatno znižal za dobrih 9,1 milijonov EUR.

2. Pri delnicah Save so njihovo vrednost znižali za 2,1 milijona EUR, čeprav je tržni tečaj delnic Save v drugem polletju leta 2010 izgubil 50,3 odstotkov, kar bi na izpostavo na dne 30.6.2010, v višini 25 milijonov EUR, pomenilo okoli 12,6 milijonov EUR znižanja vrednosti naložbe v delnice Save.

3. Naložba v delnice Perutnine Ptuj, ki znaša 26 milijonov EUR, predstavlja velik problem za Merkur, saj ima Merkur s Perutnino Ptuj sklenjeno obojestransko pogodbo o odkupni pravici lastnih delnic. Na zahtevo ene stranke je druga dolžna takoj uresničiti opcijo (pogodba o dvojnem nakupu in prodaji). Perutnina Ptuj je v dopisu, dne 18. 7. 2010, Merkur obvestila o nameri uresnitve opcijske pogodbe, kar pa je poslovodstvo Merkurja na osnovi pravnega mnenja zavrnilo (Merkur d.d., 2010a, str. 12). V primeru, da se ta pogodba izvede, dobi Merkur za 26 milijonov EUR lastnih delnic, ki so odbitna postavka od kapitala.

4. Naložbe v odvisna podjetja bi bilo prav tako potrebno prevrednotiti, recimo, naložba v Mersteel je vrednotena v višini 15,8 milijonov EUR, glede na to, da je v postopku prisilne poravnave, pa je njegova realna vrednost enaka nič.

5. Ostale naložbe, med katerimi so nekatere verjetno manj vredne, kot so prikazane v knjigah.

Ob izločitvi drugih poslovnih prihodkov, kot je omenjeno zgoraj, ter ob upoštevanju zgornjih popravkov vrednosti za delnice Gorenjske banke in Save, ob prevrednotenju naložbe v odvisno podjetje Mersteel in ob zamenjavi delnic Perutnine Ptuj za lastne delnice, bi bilo potrebno kapital zmanjšati za okoli 80,0 milijonov EUR, tako da bi podjetje Merkur imelo negativni kapital v višini 77,8 milijonov EUR.

Ob upoštevanju, da ima podjetje Merkur negativni kapital v višini 77,8 milijonov EUR, razlika glede na višino kapitala z dne 30. 6. 2010, v višini 16,1 milijonov EUR, znaša 93,9 milijonov EUR. Tako bi bilo poleg 85 milijonov EUR konverzije terjatev v kapital podjetja, ki so predvideni v načrtu finančnega prestrukturiranja, potrebno dodatno konvertirati še vsaj 93,9 milijonov EUR terjatev v kapital podjetja. Skupno bi višina konverzije morala znašati vsaj 178,9 milijonov EUR.

Kot je bilo omenjeno v poglavju 2.3.2, načrt finančnega prestrukturiranja predvideva skupni pozitiven učinek na kapital podjetja v višini 163,4 milijonov EUR, od tega 78,4 milijonov EUR iz naslova odpisa obveznosti in povečan osnovni kapital v višini 85 milijonov EUR. Ob dodatni konverziji 93,9 milijonov EUR terjatev v kapital, bi se učinek na kapital iz naslova odpisa obveznosti zmanjšal, saj bi se več nezavarovanih terjatev konvertiralo v kapital. Predpostavimo, da bi od dodatnih 93,9 milijonov EUR konverzije bilo 70 milijonov EUR nezavarovanih terjatev, tako kot je predvideno v konverziji iz načrta finančnega prestrukturiranja, preostalo bi bile zavarovane terjatve. Tako bi se višina odpisa znižala za 28 milijonov EUR in bi znašala 50,4 milijonov EUR. Skupni pozitiven učinek na kapital podjetja, v primeru 178,9 milijonov EUR konverzije, bi znašal 229,3 milijonov EUR.

Tako dobimo višjo konverzijo, na račun dodatnih popravkov finančnih naložb, ki znižajo vrednost kapitala podjetja Merkur. Še vedno pa ne vemo, ali je podjetje dolgoročno sposobno preživeti s tako višino dolga.

Glede na projekcije v načrtu finančnega prestrukturiranja (Merkur, 2010a, str. 61), naj bi v letu 2013 finančni dolg podjetja Merkur znašal 248,9 milijonov EUR. EBITDA naj bi znašal 31,1 milijonov EUR, tako da bi kazalec dolg/EBITDA znašal 8, in bi bil, glede na dolgoročno stabilno poslovanje, previsok. Za dolgoročno vzdržno poslovanje naj bi kazalec dolg/EBITDA znašal manj kot 3, kadar je višji od 5 je to že problematično (Debt/EBITDA Ratio, 2012). V primeru, da vzamemo kazalec dolg/EBITDA, v višini 5, mora podjetje Merkur imeti največ 155,5 milijonov EUR dolga, kar pomeni, da bi morala višina konverzije biti višja za dodatnih 93,4 milijonov EUR.

Kot smo ugotovili, bi zaradi prevrednotenja finančnih naložb, ki znižajo vrednost kapitala in posledično pomenijo nižje poplačilo ob dezinvestiranju, konverzija terjatev v kapital morala biti višja za 93,9 milijonov EUR, poleg tega pa dodatnih 93,4 milijonov EUR, zaradi dolgoročno nevzdržne zadolženosti. Skupaj bi morala konverzija terjatev v kapital podjetja Merkur biti višja za 187,3 milijonov EUR in bi znašala 272,3 milijonov EUR. Višina odpisov, v višini 50,4 milijonov EUR, se ne bi znižala, saj bi banke že konvertirale vse nezavarovane terjatve, od dobaviteljev se pa le redki odločijo za konverzijo terjatev v kapital, tako da bi skupni pozitivni učinek na kapital podjetja znašal 322,7 milijonov EUR.

Ob za 187,3 milijonov EUR višji konverziji terjatev v kapital, bi se dolg podjetja Merkur znižal na dolgoročno vzdržno raven, ob predpostavki dezinvestiranja, kot predvideva načrt finančnega prestrukturiranja. Nižja višina dolga bi pomenila večjo kapitalsko varnost podjetja in nižje obresti za finančni dolg. Kljub vsemu bi podjetje potrebovalo dodatno financiranje, kot predvideva načrt finančnega prestrukturiranja, saj brez njega lahko zabrede v likvidnostne težave.

Iz zgornjih ugotovitev lahko zaključimo, da obstoječi načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur ne zagotavlja dolgoročni obstoj podjetja, saj bo le-to po prestrukturiranju še vedno prezadolženo. Dodatno situacijo poslabšujejo še finančne naložbe, katerih vrednost je bila, glede na stanje gospodarstva, preveč optimistično vrednotena. Tako da ne moremo potrditi drugega raziskovalnega vprašanja.

V tem poglavju so vidne problematike načrta finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, tako da imajo banke s tem dovolj informacij za preračune različnih opcij. Dodatno smo do sedaj spoznali, da gospodarsko okolje ni rožnato in s kakšnimi težavami se soočajo banke. V naslednjem poglavju je predstavljena problematika zakonodajne ureditve insolventnih postopkov, prisilna poravnava, kateri smo priča pri podjetju Merkur, in stečaj, do katerega lahko pride pri podjetju Merkur. Poudarek je predvsem na slabostih sedanje zakonske ureditve. S tem namenom je predstavljena primerjava ureditev v ZDA in v Veliki Britaniji.

3 INSOLVENTNI POSTOPKI

Insolventnost je opredeljena kot dalj časa trajajoča plačilna nesposobnost dolžnika, ki ne more več poravnati že zapadlih finančnih obveznosti do različnih upnikov (Dubrovski, 2004, str. 146).

Insolventno pravo lahko opredelimo kot celoto pravnih pravil, ki urejajo vsebino pravnih razmerij, ki nastanejo, ko dolžnik zaide v finančne težave in je zato bodisi ogrožena njegova dolgoročna plačilna sposobnost, bodisi je že postal dolgoročno plačilno nesposoben oziroma insolventen (Plavšak, 2000, str. 2).

Temeljni predpis, ki ureja razmerja, ki nastanejo med dolžnikom in upnikom, v Sloveniji je ZFPPIPP.

Temeljni vrsti insolventnih postopkov za obravnavanje razmerij med upnikom in dolžnikom, v opisanem finančnem položaju, sta (Plavšak, Prelič in Bergant, 2000, str. 59):

- likvidacijski postopek, gre za likvidacijo celotnega dolžnikovega premoženja, iz katerega se sorazmerno poplača vse upnike;
- reorganizacijski postopek, zagotovijo se pogoji, da se v določenem obdobju odpravi vzroke začasnih likvidnostnih težav oziroma trajnejše plačilne nesposobnosti, in možnosti prestrukturiranja poslov ter razmerij z upniki.

V nadaljevanju sta na kratko predstavljena prisilna poravnava, kot reorganizacijski postopek in stečaj, kot likvidacijski postopek.

3.1 Prisilna poravnava

Ko se podjetje znajde v težavah in postane insolventno, imajo njegovi lastniki možnost likvidacije oziroma rešitve podjetja. Prisilna poravnava je opcija prestrukturiranja podjetja, takrat ko se upniki in lastniki podjetja med seboj ne morejo izvensodno dogovoriti.

Prisilna poravnava je posebni sodni postopek, ki na podlagi insolventnega dolžnika teče pred sodiščem, in sicer z namenom zagotoviti nadaljnje poslovanje s finančnim prestrukturiranjem (Ivanjko in Kocbek, 2001, str. 506).

Gale, Robežnik in Kruhar Puc (2005, str. 39) kot glavni namen prisilne poravnave navajajo odpravo insolventnosti oziroma prezadolženosti dolžnika. V zakonodaji pa je zapisano, da je namen prisilne poravnave (136. člen ZFPPIPP) dolžniku omogočiti finančno prestrukturiranje, na podlagi katerega postane kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, upnikom pa zagotoviti ugodnejše pogoje plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek.

Prisilna poravnava se začne z vložitvijo predloga za začetek prisilne poravnave, ki ga lahko vložijo dolžnik ali osebno odgovoren družbenik. Sodišče ima osem dni časa, da se odloči o uvedbi postopka prisilne poravnave in o tem obvesti upnike. Na podlagi predloga o začetku prisilne poravnave, predlagatelj uveljavlja zahtevek, da sodišče začne postopek prisilne poravnave nad dolžnikom. Sodišče odloča o obstoju procesnih in materialno-pravnih predpostavk za začetek postopka prisilne poravnave (Valek Derganc, 2009, str. 16-18).

Če so izpolnjene vse predpostavke za začetek postopka prisilne poravnave, sodišče izda sklep o začetku postopka prisilne poravnave in o tem obvesti upnike ter jih tudi pozove, da naj v roku meseca dni prijavijo svoje terjatve (59. člen ZFPPIPP). Izjema so nekateri upniki, ki jim svoje terjatve ni potrebno prijavljati. To so upniki, ki imajo zavarovane terjatve (razen če je bila ločitvena pravica v zavarovanje terjatve pridobljena v zadnjih dveh mesecih pred začetkom postopka prisilne poravnave, prednostne terjatve, izločitvene pravice in terjatve upnikov do porokov, solidarnim dolžnikom in regresivnim delavcem).

Upniki imajo, po objavi sklepa o začetku prisilne poravnave, mesec dni časa, da prijavijo svoje terjatve. Po prijavi terjatev s strani upnikov, upravitelj prisilne poravnave, v roku enega meseca, predloži osnovni seznam preizkušenih terjatev. Ko upravitelj pripravi osnovni seznam preizkušenih terjatev, ga sodišče objavi na spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES). V primeru, da ne pride do ugovorov na osnovni seznam terjatev, s strani upnikov, traja preizkus terjatev dva meseca od uvedbe postopka prisilne poravnave, v primeru ugovorov pa lahko traja tudi do pet mesecev, saj mora upravitelj pripraviti dopolnjen seznam terjatev. (Plavšak, 2008, str. 144-146).

Celotni proces pri uvedbi postopka prisilne poravnave se lahko zelo zavleče, saj so roki predolgi, kar lahko nekateri izkoriščajo v svojo korist.

Prisilna poravnava je sprejeta takrat, ko za njeno sprejetje glasujejo upniki, katerih ponderirani zneski priznanih in verjetno priznanih terjatev presegajo 60 odstotkov osnovnega zneska za glasovanje. Sodišče potrdi prisilno poravnavo z izdajo sklepa o potrditvi prisilne poravnave (Plavšak, 2008, str. 158). V primeru, da večina ni dosežena, sodišče ustavi postopek prisilne poravnave in izda sklep o začetku stečajnega postopka.

Potrjena prisilna poravnava učinkuje za vse terjatve upnikov do dolžnika, ki so nastale do začetka postopka prisilne poravnave, ne glede na to, ali je upnik to terjatev prijavil v postopku prisilne poravnave. Ne učinkuje pa za terjatve, katerih ni bilo potrebno prijaviti sodišču.

V primeru, da prisilna poravnava ni potrjena oziroma je razveljavljena, pride do stečaja, v okviru katerega so upniki slabše poplačani, saj podjetje preneha s poslovanjem.

3.2 Stečaj

Po ZFPPIPP poleg postopka prisilne poravnave, v primeru insolventnega dolžnika, obstaja še uvedba stečajnega postopka, ki se opravi nad celotnim premoženjem dolžnika, z namenom poplačila upnikov.

Stečaj je sodni postopek, ki ga opravi pristojno sodišče nad premoženjem dolžnika, ki ne izpolnjuje svojih obveznosti do upnikov. Stečajni postopek se opravi nad dolžnikom, ko je ta dalj časa plačilno nesposoben ali prezadolžen. Namen postopka je, da se enakomerno in sočasno poplačajo vsi upniki (Škerget, 2000, str. 17).

Ivanjko (1991, str. 595) povzema, da se v tuji pravni literaturi venomer poudarja poplačilo upnikov v stečajnem postopku z razprodajo premoženja kot eden najslabših in najmanj učinkovitih načinov poplačila, ki ima tudi številne negativne posledice. V primeru stečaja podjetje preneha s poslovanjem, tako da se lahko unovči samo vrednost premoženja podjetja.

Povsod na svetu ni enotnega cilja stečaja, saj države nimajo enakega stališča. Predvsem obstajajo različni poudarki glede tega, ali je pomembnejša zaščita dolžnika, dokler ne uspe reorganizirati poslovanja, oziroma likvidacija premoženja za zaščito koristi upnikov.

To sta dva ekstremna cilja stečaja in zagovorniki teh ciljev so v prvem primeru ZDA, v drugem pa Velika Britanija, ostale industrializirane države pa so nekje med obema ciljema. V ZDA se predvsem osredotočajo na reševanje podjetja v težavah, medtem ko v Veliki Britaniji predvsem zasledujejo cilj maksimalnega poplačila upnikov. Kljub tem usmeritvam je v zadnjih letih v obeh državah opaziti omilitev takšne stroge usmeritve (Platt, 2004, str. 62). V nadaljevanju so predstavljene slabosti ZFPPIPP ter prikazana ureditev v ZDA in predstavljen Londonski pristop, kot najoptimalnejša opcija za upnike.

3.3 Slabosti sedanje zakonodaje na področju insolventnih postopkov

Številni strokovnjaki, tako s pravnega kot ekonomskega področja, so mnenja, da sedanja zakonodajna ureditev, ki jo ureja ZFPPIPP, ni primerna in ima pomanjkljivosti, zaradi katerih sodišče ne more učinkovito zaščititi interesov podjetja, drugih deležnikov in ohranjanja poslovne kapacitete gospodarstva. Pomanjkljivosti sedanje zakonodaje ne nazadnje potrjujejo tudi štiri novele k zakonu, sprejete v zadnjih treh letih. Zadnja novela D je bila sprejeta dne 30. marca 2011, njena glavna sprememba je v 143. členu, kjer se je spremenil drugi odstavek tako, da se sedaj glasi »S predlogom prisilne poravnave mora dolžnik upnikom ponuditi najmanj 50 odstotno poplačilo v obdobju, ki ne sme biti daljše od štirih let.« (ZFPPIPP, 2. člen).

S to spremembo vsaj ne bomo več priča namernemu zavlačevanju, kot v primeru Merfina, kjer so v načrtu finančnega prestrukturiranja navedli prisilno poravnavo kot ugodnejšo možnost za poplačilo upnikov, saj bi navadni upniki dobili poplačanih 2,07 odstotkov svojih terjatev, v 60

mesecih, ki ta čas ne bi bile obrestovane. Sedaj podjetja, ki upnikom ne bodo zmožna ponuditi vsaj 50 odstotno poplačilo, ne bodo mogla več zavlačevati s stečajem.

Po drugi strani pa bodo sedaj z novelo D podjetja, ki bi lahko upnike v prisilni poravnavi poplačala 40 odstotno, avtomatično razglasila stečaj, v katerem bodo upniki slabše poplačani, kot v primeru prisilne poravnave. Z ekonomskega vidika novela D ni prinesla nič dobrega, saj bodo upniki v podjetjih, ki ne bodo sposobna svoje upnike poplačati vsaj 50 odstotno, na slabšem, zaradi stečaja podjetja, ki bo posledično prinesel slabše poplačilo upnikov kot v primeru prisilne poravnave s poplačilom nižjim od 50 odstotkov.

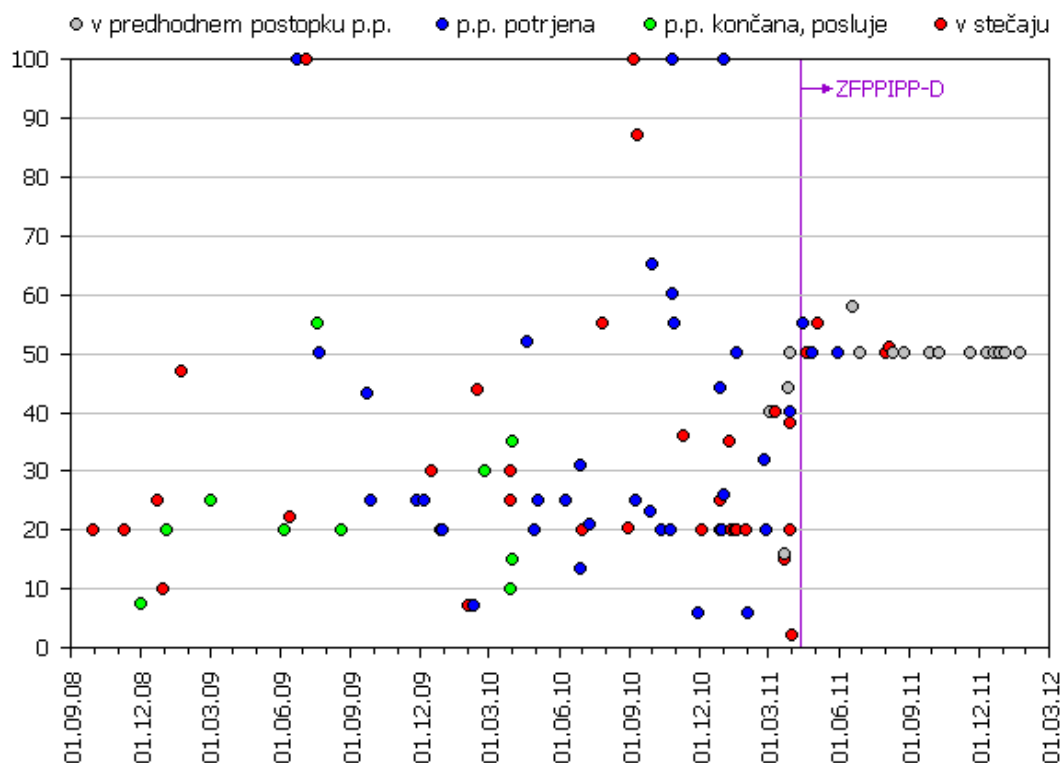
Ministrstvo za pravosodje je dne 5. oktobra 2011 v vladni postopek posredovalo predlog nove novele k ZFPPIPP. Z namenom reševanja zdravih jeder, novela E predlaga znižanje deleža poplačila navadnih terjatev z najmanj 50 odstotkov, kakor je določeno v noveli D, na najmanj 30 odstotkov, in podaljšanje najdaljšega možnega roka poplačila navadnih terjatev z obdobja krajšega od štirih let, na največ osem let (Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP-E) – nujni postopek, 2011, str. 5).

Poleg omenjene omilitve pogojev za začetek postopka prisilne poravnave, novela E predlaga (Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP-E) – nujni postopek, 2011, str. 25) še uzakonitev male prisilne poravnave za samostojne podjetnike in mikro podjetja, kar bi bistveno pocenilo postopek finančnega prestrukturiranja in ga za te subjekte naredilo hitrejšega in pogostejšega, razširitev možnosti dokapitalizacije insolventnega dolžnika s strani upniškega odbora, tudi za primer konverzije terjatev v lastniške deleže, omejitev organov insolventnega dolžnika v postopku prisilne poravnave in možnost prenosa vodenja poslov insolventnega dolžnika na vplačnika novih delnic.

Od uvedbe novele D, ki je uvedla najmanj 50 odstotno poplačilo upnikov v največ štirih letih, je minilo komaj dobre pol leta, ko je bil podan predlog novele E, ki podaljšuje rok za poplačilo upnikov za štiri leta in zmanjšuje odstotek poplačila za 20 odstotkov. Z ekonomskega vidika je novela E boljša od novele D, saj bo več podjetij sposobnih izvesti prisilno poravnavo, tako da bodo upniki bolje poplačani, kot v stečaju. Je pa vprašanje ali je smiselno reševati podjetje, ki bo v osmih letih navadnim upnikom lahko vrnilo le 30 odstotkov njihovih terjatev.

Ob vseh teh novelah k zakonu dobimo občutek, da ni bilo narejene strokovne ocene, kolikšno poplačilo je najbolj optimalno. V spodnji sliki so razvidni začetni postopki prisilne poravnave v Sloveniji, od konca leta 2008 do februarja 2012. Slika prikazuje predlog višine poplačila navadnih upnikov v postopku prisilne poravnave.

Slika 16: Začeti postopki prisilne poravnave



Vir: Moj grafikon meseca, 2012

S slike je razvidno, da je devet podjetij v preteklosti uspešno končalo prisilno poravnavo s poplačljivostjo navadnih upnikov manj kot 50 odstotkov. Ta podjetja so poravnala vse obveznosti do svojih upnikov in še danes poslujejo, kar se ne bi zgodilo, če bi takrat veljala sedanja novela D, saj ta zahteva poplačilo navadnih upnikov v višini 50 odstotkov. Tudi ob sprejetju predloga novele E, ki predvideva 30 odstotno poplačilo navadnih upnikov, sedem podjetij danes ne bi več poslovalo, saj so prisilno poravnavo uspešno zaključila s poplačilom nižjim od 30 odstotkov.

Z zgornje slike lahko zaključimo, da je iz ekonomskega vidika najoptimalnejše, da se ne omejuje višine poplačila navadnih upnikov, saj ob vsaki omejitvi določena podjetja obsodimo na stečaj, tako da sedanja zakonodajna ureditev z ekonomskega vidika ni najoptimalnejša, kar pomeni, da ne moremo potrditi tretjega raziskovalnega vprašanja.

Na drugi strani pa omejitev poplačila upnikov prepreči namerno zavlačevanje stečaja podjetja s postopkom prisilne poravnave. Poudariti je tudi potrebno, da je bilo kar nekaj prisilnih poravnav z nizkimi odstotki poplačljivosti navadnih upnikov, ki so bile uspešno zaključene, potrjenih z glasovi prijateljskih družb, tako da so bili ostali manjši upniki oškodovani.

Glavne pomanjkljivosti sedanje ureditve so, da sodišče nima glavne besede, ščitenje delničarjev namesto upnikov, zapletenost postopkov, visoki stroški pri vodenju postopkov,

dolgotrajnost postopkov, velikokrat pride do izgube delovnih mest, predvsem se postavlja vprašanje za koga je pravična sedanja ureditev.

Greganovič (b.l., str 1-8) v svojih izhodiščih za razpravo o spremembah sedanjega zakona navaja osem sprememb ZFPPIPP:

1. O vseh ključnih vprašanjih prisilne poravnave mora odločati sodišče, ne lastniki in upniki, saj je sodišče objektivno edina nepristranska stranka v postopkih zaradi insolventnosti. Trenutno o sprejemu prisilne poravnave odločajo upniki, kar omogoča, da se načrt prestrukturiranja ne sprejme, tudi če je ta v interesu podjetja, drugih deležnikov in narodnega gospodarstva.

2. V postopku prisilne poravnave je treba omejiti pravice lastnikov oziroma pristojnosti nadzornih svetov in skupščine družbe. Ključna predpostavka insolventnosti je, da je vrednost lastniških deležev enaka nič, zato lastniki ne smejo imeti nadzora nad pripravo in sprejemom načrta finančnega prestrukturiranja, kar bi jih spodbudilo k hitrejšemu reagiranju na nastanek finančnih težav v podjetju. Tako da nadzorni svet v postopku prisilne poravnave ne sme imeti pristojnosti odpoklica in imenovanja uprave, ker to najvplivnejšim lastnikom omogoča pritisk na upravo in možnost vpliva na vsebino načrta finančnega prestrukturiranja in odločitev o dokapitalizaciji oziroma pretvorbi dolgov v kapital, v okviru prisilne poravnave, ne sme biti odločitev skupščine oziroma lastnikov, ampak odločitev sodišča, ker imajo lastniki neposredni konflikt interesov s pretvorbo dolgov v lastniške deleže v prisilni poravnavi.

3. Uvedba postopka zaradi insolventnosti mora ustaviti izvršitev vseh terjatev upnikov do sprejema odločitve o stečaju, vključno s terjatvami zavarovanih upnikov, razen v izjemnih primerih, ki jih določa zakon, saj bi unovčevanje zavarovanih terjatev, ki so zavarovane s poslovno potrebnimi sredstvi, ogrozilo izvedbo prisilne poravnave.

4. Sodišče mora imeti v postopku prisilne poravnave pristojnost izdaje vrednostnih papirjev in uveljavitve določenih statusnih sprememb.

5. Zakon mora izrecno prepovedati možnost izplačila lastnikov, dokler vsi upniki niso izplačani v celoti, v skladu s pogodbami, veljavnimi v trenutku razglasitve insolventnosti, in določiti osnovne elemente analitične metodologije načrta finančnega prestrukturiranja. Imetniki terjatev v načrtu finančnega prestrukturiranja se razvrstijo v razrede, glede na svoja zavarovanja in prepove se možnost izplačila upnikom v manj zavarovanih razredih, dokler upniki v bolj zavarovanih razredih niso v celoti poplačani.

6. Zakon mora izrecno omogočiti tudi možnost, da se finančno prestrukturiranje izvede v obliki načrta, ki predvideva prenehanje insolventnega podjetja. Glavna prednost tega je, da se ohrani velik del poslovne kapacitete oziroma dejavnosti podjetja, in sicer s prodajo njegovih dejavnosti drugim pravnim osebam na trgu. Najbolj aktualen primer prestrukturiranja s prenehanjem podjetja je primer investicijske banke Lehman Brothers. Največji del poslovne

kapacitete Lehman Brothers je bil prodan in prenesen na britansko banko Barclays PLC in japonsko banko Nomura Holding Inc., dejavnost upravljanja premoženja pa so skupaj kupili upniki Lehman Brothers in menedžment tega dela banke.

7. Izenačiti pravice zaposlenih v prisilni poravnavi in stečajnem postopku, saj stečajni postopek ne sme biti v ničemer ugodnejši za zaposlene kot prisilna poravnava.

8. Izpeljati centralizacijo organov sodišč, ki odločajo v postopkih zaradi insolventnosti.

Ključno pri spremembi zakona bi morala biti usmerjenost za ohranjanje zdravih jeder podjetja ter skrb za najoptimalnejše poplačilo upnikov, saj je v primeru prisilne poravnave stopnja poplačila upnikov višja, kot v primeru stečaja podjetja.

Trenutno zakon obstoječim lastnikom omogoča popoln nadzor nad podjetjem, čeprav je njihov delež v insolventnem podjetju po definiciji enak nič. Lastniki lahko posledično preko nadzornih svetov vplivajo na oblikovanje načrta finančnega prestrukturiranja podjetja po njihovi meri. V primeru insolventnega postopka bi morali celoten nadzor nad upravljanjem podjetja prenesti na sodišče v Ljubljani, ki bi bilo edino pristojno za insolventne postopke, s čimer ne bi prihajalo do razlik med različnimi sodišči. Ena izmed ključnih sprememb bi morala biti avtomatska razlastitev obstoječih lastnikov, oziroma podrejeno lastništvo podjetja. S tem bi preprečili zavlačevanje lastnikov in višje poplačilo upnikov. Ko bi imelo sodišče, kot edina nepristranska stranka v postopku, zadnjo besedo, ne bi bilo več navzkrižja interesov med nezavarovanimi upniki, zavarovanimi upniki, lastniki in družbo, saj nezavarovani upniki ne bi imeli več zadnje besede pri odločanju, kot jo imajo sedaj.

Sedanji postopki zaradi insolventnosti so predolgi, zato jih je nujno potrebno skrajšati, saj je z vsakim dodatnim dnevom, zaradi stroškov, ki med postopkom nastajajo, višina poplačila upnikov nižja. Sedaj nekatere vpletene stranke nimajo želje po hitrem končanju insolventnih postopkov. Od bank, ki z zavlačevanjem lahko oblikovanje oslabitev, ki posledično vplivajo na njihove izkaze, porazdelijo na daljše obdobje, uprav, ki čakajo na neizpodbitnost določenih spornih sklenjenih pogodb, do upraviteljev insolventnih postopkov, ki z dolgotrajnostjo postopkov izstavijo višje račune. Zakonodaja bi morala stremeti k skrajšanju insolventnih postopkov, kar bi lahko naredili z večjim plačilom upravitelju insolventnih postopkov v primeru krajšega insolventnega postopka, njegovo plačilo bi bilo obratno sorazmerno s trajanjem insolventnega postopka.

3.4 Zakonodaja v Združenih državah Amerike

Kot že omenjeno, so vsi postopki glede insolventnosti pri nas urejeni v ZFPPIPP, v ZDA pa so urejeni v enajstem naslovu imenovanem stečajni zakon »*angl. Bankruptcy code*«, ki je na voljo na spletni strani ameriškega sodišča (Bankruptcy, b.l.)

Vsi ameriški zakoni glede insolventnosti se nahajajo v tem zakonu, ki je začel veljati leta 1978. Od takrat je bilo veliko novel k zakonu, zadnja leta 2005. Zakon je razdeljen v devet poglavij, med katerimi so ključna naslednja poglavja, poglavje sedem (likvidacija), poglavje enajst (prestrukturiranje) in poglavje trinajst (prostovoljna reorganizacija posameznikov z rednim dohodkom).

V ZDA imajo zvezna sodišča ekskluzivno jurisdikcijo v primeru insolventnih postopkov, državna sodišča nimajo pristojnosti za te primere. Prvotni namen zakona o insolventnih postopkih je dati poštenemu lastniku možnost za ponovni začetek, z zmanjšanjem njegovega dolga, in poplačilo upnikov v čim večji meri, iz dolžnikovega premoženja.

Tako kot pri nas, se tudi v ZDA insolventni postopek začne, ko dolžnik vloži predlog na sodišče. K predlogu mora dolžnik priložiti bilanco stanja, izkaz poslovnega izida in seznam vseh upnikov.

Na spletni strani Wikipedia so podatki o številu vloženih primerov insolventnih postopov na ameriških sodiščih med leti 2007 in 2009 (Title 11 of the United States Code, 2011). Na ameriških sodiščih je najpogosteje vložen predlog za likvidacijo podjetja, kar 1.793 tisoč primerov. Predlogu za likvidacijo podjetja sledi predlog prostovoljne reorganizacije posameznikov z rednimi dohodki, teh primerov je 982 tisoč. Temu pa sledi predlog prestrukturiranja podjetja, teh primerov je 24 tisoč, med katerimi je bil največji primer Lehman Brothers, ki se je zgodil leta 2008 in čigar premoženje je znašalo 639 milijard dolarjev.

O prostovoljni reorganizaciji posameznikov z rednimi dohodki, v nadaljevanju ni govora, saj magistrska naloga ne zajema te tematike. Izpostavljen je predvsem primer prestrukturiranja podjetja, o katerem govori poglavje enajst, medtem ko poglavje sedem govori predvsem o prenehanju poslovanja podjetja.

Enajsto poglavje, ki govori o prestrukturiranju podjetja, se začne z vložitvijo predloga na sodišče. Prestrukturiranje je lahko prostovoljno, ko zahtevo vloži dolžnik sam, ali neprostovoljno, ko zahtevo vložijo upniki, oziroma druge upravičene osebe. V primeru, da se dolžnik odloči za tako reorganizacijo in jo sodišče potrdi, dobi neke vrste privilegiran položaj, saj lahko pridobiva kredite pod ugodnejšimi pogoji, z dovoljenjem sodišča lahko razveljavi sklenjene pogodbe, itd. Potrebno je prav tako narediti načrt finančnega prestrukturiranja, ki mora vsebovati analizo trenutnega finančnega stanja (izkaz poslovnega izida, bilanco stanja), projekcijo poslovanja v naslednjih letih, ter ostale informacije, da imajo lahko upniki predstavo o finančnem položaju dolžnika in o načrtu. Načrt finančnega prestrukturiranja mora biti vložen v 120 dneh in sprejet s strani upnikov z dvotretjinsko večino.

V primeru, da ima podjetje negativni kapital, torej njegovi dolgovi presegajo sredstva, lahko lastništvo nad podjetjem dobijo upniki, obstoječi lastniki pa so razlašeni oziroma dobijo podrejeno lastništvo. Bistvo tega primera prestrukturiranja je, da dolžnik še naprej posluje, lastništvo nad podjetjem pa pride v roke upnikov, tako da podjetje nima dolgov, saj se terjatve

upnikov konvertirajo v lastniške deleže prestrukturiranega podjetja, ki nima več dolgov in ima samo lastniški kapital.

Kljub svoji dolgoletni zgodovini ima tudi zakon o insolventnih postopkih v ZDA svoje pomanjkljivosti. Jensen (1989, str. 42-44) kritizira, da se prepogosto reševanje prezadolženih podjetij v ZDA konča s sodnim postopkom. Ta zahteva veliko časa in pozornosti vodilnih direktorjev v podjetju, ki bi namesto za sodni postopek bila lahko porabljena za reševanje podjetja. Namesto dolgotrajnih sodnih postopkov priporoča privatizacijski sistem, ki bi omejil vpliv sodišč. Ta sistem bi priskrbel vse nujno za rešitev neformalne reorganizacije v primerih, ko hoče podjetje takojšno likvidacijo ali kjer nadaljevanje poslovanja nima vrednosti. Stroga pravila bi povečala vlogo upnikov, kot upravljavca, še posebej v podjetjih z nizko rastjo oziroma v podjetjih s padcem poslovanja.

Kot je že bilo zapisano predhodno, je v ZDA najpogosteje vložen predlog za stečaj podjetja, kar z ekonomskega vidika ni smiselno. LoPucki in Doherty (2007, str. 3-4) sta v svoji raziskavi ameriškega trga med leti 2000 in 2004 izvedla primerjalno analizo med vrednostmi tridesetih velikih javnih podjetij, prodanih v stečaju, in med vrednostmi tridesetih velikih javnih podjetij, ki so bila prestrukturirana. Rezultati raziskave so pokazali, da so podjetja v primeru prestrukturiranja vredna veliko več, kot v primeru stečaja. V primeru stečaja so podjetja v povprečju prodana za 35 odstotkov knjigovodske vrednosti, medtem ko je v povprečju vrednost podjetja, v primeru prestrukturiranja, 80 odstotkov knjigovodske vrednosti in povprečna vrednost tržne kapitalizacije podjetja po prestrukturiranju v višini 91 odstotkov knjigovodske vrednosti. Ti rezultati nakazujejo, da lahko kreditodajalci in lastniki več kot podvojijo svoje poplačilo v primeru prestrukturiranja podjetja, kot v primeru prodaje podjetja v stečaju.

Iz rezultatov lahko zaključimo, da je stečaj podjetja neekonomsko ravnanje, saj bi v primeru prestrukturiranja iztržili večjo vrednost. Velikokrat je razlog za stečaj zasledovanje lastnih interesov menedžerjev, investicijskih bankirjev, kreditodajalcev in sodnikov, namesto zasledovanja interesov upnikov. V ekonomski teoriji to imenujejo problem agenta »*angl. Agency problem*«, LoPucki in Doherty (2007, str. 32-42) pa to označujeta kot korupcijo. Predsedniki uprav podjetja so v enajstih primerih prodaje podjetja v stečaju, od tridesetih, imeli direktne koristi od prodaje podjetja, od denarnega plačila, do zaposlitve v prevzemnem podjetju. Raziskava je tudi pokazala, da je v povprečju le 1,6 ponudnika v primeru prodaje podjetja v stečaju, od tega v 58 odstotkih le en ponudnik. Zaradi tega pride do konflikta interesov investicijskih bankirjev, saj višja prodajna vrednost podjetja zahteva ogromno vloženega truda, ki ne odtehta stroškov povezanih s tem. Po drugi strani pa lahko investicijski bankirji, z nižjo prodajno vrednostjo, od bodočega kupca, kot uslugo za nižjo vrednost, dobijo nov posel. Kreditodajalci bi lahko ugovarjali prodaji podjetja v stečaju, ampak tega velikokrat ne naredijo, saj bi morali sami priskrbeti vrednotenja premoženja, ki se prodaja, kar pa zanje pomeni ogromno dodatnih stroškov. Poleg tega imajo osebe, ki so v kreditnih odborih, velikokrat lastne interese. Sodišča imajo nalogo, da zagotovijo najboljše poplačilo upnikov. Raziskava je pokazala, da sta v ZDA, med leti 2000 in 2004, dve sodišči za stečaje obravnavali

kar 57 odstotkov vseh primerov stečajev na nacionalni ravni, kar je prineslo milijarde dolarjev provizij lokalnim stečajnim strokovnjakom.

Pri odločanju glede stečaja podjetja oziroma prestrukturiranja podjetja je odločitev velikokrat napačna zaradi interesov vpletenih strank, ki se jih ne da popolno izničiti. Ne samo naš ZFPPIPP, ampak tudi zakon o insolventnih postopkih v ZDA, ima svoje pomanjkljivosti, v nadaljevanju je predstavljen londonski pristop, kot eden najoptimalnejših primerov rešitve podjetja iz krize.

3.5 Londonski pristop

Londonski pristop je skupek neobvezujočih in neformalnih principov, predstavljen s pomočjo angleške centralne banke, z namenom začasne podpore poslovanja med bankami, oziroma drugimi kreditodajalci, ter med družbami v finančnih težavah, ko obstaja možnost za njihovo uspešno finančno prestrukturiranje. Informacije o londonskem pristopu je možno najti na spletnem naslovu Združenja angleških bančnikov (London approach, b.l.).

Angleška centralna banka je, zavedajoč se negativnih posledic stečajev velikih podjetij, vplivala na banke, da so te pomagale ohraniti večja in pomembnejša, a na dolgi rok zdrava, podjetja pri življenju. Tako je bil v 70 letih prejšnjega stoletja prvotno načrtovan v smislu podpore, sodelovanja in razumevanja s strani banke. Posodobljen pa kasneje, leta 1990, ko je avgusta angleška centralna banka poslala neformalno pismo bankam z namenom, da se seznani s principi v pismu, tako je nastal londonski pristop.

Londonski pristop ima tri cilje, in sicer, prvič, preprečiti likvidacijo družbe, saj ta pomeni manjše poplačilo upnikov, drugič, minimizirati izgubo bank in ostalih kreditodajalcev in, tretjič, zagotoviti finančno podporo družbi.

Vse finančne institucije so spodbujene, da sodelujejo med seboj, zaradi podobnih interesov za rešitev podjetja v težavah. V splošnem je angleška centralna banka oblikovala splošno sprejeta pravila obnašanja, tem pravilom so sledile banke na trgu. Sporazum je zasnovan tako, da poskuša zagotoviti vse potrebne informacije vsem bankam, ki skupaj iščejo najboljšo rešitev za njih in podjetje.

Poenotenje med bankami je ključna, a težavna naloga, saj nimajo vse banke enakega položaja. Nekatere med njimi so bolj izpostavljene do določenega podjetja, do razlik prihaja tudi z vidika zavarovanja. Osnovni koncept je moratorij, na osnovi katerega se upniki dogovorijo, da ne bodo ničesar izvajali individualno, da bi izboljšali lasten položaj v podjetju.

Torej, ko podjetje ne more več redno odplačevati svojih dolgov, obvesti svoje upnike in začne pogajanja o rešitvi teh težav. V primeru, da se banke strinjajo z uporabo londonskega pristopa, oblikujejo moratorij. Razna nova posojila, ki jih podjetje potrebuje za redno poslovanje, imajo prednost pri poplačilu, pred starimi posojili. Ta moratorij običajno traja nekaj mesecev, ta čas

pa poslovanje podjetja pregleda neodvisni finančni revizor, ki ugotovi ali je družba sposobna dolgoročno preživeti in uspešno poslovati po poplačilu dolgov, takrat sledijo pogajanja o načinu prestrukturiranja dolgov. Za enakomerno obveščenost med bankami skrbi vodilna banka, ki je potrjena s strani ostalih bank, navadno je to tista z najvišjo izpostavljenostjo do podjetja. V primeru vključitve velikega števila bank v podjetju, pa vodilni banki pomagajo svetovalne banke, ki skupaj tvorijo poseben odbor. V primeru, da neodvisni finančni revizor ugotovi, da družba ni sposobna dolgoročno preživeti, pa banke sprožijo stečajni postopek.

Ključen razlog, da banke pristanejo na moratorij, je dejstvo, da so banke pri različnih podjetjih v različnih položajih in zaradi tega imajo interes za medsebojno sodelovanje, saj so posledično v enakem položaju pri vsakem posojilojemalcu. Banka, ki pri posameznem podjetju, kjer je dobro zavarovana, ne bi hotela sodelovati tudi pri ostalih podjetjih, kjer je slabo zavarovana, ne bi smela sodelovati.

Verjetno najpomembnejši razlog za uspeh londonskega pristopa pa so ekonomski interesi bank. Mastnak (2009, str. 2) je povzel rezultate britanskih raziskav stečajnih postopkov po Armour in Deakin, ki ugotavljata, da je v primeru stečaja v povprečju poplačanih le 18 odstotkov terjatev upnikov, medtem ko stroški postopka znašajo 2-3 odstotka vrednosti vseh terjatev. Pri londonskem pristopu pa stroški v povprečju znašajo okoli šest milijonov evrov, povprečno poplačilo bank pa je ocenjeno kar na 85 odstotkov. Iz tega je razvidno dejstvo, da je za banke reševanje podjetij ekonomsko najboljša odločitev.

Vse raziskave kažejo, da stečaj podjetja ni najoptimalnejša rešitev, da je prestrukturiranje podjetja boljša rešitev za vse sodelujoče stranke, saj je njihovo poplačilo v povprečju višje. Londonski pristop je ena izmed najoptimalnejših rešitev podjetja iz finančnih težav, saj upniki medsebojno sodelujejo in ne izvajajo aktivnosti individualno. Že v zapornikovi dilemi je vidno, da je optimalna rešitev usklajeno delovanje. Pri posameznem primeru smo lahko bolje poplačani, vendar je celotno poplačilo pri večjih primerih višje v primeru skupnega sodelovanja.

Sedaj imamo vse omejitve s katerimi se banke soočajo, od slabih gospodarskih razmer, zaradi katerih so posledično slovenske banke kapitalsko šibke, do zakonskih omejitev. V naslednjem poglavju je, na primeru finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, predstavljen bančni vidik pri finančnem prestrukturiranju podjetja. Viden je postopek, kako se banke odločajo pri posameznih slabih naložbah. Vsi izračuni so narejeni na podlagi znanih podatkov do konca leta 2010, ko se je dogovarjalo o potrditvi prisilne poravnave, saj bi ob trenutno znanih dejstvih banke verjetno reagirale drugače.

4 RAVNANJE BANKE PRI FINANČNEM PRESTRUKTURIRANJU PODJETJA MERKUR D.D.

Finančno prestrukturiranje podjetja Merkur je velik zalogaj za vse sodelujoče, saj je izpostavljenost bank visoka, podjetje je zaradi svoje velikosti in števila zaposlenih pomembno

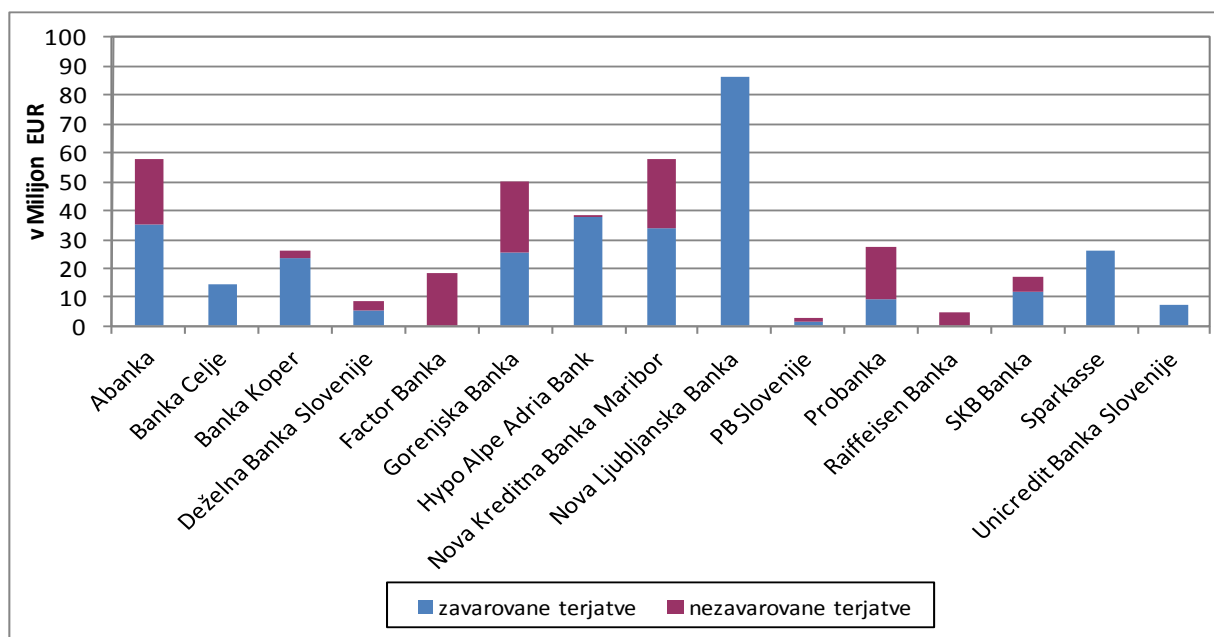
za slovensko gospodarstvo, poleg vsega pa je prišlo do menedžerskega prevzema in oškodovanja podjetja.

Zaradi svoje velikosti je podjetje Merkur najelo kredite pri več bankah, tako da je za pregled položaja posameznih bank potrebno najprej pregledati izpostavljenost vseh bank do podjetja Merkur, saj imajo banke različne preference pri reševanju podjetja, zaradi višine zavarovanj in ostalih dejavnikov. V tem poglavju je predvsem predstavljen vidik ene banke, vse omejitve s katerimi se sooča in katere opcije mora preračunati pri reševanju podjetja Merkur. Na koncu poglavja je predstavljen predlog optimalnejšega ravnanja bank, z oblikovanjem bančnega dogovora, po principu londonskega pristopa.

4.1 Izpostavljenost bank

Podjetje Merkur je imelo, po stanju na dan 30. 6. 2010, 738,8 milijonov EUR celotnih obveznosti oziroma terjatev upnikov, od tega je kar 50,9 odstotkov nezavarovanih oziroma navadnih terjatev. Glede na to, da govorimo o bančnem vidiku, se skoncentrirajmo na izpostavljenost bank, ki znaša 395,8 milijonov EUR, od tega 286,1 milijonov EUR kratkoročnih finančnih obveznosti in 109,7 milijonov EUR dolgoročnih finančnih obveznosti. Poleg terjatev iz naslova danih posojil podjetju Merkur, so bile bankam priznane tudi pogojne terjatve, zaradi danih poroštev, oziroma zastave premoženja podjetja Merkur za kredite dane podjetju Mersteel. Skupna višina terjatev bank znaša 444,1 milijonov EUR, od tega 318,3 milijonov EUR, oziroma 71,7 odstotkov, zavarovanih terjatev in 125,8 milijonov EUR navadnih terjatev. Na spodnji sliki so prikazane te obveznosti do bank, ločene na zavarovane in nezavarovane.

Slika 17: Izpostavljenost bank do podjetja Merkur

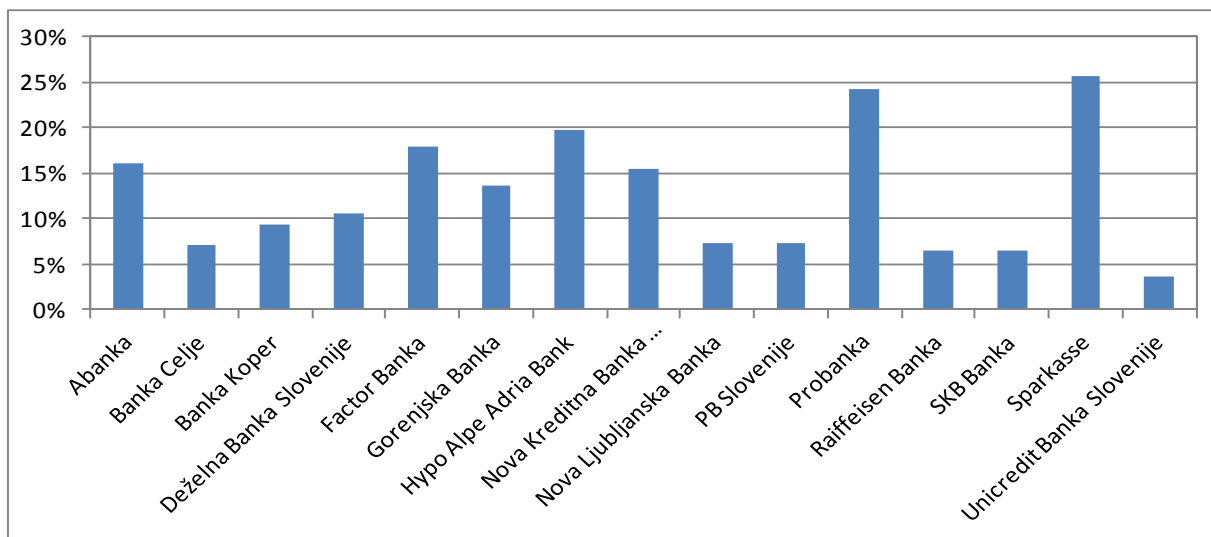


Vir: lastni prikaz, Merkur d.d., 2010d, str. 1-9

Z zgornje slike je razvidno, da je največja upnica podjetja Merkur banka NLB, ki ima 86,7 milijonov EUR vseh terjatev, od tega vse zavarovane, tako da ima dobro izhodišče. Vendar se je potrebno zavedati, da višina priznanega zavarovanja ni enaka iztrženemu znesku v primeru stečaja.

Iz višine izpostavljenosti do podjetja ne dobimo končne slike, glede pomembnosti za posamezno banko, saj so banke različno velike in posledično so vplivi na banke različni. Za natančnejši prikaz pomembnosti izpostavljenosti do podjetja za posamezno banko, je potrebno preračunati, koliko znaša višina terjatev posamezne banke glede na njen kapital. Na spodnji sliki je prikazan delež izpostavljenosti do podjetja Merkur, glede na kapital posamezne banke. Višina kapitala je, po stanju na konec leta 2011, saj so slovenske banke oslabitve in rezervacije oblikovale z zamikom, ker so upale na hitrejši konec gospodarskih težav. Zato so šele v letu 2011 oblikovale veliko dodatnih oslabitev in rezervacij, ki so posledično znižale višino kapitala.

Slika 18: Delež izpostavljenosti do podjetja Merkur v kapitalu banke

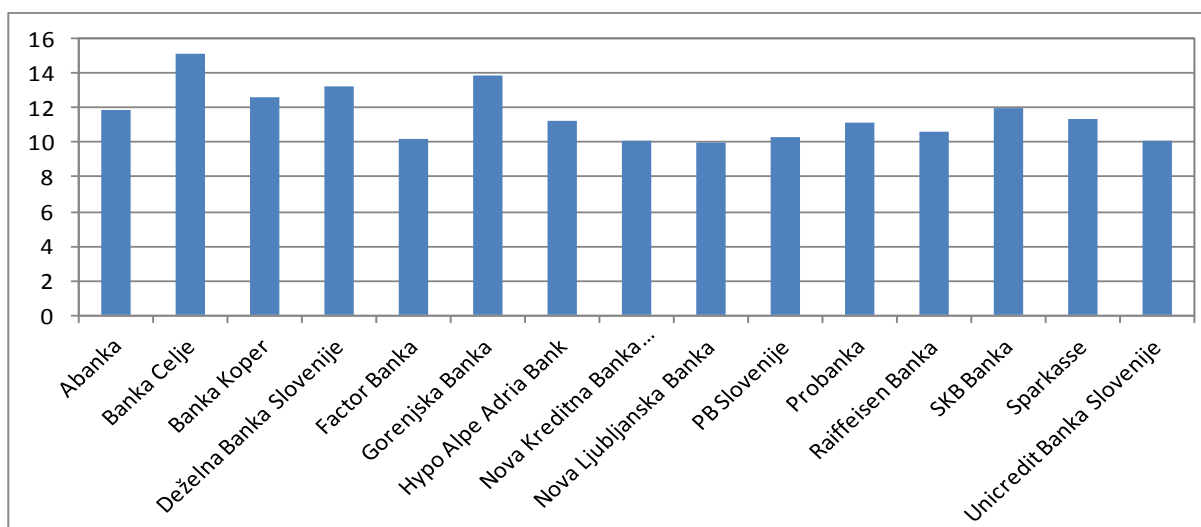


Vir: lastni prikaz, Kazalniki v bančnem sistemu, 2011, Merkur d.d., 2010d, str. 1-9

Z zgornje slike je razvidno, da kljub najvišji višini terjatev NLB, ta predstavlja 7,3 odstotkov kapitala NLB. Izpostavljenost banke Sparkasse d.d. (v nadaljevanju Sparkasse) v višini 25,9 milijonov EUR pa predstavlja 25,6 odstotkov kapitala banke Sparkasse, tako da propad podjetja Merkur zanjo predstavlja večje tveganje, kot za NLB.

Pomemben podatek je tudi kapitalska ustreznost posameznih bank in posledično možnost absorpcije dodatnih izgub. Kot že omenjeno, je slovenski bančni sistem kapitalsko podhranjen, vendar vse banke nimajo enakih količnikov kapitalske ustreznosti. Na spodnji sliki je prikazan količnik kapitalske ustreznosti po bankah, kjer lahko vidimo, da ima NLB najnižji količnik kapitalske ustreznosti, kar posledično pomeni, da ima najmanj manevrskega prostora pri oblikovanju dodatnih oslabitev in rezervacij.

Slika 19: Kapitalska ustreznost bank



Vir: lastni prikaz, Kazalniki v bančnem sistemu, 2011

Z zgornjih slik lahko zaključimo, da banke niso v enakih pogajalskih položajih, prvotno zaradi različne strukture terjatev, saj imajo nekatere več zavarovanih terjatev od drugih, dodatno pa tudi zaradi različne višine izpostavljenosti glede na njihov kapital in različne kapitalske ustreznosti ter, posledično, možnosti absorpcije dodatnih izgub.

V nadaljevanju je najprej na vidiku banke X prikazano ravnanje v primeru finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur, kasneje pa, v poglavju 4.3, optimalnejše ravnanje vseh bank.

4.2 Izpostavljenost banke X

Za pregled celotne izpostave banke X do podjetja Merkur izhajamo iz podatkov na dan 30. 6. 2010. Podatki so pridobljeni iz popravka seznama terjatev podjetja Merkur dne 23. 12. 2010 (Merkur d.d., 2010d, str. 1-9). Banka X ima od skupno 49,8 milijonov EUR terjatev, zavarovanih 35,4 milijonov EUR terjatev oziroma 71,1 odstotkov vseh svojih terjatev, pri čemer ima v zavarovanju 60.000 delnic Save, zaloge v objektu 5, v Naklem, skladišču v Celju, carinskem skladišču v Kranju in trgovskem centru Merkur v Jaršah, vse vpisano na 1. mestu, dodatno ima v zavarovanju še skladiščno poslovni objekt v Naklem, ki je vpisan na 2. mestu. Preostalih 14,4 milijonov EUR terjatev je nezavarovanih, kar predstavlja 28,9 odstotkov vseh terjatev banke. Dodatno ima banka tudi terjatve do Mersteela, za katere je porok Merkur. Skupna višina vseh terjatev do Merkurja tako znaša 58,2 milijonov EUR, kar pomeni, da delež zavarovanih terjatev v vseh terjativah znaša 60,8 odstotkov, delež nezavarovanih pa zviša na 39,2 odstotkov.

Glede na višino zavarovanja, ki je bila priznana s strani dolžnika, je relativno dobro zavarovana, vendar je potrebno preveriti kakšna je dejanska vrednost tega zavarovanja, saj

mora banka oblikovati oslabitve na podlagi trenutne vrednosti zavarovanja in ne višine priznanega zavarovanja v načrtu finančnega prestrukturiranja.

4.2.1 Vrednost zavarovanja

Za vsako zastavljeno premoženje je potrebno realno oceniti vrednost zavarovanja, da banka X ve koliko njenih terjatev je dejansko nezavarovanih. Dejanska vrednost zavarovanj je izračunana na podlagi priznanega zavarovanja s strani podjetja Merkur. Priznano zavarovanje je prilagojeno tako, da:

- za delnice Save je upoštevana tržna cena na zadnji trgovalni dan v letu 2010, v višini 89,5 EUR na delnico, tako da vrednost celotnega zavarovanja znaša 5.370 tisoč EUR;
- za skladiščno poslovni objekt v Naklem, kjer je banka na 2. mestu, je uporabljena vrednost zavarovanja, ki je priznana s strani dolžnika, saj je premalo podatkov, da bi lahko drugače ocenili to nepremičnino;
- pri zavarovanju z zalogami je upoštevan 40 odstotni diskont na priznano vrednost s strani dolžnika, saj je bilo vrednotenje zalog narejeno na dan 30. 6. 2010, od takrat pa se je število zalog podjetja Merkur občutno zmanjšalo.

Ob upoštevanju zgornjih predpostavk, se višina zavarovanih terjatev zniža, tako da ima banka X le 22,6 milijonov EUR zavarovanih terjatev, oziroma 38,8 odstotkov vseh terjatev, višina nezavarovanih terjatev je višja za 12,8 milijonov EUR in znaša 35,6 milijonov EUR.

V primeru takojšnje prodaje zavarovanja, je iztržena vrednost verjetno še nižja, saj je potrebno predvidevati prisilno prodajo. Ob takojšnji zaplembi zavarovanega premoženja, lahko podjetje razglasi stečaj, saj mu banka zapleni poslovno potrebno premoženje in za finančne naložbe ne dobi predvidenih kupnin, kar vpliva na negativni izid in posledično kapital, ter manjši denarni tok za odplačilo kreditov.

4.2.2 Stečaj

Stečaj podjetja Merkur pomeni razprodajo celotnega premoženja podjetja in konec poslovanja. V primeru prodaje premoženja v stečaju so dosežene vrednosti občutno nižje, kot v normalnih razmerah, zato stečaj podjetja ni v interesu bank.

Kot je omenjeno v poglavju 2.6, je podjetje Tax Group (Merkur d.d., 2010b, str. 45) ocenilo, da je v primeru stečaja predvideno poplačilo navadnih upnikov le v višini 40,3 milijonov EUR oziroma 8,6 odstotkov vseh terjatev navadnih upnikov. Ob upoštevanju dodatnih popravkov vrednosti premoženja podjetja Merkur, v višini 80 milijonov EUR, ki so omenjeni v poglavju 2.7, so poplačani le ločitveni upniki.

Iz zgornjega dejstva, da za poplačilo navadnih upnikov ne ostane dovolj premoženja, je banka X lahko poplačana le iz naslova zavarovanja. Vrednost zavarovanja v stečaju je zaradi prisilne prodaje nižja, tako da je dejanski iztržek banke nižji.

4.2.2.1 Poplačilo v primeru stečaja

Za dejansko poplačilo banke X v primeru stečaja, je potrebno prevrednotiti zavarovanje, ki ga banka ima, za primer prodaje v stečajnem postopku. Za prodajo zavarovanja v primeru stečaja so uporabljene predpostavke, da se delnice podjetja Sava prodajo po tržni ceni, da iz prodaje zalog banka X ne bo poplačana, saj je vprašanje koliko zalog bo ostalo, in da iz naslova nepremičnine banka X ne bo poplačana, saj je hipoteka vpisana na drugo mesto.

Ob upoštevanju zgornjih predpostavk, banka X, v primeru stečaja podjetja Merkur, dobi le 5,4 milijonov EUR oziroma od skupnih terjatev, v višini 58,2 milijonov EUR, le 9,3 odstotkov. Izpostaviti je potrebno, da se delnice Sava lahko prodajo tudi po nižji ceni, saj so gospodarske razmere slabe. Iztržek iz prodaje zalog in zastavljene nepremičnine so ocenjeni pesimistično, tako da bi iz tega naslova dolžnik banki X lahko poplačal manjši znesek terjatev.

Stečaj za banko X nikakor ni sprejemljiv, saj ima svoje terjatve slabo zavarovane in bi bilo poplačilo v primeru stečaja nizko.

4.2.3 Konverzija terjatev v lastniški delež

Podjetje Merkur za uspešno prisilno poravnavo potrebuje 85 milijonov EUR konverzije terjatev v kapital in sicer 70 milijonov EUR navadnih terjatev in 15 milijonov EUR zavarovanih terjatev.

Banka X ima 14,4 milijonov nepriznanih ločitvenih terjatev, saj vrednost zavarovanja ne zadošča za poplačilo terjatev, in 8,4 milijonov EUR navadnih terjatev, iz poročila za kredite, dane Mersteelu. V primeru konverzije nezavarovanega dela terjatev, banka X konvertira 22,8 milijonov EUR terjatev. Glede na predpostavke, iz poglavja 4.2.1, ima banka X dejansko 35,6 milijonov EUR nezavarovanih terjatev, katere lahko v celoti konvertirala v kapital. Konverzija terjatev, pri katerih je vrednost zavarovanja dovolj visoka za poplačilo, ni smiselna, saj bi se tako odrekli zavarovanju in bi v primeru kasnejšega stečaja podjetja banka ostala brez poplačila.

V primeru konverzije banka vstopi v lastniško strukturo podjetja Merkur. Banki ni v interesu dolgoročno lastništvo podjetij, zato mora spremljati potencialni interes za nakup njenega deleža v podjetju Merkur. Izstop iz lastniške strukture v kratkem ni mogoč, saj mora preteči določen rok do vzpostavitve normalnega poslovanja podjetja Merkur.

Dodatno je potrebno upoštevati, da s strani konvertiranega zneska, banka ne pridobiva obresti in da mora, v primeru dodatnih težav podjetja Merkur, sodelovati v dokapitalizaciji, saj kot lastnik ni zainteresirana za stečaj podjetja.

4.2.3.1 Vrednost delnice

Predno se banka odloči za konverzijo terjatev, mora izračunati kakšna je dejanska vrednost delnice podjetja Merkur, saj se glede na ocenjeno vrednost naložba vrednoti v njeni bilanci.

V načrtu finančnega prestrukturiranja je predvidena vrednost delnice 53 EUR, ob konverziji nezavarovanih terjatev, ter 40 EUR, ob konverziji zavarovanih terjatev.

Za hiter izračun vrednosti delnice podjetja Merkur lahko izhajamo iz kapitala podjetja Merkur, ki je bil objavljen na dan 30. 11. 2011, in ga prilagodimo za prevrednotenje naložb, kot je omenjeno v poglavju 2.7. Kapital podjetja Merkur, v višini 2,2 milijona EUR, je torej potrebno zmanjšati za 80,0 milijonov EUR, tako da dobimo negativni kapital v višini 77,8 milijonov EUR. Po hitrem izračunu vidimo, da je trenutna vrednost kapitala podjetja Merkur negativna.

Banko zanima ocenjena vrednost delnice po konverziji, saj jo mora vrednotiti v svoji bilanci, tako da moramo negativnemu kapitalu, v višini 77,8 milijonov EUR, prišteti še učinek na kapital ob potrjeni prisilni poravnavi, v višini 163,4 milijonov EUR. Skupaj vrednost kapitala podjetja Merkur, po potrjeni prisilni poravnavi, znaša 85,6 milijonov EUR. Ta ocena ne zajema dodatnih izgub iz poslovanja, zaradi dolgotrajnosti postopka prisilne poravnave, prav tako ne zajema morebitnih dodatnih prevrednotenj finančnih naložb, ki so zaradi zaostrenih gospodarskih razmer zelo verjetna.

Vseh delnic podjetja Merkur je 1.312.585 delnic, od tega ima Merkur 10 odstotkov oziroma 131.258 lastnih delnic. Ob predpostavki, da se izvrši pogodba s Perutnino Ptuj, pridobi podjetje Merkur dodatnih 64.198 lastnih delnic, tako da je število vseh lastnih delnic enako 195.456. V skladu s prisilno poravnavo podjetje, zaradi konverzije terjatev v kapital, pridobi dodatnih 1.695.755 delnic, tako da skupno število delnic po konverziji znaša 3.008.340, kakor je vidno v spodnji tabeli.

Tabela 3: Lastniška struktura po konverziji

Družbenik	Število delnic po konverziji	Delež v kapitalu po konverziji	Število delnic na dan 31. 8. 2010	Delež v kapitalu na dan 31. 8. 2010
Novi lastniki po konverziji	1.695.755	56,4 %		
Merfin, d.o.o.	764.683	25,4 %	764.683	58,3 %
Sava, d.d.	251.566	8,4 %	251.566	19,2 %
Banka Koper, d.d.	76.265	2,5 %	76.265	5,8 %
CP Murska Sobota, d.d.	15.554	0,5 %	15.554	1,2 %
ML inženiring, d.o.o.	9.061	0,3 %	9.061	0,7 %
Perutnina Ptuj, d.d.	0	0,0 %	64.198	4,9 %
Lastne delnice	195.456	6,5 %	131.258	10,0 %
SKUPAJ	3.008.340	100,0 %	1.312.585	100,0 %

Vir: Lastni izračuni; Merkur d.d., (2010a), str. 2

Ocenjeno vrednost kapitala, v višini 85,6 milijonov EUR, je potrebno deliti s celotnim številom delnic, brez lastnih delnic, da dobimo vrednost delnice družbe. Tako pridobljena ocenjena vrednost ene delnice podjetja Merkur znaša 30,4 EUR.

Glede na hitro oceno znaša ocenjena vrednost ene delnice podjetja Merkur 30,4 EUR. V taki višini banka delnice, ki jih konvertira, knjiži v svoji bilanci. Ocenjena vrednost je izračunana na podlagi določenih predpostavk in ob uporabi podrobnejšega vrednotenja, s kakšno drugačno metodo vrednotenja bi bila lahko ocenjena vrednost drugačna. Na ocenjeno vrednost občutno vplivajo tudi morebitne zamude pri potrditvi prisilne poravnave in svežih likvidnostnih sredstvih, ki jih podjetje Merkur nujno potrebuje za svoje poslovanje.

4.2.3.2 Zakonske omejitve

Za banko je pomembno, da se zaveda zakonskih zahtev in omejitev v primeru konverzije. Banka mora vedeti, da je, glede na višino pridobljenega lastništva v podjetju, potrebno naložbo različno vrednotiti in različno izkazovati v svojih bilancah. Za banko je tudi pomembno, kdaj naložba predstavlja odbitno postavko od kapitala in v katerem primeru mora banka podati prevzemno ponudbo.

Na podlagi 7. člena Sklepa o naložbah bank in hranilnic v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja (Ur.l. RS, št. 135/2006, 97/2010), mora banka zagotoviti pravilno in pravočasno poročanje Banki Slovenije o vrednosti posameznih naložb v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja, kamor je uvrščeno podjetje Merkur, na podlagi 169. člena Zakona o bančništvu (Ur.l. RS, št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZplaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, v nadaljevanju Zban).

Kadar banka doseže, preseže ali neha presegati 5, 10, 15, 20, 25-odstotni, 1/3, 50 in 75-odstotni delež glasovalnih pravic, mora, po 10. členu Zakona o prevzemih (Ur.l. RS, št. 79/2006, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl.US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl.US: U-I-103/11-16, 10/2012 v nadaljevanju Zpre), obvestiti izdajatelja vrednostnih papirjev in agencijo, v štirih delovnih dneh po dnevu, ko je za to izvedela ali bi morala izvedeti.

V primeru neposrednega ali posrednega lastništva več kot 20 odstotkov podjetja, ima banka na podlagi Mednarodnih standardov računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP) pomemben vpliv. V takem primeru mora banka naložbo obravnavati kot finančno naložbo v pridruženo podjetje in jo vrednotiti po kapitalski metodi. Kapitalska metoda je metoda obračunavanja, pri kateri se finančna naložba najprej pripozna po nabavni vrednosti in se kasneje preračuna za ponakupno spremembo naložbenikovega deleža v čistem premoženju podjetja, v katerem ima naložbo (MSRP, 2008, str. 161-162).

V primeru, da banka neposredno ali posredno, prek odvisnih družb, preseže 50 odstotkov lastništva, se po MRSP smatra to podjetje kot odvisno in takrat je potrebna konsolidacija. V

takem primeru mora banka podjetje Merkur upoštevati v svojih konsolidiranih bilancah (MSRP, 2008, str. 157).

Po 170. členu Zban velja omejitev, da vrednost kvalificiranega deleža banke v posamezni osebi nefinančnega sektorja, kamor spada podjetje Merkur, ne sme presegati 15 % kapitala banke. Prekoračitev je po 172. členu Zban dovoljena v primeru, ko banka zagotovi kapital za pokrivanje tega preseganja, vendar je znesek preseganja odbitna postavka od kapitala.

Pri izračunu omejitev se ne upoštevajo naslednje naložbe (171. člen Zban):

- v prvih treh letih od pridobitve naložbe: naložbe, ki jih je banka pridobila začasno, namesto izpolnitve denarne obveznosti pravne osebe v postopku finančnega prestrukturiranja te osebe;
- delnice, ki jih je banka pridobila zaradi izvedbe storitev prve prodaje teh delnic za izdajatelja ali ki jih je pridobila za račun stranke pri opravljanju storitev za to stranko;
- deleži v kapitalu pravnih oseb, ki jih je banka pridobila z namenom nadaljnje prodaje.

Izpostavljenost banke do posamezne osebe, po 165. členu Zban, ne sme presegati 25 odstotkov njenega kapitala. Za vsako sklenitev pravnega posla, zaradi katerega se velika izpostavljenost banke do posamezne osebe poveča tako, da doseže oziroma preseže 15 oziroma 20 odstotkov njenega kapitala, mora banka po 167. členu Zban pridobiti soglasje nadzornega sveta.

Pomemben podatek za banko je tudi, da bi, v primeru lastniškega deleža nad 25 odstotkov po Zpre, morala objaviti prevzemno ponudbo, saj kadar ima banka več kot 25 odstotkov glasovalnih pravic po 7. členu Zpre doseže prevzemni prag. 15. maja 2012 se je meja za prevzemno ponudbo zvišala z 25 odstotnega deleža na 1/3 delež, vendar je v primeru Merkurja veljal 25 odstotni delež za prevzemni prag.

Kljub temu, da banka ne preseže prevzemnega praga, presežejo ga pa vse banke skupaj, bi v primeru usklajenega delovanja morale dati prevzemno ponudbo. Samo dejstvo pridobitve delnic verjetno še ne pomeni, da banke delujejo usklajeno. Agencija za trg z vrednostnimi papirji (v nadaljevanju ATPV) presodi ali banke delujejo usklajeno in v primeru ugotovitve usklajenega delovanja morajo banke dati prevzemno ponudbo, oziroma odsvojiti delnice nad prevzemnim pragom, do takrat pa bi jim zamrznili glasovalne pravice.

Glede na dejstva, zapisana v tem poglavju, je potrebno narediti izračun, kolikšen je odstotek lastništva banke X v primeru različnih višin konverzije. V spodnji tabeli je narejenih sedem variant različnih višin konverzije terjatev v kapital podjetja Merkur. Številu obstoječih delnic in na novo pridobljenih delnic v konverziji je prišteti 64.198 delnic, zaradi predpostavke zamenjave delnic Perutnine Ptuj z lastnimi delnicami, kot je omenjeno v poglavju 2.7. Med drugim je odstotek lastništva izračunan za vrednost nezavarovanih terjatev banke X po mnenju uprave podjetja Merkur in po preračunu dejanskih nezavarovanih terjatev banke X. Do višine nezavarovanih terjatev, po mnenju uprave podjetja Merkur, v višini 14.374.191 EUR, je

upoštevana cena ene delnice v višini 53 EUR, nad tem zneskom pa v višini 40 EUR, saj so to po mnenju uprave zavarovane terjatve.

Tabela 4: Različne variante višine konverzije in lastništvo

Varianta	Višina konverzije (v EUR)	Lastništvo
1	7.972.100	5,0%
2	14.374.191	9,0%
3	15.559.102	10,0%
4	21.575.781	15,0%
5	27.592.461	20,0%
6	33.609.140	25,0%
7	35.571.145	26,6%

Vir: lastni izračuni

V primeru konverzije vseh nezavarovanih terjatev po mnenju uprave podjetja Merkur, je banka X 9,0 odstotni lastnik Merkurja, v primeru vseh dejanskih nezavarovanih terjatev pa 26,6 odstotni lastnik, kar bi pomenilo, da bi presegla prevzemni prag in bi morala podati prevzemno ponudbo za celotno podjetje.

V vseh variantah zgornje tabele, mora banka X obvestiti izdajatelja vrednostnih papirjev in agencijo. V nobenem od zgornjih primerov banka X ne presega zakonske omejitve 15 odstotkov lastnega kapitala pri kvalificiranem deležu banke v posamezni osebi nefinančnega sektorja. V primeru konverzije nad 27,6 milijonov EUR, banka X presega 20 odstotkov lastništva podjetja Merkur, za kar mora banka X, v skladu s MSRP, naložbo obravnavati kot finančno naložbo v pridruženo podjetje in jo vrednotiti po kapitalski metodi. Ob konverziji višji od 33,6 milijonov pa mora banka X dati prevzemno ponudbo, saj preseže prag 25 odstotkov lastništva.

Ob konverziji vseh nezavarovanih terjatev po mnenju uprave podjetja Merkur in vseh dejanskih nezavarovanih terjatev, mora banka X zagotoviti pravilno in pravočasno poročanje Banki Slovenije o vrednosti posameznih naložb v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja in obvestiti izdajatelja vrednostnih papirjev in ATVP, v štirih delovnih dneh po dnevu, ko je za to izvedela ali bi morala izvedeti.

4.2.3.3 Prednosti in slabosti konverzije

Gledano z vidika tradicionalnega bančništva, vloga lastnika v podjetjih pomeni odmik od osnovne dejavnosti banke. V tradicionalnem bančništvu banke kreditirajo gospodarstvo in niso lastnice podjetij, zato pogosto ne razpolagajo s kadri, ki bi se aktivno ukvarjali z vlogo lastništva podjetij. V primeru konverzije so banke prisiljene vstopiti v lastništvo podjetja, v katerega drugače verjetno ne bi vstopile. Ob tem ima banka ogromno stroškov, saj mora preveriti vse zakonske omejitve, interno vrednotiti delnice in še marsikatero dodatno delo, ki

zahteva veliko časa in posledično visoke stroške za banko. Poleg vsega je naložba v kapital družbe bolj tvegana od posojila družbi.

Na drugi strani je prednost konverzije ta, da lahko banka sodeluje pri odločitvah v zvezi z upravljanjem podjetja, saj lahko v primeru večjega deleža imenuje nadzorni svet in posledično upravo podjetja. V primeru uspešnega prestrukturiranja podjetja in kasnejšega normalnega poslovanja, bo narasla vrednost delnic, ki jih banka konvertira, in tako bo banka ustvarila kapitalski dobiček. Glavni razlog, zaradi katerega se banka mora odločiti za konverzijo je ta, da je v primeru potrjene prisilne poravnave občutno bolje poplačana, kot v primeru stečaja.

Za končno odločitev glede konverzije terjatev v kapital mora banka izračunati dejanski vpliv na njene izkaze in na spremembo višine kapitala, saj lahko višina konverzije pomembno vpliva na povečanje oslabitev, ki posledično znižujejo višino kapitala. Zaradi znižanja višine kapitala se banki zniža kapitalska ustreznost, kar je za banko problematično, predvsem v primeru nizke obstoječe kapitalske ustreznosti. Vpliv na izkaze banke in posledično spremembe višine kapitala banke, je viden v naslednjem poglavju, kjer je izračunana višina oslabitev po različnih variantah.

4.2.4 Oblikovanje oslabitev in rezervacij

Banka mora, po 176. členu Zban, oblikovati ustrezne oslabitve in rezervacije glede na posebna tveganja, ki izhajajo iz posameznih poslov oziroma skupin posameznih poslov. Višina oblikovanih oslabitev in rezervacij občutno vpliva na poslovni izid banke. Izraz oslabitve se uporablja za bilančne terjatve, medtem ko se izraz rezervacije uporablja za zunajbilančne terjatve.

Sredstvo je potrebno oslabiti in pripoznati izgubo zaradi oslabitev takrat, ko knjigovodska vrednost sredstva presega nadomestljivo vrednost sredstva. Knjigovodska vrednost sredstva presega njegovo nadomestljivo vrednost, če presega znesek, ki bo nadomeščen z uporabo ali prodajo sredstva (MSRP, 2008, str. 215).

Banka mora oceniti, ali obstaja kak nepristranski dokaz o morebitni oslabiljenosti finančnega sredstva. Če takšni dokazi obstajajo, mora banka določiti vrednost izgube zaradi oslabitve. Finančno sredstvo je oslabiljeno in so nastale izgube zaradi oslabitve samo takrat, če obstajajo objektivni dokazi o oslabitvi zaradi dogodka ali dogodkov, ki so nastopili po začetnem pripoznanju sredstva in ta dogodek ali dogodki vplivajo na ocenjene prihodnje denarne tokove finančnega sredstva, ki ga je možno zanesljivo oceniti (MSRP, 2008, str. 283).

Pomembno in dolgotrajnejše zmanjšanje poštene vrednosti finančne naložbe v kapitalski instrument pod njeno vrednost, je nepristranski dokaz oslabitve (MSRP, 2008, str. 284). Banka, skladno s to določbo, kot objektivni dokaz oslabitve finančnih naložb v kapitalske instrumente (iz skupine finančnih sredstev, razpoložljivih za prodajo), šteje tudi pomembno ali dolgotrajnejše zmanjšanje poštene vrednosti pod njihovo nabavno vrednostjo. Pri tem banka za

obdobje dolgotrajnejšega zmanjšanja poštene vrednosti upošteva obdobje največ 9 mesecev od dneva, ko se je kapitalskim instrumentom poštena vrednost prvič zmanjšala pod njihovo nabavno vrednost in je ostala nižja celotno obdobje 9 mesecev (pomeni, da banka posledično v tem obdobju konstantno izkazuje izgubo v presežku iz prevrednotenja, v zvezi s temi kapitalskimi instrumenti). Za pomembno zmanjšanje poštene vrednosti teh instrumentov pa banka upošteva 40 % (ali nižje) znižanje poštene vrednosti, glede na njihovo prvotno nabavno vrednost. Banka, ob oslabitvi finančnih naložb v te kapitalske instrumente, celotno izgubo iz vrednotenja teh instrumentov prenese v poslovni izid (Banka Slovenije, 2009a, str. 2).

Če obstajajo nepristranski dokazi, da je prišlo do izgube zaradi oslabitve pri posojilih in terjatvah ali finančnih naložbah v posesti do zapadlosti v plačilo, izkazanih po odplačni vrednosti, se znesek izgube izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontirani po izvirni efektivni obrestni meri finančnega sredstva. Knjigovodsko vrednost sredstva je treba zmanjšati bodisi neposredno ali z uporabo računa popravkov vrednosti. Vrednost izgube se mora pripoznati v poslovnem izidu (MSRP, 2008, str. 284).

Banka mora torej izračunati oslabitve za vsa sredstva. V primeru podjetja Merkur mora torej izračunati za zavarovane terjatve in za nezavarovane terjatve, ter ob morebitni konverziji tudi za na novo pridobljeno finančno sredstvo. Za terjatve do podjetja Merkur bi za točen izračun oslabitev potrebovali efektivno obrestno mero in datum zapadlosti. Pri nezavarovanih terjatvah oslabitve v primeru Merkurja ne more izračunati tako, da z efektivno obrestno mero diskontira pričakovane prihodnje denarne tokove, saj je efektivna obrestna mera za nezavarovane terjatve enaka 0 odstotkom. Zato je za nezavarovane terjatve smiselno uporabiti kar skupinski odstotek oslabitev za komitenta z interno bonitetno oceno D, saj je podjetje Merkur v prisilni poravnavi, v višini 50 odstotkov, kot je zapisano v 24. členu Sklepa o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic (Ur.l. RS, št. 67/2005, 97/2005, 121/2006, 131/2006-Zban-1, 28/2007). Za zavarovane terjatve nimamo podatka o obrestni meri in zapadlosti reprogramiranih kreditov, lahko pa predpostavljamo višino oslabitev v višini 10 odstotkov, saj zaradi dobrega zavarovanja ni potrebno oblikovati enakih oslabitev kot za nezavarovani del.

Ob morebitni konverziji mora banka, v primeru konverzije navadnih terjatev po vrednosti delnice v višini 53 EUR, takoj oblikovati oslabitve, saj padec vrednosti glede na ocenjeno vrednost delnice v višini 30,4 EUR znaša 42,6 odstotka. V primeru konverzije zavarovanih terjatev, po vrednosti delnice v višini 40 EUR, mora banka oblikovati oslabitve po 9 mesecih, saj je ocenjena vrednost delnice v višini 30,4 EUR nižja za 24,0 odstotkov.

V spodnji tabeli je vidnih pet različnih primerov izračuna potrebnega oblikovanja oslabitev in sicer za primer, da banka X ne konvertira nobene terjatve v kapital podjetja Merkur, za primer konverzije samo nezavarovanih terjatev po mnenju uprave podjetja Merkur, za primer konverzije v taki višini, da postane 24,9 odstotni lastnik podjetja, za primer konverzije vseh dejanskih nezavarovanih terjatev in ob konverziji vseh terjatev, tako nezavarovanih, kot zavarovanih, v kapital podjetja Merkur.

Tabela 5: Potrebno oblikovanje oslabitev in rezervacij po štirih različnih primerih

Primer	1	2	3	4	5
Višina konverzije (v EUR)	0	14.374.191	33.500.000	35.571.145	58.178.535
Odpis (v EUR)	5.749.677	0	0	0	0
Oslabitev kapitalске naložbe (v EUR)	0	6.129.372	10.719.566	11.216.641	16.642.415
Oslabitev nezavarovanih terjatev (v EUR)	17.785.573	10.598.477	1.035.573	0	0
Oslabitev zavarovanih terjatev (v EUR)	2.260.739	2.260.739	2.260.739	2.260.739	0
Višina vseh oslabitev (v EUR)	25.795.988	18.988.588	14.015.878	13.477.380	16.642.415

Vir: Lastni izračuni

V zgornji tabeli je uporabljena ločitev na zavarovane in nezavarovane terjatve glede na dejansko stanje, saj je oslabitve potrebno oblikovati glede na dejansko stanje, na primer, ob padcu vrednosti delnic Save se vsota zavarovanih terjatev zniža.

Iz tabele lahko zaključimo, da je za banko X najoptimalnejši primer z vidika oblikovanja oslabitev, ki posledično vplivajo na izkaz poslovnega izida banke X, konverzija vseh dejanskih nezavarovanih terjatev. V tem primeru mora banka X oblikovati oslabitve v višini 13,5 milijonov EUR, kar je občutno manj, kot v primeru, da se za konverzijo ne odloči, v tem primeru mora oblikovati oslabitve v višini 25,8 milijonov EUR. Vendar banka X noče preseči prevzemnega praga, tako da je pripravljena konvertirati največ 33,5 milijonov svojih terjatev in v tem primeru mora oblikovati oslabitve v višini 14,0 milijonov EUR. Za banko X ni smiselno konvertirati zavarovane terjatve, saj so te oslabiljene manj od finančne naložbe, ki jo banka X pridobi ob konverziji, nezavarovane terjatve pa so oslabiljene več od te pridobljene naložbe.

Dejanska ocenjena vrednost finančne naložbe, ki jo banka pridobi ob konverziji, bo znana takrat, ko se bo konverzija izvedla. Do tedaj se lahko v primeru dolgotrajnega postopka prisilne poravnave, zaradi katerega lahko podjetje Merkur izgubi številne kupce, kar posledično vpliva na poslovni izid družbe, ocenjena vrednost ene delnice družbe občutno zniža. Poleg tega je finančno naložbo, pridobljeno ob konverziji, potrebno mesečno vrednotiti, kar za banko predstavlja določene stroške in morebitne dodatne oslabitve, ki lahko spremenijo izračun iz zgornje tabele.

Po drugi strani se v primeru, da se banka ne odloči za konverzijo, poveča možnost ne izglasovanja postopka prisilne poravnave in s tem uvedbe stečaja, kar bi bil za banko slab scenarij, saj je pričakovana izguba v primeru stečaja občutno višja od pričakovane izgube v

primeru uspešne izvedbe prestrukturiranja podjetja. Na podlagi zgornjih ugotovitev je v naslednjem poglavju podana končna odločitev banke.

4.2.5 Končna odločitev banke X

Glede na to, da ima banka X svoje terjatve do podjetja Merkur slabo zavarovane in je glede na izračun v poglavju 4.2.2.1 v primeru stečaja podjetja Merkur poplačana le v višini 9,3 odstotkov, mora banka X narediti vse za potrditev prisilne poravnave, da se s tem izogne morebitnemu stečaju podjetja.

Glede višine konverzije je za banko X smiselno konvertirati vse dejanske nezavarovane terjatve do višine 33,5 milijonov EUR. V primeru konverzije nezavarovanih terjatev v višini 33,5 milijonov EUR, mora banka X oblikovati 0,5 milijonov EUR več oslabitev, kot v primeru konverzije vseh dejanskih nezavarovanih terjatev, vendar ne preseže prevzemnega praga. Ob konverziji terjatev v višini 33,5 milijonov EUR, mora banka X oblikovati oslabitve v višini 14,0 milijonov EUR. V primeru, da se banka X ne odloči za konverzijo terjatev in je prisilna poravnava kljub temu potrjena mora banka X oblikovati oslabitve v višini 25,8 milijonov EUR, kar je za 11,8 milijonov EUR oslabitev več.

Potrebo pa je opozoriti, da banka X v primeru konverzije postane 24,9 odstotni lastnik podjetja Merkur in mora v svoji bilanci naložbo mesečno vrednotiti. Ob vsakem znižanju cenjene vrednosti ene delnice je potrebno oblikovati dodatne oslabitve. V primeru dolgotrajnega postopka prisilne poravnave in ob poslabšanju gospodarskih razmer, bi se ocenjena vrednost podjetja Merkur lahko občutno znižala, saj bi prevrednotenje sredstev in izguba iz poslovanja negativno vplivala na ocenjeno vrednost podjetja. Vsako znižanje vrednosti delnic podjetja Merkur bi posledično vplivalo na nižjo vrednost naložbe, ki jo ima banka X v svojih bilancah, tako da bi bilo potrebno oblikovati dodatne oslabitve pri naložbi, kar občutno spremeni višino poplačila pri podjetju Merkur.

4.3 Predlog optimalnejšega ravnanja bank

Za posamezno banko je najoptimalnejše prestrukturiranje podjetja, saj je poplačilo občutno višje kot v primeru stečaja podjetja. Prvotni namen banke je reševanje podjetja in glede na raziskave, ki so omenjene v poglavju 1.3, imajo vse niti v svojih rokah. Torej je predvsem od bank odvisna uspešnost prestrukturiranja podjetja.

Najoptimalnejša rešitev podjetja iz finančnih težav, je medsebojno usklajeno delovanje vseh bank, saj se tako aktivnosti ne izvajajo v dobrobit posamezne banke, temveč v dobrobit reševanja podjetja in posledično vseh bank. Banka je lahko pri posameznem primeru bolje poplačana, kadar ima zelo dobro zavarovanje, ki bi ga lahko hitro unovčila, pri drugem primeru pa slabše poplačana, kadar je brez zavarovanja. Celotno poplačilo pri vseh primerih je višje v primeru skupnega sodelovanja, kot individualnega ravnanja posamezne banke.

4.3.1 Oblikovanje bančnega dogovora

Banka Slovenije je, dne 3. junija 2009, bankam in hranilnicam poslala pismo s priporočili za usklajeno postopanje bank upnic v primeru podjetij v finančnih težavah. Priporočila izhajajo iz neformalnega pisma angleškim bankam s strani angleške centralne banke, z namenom, da se seznani s principi v pismu. Namen priporočil je določiti okvir pogojev, po katerih bodo banke upnice vzdrževale svojo podporo podjetjem v težavah in jim po potrebi zagotavljale dodatno kratkoročno likvidnost. (Banka Slovenije, 2009b, str. 6)

Priporočila so naslednja (Banka Slovenije, 2009b, str. 6-7):

1. Banke upnice se prostovoljno dogovorijo o skupnem odzivu na novice o finančnih težavah posameznega zadolženega podjetja ali podjetniške skupine.
2. Aktivnosti vseh bank upnic so usmerjene k skupnemu cilju – rešitvi podjetja v težavah.
3. Vsi upniki se obravnavajo pošteno in enakovredno.
4. Ob objavi novice o finančnih težavah posameznega zadolženega podjetja, upniki za določeno obdobje vzpostavijo moratorij, torej v tem obdobju z individualnimi aktivnostmi ne poskušajo izboljšati lastnih upniških pozicij. V obdobju moratorija imajo banke upnice čas za pridobitev podatkov in informacij za oceno sposobnosti preživetja dolžnika in za ovrednotenje možnih ukrepov, vključno z izvedbo finančnega prestrukturiranja. V času moratorija potekajo tudi dogovori o delitvi bremena izgube iz naslova dolga zadolženega podjetja.
5. Banke upnice ohranjajo svojo podporo zadolženemu podjetju pod pogojem, da gre za razumno možnost boljše rešitve od insolventnega postopka in, da gre za rešitev, ki očitno ne pomeni prevelikega tveganja poslabšanja stanja dolžnika v obdobju moratorija.
6. Poročilo neodvisnega revizorja o preveritvi sposobnosti preživetja podjetja je lahko dobra podlaga bankam upnicam za izbiro med opcijami nadaljnjega ukrepanja.
7. upniki sprejemajo odločitve na podlagi največjega možnega obsega podatkov in informacij o zadolženem podjetju.
8. Zahtevam po dodatni kratkoročni likvidnosti v času moratorija lahko ugodijo vsi upniki skupno, sorazmerno s svojo izpostavljenostjo, posamezni upniki glede na prioritetni vrstni red poplačil ali zavarovanj in upniki s soglasjem k prodaji premoženja zadolženega podjetja, upoštevanje poslovne prioritete podjetja.
9. Skupina upnikov imenuje vodilno banko (koordinatorja). V odvisnosti od velikosti skupine bank upnic, te lahko imenujejo poseben odbor za pogajanja; odbor je podrejen koordinatorju.

Koordinator oz. odbor upnikov za pogajanja predlaga način razreševanja problemov in usmerja pogajanja z zadolženim podjetjem glede njegovega finančnega prestrukturiranja. O tem sproti obvešča vse upnike. Udeleženci ne smejo izkoriščati notranjih informacij in morajo biti posebej pozorni na občutljivost javnega razkrivanja informacij o dolžnikih, katerih vrednostni papirji so predmet trgovanja na organiziranem trgu.

10. Vsak upnik ima pravico do lastne poslovne presoje, vendar se od vsakega upnika pričakuje, da bo realističen in se bo zavedal vpliva lastnih odločitev na položaj drugih udeležencev dogovora. Noben upnik ne bi smel poskušati izboljševati lastne pozicije na račun drugih, temveč bi moral upoštevati skupni cilj, to je podporo preživetju zadolženega podjetja.

11. Banka Slovenije podpira konstruktivno sodelovanje med bankami upnicami in po potrebi deluje kot neodvisni in nepristranski mediator v primeru nesoglasij med njimi.

Iz zgornjih priporočil Banke Slovenije je vidno, da je zaželeno skupno delovanje vseh bank upnic. Bančni dogovor se oblikuje na podlagi Londonskega pristopa in je zasnovan tako, da poskuša zagotoviti vse potrebne informacije vsem bankam, ki skupaj iščejo najboljšo rešitev za njih in podjetje.

Kot že omenjeno, je poenotenje med bankami ključna a težavna naloga, saj nimajo vse banke enakega položaja. Nekatere med njimi so bolj izpostavljene do določenega podjetja, do razlik prihaja tudi z vidika zavarovanja. Osnovni koncept reševanja podjetja je moratorij, v okviru katerega se banke upnice dogovorijo, da ne bodo ničesar izvajale individualno, da bi si izboljšale položaj v podjetju.

Torej, ko podjetje ne more več redno odplačevati dolgov, obvesti svoje upnike in začne pogajanja o rešitvi teh težav. Hitro reševanje finančnih težav je eden ključnih pogojev za rešitev podjetja pred začetkom insolventnih postopkov. Takoj, ko dolжник zapade v finančne težave, morajo banke usklajeno nastopiti in oblikovati moratorij. Moratorij običajno traja nekaj mesecev, ta čas pa poslovanje podjetja pogleda neodvisni finančni revizor, ki ugotovi ali je podjetje sposobno dolgoročno preživeti in uspešno poslovati po poplačilu dolgov, takrat sledijo pogajanja o načinu prestrukturiranja dolgov. Razna nova posojila, ki jih podjetje potrebuje za redno poslovanje, so zelo pomembna za prebroditev krize podjetja. Nova posojila imajo prednost pri poplačilu pred starimi posojili in jih odobrijo banke glede na obstoječo izpostavljenost do podjetja. Za enakomerno obveščenost med bankami skrbi vodilna banka, ki je potrjena s strani ostalih bank, navadno je to tista z najvišjo izpostavljenostjo do podjetja. V primeru vključitve velikega števila bank v podjetju, pa vodilni banki pomagajo svetovalne banke, ki skupaj tvorijo poseben odbor. V primeru, da neodvisni finančni revizor ugotovi, da podjetje ni sposobno dolgoročno preživeti, pa banke sprožijo stečajni postopek.

Ključna dejavnika za rešitev podjetja iz finančnih težav sta torej hitro in usklajeno delovanje vseh bank upnic.

4.3.2 Razlastitev obstoječih lastnikov

Ko ima podjetje negativni kapital, je knjigovodska vrednost celotnega podjetja manjša od nič, tako da je s strani upnikov smiselna razlastitev obstoječih lastnikov. V primeru, da obstoječi lastniki obdržijo določen odstotek lastništva podjetja, morajo upniki konvertirati terjatve po višji ceni, oziroma odpisati večji del nezavarovanih terjatev do podjetja.

Osnovni kapital podjetja se lahko, zaradi pokrivanja čiste izgube, poenostavljeno zmanjša po 379. členu zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 42/2006, 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 Odl.US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, v nadaljevanju ZGD) in v povezavi s 6. in z 2. odstavkom 199. a člena ZFPPIPP, tako da po opravljenem zmanjšanju osnovni kapital družbe znaša 0 EUR. Sočasno se mora osnovni kapital povečati z novimi stvarnimi vložki. Sklep o povečanju osnovnega kapitala z novimi denarnimi vložki lahko, v štirih mesecih po začetku postopka prisilne poravnave, sprejme poslovodstvo insolventnega dolžnika ali upniški odbor (199. a člen ZFPPIPP).

Po nerevidiranih podatkih kapital podjetja Merkur, po stanju konec meseca novembra 2010, znaša 2,2, milijona EUR, vendar v bilanci niso upoštevani negativni učinki potrebnega prevrednotenja finančnih naložb. Ob prevrednotenju finančnih naložb, kot je omenjeno v poglavju 2.7, podjetje izkazuje negativni kapital. Upniški odbor bi moral sprejeti sklep o zmanjšanju osnovnega kapitala na poenostavljen način, za namen pokrivanja izgube in sočasno povečanje osnovnega kapitala podjetja. S tem bi upniški odbor razlastil obstoječe lastnike in s povečanjem osnovnega kapitala bi podjetje dobilo nove lastnike. Z vidika kapitalske varnosti podjetja Merkur, je smiselno osnovni kapital povečati v čim višjem znesku, vendar banke niso naklonjene občutnim vložkom v kapital podjetja, saj to ni njihova osnovna dejavnost.

Predpostavimo, da se osnovni kapital poveča v znesku 1,0 milijon EUR, po ceni 53 EUR, kot je v načrtu finančnega prestrukturiranja predvideno za konverzijo nezavarovanih terjatev. S tem bi osnovni kapital podjetja Merkur sestavljalo 18.868 delnic, ki bi jih vplačale banke glede na višino izpostavljenosti. Preostal del povečanja kapitala bi bil posledica konverzije terjatev v kapital, saj v tem primeru ni potrebnih dodatnih denarnih vložkov s strani upnikov.

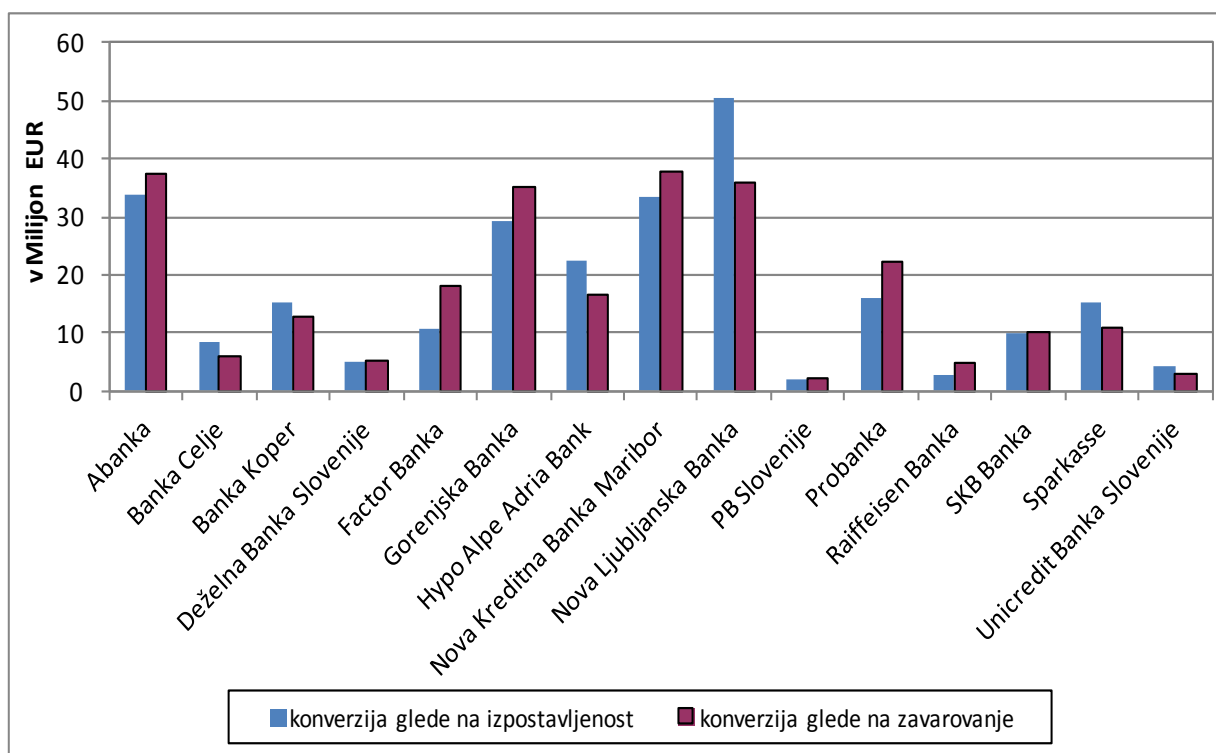
4.3.3 Konverzija terjatev v lastniški delež

Načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur predvideva konverzijo terjatev v višini 85 milijonov EUR, vendar je glede na podatke, izračunane v poglavju 2.7, konverzija v takšni višini prenizka. Iz tega poglavja izhaja, da morajo upniki konvertirati vsaj 272,3 milijonov EUR terjatev v kapital, saj se je finančni položaj podjetja do konca meseca novembra 2010 občutno poslabšal, finančne naložbe bi bilo potrebno prevrednotiti in dolgoročna višina dolga je previsoka za normalno poslovanje podjetja. Od celotne konverzije banke konvertirajo vse

nezavarovane terjatve v višini 125,8 milijonov EUR in zavarovane terjatve v višini 132,3 milijonov EUR.

Najprej se morajo banke dogovoriti o višini konverzije posamezne banke. Obstaja več variant tega, koliko terjatev naj bi posamezna banka konvertirala v lastniški kapital. Najenostavnejši ključ delitve je, da vsaka banka konvertira relativno enak delež, kar bi pomenilo 58,1 odstotkov celotne izpostavljenosti. Največ pripomb na tako delitev imajo banke, ki so glede na mnenje uprave podjetja Merkur dobro zavarovane, vendar je višina zavarovanja vprašljiva v primeru stečaja. Druga opcija delitve je glede na zavarovanje, kar bi pomenilo, da vsaka banka konvertira vse nezavarovane terjatve in 41,6 odstotkov zavarovanih terjatev. V tem primeru se lahko zgodi, da bi neka banka morala konvertirati znesek celotne izpostavljenosti, kar glede na višino lastnega kapitala ni sposobna prenesti. Višina konverzije za posamezno banko v obeh variantah je prikazana na spodnji sliki.

Slika 20: Višina konverzije po posamezni banki



Vir: lastni prikaz

Višina konverzije je glede na dogovor za posamezno banko različna. Nekako najbolj poštena je delitev glede na zavarovanje, saj bi v nasprotnem primeru destimulirali banke, ki ustrezno ovrednotijo tveganost dolžnika in zahtevajo ustrezna zavarovanja. V tem primeru so v najslabšem položaju Factor banka d.d. (v nadaljevanju Factor banka), ki mora konvertirati 72,1 odstotkov več, Raiffeisen banka d.d. (v nadaljevanju Raiffeisen banka), prav tako 72,1 odstotkov več, in Probanka d.d. (v nadaljevanju Probanka), ki morata konvertirati 38,7 odstotkov več. Za Raiffeisen banko to ni problematično, saj višina njene konverzije znaša 4,8

milijonov EUR, medtem ko višina konverzije Factor banke znaša 18,1 milijonov EUR, oziroma 18,0 odstotkov kapitala banke, višina konverzije Probanke pa znaša 22,3 milijonov EUR, oziroma 19,6 odstotkov.

Bankam je pomembna vrednost delnice po konverziji, saj morajo naložbo vrednotiti v svojih bilancah. Podjetje Merkur ima, ob upoštevanju popravkov finančnih sredstev, negativni kapital v višini 77,8 milijonov EUR. Negativnemu kapitalu je potrebno prišteti konverzijo v višini 272,3 milijonov EUR in odpise v višini 50,4 milijonov EUR. Kapital podjetja Merkur bi tako znašal 244,9 milijonov EUR, temu je potrebno prišteti še 1 milijon EUR osnovnega kapitala, kot je omenjeno v prejšnjem poglavju, tako da celoten kapital podjetja Merkur znaša 245,9 milijonov EUR.

Ob upoštevanju konverzije terjatev v višini 272,3 milijonov EUR, od tega nezavarovanih terjatev v višini 140,0 milijonov EUR, kot je omenjeno v poglavju 2.5, po ceni 53 EUR, ima podjetje Merkur 7.209.009 delnic. Poleg je potrebno prišteti še 18.868 delnic, iz povečanja osnovnega kapitala, tako da skupno število novih delnic družbe Merkur znaša 7.227.877.

Ocenjeno vrednost kapitala, v višini 245,9 milijonov EUR, je potrebno deliti s celotnim številom delnic, da dobimo vrednost delnice podjetja. Pridobljena ocenjena vrednost ene delnice podjetja Merkur znaša 34,0 EUR, in po tej vrednosti bodo banke naložbo v podjetje Merkur knjižile v svojih bilancah, za razliko glede na nabavno vrednost pa bo potrebno oblikovati popravek vrednosti.

4.3.4 Višina poplačila banke X

V primeru skupnega delovanja bank ima podjetje večjo kapitalsko varnost, saj upniki konvertirajo 272,3 milijonov EUR terjatev in odpišejo 50,4 milijonov EUR terjatev. Kapital podjetja znaša 245,9 milijonov EUR, obveznosti se znižajo za konvertiran znesek in višino odpisa, tako da glede na stanje konec meseca novembra 2010, v višini 609,9 milijonov EUR, po konverziji in odpisu znašajo 287,2 milijonov EUR. Znesek kapitala predstavlja 46,1 odstotkov vse pasive podjetja.

Vsi upniki skupaj morajo prevrednotiti naložbo v delnice podjetja, saj je ocenjena vrednost delnice, po konverziji v višini 34,0 EUR, za 35,8 odstotkov nižja od 53 EUR, oziroma 14,9 odstotkov nižja od 40 EUR, po kolikor so konvertirali nezavarovane terjatve, oziroma zavarovane terjatve. Skupni negativni učinek za vse upnike, zaradi prevrednotenja celotne naložbe v podjetje Merkur, znaša 77,4 milijonov EUR, od tega največ pri Factor banki, v višini 6,5 milijonov EUR.

Za izračun oslabitev pri banki X je potrebno višino priznanih terjatev banke X, v načrtu finančnega prestrukturiranja, prilagoditi za znižanje naložbe v delnice Save, kot je prikazano v poglavju 4.2.1. Zmanjšanja vrednosti zastavljenih zalog ni potrebno upoštevati, saj bi, v

primeru oblikovanja bančnega dogovora, banke hitreje odobrile likvidnostno posojilo in tako bi podjetje Merkur imelo več zalog.

Banka X ima, ob prevrednotenju delnic Save na pošteno vrednost, 28,6 milijona EUR dejansko nezavarovanih terjatev. Pri konverziji banka X konvertira 22,8 milijonov EUR nezavarovanih terjatev, glede na predlog uprave podjetja Merkur, in preostanek zavarovane terjatve v višini 14,7 milijonov EUR. Banka X tako dobi 789.035 delnic podjetja Merkur zaradi konverzije in 2.473 delnic zaradi povečanja osnovnega kapitala podjetja. Skupaj ima banka X v lastništvu 800.508 delnic podjetja Merkur, kar predstavlja 11,1 odstotkov celotnega kapitala podjetja. V spodnji tabeli je prikazana višina oslabitev, ki jih mora banka X oblikovati v primeru konverzije terjatev v kapital.

Tabela 6: Potrebno oblikovanje oslabitev

Varianta	1
Višina konverzije (v EUR)	37.513.855
Odpis (v EUR)	0
Višina oslabitev kapitalske naložbe (v EUR)	10.363.862
Višina oslabitev nezavarovanih terjatev (v EUR)	0
Višina oslabitev zavarovanih terjatev (v EUR)	2.068.615
Višina vseh oslabitev (v EUR)	12.432.477

Vir: Lastni izračuni

V zgornji tabeli je vidno, da mora banka X oblikovati 12,4 milijone EUR oslabitev, od tega 2,1 milijonov zaradi oslabitev zavarovanih terjatev v višini 10 odstotkov, kar je omenjeno v poglavju 4.2.4, in 10,4 milijone EUR zaradi prevrednotenja naložbe v delnice podjetja Merkur. Ker ocenjena vrednost ni več kot 40 odstotkov pod povprečno nabavno vrednostjo, je dejansko oslabitve potrebno oblikovati čez 9 mesecev, razen v primeru dodatnega znižanje ocenjene vrednosti delnic podjetja.

V poglavju 4.2.5 je razvidno, da mora banka X oblikovati 14,0 milijonov EUR oslabitev, v zgornji tabeli pa 12,4 milijone EUR, kar je za 1,6 milijon EUR manj. V primeru skupnega delovanja vseh upnikov ima banka X 1,6 milijon pozitivnega učinka na izkaz poslovnega izida. Največji pozitivni vpliv pa je, da postane podjetje stabilno z dolgoročno vzdržno višino dolga in je dejanska verjetnost končnega poplčila višja, kot v primeru, da se bančni dogovor ne oblikuje.

V spodnji tabeli je vidna primerjava poplčila banke X v primeru stečaja, v primeru potrjene prisilne poravnave in v primeru optimalnejšega ravnanja bank, z oblikovanjem bančnega sporazuma in popravljenim načrtom finančnega prestrukturiranja.

Tabela 7: Primerjava poplačila banke X po treh variantah

	Stečaj	Prisilna poravnava	Bančni sporazum
Skupna višina terjatev	58.178.535	58.178.535	58.178.535
Odpis	52.808.535	0	0
Višina oslabitev kapitalske naložbe	0	10.719.566	10.363.862
Višina oslabitev nezavarovanih terjatev	0	1.035.573	0
Višina oslabitev zavarovanih terjatev	0	2.260.739	2.068.615
Poplačilo	5.370.000	44.162.657	45.746.058
Odstotek poplačilo	9,2%	75,9%	78,6%

Vir: Lastni izračuni

V zgornji tabeli je vidno, da za banko X stečaj nikakor ni sprejemljiv, tako da mora narediti vse, da se podjetje Merkur izogne stečaju. Najoptimalnejše je oblikovanje bančnega sporazuma, po katerem bi bila banka X poplačana v višini 78,6 odstotkov. Največja prednost usklajenega delovanja vseh bank upnic je hitro reševanje težav podjetja, zaradi česar podjetje ne zapade v še večjo krizo, zaradi pomanjkanja likvidnostnih sredstev. V zgornji tabeli razlika med poplačilom, v primeru potrjene prisilne poravnave, po dejanskem načrtu finančnega prestrukturiranja, in optimalnejšim prestrukturiranjem, z oblikovanjem bančnega sporazuma, ni občutna, znaša 2,7 odstotni točki. Glavna prednost je v tem, da je realnost poplačila v zadnjem primeru občutno višja, kot v primeru obstoječega načrta finančnega prestrukturiranja podjetja. Po obstoječem načrtu finančnega prestrukturiranja bo, ob prevrednotenju finančnih sredstev, podjetje kapitalsko zelo šibko in bo potrebovalo dokapitalizacijo, oziroma dodatno konverzijo terjatev v kapital, poleg tega je zelo vprašljiv pozitiven letni poslovni izid, po prenehanju prisilne poravnave, ko bo podjetje plačevalo tržne obrestne mere na svoje obsežne finančne dolgove.

Zaključimo lahko, da je za banke usklajeno delovanje z oblikovanjem bančnega sporazuma najoptimalnejše, saj je njihovo poplačilo najvišje, tako da lahko potrdimo četrto raziskovalno vprašanje. Z oblikovanjem bančnega dogovora banke skrbijo za skupni interes dolgoročnega obstoja podjetja, kar izboljša verjetnost uspešnega finančnega prestrukturiranja podjetja. V nasprotnem primeru, ko vsaka banka gleda le na lastni interes, lahko to zaradi zavlačevanja bank pri odločitvah vodi v stečaj podjetja.

SKLEP

Za banke je zelo pomembno, da so seznanjene v kakšnem položaju je podjetje, zato morajo vseskozi aktivno spremljati poslovanje podjetja, predvsem z vidika ustreznosti njegovega denarnega toka. Ko zaznajo prve težave, morajo ustrezno ukrepati, da preprečijo nadaljnje

poslabševanje položaja in eventualno insolventnost podjetja kot najslabšo možnost za poplačilo terjatev.

Glede na različne zunanje in notranje dejavnike, ki lahko negativno vplivajo na poslovanje podjetja, banke vedno pravočasno ne odkrijejo poslabšanja poslovanja podjetja, tako da podjetje zapade v krizo. Tako lastniki, kot banke upnice, morajo izračunati, ali je podjetje smiselno reševati, oziroma likvidirati. Podjetje je smiselno prestrukturirati in nadaljevati s poslovanjem takrat, ko je ekonomska vrednost podjetja večja kot njegova likvidacijska vrednost.

Ko je podjetje smiselno reševati iz krite, se iz krize lahko reši z izvensodno poravnavo, oziroma s sodnim postopkom, kot je prisilna poravnava. Na podlagi preteklih podatkov pridemo do ugotovitev, da sedanja ureditev insolventnih postopkov v ZFPPIPP z ekonomskega vidika ni najoptimalnejša, saj bi nekaj podjetij, ki so se po prejšnji zakonski ureditvi insolventnih postopkov uspešno prestrukturirala, po sedanjih moralo podati predlog za stečaj. Dodatno ima dolgotrajnost sodnih postopkov, in ostale pomanjkljivosti trenutne zakonodajne ureditve, negativni vpliv na poslovanje podjetja, kar posledično pomeni nižje poplačilo bank upnic. Tako za podjetje, kot za banke upnice, je najoptimalnejša izvensodna poravnava, saj ima najmanjši negativni vpliv na poslovanje podjetja.

Prvotni namen banke je reševanje podjetja, tako da je propad podjetja zadnja opcija. Banke imajo vse niti v svojih rokah in imajo glavno vlogo pri reševanju podjetja iz krize, tako da je predvsem od njih odvisna uspešnost prestrukturiranja podjetja, ob tem pa se je potrebno zavedati omejitev, saj imajo slovenske banke trenutno velike probleme s kapitalsko ustreznostjo in pomanjkanjem likvidnosti. Najoptimalnejših rešitev podjetja iz finančnih težav je medsebojno usklajeno delovanje vseh bank, saj se tako aktivnosti ne izvajajo v dobrobit posamezne banke, temveč v dobrobit reševanja podjetja in posledično vseh bank. Banka je lahko pri posameznem primeru bolje poplačana, kadar ima zelo dobro zavarovanje, ki bi ga lahko hitro unovčila, pri drugem primeru pa slabše poplačana, kadar je brez zavarovanja. Celotno poplačilo pri vseh primerih je višje v primeru skupnega sodelovanja, kot individualnega ravnanja posamezne banke.

V primeru podjetja Merkur banke upnice niso pravočasno zaznale finančnih težav podjetja, tako da je bilo podjetje primorano napisati predlog za začetek prisilne poravnave. Z vidika posamezne banke je pomembno, da najprej oceni realnost finančnega prestrukturiranja podjetja. Podjetje Merkur je smiselno reševati, saj je poplačilo višje v primeru nadaljnjega delovanja, kot v primeru stečaja. Nezanemarljiv je tudi negativni učinek stečaja podjetja Merkur na celotno slovensko gospodarstvo, kar posledično pomeni negativni vpliv na banke.

Z vidika banke X poplačilo v primeru stečaja znaša 9,2 odstotkov, v primeru potrjene prisilne poravnave pa 75,9 odstotkov, tako da mora banka narediti vse, da prepreči stečaj podjetja. Glavni problem je dolgotrajnost prisilne poravnave in zavlačevanje z likvidnostnim kreditom, zaradi česar podjetje Merkur izgublja prihodke, kar negativno vpliva na izid iz poslovanja.

Podjetje Merkur in banke se temu izognejo s hitrejšim reagiranjem in oblikovanjem bančnega sporazuma. V primeru sodelovanja vseh bank upnic, te hitreje in optimalneje reagirajo. Tako lahko na upniškem odboru sprejmejo sklep o zmanjšanju osnovnega kapitala, kar posledično pomeni razlastitev obstoječih lastnikov in večje poplačilo za banke upnice. V primeru skupnega sodelovanja je banka X poplačana v višini 78,6 odstotkov, kar nas vodi do ugotovitve, da je poplačilo bank najvišje v primeru oblikovanja bančnega dogovora in usklajenega delovanja. Največja prednost usklajenega delovanja vseh bank upnic je hitro reševanje težav podjetja, zaradi česar podjetje ne zapade v še večjo krizo, zaradi pomanjkanja likvidnostnih sredstev.

Vidimo, da je poplačilo za banko najvišje v primeru oblikovanja bančnega sporazuma. Banke morajo pristopiti k dolgoročnemu reševanju podjetja, kar ni zagotovljeno v primeru obstoječega načrta finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur. Že v osnovi načrt finančnega prestrukturiranja ne predvideva znižanja dolga na vzdržno raven, dodatni problemi so zniževanje prihodkov in potrebno prevrednotenje finančnih naložb, tako da bo podjetje Merkur v kratkem potrebovalo dokapitalizacijo, saj je podjetje že sedaj kapitalsko zelo šibko. Tako da pridemo do ugotovitve, da načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Merkur ne zagotavlja dolgoročnega obstoja podjetja. Oblikovanje bančnega sporazuma z optimalnejšim prestrukturiranjem, ki zagotovi dolgoročno stabilno kapitalsko varnost podjetja, bi moralo biti prioriteta za vse banke upnice, saj so tako banke najvišje poplačane in se s finančnega vidika zagotovi dolgoročni obstoj podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Altman, E. I. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy: A complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy*. New York: John Wiley&Sons.
2. Antonovich Kotov, V. (2009). The Role of Banks in the Process of the Restructuring of Joint-Stock Companies. Najdeno 5. junija 2012 na spletnem naslovu <http://cnx.org/content/m34191/latest/?collection=col11195/latest>.
3. Banka Slovenije. (2009a). Pismo bankam in hranilnicam št. 24.40-8/09-HK z dne 13. 1. 2009. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Banka Slovenije. (2009b). Pismo bankam in hranilnicam št. 24.40-0465/09-SR z dne 3. 6. 2009. Ljubljana: Banka Slovenije.
5. *Bankruptcy*. Najdeno 6. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/UnderstandingtheFederalCourts/HowCourtsWork/BankruptcyCases.aspx>.
6. Berk, A. (2004). Učinki zakona o finančnem poslovanju podjetij na prestrukturiranje slovenskega gospodarstva. *Revizor*, 2004 (6), 54-65.
7. Bloomberg (2012). Yield on RS 66. Najdeno 18. Septembra 2012 na portalu Bloomberg.
8. Brigham, E. F. & Daves P. R. (2002). *Intermediate Financial Management* (7th ed.). Forth Worth: Thomson Larning.
9. Copeland, E. T. & Weston, J. F. (1992). *Managerial Finance* (9th ed). Forth Worth: The Dryden Press.
10. Cruickshank, D. (2000). *Competition in UK banking: A report to the Chancellor of the Exchequer*. The Stationary Office.
11. *Debt/EBITDA Ratio*. Najdeno 18. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.readyratios.com/reference/debt/debt_ebitda_ratio.html.
12. Dubrovski, D. (2004). *Krizni management in prenova podjetja*. Koper: Fakulteta za management.
13. Franks, J. & Sussman, O. (b.l.). *Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies*. London Business School.
14. Gale Robežnik, S. & Kruhar Puc, R. (2005). *Reševanje insolventnih postopkov v praksi*. Lesce: Legat
15. Greganovič, B. (b.l.). Izhodišča za razpravo o spremembah določil o prisilni poravnavi iz zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilni poravnavi (ZFPPIPP). *Združenje Manager*
16. Ivanjko, Š. (1991). Stečaj stečaja. *Podjetje in delo*, (6), 590-604.
17. Ivanjko, Š. & Kocbek, M. (2001). *Pravo družb. Statusno gospodarsko pravo*. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
18. Jensen, M. C. (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 35–44.
19. *Kazalniki v bančnem sistemu* (interno gradivo). (2011).
20. KD Skladi (2012). Slovenija na repu evroobmočja?. Najdeno 18. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpageid=1974&contid=2185>
21. Laryea, T. (2010). Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises. *IMF Staff Position Note*, SPN/10/02.
22. Lebowitz, H. M. (1990). *Bankruptcy Deskbook*. New York City: Practising Law Institute.
23. *London Approach*. Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.bba.org.uk/media/article/london-approach>.
24. LoPucki, L. M. & Doherty, J. W. (2007). *Bankruptcy Fire Sales*. UCLA School of Law.
25. Mastnak, S. (2009). *Banke: Rešitelji ali krvniki podjetij*. *Združenje Manager* (št. 10).

26. *Mednarodni standardi računovodskega poročanja*. (2008). Najdeno 5. marca 2012 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:320:0001:0481:SL:PDF>.
27. Merkur d.d. (2008). Revidirano letno poročilo 2007 družbe Merkur d.d.. Kranj: Merkur d.d.
28. Merkur d.d. (2009). Revidirano letno poročilo 2008 družbe Merkur d.d.. Kranj: Merkur d.d.
29. Merkur d.d. (2010a). Načrt finančnega prestrukturiranja družbe Merkur d.d. Kranj: Merkur d.d.
30. Merkur d.d. (2010b). Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetja Merkur d.d. Kranj: Merkur d.d.
31. Merkur d.d. (2010c). Redno poročilo insolventnega dolžnika družbe Merkur d.d. za obdobje od 1.7.2010 do 30.11.2010 v skladu s 168. členom ZFPPIPP. Kranj: Merkur d.d.
32. Merkur d.d. (2010d). Predložitev popravka seznama terjatev iz 142. člena ZFPPIPP. Kranj: Merkur d.d.
33. Merkur d.d. (2011a). Načrt finančnega prestrukturiranja družbe Merkur d.d. - čistopis po 180. členu ZFPPIPP. Kanj: Merkur d.d.
34. Merkur d.d. (2011b). Vodstveni povzetek posebne revizije družbe Merkur d.d.. Kranj: Merkur d.d.
35. *Moj grafikon meseca*. Najdeno 2. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://beta.finance-on.net/blogs/8/Blog39-Prisilke-PredlaganiDeleziPoplaci1328149030.gif>.
36. Moody's (2012). Rating history of Slovenia. Najdeno 18. Septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.moody.com>
37. NLB (2012). Bonitetne ocene. Najdeno 18. Septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/bonitetne-ocene-nlb>
38. Platt, H. D. (2004). *Principles of corporate renewal*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
39. Plavšak, N., Prelič, S. & Bergant, Ž. (2000). *Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji s komentarjem, Zakon o finančnem poslovanju podjetij s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik
40. Plavšak, N. (2000). *Pojem in temeljna načela insolventnega prava*. Ljubljana: Nebra.
41. Plavšak, N. (2008). *Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
42. Poljšak, J. & Razboršek, K. (2011). Slabe naložbe bank: uvedba slabe banke. *Bančni vestnik* 12/2011, 29-31.
43. Poslovni dnevnik (2010). Kako so se merfinovci dokopali do Merkurja in ga nato izgubili. Najdeno 18. Septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni-dnevnik/poslovni/novice/1042407557>
44. Poslovni dnevnik (2011). Kordež: Če Merkur ne bi posodil Merfinu 180 milijonov evrov, se to ne bi zgodilo. Najdeno 18. Septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni-dnevnik/poslovni/novice/1042420503>
45. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP-E) – nujni postopek*. Najdeno 11. novembra 2011 na spletnem naslovu http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/2005/PDF/111005_splet_MP.pdf
46. Rock, M. & Rock, H. R. (1990). *Corporate Restructuring*. New York: McGraw-Hill.
47. Sklep o naložbah bank in hranilnic v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja. *Uradni list RS* št. 135/2006, 97/2010.
48. Sklep o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic. *Uradni list RS* št. 67/2005, 97/2005, 121/2006, 131/2006-Zban-1, 28/2007.

49. Statistični urad Republike Slovenije (2009). Bruto domači proizvod, 1. četrtoletje 2009. Najdeno 3. septembra 2012 na spletnem naslovu http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=2410
50. Stone, M. (2000). Large Scale Post-Crisis Corporate Sector Restructuring. IMF
51. Škerget, D. (2000). *Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji s komentarjem*. Ljubljana: Primath.
52. Tavčar, I. M. (2002). *Strateški management*. Koper: Visoka šola za management, Maribor: Ekonomska-poslovna fakulteta, Inštitut za razvoj managementa.
53. *Title 11 of the United States Code*. Najdeno 6. julija 2011 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Title_11_of_the_United_States_Code.
54. UMAR (2012). Ekonomski izzivi 2012. Vpliv finančne krize na kreditni trg v Sloveniji.
55. Valenk Derganc, S. (2009). *Prisilna poravnava – izkušnje v praksi po ZFPPIPP*. Ljubljana: Planet GV.
56. Weston, J. F., Siu, J. A. & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring & corporate governance*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
57. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZplaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011.
58. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS* št. 126/2007, 40/2009, 59/2009, 52/2010, 106/2010, 26/2011.
59. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 Odl.US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5.
60. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl.US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl.US: U-I-103/11-16, 10/2012.
61. Zbornica upraviteljev Slovenije (2012). Statistika stečajev. Najdeno 18. Septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.zbornica-upraviteljev.si/dokumenti>
62. Žnidaršič Kranjc, A. (1993). *Planirani stečaji?: značilnosti, razlogi, koristi in škoda v stečajih slovenskih podjetij*. Radovljica: Didakta.

PRILOGE

Priloga 1: Bilanca stanja za leto 2008, 2009 in za obdobje 1. 1. do 30. 6. 2010

Priloga 2: Izkaz poslovnega izida za leto 2008, 2009 in za obdobje 1. 1. do 30. 6. 2010

Priloga 3: Projekcije izkaza poslovnega izida (od 30. 6. 2010 do 31. 12. 2015)

Priloga 4: Projekcije bilance stanja (od 30. 6. 2010 do 31. 12. 2015)

Priloga 1: Bilanca stanja za leto 2008, 2009 in za obdobje 1. 1. do 30. 6. 2010

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

Vir: Merkur d.d., 2010a, str. 10

Priloga 2: Izkaz poslovnega izida za leto 2008, 2009 in za obdobje 1. 1. do 30. 6. 2010

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

Vir: Merkur d.d., 2010a, str. 8

Priloga 3: Projekcije izkaza poslovnega izida (od 30. 6. 2010 do 31. 12. 2015)

Projekcije izkaza poslovnega izida - Merkur d.d.						
€	Ocena H2 2010	Plan 2011	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2015
Prodaja	169.311.257	414.273.809	452.057.321	497.333.946	522.200.643	548.310.675
<i>Rast</i>	<i>n/p</i>	14,9%	9,1%	10,0%	5,0%	5,0%
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodov	(125.052.069)	(315.530.751)	(340.367.223)	(366.157.688)	(384.465.572)	(403.688.851)
Kosmati poslovni izid	44.259.188	98.743.058	111.690.098	131.176.258	137.735.071	144.621.825
<i>RVC %</i>	26,9%	24,1%	24,9%	26,7%	26,7%	26,7%
EBITDA	(4.616.549)	15.268.246	24.154.046	31.119.052	32.682.505	34.324.130
<i>EBITDA marža</i>	-2,7%	3,7%	5,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Amortizacija	(4.550.529)	(9.229.319)	(9.137.026)	(8.954.285)	(7.670.753)	(7.287.215)
EBIT	(9.167.078)	6.038.927	15.017.021	22.164.767	25.011.752	27.036.915
<i>EBIT marža</i>	-5,4%	1,5%	3,3%	4,5%	4,8%	4,9%
Dividende (prejete)	1.500.000	2.500.000	2.500.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
Finančni izid (brez obresti)	(1.538.600)	(20.077.433)	(13.010.472)	(6.711.987)	(6.711.987)	(5.371.287)
Stroški obresti	(2.519.359)	(5.957.864)	(6.714.669)	(6.712.577)	(10.787.778)	(11.601.006)
Vzdržni dolg - obresti	(1.674.186)	(3.242.735)	(3.720.789)	(2.975.451)	(5.990.121)	(5.788.038)
	(1.388.956)	(2.624.236)	(3.159.765)	(2.482.196)	(5.581.791)	(5.481.791)
	(285.230)	(618.499)	(561.024)	(493.255)	(408.329)	(306.247)
Nov dolg - obresti	(475.000)	(2.060.000)	(2.370.750)	(3.162.500)	(4.522.000)	(5.801.250)
Finančni najem - obresti	(370.173)	(655.129)	(623.131)	(574.625)	(275.658)	(11.718)
Poslovni izid pred obdavčitvijo	(11.725.037)	(17.496.370)	(2.208.120)	11.740.204	10.511.987	13.064.622
Davek	-	-	-	-	-	-
Poslovni izid	(11.725.037)	(17.496.370)	(2.208.120)	11.740.204	10.511.987	13.064.622

Vir: Merkur d.d., 2010a, str. 58

Priloga 4: Projekcije bilance stanja (od 30. 6. 2010 do 31. 12. 2015)

Projekcije bilance stanja - Merkur d.d.						
€mio	Ocena 2010	Plan 2011	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2015
Osnovna sredstva	174.585.041	171.355.722	168.218.697	166.264.412	165.593.659	165.306.444
Naložbene nepremičnine	35.400.112	15.985.953	395.365	395.365	395.365	395.365
Finančna sredstva - odvisna podjetja	107.030.598	107.030.598	107.030.598	107.030.598	107.030.598	107.030.598
Finančna sredstva - naložbe in posojila	195.118.681	186.106.681	106.628.681	97.550.681	88.472.681	86.228.107
Ostala sredstva	4.329.893	4.329.893	4.329.893	4.329.893	4.329.893	4.329.893
Zaloge	92.773.292	113.499.674	123.851.321	136.255.876	143.068.669	150.222.103
Terjatve	69.579.969	68.099.804	68.118.226	68.127.938	64.380.901	67.599.946
Terjatve iz naslova poroštev	86.006.381	72.829.720	59.653.059	46.476.398	33.299.737	20.123.076
Denar	4.269.700	16.342.682	6.864.168	10.534.487	13.102.105	15.471.607
SKUPAJ	769.093.666	755.580.727	645.090.009	636.965.648	619.673.609	616.707.140
Kapital	167.691.096	150.194.726	147.986.606	159.726.810	170.238.797	183.303.419
Rezervacije	7.873.751	7.873.751	7.873.751	7.873.751	7.873.751	7.873.751
Ločitveni upniki	285.035.364	263.831.221	178.058.789	170.057.405	162.627.450	160.911.781
Ločitveni upniki - pogoje terjatve	20.123.076	20.123.076	20.123.076	20.123.076	20.123.076	20.123.076
Izločitveni upniki	19.129.256	18.033.650	16.926.738	15.824.485	684.751	331.153
Prednostni upniki	-	-	-	-	-	-
Navadni upniki	117.539.553	94.031.642	70.523.732	47.015.821	23.507.911	-
Navadni upniki - pogoje terjatve	65.883.305	52.706.644	39.529.983	26.353.322	13.176.661	-
Prejeta posojila (vzdržni dolg)	40.000.000	40.000.000	47.000.000	63.000.000	89.000.000	106.000.000
Obveznosti iz poslovanja (nove)	27.831.987	90.799.739	99.081.057	109.004.700	114.454.936	120.177.682
Ostale obveznosti in rezervacije	17.986.277	17.986.277	17.986.277	17.986.277	17.986.277	17.986.277
SKUPAJ	769.093.665	755.580.726	645.090.008	636.965.647	619.673.609	616.707.139

Vir: Merkur d.d., 2010a, str. 60