

UNIVERZA V MARIBORU  
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA MARIBOR

Doktorska disertacija

**ANALIZA DEJAVNIKOV USPEŠNO IZVEDENE PRISILNE  
PORAVNAVE**

**Factors of successfully implemented compulsory settlement**

Marjeta Zorin Bukovšek, mag. ekon. in posl. ved  
Mentor: prof. dr. Borut Bratina  
Somentorica: prof. dr. Polona Tominc

Februar 2017

## ZAHVALA

Najprej se zahvaljujem mentorju prof. dr. Borutu Bratini in somentorici prof. dr. Poloni Tominc za nasvete, podporo in strokovno pomoč pri nastajanju moje doktorske disertacije.

Izjemno sem hvaležna možu Sandiju ter otrokoma Klari in Aleksandru za potrpežljivost, razumevanje, spodbudne besede in ljubezen. Posebna zahvala je namenjena tudi mojim staršem, ki so mi omogočili študij, mi nenehno stali ob strani in mi bili vedno za vzor. Hvala tudi sestri Janji za spodbudo in prijateljstvo.

Najlepša hvala delovnemu mentorju, očetu Florjanu, ki me je vpeljal v svet ekonomije in ki me je navdušil nad doktorskim študijem. Hvala mu za vse pogovore o doktoratu in službi, za spodbujanje in koristne nasvete.

Hvala tudi mag. Suzani Jakoša za kakovostno lektoriranje doktorske disertacije.

## **POVZETEK**

Vsesplošna gospodarska kriza je v Sloveniji povzročila propad premnogih podjetij in razkrila, da se v postopku prisilne poravnave le redkokatero uspešno prestrukturira. Aktualna finančna problematika je bila povod, da je osrednja tema doktorske disertacije analiza ključnih dejavnikov, ki vplivajo na uspešno izvedeno prisilno poravnavo. Dejavnikov, ki vplivajo na reševanje podjetja iz krize, je veliko, zato smo v doktorski disertaciji opredeljujemo le ključne. Slednje smo razdelili v dve skupini, na notranje in zunanje dejavnike. Zunanji so neodvisni od podjetja (poslovodstvo neposredno ne vpliva nanje), medtem ko so notranji tisti, ki nastanejo v podjetju (poslovodstvo neposredno vpliva nanje).

V Sloveniji se veliko podjetij poskuša izogniti stečajju z uvedbo postopka prisilne poravnave, vendar na žalost le peščica podjetij prisilno poravnavo uspešno zaključi v smislu dokončnega poplačila upnikov s skladu s sprejetim načrtom finančnega prestrukturiranja. V doktorski disertaciji smo opredelili dejavnike, ki vplivajo na potrditev prisilne poravnave, in tudi dejavnike, ki vplivajo na dokončno poplačilo upnikov in s tem trajno odpravo vzrokov insolventnosti.

V okviru zunanjih dejavnikov smo analizirali ključne makroekonomske dejavnike, to so gibanje BDP, inflacije in obrestnih mer. Analizirali smo tudi vpliv kreditnega krča in bančnega sistema na gibanje števila prisilnih poravnav. Zakonodaja je prav tako izjemno pomemben zunanji dejavnik, ki vpliva na uspešnost postopkov zaradi insolventnosti, zaradi česar smo v doktorski disertaciji izvedli tudi primerjavo insolvenčne zakonodaje med Slovenijo, Nemčijo in ZDA.

Med notranjimi dejavniki, ki vplivajo na uspešno izvedbo prisilne poravnave, so rok za poplačilo upnikov in višina poplačila, ki ga dolžnik predlaga z načrtom finančnega prestrukturiranja. V sklopu notranjih dejavnikov, ki vplivajo na uspeh prisilne poravnave, smo analizirali še velikost podjetja, finančni položaj podjetja pred začetkom prisilne poravnave, dogovor med dolžnikom in ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev, čas odreagiranja na krizo, poslovno prestrukturiranje v okviru izvajanja ukrepov med prisilno poravnavo in konverzijo terjatev v lastniške deleže. Pomemben notranji dejavnik pri reševanju krize v podjetju pa je tudi psihološki vidik, ki vključuje komunikacijo med deležniki družbe ter sposobnost medsebojnega sodelovanja in čustvene inteligence poslovodstva dolžnika.

V empiričnem delu doktorske disertacije smo s kvantitativnimi metodami raziskovanja preverili zastavljene hipoteze, ki se nanašajo na obdobje od uvedbe prisilne poravnave do njene potrditve ali zavrnitve. Na podlagi vzorca 82 podjetij smo analizirali vpliv določenih zunanjih in notranjih dejavnikov na potrditev prisilne poravnave za obdobje 2008–2013. Pri tem smo ugotovili negativno korelacijo med gibanjem BDP in številom

potrjenih prisilnih poravnav, pozitivno korelacijo med gibanjem inflacije in potrjenimi prisilnimi poravnami ter pozitivno korelacijo med gibanjem obrestne mere in potrjenimi prisilnimi poravnami. Pri notranjih dejavnikih smo potrdili, da čim krajši je rok za poplačilo upnikov in čim višje je predlagano poplačilo upnikov, tem večja je verjetnost, da bo prisilna poravnava potrjena. V večjih podjetjih je tudi več možnosti za preživetje krize, saj je njihova pogajalska pozicija boljša. Drugi sklop hipotez, ki so se nanašale na celotno obdobje trajanja prisilne poravnave, kar pomeni tudi do dokončnega zaključka prisilne poravnave in s tem dokončnega poplačila upnikov, pa smo preverili s kvalitativno metodo raziskovanja, natančneje s študijo primera. Analiza fokusne skupine šestih slovenskih podjetij je pokazala, da so za uspešno izvedeno prisilno poravnavo ključni dejavniki dogovor med dolžnikom in navadnimi ter ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev (finančno prestrukturiranje), konverzija terjatev v lastniške deleže podjetja oziroma prevzem upravljanja na strani upnikov (lastniško prestrukturiranje) in izvajanje ukrepov poslovnega prestrukturiranja. V celotnem poteku reševanja krize v podjetju prihaja med deležniki družbe mnogokrat do konfliktov, ki jih morajo biti slednji sposobni sproti reševati. To nakazuje, da je poleg omenjenih dejavnikov zelo pomembna tudi vloga psihološkega vidika.

**Ključne besede:** prisilna poravnava, insolventnost, načrt finančnega prestrukturiranja, poslovno prestrukturiranje, lastniško prestrukturiranje.

## **ABSTRACT**

The overall economic crisis in Slovenia has caused bankruptcy of too many companies. The crisis has revealed that just a few companies have been able to restructure through compulsory settlement procedure. Due to the current financial issues, the main topic of my doctoral dissertation is analysis of factors of successfully implemented compulsory settlement. There are many factors influencing crisis resolution in a company therefore in our doctoral dissertation we have identified key factors. We have divided factors in two groups on external and internal factors. External factors are independent of the company (management has no influence on them), while internal factors derive from the company (management has influence on them).

In Slovenia many companies are trying to avoid bankruptcy by filing of a petition for compulsory settlement, but only rare are successful in terms of final payment of creditors. In doctoral dissertation we have identified factors influencing confirmation of compulsory settlement and also factors influencing final payment of creditors and long-term elimination of causes of insolvency.

Within group of external factors we have analysed key macroeconomic factors which are movement of GDP, inflation and interest rates. Moreover we have analysed influence of credit crunch on the number of compulsory settlement procedures. Legislation is also one of the most important factors when talking of successfully implemented compulsory settlement. For that reason we have made comparison of insolvency legislation between Slovenia, Germany and USA.

Within group of internal factors we have identified deadline and amount of payment of creditors defined in a plan of reorganization. Further we have analysed following internal factors: the size of a company, financial position of a company before filing of compulsory settlement, agreements between debtor and secured creditors about restructuring of their claims, reaction time to the crisis, business restructuring within compulsory settlement procedure and debt for equity swap. Very important internal factor is also psychological point of view which includes communication between stakeholders, ability of cooperation and emotional intelligence of management.

In empirical part of doctoral dissertation we have used quantitative research methods to test hypothesis which refer to the period from filing of a petition to confirmation or rejection of plan of reorganization. Based on sample of 82 Slovenian companies we have analysed influence of previously mentioned external and internal factors on confirmation of compulsory settlement for period 2008-2013. We have found out negative correlation between movement of GDP and number of confirmed compulsory settlements, positive correlation between movement of inflation and number of

confirmed compulsory settlements and positive correlation between movement of interest rate and number of confirmed compulsory settlements. We have also confirmed that shorter the deadline and higher percentage of payment of creditor the higher the probability of confirmation of compulsory settlement. Larger companies has also better possibilities for surviving the crisis because of better negotiating position with creditors.

In the second part of the research we used qualitative method of case study to test hypothesis which refer to the period from filing of a petition to the final payment of creditors. Case studies of 6 Slovenian companies have shown that key factors for successfully implemented compulsory settlement are agreement between debtor and secured creditors about restructuring their claims (financial restructuring), debt for equity swap or with other words taking over the management of a company by creditors (ownership restructuring) and implementation of measures of business restructuring. Throughout the entire procedure of compulsory settlement stakeholders should be able to tackle frequent conflicts. This indicates that psychology is also one of the key factors which determine a successful compulsory settlement.

**Key words:** compulsory settlement, insolvency, plan of reorganization, business restructuring, ownership restructuring.

## KAZALO VSEBINE

<b>1</b>	<b>UVOD.....</b>	<b>1</b>
1.1	OPREDELITEV IN OPIS PROBLEMA .....	1
1.1.1	<i>Zunanji dejavniki .....</i>	2
1.1.2	<i>Notranji dejavniki.....</i>	4
1.2	NAMEN, CILJI IN TEZA DOKTORSKE DISERTACIJE .....	12
1.3	RAZISKOVALNE METODE.....	14
1.4	PREDPOSTAVKE IN MOREBITNE OMEJITVE .....	16
1.5	STRUKTURA DOKTORSKE DISERTACIJE .....	16
<b>2</b>	<b>KRIZA V PODJETJU.....</b>	<b>17</b>
2.1	ZNAČILNOSTI KRIZE .....	17
2.2	VZROKI ZA NASTANEK KRIZE .....	19
2.3	INSOLVENTNOST.....	22
2.4	PROCES REŠEVANJA KRIZE.....	25
<b>3</b>	<b>PRISILNA PORAVNAVA .....</b>	<b>29</b>
3.1	ORGANI V POSTOPKU PRISILNE PORAVNAVE .....	30
3.1.1	<i>Sodnik posameznik.....</i>	30
3.1.2	<i>Upravitelj.....</i>	30
3.1.3	<i>Upniški odbor .....</i>	31
3.2	VRSTE TERJATEV .....	31
3.3	PREDHODNI POSTOPEK PRISILNE PORAVNAVE .....	33
3.4	GLAVNI POSTOPEK PRISILNE PORAVNAVE .....	36
3.4.1	<i>Načrt finančnega prestrukturiranja .....</i>	37
3.4.2	<i>Metode finančnega prestrukturiranja .....</i>	38
3.4.2.1	<i>Zmanjšanje in odložitve zapadlih obveznosti.....</i>	38
3.4.2.2	<i>Pretvorba terjatev v lastniške deleže .....</i>	38
3.5	PRAVNI UČINKI POTRJEJENE PRISILNE PORAVNAVE.....	40
3.6	POSTOPEK POENOSTAVLJENE PRISILNE PORAVNAVE .....	41
3.7	PONOVA PRISILNA PORAVNAVA PO PRAVNOMOČNI POTRDTVI PRISILNE PORAVNAVE.....	42
<b>4</b>	<b>ZUNANJI DEJAVNIKI.....</b>	<b>44</b>
4.1	MAKROEKONOMSKI DEJAVNIKI .....	44
4.1.1	<i>Bruto domači proizvod .....</i>	45
4.1.2	<i>Obrestna mera .....</i>	49
4.1.3	<i>Inflacija.....</i>	52
4.1.4	<i>Kreditni krč.....</i>	54
4.2	ZAKONODAJA.....	57
4.2.1	<i>Pravni sistemi.....</i>	60
4.2.1.1	<i>Rimsko-germanska pravna družina .....</i>	60

4.2.1.2	Anglo-ameriška pravna družina .....	61
4.2.2	<i>Primerjalnopravna analiza insolvenčne zakonodaje med Slovenijo, Nemčijo in ZDA s poudarkom na postopku finančnega prestrukturiranja</i> .....	62
4.2.2.1	Pogoji insolventnosti.....	65
4.2.2.2	Predlog za začetek postopka finančnega prestrukturiranja .....	66
4.2.2.3	Učinki postopka finančnega prestrukturiranja na kontrolne pravice upnikov in dolžnika.....	68
4.2.2.4	Upravitelj.....	70
4.2.2.5	Upniški odbor .....	72
4.2.2.6	Zaustavitev izvršbe in zavarovanja .....	73
4.3	BANČNI SISTEM .....	75
<b>5</b>	<b>NOTRANJI DEJAVNIKI .....</b>	<b>78</b>
5.1	ROK ZA POPLAČILO UPNIKOV .....	78
5.2	VIŠINA POPLAČILA UPNIKOV .....	78
5.3	VELIKOST PODJETJA .....	78
5.4	FINANČNI POLOŽAJ PODJETJA.....	79
5.4.1	<i>Finančni kazalniki</i> .....	79
5.5	DOGOVOR Z LOČITVENIMI UPNIKI O PRESTRUKTURIRANJU NJIHOVIH TERJATEV .....	81
5.6	ČAS ODREAGIRANJA.....	81
5.7	POSLOVNO PRESTRUKTURIRANJE .....	83
5.8	KONVERZIJA TERJATEV UPNIKOV V LASTNIŠKE DELEŽE.....	86
5.9	KOMUNIKACIJA Z DELEŽNIKI DRUŽBE IN PSIHOLOŠKI VIDIK REŠEVANJA KRIZE V PODJETJU.....	90
<b>6</b>	<b>PREDSTAVITEV RAZISKAVE.....</b>	<b>93</b>
6.1	OPREDELITEV RAZISKOVALNEGA PODROČJA .....	93
6.2	HIPOTEZE .....	93
6.3	OPREDELITEV METOD ZA PREVERJANJE HIPOTEZ.....	94
6.3.1	<i>Kvantitativne metode raziskovanja</i> .....	95
6.3.2	<i>Kvalitativne metode raziskovanja</i> .....	107
6.4	OPREDELITEV IN PRIDOBIVANJE PODATKOV.....	112
<b>7</b>	<b>IZVEDBA RAZISKAVE .....</b>	<b>115</b>
7.1	PREVERITEV HIPOTEZ S KVANTITATIVNIMI METODAMI RAZISKOVANJA.....	115
7.2	PREVERITEV HIPOTEZ S KVALITATIVNIMI METODAMI RAZISKOVANJA .....	142
7.2.1	<i>Primeri podjetij, ki so uspešno dokončno poplačala upnike iz prisilne poravnave</i> .....	143
7.2.1.1	Iskraemeco, d. d.....	143
7.2.1.2	Steklarna Rogaška, d. d.....	149
7.2.1.3	KG-EKO, d. o. o.....	154



7.2.2	<i>Podjetja, pri katerih je bila prisilna poravnava pravnomočno potrjena, niso pa še dokončno poplačala upnikov .....</i>	158
7.2.2.1	LIV Kolesa, d. o. o.....	158
7.2.2.2	Beti tekstilna industrija, d. d.....	162
7.2.2.3	Semenarna Ljubljana, d. d. ....	165
7.3	ANALIZA DOBLJENIH REZULTATOV IN NJIHOVO VSEBINSKO VREDNOTENJE .....	171
<b>8</b>	<b>SKLEPNE UGOTOVITVE .....</b>	<b>176</b>
8.1	UGOTOVITVE .....	176
8.2	PREVERITEV OSNOVNE TEZE DOKTORSKE DISERTACIJE .....	179
8.3	SMERI NADALJNIH RAZISKAV .....	181
<b>9</b>	<b>LITERATURA.....</b>	<b>183</b>
<b>10</b>	<b>VIRI.....</b>	<b>197</b>

## Kazalo slik

SLIKA 1: PREGLED DEJAVNIKOV, KI VPLIVAJO NA USPEŠNO IZVEDENO PRISILNO PORAVNAVO .....	8
SLIKA 2: RAVNI KONCEPTA KRIZE .....	19
SLIKA 3: PRIMER SIMPTOMOV KRIZE .....	20
SLIKA 4: GIBANJE BDP IN ŠTEVILA POSTOPKOV ZARADI INSOLVENTNOSTI V ESTONIJI V OBDOBJU 1998–2009 .....	46
SLIKA 5: GIBANJE BDP IN ŠTEVILA POSTOPKOV ZARADI INSOLVENTNOSTI (UPOŠTEVAJOČ SAMO STEČAJE PRAVNIH OSEB IN ZAČETIH PRISILNIH PORAVNAV) V SLOVENIJI V OBDOBJU 2001–2014 .....	47
SLIKA 6: GIBANJE BDP NA PREBIVALCA IN ŠTEVILA POTRJENIH PRISILNIH PORAVNAV V SLOVENIJI V OBDOBJU 2001–2014 .....	48
SLIKA 7: CENTRALNA BANKA DOLOČA PONUDBO DENARJA, KAR SPREMINJA OBRESTNE MERE IN NALOŽBE TER TAKO VPLIVA NA BDP. ....	50
SLIKA 8: GIBANJE KRATKOROČNIH OBRESTNIH MER IN ŠTEVILA POTRJENIH PRISILNIH PORAVNAV V SLOVENIJI V OBDOBJU 2003–2014 .....	51
SLIKA 9: GIBANJE LETNE INFLACIJE IN ŠTEVILA POTRJENIH PRISILNIH PORAVNAV V SLOVENIJI V OBDOBJU 2002–2013 .....	54
SLIKA 10: PRIMERJAVA SLOVENSКИH OBRESTNIH MER ZA NOVA POSOJILA Z OBRESTNIMI MERAMI V EVROOBMOČJU V Odstotkih .....	55
SLIKA 11: PRIMERJAVA SLOVENSКИH OBRESTNIH MER Z OBRESTNIMI MERAMI V EVROOBMOČJU ZA NOVE VLOGE GOSPODINJSTEV (V Odstotkih) .....	56
SLIKA 12: PORAZDELITEV REZIDUALOV .....	101
SLIKA 13: RAZSEVNI GRAFIKON MED STANDARDIZIRANIMI OCENJENIMI VREDNOSTMI IN STANDARDIZIRANIMI PREOSTANKI MODELA .....	102
SLIKA 14: RAZSEVNI GRAFIKON S PORAZDELITVAMI DISKRIMINANTNIH VREDNOSTI NA OBEH OSEH ...	105
SLIKA 15: RAZSEVNI GRAFIKON Z NOVO OSJO, KI OMOGOČA BOLJŠE RAZLIKOVANJE MED SKUPINAMA .....	105
SLIKA 16: OSNOVNE OBLIKE ŠTUDIJE PRIMERA .....	111
SLIKA 17: RAZSEVNI GRAFIKON .....	115
SLIKA 18: HISTOGRAM PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	117
SLIKA 19: NORMALNI VERJETNOSTNI GRAFIKON REZIDUALOV .....	118
SLIKA 20: RAZSEVNI GRAFIKON .....	119
SLIKA 21: RAZSEVNI GRAFIKON (PODATKI ZA OBDOBJE 2001–2008) .....	119
SLIKA 22: RAZSEVNI GRAFIKON (PODATKI ZA OBDOBJE 2009–2014) .....	121
SLIKA 23: RAZSEVNI GRAFIKON .....	125
SLIKA 24: HISTOGRAM PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	126
SLIKA 25: NORMALNI VERJETNOSTNI GRAFIKON PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	127
SLIKA 26: RAZSEVNI GRAFIKON .....	128
SLIKA 27: RAZSEVNI GRAFIKON .....	129
SLIKA 28: HISTOGRAM PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	131
SLIKA 29: NORMALNI VERJETNOSTNI GRAFIKON PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	131
SLIKA 30: RAZSEVNI GRAFIKON .....	132
SLIKA 31: HISTOGRAM PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	136
SLIKA 32: NORMALNI VERJETNOSTNI GRAFIKON PORAZDELITVE REZIDUALOV .....	136
SLIKA 33: RAZSEVNI GRAFIKON .....	137
SLIKA 34: PRIKAZ SOODVISNOSTI MED FINANČNIM, LASTNIŠKIM IN POSLOVNIM PRESTRUKTURIRANJEM .....	180

## Kazalo tabel

TABELA 1: PREGLED LITERATURE S PODROČJA INSOLVENČNIH POSTOPKOV IN REŠEVANJA KRIZE V PODJETJU.....	9
TABELA 2: VRSTE KRIZE GLEDE NA ČASOVNO RAZSEŽNOST .....	18
TABELA 3: PRIMERI ZUNANJIH IN NOTRANJNIH VZROKOV KRIZE V PODJETJU .....	21
TABELA 4: POSTOPKI ZARADI INSOLVENTNOSTI V SREDNJI IN VZHODNI EVROPI .....	45
TABELA 5: GLAVNI CILJI UČINKOVITEGA INSOLVENČNEGA PRAVA .....	57
TABELA 6: PRIMERI EVROPSKIH PODJETIJ, KI SO USPEŠNO PRESTALA POSTOPEK KONVERZIJE TERJATEV V LASTNIŠKI KAPITAL ZNOTRAJ POSTOPKA FINANČNEGA PRESTRUKTURIRANJA .....	89
TABELA 7: PROCES OBLIKOVANJA TEORIJE NA PODLAGI TEHNIKE ŠTUDIJE PRIMERA .....	110
TABELA 8: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT TER DURBIN-WATSONOV TEST .....	116
TABELA 9: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST .....	116
TABELA 10: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV IN T-TEST .....	117
TABELA 11: KOLMOGOROV-SMIRNOV IN SHAPIRO-WILKOV TEST.....	118
TABELA 12: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT (OBDOBJE 2001–2008)....	120
TABELA 13: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST (OBDOBJE 2001–2008).....	120
TABELA 14: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV IN T-TEST (OBDOBJE 2001–2008).....	121
TABELA 15: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT (OBDOBJE 2009–2014)....	122
TABELA 16: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT (OBDOBJE 2009–2014)....	122
TABELA 17: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV IN T-TEST (OBDOBJE 2009–2014).....	123
TABELA 18: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT TER DURBIN-WATSONOV TEST .....	125
TABELA 19: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST .....	125
TABELA 20: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV IN T-TEST .....	126
TABELA 21: KOLMOGOROV-SMIRNOV IN SHAPIRO-WILKOV TEST.....	127
TABELA 22: OPIS MODELA, KORELACIJSKI IN DETERMINACIJSKI KOEFICIENT TER DURBIN-WATSONOV TEST .....	129
TABELA 23: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST .....	130
TABELA 24: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV IN T-TEST .....	130
TABELA 25: KOLMOGOROV-SMIRNOV IN SHAPIRO-WILKOV TEST.....	132
TABELA 26: OPIS MODELA, MULTIPLI KORELACIJSKI KOEFICIENT, MULTIPLI DETERMINACIJSKI KOEFICIENT IN DURBIN-WATSONOV TEST .....	134
TABELA 27: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST .....	134
TABELA 28: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV, T-TESTI IN TEST MULTIKOLINEARNOSTI (VIF)...	135
TABELA 29: KOLMOGOROV-SMIRNOV IN SHAPIRO-WILKOV TEST.....	137
TABELA 30: OPIS MODELA, MULTIPLI KORELACIJSKI KOEFICIENT, MULTIPLI DETERMINACIJSKI KOEFICIENT IN DURBIN-WATSONOV TEST .....	138
TABELA 31: ANALIZA VARIANCE IN F-TEST .....	138
TABELA 32: VREDNOSTI REGRESIJSKIH KOEFICIENTOV, T-TESTI IN TEST MULTIKOLINEARNOSTI (VIF)...	138
TABELA 33: LASTNA VREDNOST.....	140
TABELA 34: WILKSOVA LAMBDA IN TEST HI-KVADRAT.....	140
TABELA 35: TABELA S STANDARDIZIRANIMI KOEFICIENTI DISKRIMINANTNE FUNKCIJE .....	140
TABELA 36: STRUKTURNA MATRIKA .....	141
TABELA 37: ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA PO LETIH (2006–2014) ZA ISKRAEMECO, D. D., V EVRIH .....	147
TABELA 38: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA ISKRAEMECA, D. D., NA DAN UVEDBO PRISILNE PORAVNAVE (19. 2. 2006), NA PRESEČNI DAN 31. 12. 2006 IN NA DAN 31. 12. 2014 (V EVRIH) ..	148

TABELA 39: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA PODJETJA STEKLARNA ROGAŠKA, D. D., NA DAN UVEDBE PRISILNE PORAVNAVE (12. 1. 2005), NA DAN 31. 12. 2005 IN NA DAN 31. 3. 2015 .....	153
TABELA 40: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA PODJETJA KG-EKO, D. O. O., NA PRESEČNI DAN PRED UVEDBO PRISILNE PORAVNAVE (31. 12. 2009), NA DAN 31. 12. 2010 IN NA DAN 31. 12. 2014 (V EVRIH).....	157
TABELA 41: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA PODJETJA LIV KOLESA, D. O. O., NA PRESEČNI DAN PRED UVEDBO PRISILNE PORAVNAVE (30. 9. 2013), NA DAN 31. 12. 2014 IN NA DAN 31. 12. 2015 (V EVRIH).....	161
TABELA 42: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA PODJETJA BETI, D. D., NA PRESEČNI DAN PRED UVEDBO PRISILNE PORAVNAVE (31. 12. 2012), NA DAN 31. 12. 2013 IN NA DAN 31. 12. 2015 .....	164
TABELA 43: ANALIZA FINANČNEGA POLOŽAJA PODJETJA SEMENARNA LJUBLJANA, D. D., NA PRESEČNI DAN PRED UVEDBO PRISILNE PORAVNAVE (31. 3. 2012), NA DAN 31. 12. 2013 IN NA DAN 31. 12. 2015 (V EVRIH).....	170
TABELA 44: PONAZORITEV REZULTATOV ŠTUDIJ PRIMERA .....	173

# 1 UVOD

## 1.1 *Opredelitev in opis problema*

Značilnosti slovenskega gospodarstva sta nelikvidnost in finančna nedisciplina, zaradi česar se mnoga podjetja znajdejo na robu propada. Dolžnik, ki dalj časa ni sposoben izpopolnjevati svojih zapadlih obveznosti, je insolventen in mora ukrepati v skladu z Zakonom o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP). V okviru postopkov zaradi insolventnosti sta stečaj in prisilna poravnava najpomembnejša postopka, ki se vodita pred pristojnim sodiščem nad insolventnim ali prezadolženim gospodarskim subjektom, vendar je njun namen različen. Namena prisilne poravnave sta sanacija družbe in preprečitev propada družbe zaradi insolventnosti. Posledice stečaja so drugačne, saj sta njegova namena predvsem poplačilo upnikov iz dolžnikovega premoženja in prenehanje obstoja gospodarskega subjekta z izbrisom iz sodnega registra. Če smo natančnejši, ZFPPIPP predvideva tudi postopek poenostavljene prisilne poravnave, ki zasleduje enake cilje kot postopek običajne prisilne poravnave, vendar pa je poenostavljena prisilna poravnava namenjena mikropodjetjem in majhnim podjetjem. Poleg tega je z zakonom uveden tudi nov postopek preventivnega prestrukturiranja, ki se vodi, da bi bilo dolžniku, za katerega je verjetno, da bo v obdobju enega leta postal insolventen, omogočeno na podlagi sporazuma o finančnem prestrukturiranju izvesti ustrezne ukrepe prestrukturiranja finančnih obveznosti in druge ukrepe finančnega prestrukturiranja, ki so nujni za odpravo vzrokov, zaradi katerih bi lahko postal insolventen.

Insolvenčna zakonodaja je sama po sebi prezapletena in mnogokrat tudi nejasna tako za dolžnika in upnike kot tudi za sodstvo. Zdajšnja gospodarska kriza je pokazala, da veliko podjetij ni bilo pripravljenih nanjo in da se v kriznih situacijah ne znajo pravilno odzvati. Rezultat tega je povečano število stečajev in premalo uspešno zaključenih prisilnih poravnav. Večina knjig in člankov o prisilnih poravnava oziroma finančnem prestrukturiranju največkrat povzema in razlaga zakonske člene, malo pa je napisanega o dejavnih, povezanih z uspešno potrjeno in pozneje tudi zaključeno prisilno poravnavo. Razlogi za to so med drugim pogostost spreminjanja zakonodaje, specifičnost posameznega primera in poslovne skrivnosti.

Število stečajev pravnih in tudi fizičnih oseb v Sloveniji strmo narašča, kar gospodarsko krizo samo še pogloblja. Reševanje podjetij, ki so se znašla na robu ali pa že globoko v insolventnosti, je ključno za stabilizacijo slovenskega gospodarstva. Kljub temu da je prisilna poravnava zaradi peščice nekaterih podjetij, ki so izigrala upnike, medijsko označena kot »legalna kraja«, pa je ob sodelovanju vseh upnikov lahko eden izmed instrumentov uspešnega reševanja insolventnosti v podjetju. Med postopki zaradi insolventnosti prevladujejo stečaji pravnih in fizičnih oseb, medtem ko je število prisilnih poravnav manjše. Mnogo prisilnih poravnav se v fazi postopka zaključi s

stečajem, nekatera podjetja pa kljub potrjeni prisilni poravnavi ne morejo izpolniti obveznosti iz načrta finančnega prestrukturiranja in se pozneje po potrditvi znajdejo v stečaju. Na potek prisilne poravnave vplivajo številni dejavniki, ki prispevajo bodisi k uspešnemu zaključku postopka ali pa, ravno nasprotno, podjetje pripeljejo do stečaja. Opredelitev in analiziranje dejavnikov, ki vplivajo na uspešno izvedeno prisilno poravnavo, je namen doktorske disertacije.

Dejavnikov, ki vplivajo na postopek finančnega prestrukturiranja v podjetju, je veliko, zato opredeljujemo le ključne in analiziramo njihov vpliv na uspešnost postopka prisilne poravnave. Dejavnike, ki vplivajo na uspešnost postopka prisilne poravnave, razdelimo na notranje in zunanje. Zunanji so tisti, ki so neodvisni od podjetja, torej poslovodstvo podjetja neposredno ne vpliva nanje. Take dejavnike po navadi označujemo kot objektivne ali eksogene. Notranji dejavniki pa so tisti, ki so nastali v podjetju in poslovodstvo neposredno vpliva nanje, zato jih označujemo kot subjektivne ali endogene.

### **1.1.1 Zunanji dejavniki**

Med zunanje dejavnike uvrščamo makroekonomske dejavnike, ki vključujejo gibanje bruto domačega proizvoda, obrestnih mer, inflacije in drugih kategorij oziroma meril uspešnosti določenega nacionalnega gospodarstva. Na področju učinkovitosti insolvenčnih postopkov in primerjav insolvenčne zakonodaje med državami po svetu so bile izvedene številne študije. Le nekaj jih je bilo posvečenih tudi analiziranju povezav med insolvenčnimi postopki in makroekonomskimi indikatorji. Med slednjimi je članek Archambaulta in Laverdièra (2005), v katerem se avtorja posvetita oblikovanju makroekonomskega modela za analiziranje in napovedovanje ravni insolventnosti pravnih in fizičnih oseb v Kanadi, na podlagi podatkovne zbirke za obdobje 1987–2003. Pri oblikovanju modela za insolventnost podjetij uporabita in nadgradita O'Neillov model, ki ga je slednji uporabil za analiziranje in napovedovanje insolventnosti tako fizičnih kakor tudi pravnih oseb. Uporabita BDP kot ciklično spremenljivko in predvidevata proticiklični učinek v smislu, da ko BDP raste, se število insolvenčnih postopkov znižuje. Strukturne variable v njunem modelu so dobički podjetij kot odstotek nominalnega BDP, delež servisiranja dolga (angl. *debt-service ratio*) in kratkoročne obrestne mere. Statistična obravnava povezav med eksogenimi spremenljivkami in endogeno spremenljivko je pokazala, da je pri določanju števila insolvenčnih postopkov najpomembnejša vloga kratkoročne obrestne mere. Znižanje slednje je zaradi nižjih stroškov financiranja za podjetja namreč povzročilo skoraj 35-odstotni padec števila začetih postopkov zaradi insolventnosti. Dobički podjetij kot delež BDP pojasnjujejo petnajst odstotkov sprememb v številu insolvenčnih postopkov, medtem ko BDP malo manj kot deset odstotkov.

Sharabany (2004) analizira lastnosti podjetij v Izraelu, ki so bila v postopku stečaja, in ugotavlja, da so bile za večino podjetij, ki so šla v stečaj v obdobju 1990–2002, značilne podobne lastnosti; to so bila manjša, večinoma neizvozna podjetja in njihova možnost, da povečajo kapital ali dolg, je bila vezana le na domač bančni sistem. Sharabany (ibid.) statistično potrjuje, da število stečajev narašča, ko se nominalna obrestna mera poveča. Pri tem dvig nominalne obrestne mere ne vpliva na finančno stabilnost večjih izvoznih podjetij, ker ta niso omejena na pridobivanje kapitala na domačem trgu. Rezultati statistične analize so še pokazali, da število stečajev podjetij raste z nepričakovano inflacijo in s pozitivnimi spremembami v nominalni in realni obrestni meri.

Zanimiva je tudi študija, ki analizira vpliv makroekonomskih dejavnikov na propad podjetij v dvajsetih italijanskih regijah v obdobju 1985–2002 (Gaffeo in Santoro 2009). Izvedena empirična analiza je pokazala dolgoročno povezavo med stečaji podjetij, trendom outputa, obrestno mero in mero nepričakovane inflacije. Avtorja torej potrdita povezavo med makroekonomskimi dejavniki in stopnjo insolvenčnih postopkov v posameznih regijah.

Pomemben zunanji dejavnik pri uspešnem finančnem prestrukturiranju podjetja je tudi insolvenčna zakonodaja, ki se od države do države razlikuje. Kljub temu da pravne rede držav sveta uvrščamo v različne pravne sisteme, med temi sta največja rimsko-germanska pravna družina in anglo-ameriška pravna družina (David in Grasmann 1998a, str. 67–97), je pri insolvenčni zakonodaji nujno, da je transparentna, razumljiva in predvidljiva. Te značilnosti omogočajo potencialnim upnikom in posojilodajalcem razumeti potek postopkov zaradi insolventnosti, kar jim je v oporo pri oceni tveganja, povezanega z njihovim položajem v primeru insolventnosti. Zakonodaja mora naročiti dolžniku, da zagotovi in razkrije ustrezne informacije, odvisno od položaja, v katerem je (UNCITRAL 2005, str. 9–14). Insolvenčna zakonodaja posamezne države vpliva na spodbude glede sprejemanja določenega investicijskega tveganja in na celoten obseg investicijske dejavnosti. Na eni strani dobra insolvenčna zakonodaja okrepi moč upnikov in zagotavlja, da v primeru dolžnikove insolventnosti ne bodo izgubili denarja, kar podjetjem omogoča lažje pridobivanje kreditov in investiranje. Po drugi strani pa strogo kaznovanje insolventnih dolžnikov odvrača vlagatelje od investiranja in sprejemanja tveganja, ki je povezano s tem (Succurro 2008; Armour 2003; Pindado, Rodrigues in de la Torre 2008; Tarantino 2009; Ayotte in Skeel 2009).

Bančni sistem je prav tako eden izmed ključnih zunanjih dejavnikov, ki vplivajo na proces reševanja krize v podjetju. Osnovna vloga banke kot finančne institucije in finančnega posrednika je povezovanje varčevalcev in investorjev, torej strank s presežki denarja s strankami, ki jim primanjkuje denarnih sredstev. Od cene, torej obrestne mere, po kateri si lahko investitorji oziroma potrošniki izposojajo denar pri bankah, je odvisna vsesplošna gospodarska aktivnost. V zadnjih letih se Slovenija kot

tudi evroobmočje srečujeta s tako imenovanim kreditnim krčem, kar pomeni, da se je obseg kreditov in posojil, ki so na voljo tako fizičnim kot pravnim osebam, izrazito zmanjšal zaradi poostrenih bančnih pogojev. V Sloveniji so na primer stroški financiranja kljub nizki referenčni obrestni meri izjemno narasli, kar se še posebej odraža v visokih obrestnih merah za posojila podjetjem. Obrestne mere za financiranje gospodarstva so v Sloveniji za dve do tri odstotne točke višje, kakor pa je povprečje evroobmočja (Banka Slovenije, 2014a). Banke s svojimi pogoji narekujejo tempo gospodarske aktivnosti, hkrati pa je od njih odvisna usoda preživetja marsikaterega podjetja, ki se znajde v krizi.

Franks in Sussman (2003) sta raziskovala, kako lahko največji upnik vpliva na potek insolvenčnega postopka, v katerem se znajde dolžnik. Ugotovila sta, da so odločitve glede likvidacije izključno v rokah največjega in najpomembnejšega upnika, v večini primerov je to banka. Četudi ima po navadi banka le okoli 40 odstotkov celotnega dolga dolžnika (preostale terjatve pripadajo dobaviteljem), ima po navadi likvidacijsko pravico nad dolžnikovo premoženjem večinoma v celoti, kar pomeni, da ima ključni nadzor nad dolžnikovo prihodnostjo. Banke tudi bistveno prilagajajo svojo posojilno in reorganizacijsko prakso nacionalni insolvenčni zakonodaji, kar je razvidno predvsem iz zahtev za zavarovanje kreditov, ki jih banke odobrijo (Davydenko in Franks 2006). Poleg tega je za podjetje, ki se je zadolžilo pri eni banki, več možnosti za uspešno pogajanje glede reprogramiranja kakor pa za podjetja, ki so zadolžena pri več različnih bankah. Banke sicer vedno zagotavljajo, da bodo poskušale reševati vsako podjetje, ki se bo znašlo v krizi in da ne bodo samodejno zahtevale stečaja, vendar so pogajanja z bankami precej težka in mnogokrat neuspešna. Senbet in Seward (1995) navajata, da je v procesu prestrukturiranja izjemno težko doseči enoten sporazum z vsemi upniki, kar se imenuje problem »hold-out« oziroma »free-rider«. Ta se pojavi, ko nekateri imetniki obveznic ne želijo konvertirati svoje terjatve v osnovni kapital družbe in pri tem zahtevajo v poplačilo celotno glavnico obveznice, kar pa seveda ogrozi celotno finančno prestrukturiranje. Vzporednice lahko potegnemo s prestrukturiranjem dolga do bank.

Levine (1998) potrjuje, da razlike v pravnih sistemih med državami in razlike v učinkovitosti uveljavljanja in izvrševanja zakonitih pravic upnikov pojasnjujejo več kot polovico razlik med državami v razvitosti bančnega sektorja. Pojasnjuje tudi, da bolj razviti bančni sektor pozitivno vpliva na dolgoročne stopnje ekonomske rasti, akumulacijo kapitala in rast produktivnosti.

### **1.1.2 Notranji dejavniki**

Notranji dejavniki zadevajo posamezno podjetje in poslovodstvo podjetja vpliva nanje. V primeru glasovanja za potrditev prisilne poravnave sta zelo pomembna dejavnika



višina poplačila in rok, v katerem bi bili upniki poplačani. Čim višji je odstotek poplačila, ki ga dolžnik ponuja upnikom, in čim krajši je rok za izvedbo plačila, tem večje so možnosti, da se bodo upniki s predlogom prisilne poravnave strinjali. Po dozdejšnjem prepričanju naj bi bilo visoko poplačilo upnikov mogoče v daljšem časovnem obdobju, medtem ko naj bi bila nižja poplačila izvedljiva v krajšem.

Med notranje dejavnike spada tudi velikost podjetja. Za večja podjetja so lahko značilne boljše pogajalske pozicije in ob tem sposobnost prepričati upnike v smotrnost izvedbe prisilne poravnave. To tudi pomeni, da lahko večja podjetja tako rekoč prisilijo upnike (predvsem dobavitelje, ki so odvisni od dolžnika) v strinjanje z odlogom in zmanjšanjem plačila, kajti v primeru stečaja dolžnika se lahko tudi sami znajdejo v postopku zaradi insolventnosti. Constantini (2009) ugotavlja, da je evolucija insolvenčne zakonodaje v Italiji, kakor tudi v marsikateri drugi evropski državi, tesno povezana s poslovanjem velikih in nacionalno pomembnih podjetij. Za velika podjetja so posledično značilne večja pogajalsko moč in večje možnosti preživetja finančne krize kakor pa za majhna podjetja. Sengupta in Facciova (2011) prav tako navajata, da je velikost podjetja pomembna determinanta pri uspešnosti finančnega prestrukturiranja.

Pomembna notranja dejavnika, od katerih je odvisna uspešnost prisilne poravnave, sta tudi finančni položaj in poslovanje podjetja. Pri izdelavi zakonsko obvezne dokumentacije se upoštevajo računovodski izkazi z bilančnim presečnim dnem, ki je zadnji dan zadnjega koledarskega trimesečja, ki se je končalo pred uvedbo postopka prisilne poravnave. Glede na to, da so podjetja, nad katerimi steče postopek prisilne poravnave, insolventna, je lahko njihov položaj zelo različen. Insolventnost je stanje, ko podjetje ne more več zagotavljati osnovnih pravil finančnega poslovanja (tj. likvidnosti in solventnosti), kar vodi do motenj v poslovanju, te pa prerastejo v dolgotrajno krizo. Podjetja so lahko trajnejše nelikvidna, dolgoročno plačilno nesposobna ali pa celo oboje. Izhodiščna točka, iz katere se začne reševanje krize v podjetju, je izjemno pomembna za nadaljnji razvoj dogodkov, poleg tega pa finančni položaj podjetja vpliva na oblikovanje predloga prisilne poravnave (na osnove načrta finančnega prestrukturiranja). Kadar je družba prezadolžena, pomeni, da morajo biti učinki prisilne poravnave toliko večji, da bo družba spet postala kapitalsko ustrezna. Čim večje je zmanjšanje obveznosti dolžnika, tem manjše je poplačilo navadnih upnikov in tem večji je učinek za dolžnika.

Pri analiziranju finančnih kazalnikov za potrebe napovedovanja uspešnosti prisilne poravnave ne moremo mimo Altmanovega modela za napovedovanje insolventnosti podjetij. Edward Altman je leta 1968 objavil statistični model za napovedovanje insolventnosti podjetij in je pionir oblikovanja modelov na področju upravljanja s kreditnim tveganjem ter napovedovanja insolventnosti podjetij (Anjum 2012). Backova et al. (1996) ugotavljajo, da uporaba različnih kvantitativnih metod pripelje do različnih modelov napovedovanja stečajev. Različne metode namreč zahtevajo uporabo

različnih finančnih kazalnikov, vendar se pri vseh uporabljenih metodah likvidnost kljub temu izkaže kot eden izmed najpomembnejših dejavnikov napovedovanja stečajev. Do tega pa prihaja predvsem zato, ker je uporabljenih mnogo neodvisnih spremenljivk, ki se nanašajo na likvidnost. Kadar govorimo o likvidnosti, velikokrat mislimo na višino obratnega kapitala. Ta je v podjetju namenjen normalnemu poslovanju oz. poslovnim procesom, njegova višina pa je odvisna od vrste dejavnosti podjetja ter politike oz. poslovnih odločitev glede posameznih kratkoročnih naložb. Vsako podjetje si tako preračuna ustrezno višino obratnega kapitala, ki ga potrebuje za normalno poslovanje. Obratni kapital mora biti za nemoteno poslovanje vedno pozitiven. Negativen obratni kapital pomeni, da obveznosti iz poslovanja presegajo zaloge in kratkoročne poslovne terjatve, iz česar je razvidna kratkoročna in dolgoročna plačilna nesposobnost družbe. Pooblaščen ocenjevalci vrednosti podjetij v svojih poročilih (poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij mora dolžnik obvezno priložiti predlogu za začetek postopka prisilne poravnave) izvedejo analizo obratnega kapitala. Opredelijo ga kot razliko med obratnimi sredstvi, zmanjšanimi za kratkoročne poslovne obveznosti ter pasivne časovne razmejitve. Izračunano vrednost nato izrazijo kot odstotek od čistih prihodkov od prodaje. V postopku prisilne poravnave je pogoj, da podjetje pozitivno posluje. Pri tem je ključnega pomena, da menedžment poskrbi za ustrezno višino obratnega kapitala. Seveda je za podjetja, ki so se pred začetkom prisilne poravnave soočala z izjemno nizkim oziroma negativnim obratnim kapitalom, toliko težje zagotoviti normalno poslovanje, kar seveda spet vpliva na uspešnost izglasovanja prisilne poravnave.

Branch in Xu (2008) sta za rezultate poslovanja podjetja, ki so bili izračunani na podlagi Altmanovega modela za ocenjevanje uspešnosti podjetij in dejanskih rezultatov poslovanja podjetij, izvedla regresijsko analizo, pri čemer sta ugotovila, da so projekcije pozitivno korelirane z dejanskimi rezultati. Altmanov model (model Z-Score) je dober instrument za napovedovanje uspešnosti poslovanja podjetij po izvedeni reorganizaciji. Sengupta in Facciova (2011), Frank in Sussman (2003), Sunova (2010) in Shiratova (1998) prav tako analizirajo finančne kazalnike, ki napovedujejo izid reševanja krize v podjetju. Analiziranje finančnega položaja podjetja, ki se znajde v insolventnosti, je pomembno zaradi navezave na čas odziva poslovodstva. Lažje je namreč rešiti krizno situacijo, če se odzove prej kakor pa prepozno, pri čemer je pri analizi časa odziva pomembno ugotoviti, ali je bila družba ob predlogu za začetek postopka prisilne poravnave poleg trajnejše nelikvidnosti tudi dolgoročno plačilno nesposobna (kapitalsko neustrezna in (ali) prezadolžena).

Eden izmed notranjih dejavnikov, ki je izjemno pomemben pri uspešno izvedeni prisilni poravnavi (pri čemer mislimo tudi na dokončno poplačilo upnikov in uspešno nadaljnje poslovanje podjetja), je dogovor z ločitvenimi upniki. Ločitveni upniki so po 20. členu ZFPPIPP zavarovani upniki, na katere prisilna poravnava praviloma ne vpliva in pri čemer so med njimi največkrat banke. Formalnopravno lahko dolžnik v skladu z novelo

ZFPPIPP-F, če je ta srednja ali velika družba, predlaga tudi prestrukturiranje zavarovanih terjatev, vendar se mora s tem strinjati najmanj 75 odstotkov zavarovanih upnikov. Poleg tega je nemogoče pričakovati, da bo podjetje ob nevdržnem dolgu do bank, kljub potrjeni prisilni poravnavi, ki učinkuje samo na navadne upnike, dolgoročno zmožno preživeti. To je resna problematika, s katero se slovensko gospodarstvo sooča že nekaj let. Doseči dogovor z ločitvenimi upniki o vzdržnem dolgu podjetja oz. dolžnika je ključen dejavnik, ki vpliva na uspešno dolgoročno in celovito prestrukturiranje.

Poleg dogovora z ločitvenimi upniki je pomemben dejavnik in metoda prestrukturiranja obveznosti dolžnika, ki ga omogoča zakon, konverzija terjatev upnikov v lastniške deleže insolventnega podjetja. Poglavitni element kakršne koli konverzije terjatev v lastniške deleže je torej prestrukturiranje bilance stanja korporativnega dolžnika tako, da pomembni sodelujoči upniki (po navadi v večini finančni upniki, torej banke) prejmejo lastniške deleže v reorganizirani kapitalski strukturi v zameno, da zmanjšajo svoje terjatve do dolžnika. V najpreprostejši obliki pomeni konverzija način, da podjetje obide stečaj zaradi položaja insolventnosti, v katerem se je dolžnik znašel. Po navadi dolžniki, ki se znajdejo v insolventnosti, ne morejo sproti servisirati dolgov, hkrati pa je zelo velik delež njihovih dolgov v primerjavi z lastnimi sredstvi. Pripravljenost upnikov, da konvertirajo svoje terjatve v lastniški kapital insolventnega dolžnika, je zelo pozitiven signal, kajti upniki s tem pokažejo zanimanje, da podjetje še naprej živi in deluje. Omenjena metoda prestrukturiranja izvira iz ameriškega gospodarstva, pri čemer je v ZDA metoda konverzije dobro uveljavljena (Fuller 1940; Lubben 2004; Baird 1997), medtem ko smo v Sloveniji šele pred kratkim dobili pravno podlago za izvedbo konverzije. Clowry (2008) navaja tudi primere evropskih podjetij, ki so uspešno šla skozi postopek reorganizacije na podlagi konverzije terjatev.

Našteli smo notranje dejavnike, ki se bolj ali manj nanašajo na finančno in lastniško prestrukturiranje, treba pa je opozoriti tudi na dejavnik izvajanja drugih ukrepov poslovnega prestrukturiranja. Podjetje namreč mora med postopkom prisilne poravnave in po postopku pozitivno poslovati, kar pomeni, da mora izvajati dejavnost, ki je dobičkonosna in ki podjetju omogoča servisiranje zatečenih dolgov ter potreben obratni kapital za vlaganja v proizvodnjo. Dubrovski (2004) navaja, da je poslovno prestrukturiranje revitalizacija podjetja, ko se po določenem obdobju pasivnosti spet sprostijo potenciali za nadaljnji razvoj podjetja, pri čemer pride do razvojnih sprememb. Metode poslovnega prestrukturiranja odpravljajo vzroke, ki podjetje pripeljejo do insolventnosti, in so ključnega pomena, da lahko podjetje po potrjeni prisilni poravnavi uspešno posluje (je kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobno).

K celovitemu in sistemskemu reševanju insolventnosti v podjetju prispevajo številni tako zunanji kot tudi notranji dejavniki. V doktorski disertaciji se osredinjamo na ključne dejavnike, ki smo jih navedli, pri čemer se zavedamo, da uspešno reševanje problematike insolventnosti zahteva veliko dobre komunikacije z vsemi deležniki

družbe, kajti od slednjih je odvisna usoda podjetja. Psihološki vidik, ki vključuje komunikacijo, odnose z javnostjo, čustveno inteligenco posloводства in sposobnost sodelovanja z drugimi strokovnjaki, je prav tako pomemben notranji dejavnik, ki vpliva na uspešnost prisilne poravnave.

Slika 1: Pregled dejavnikov, ki vplivajo na uspešno izvedeno prisilno poravnavo

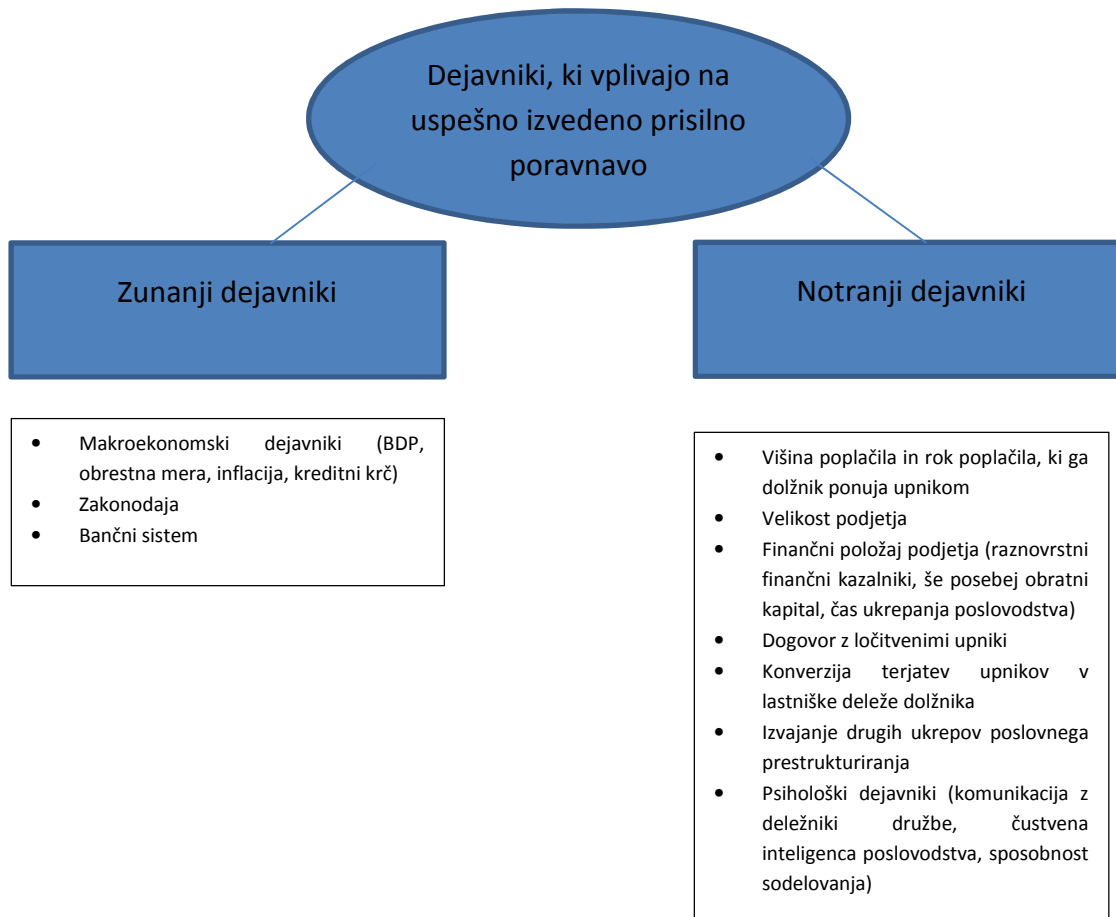


Tabela 1: Pregled literature s področja insolvenčnih postopkov in reševanja krize v podjetju

Avtor in leto	Poglavitne ugotovitve raziskav
	<b>1. Likvidacija in stečaj</b>
Haugen in Senbet (1978, 1988)	Likvidacija kot proces prodaje premoženja podjetja (bodisi v paketu ali posamično) je neodvisna od načina, kako se podjetje financira. Likvidacija in stečaj sta neodvisna postopka. Visokoproduktivno podjetje z visoko zadolženostjo lahko preživi kot »going concern«, medtem ko je lahko nedonosno podjetje, ki ni popolnoma nič zadolženo, likvidirano.
White (1989)	Zaradi konfliktov med upniki, ki delujejo samo za svoj interes, se nekatera dobičkonosna podjetja znajdejo v stečaju, medtem ko nekatera nedobičkonosna podjetja še naprej »životarijo«.
	<b>2. Prestrukturiranje obveznosti in dogovorna/zunajsodna poravnava</b>
Haugen in Senbet (1978, 1988)	Stroški reševanja finančne krize v podjetju so vezani na stroške formalne reorganizacije prek sodišča ali na transakcijske stroške neformalne reorganizacije prek finančnih trgov ali dogovorne poravnave. Pri določitvi kapitalskih struktur o reorganizaciji podjetja vloga transakcijskih stroškov in stroškov stečaja ni pomembna.
Jensen (1989)	Reorganizacija bo potekala zunaj sodišč, ker visoki potencialni stroški formalne reorganizacije spodbujajo deležnike družbe k reševanju podjetja zunaj sodišč in formalnih postopkov.
Gilson, John in Lang (1990)	Čim višji je delež neopredmetenih osnovnih sredstev, čim večji je dolg do bank in čim manjše število upnikov, tem večje so možnosti za uspešno zunajsodno prestrukturiranje oziroma dogovorno poravnavo.
	<b>3. Potencialne ovire za zunajsodno reorganizacijo</b>
Senbet in Seward (1995), povzeto po Giammarino (1989)	Notranji deležniki družbe (poslovodstvo, lastniki, zaposleni) vedo več o realni vrednosti podjetja, pri čemer zunanji deležniki (upniki) zaradi asimetričnosti informacij najboljšo rešitev vidijo v formalnem prestrukturiranju, četudi slednje povzroči občutno več stroškov kakor pa dogovorna poravnava.
Senbet in Seward (1995)	V procesu prestrukturiranja je izjemno težko doseči enoten sporazum z vsemi upniki, kar se imenuje problem »hold-out« oziroma »free-rider«. Ta se pojavi, kadar nekateri imetniki obveznic ne želijo konvertirati svoje terjatve v osnovni kapital družbe in pri tem zahtevajo v poplačilo celotno glavnico obveznice, kar

	pa seveda ogrozi celotno finančno prestrukturiranje.
	<b>4. Makroekonomski dejavniki, ki vplivajo na finančno prestrukturiranje</b>
Archambault in Laverdièr (2005)	Statistična obravnava povezav med eksogenimi spremenljivkami in endogeno spremenljivko je pokazala, da je pri določanju števila insolvenčnih postopkov najpomembnejša vloga kratkoročne obrestne mere. Znižanje slednje je namreč zaradi nižjih stroškov financiranja za podjetja povzročila skoraj 35-odstotni padec števila začetih postopkov zaradi insolventnosti. Dobički podjetij kot delež BDP pojasnjujejo petnajst odstotkov sprememb v številu insolvenčnih postopkov, medtem ko BDP malo manj kot deset odstotkov.
Sharabany (2004)	Analizira lastnosti podjetij v Izraelu, ki so bila v postopku stečaja, in ugotavlja, da so bile za večino podjetij, ki so šla v stečaj v obdobju 1990–2002, značilne podobne lastnosti; to so bila manjša, večinoma neizvozna podjetja in njihova možnost, da povečajo kapital ali dolg, je bila vezana le na domači bančni sistem.
Gaffeo in Santoro (2009)	Obstaja dolgoročna povezava med stečaji podjetij, trendom outputa, obrestno mero in mero nepričakovane inflacije.
	<b>5. Zakonodaja in insolvenčni postopki</b>
Succurro (2008); Pindado, Rodrigues in de la Torre (2008)	Stopnja sofisticiranosti insolvenčne zakonodaje in učinkovitost slednje sta pozitivno povezani s stopnjo investicij v BDP.
Armour (2003)	Med strogostjo insolvenčne zakonodaje za fizične osebe in stopnjo financiranja tveganega kapitala je negativna korelacija, kajti čim strožja je insolvenčna zakonodaja (v primeru fizičnih oseb), tem manjša je stopnja investiranja tveganega kapitala.
Tarantino (2009)	Posojilodajalci – investitorji niso pripravljeni toliko tvegati v primeru milejše insolvenčne zakonodaje, ker slednja pomeni večji moralni hazard in večje tveganje, da bodo upniki v primeru insolventnosti dovolj dobro poplačani. Zaradi omejenih sredstev mora podjetnik posledično izbrati projekt kratkoročne narave.
Ayotte in Skeel (2009)	Reševanje podjetja na podlagi postopka, ki je v skladu z insolvenčno zakonodajo, je v primerjavi s posredovanjem države z davkoplačevalskim denarjem v večini primerov izjemno učinkovito. Reševanje podjetij z davkoplačevalskim denarjem povečuje negotovost in moralni hazard ter zmanjšuje spodbujanje zasebnih deležnikov za reševanje

	podjetja.
	<b>6. Vpliv bank na potek postopka zaradi insolventnosti</b>
Levine (1998)	Razlike v pravnih sistemih med državami ter razlike v učinkovitosti uveljavljanja in izvrševanja zakonitih pravic upnikov pojasnjujejo več kot polovico razlik med državami v razvitosti bančnega sektorja.
Franks in Sussman (2003)	Ključni nadzor nad dolžnikovo prihodnostjo večinoma izvajajo bančni upniki.
Davydenko in Franks (2006)	Banke bistveno prilagajajo svojo posojilno in reorganizacijsko prakso nacionalni insolvenčni zakonodaji, kar je razvidno predvsem iz zahtev za zavarovanje kreditov, ki jih banke odobrijo.
	<b>7. Dejavniki, ki vplivajo na potek finančnega prestrukturiranja:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Velikost podjetja</b></li> </ul>
Sun (2010)	Velika podjetja so po navadi dobro razvita in poslujejo relativno stabilno, zaradi česar ne zaidejo v finančno krizo tako hitro, kakor pa se to lahko zgodi v manjših podjetjih. Vendar, kadar se velika podjetja znajdejo v krizi, je to signal za zelo resno situacijo, pri čemer je za velika podjetja treba zagotoviti mnogo več resursov za prestrukturiranje dolgov.
Constantini (2009)	Evolucija insolvenčne zakonodaje v Italiji je tesno povezana s poslovanjem velikih in nacionalno pomembnih podjetij.
Sengupta in Faccio (2011)	Velikost podjetja je pomembna determinanta pri uspešnosti finančnega prestrukturiranja.
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Finančni položaj podjetja</b></li> </ul>
Back et al. (1996)	Različne metode namreč zahtevajo uporabo različnih finančnih kazalnikov, vendar se kljub temu pri vseh uporabljenih metodah likvidnost izkaže kot eden izmed najpomembnejših dejavnikov napovedovanja stečajev. Do tega prihaja predvsem zato, ker je uporabljenih mnogo neodvisnih spremenljivk, ki se nanašajo na likvidnost.
Branch in Xu (2008)	Altmanov model (model Z-Score) je dober instrument za napovedovanje uspešnosti poslovanja podjetij po izvedeni reorganizaciji.
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Metoda konverzije terjatev upnikov v lastniške deleže insolventnega podjetja – lastniško prestrukturiranje</b></li> </ul>
Fuller (1940)	Sanacija ameriških železnic je ključna za oblikovanje metode konverzije kot uspešnega načina prestrukturiranja prezadolženega podjetja. Na primeru

	<p>železnic je to potekalo tako, da je bilo premoženje dano v upravljanje prejemniku, ki je deloval v korist upnikov, ki so imeli v lasti neplačane zapadle obveznice železnic. Z vidika upnikov, torej imetnikov obveznic, je imenovanje prejemnika pomenilo prednost, ker so lahko dolžniku odvzeli s hipoteko obremenjeno premoženje in s tem omogočili prihodke v času, ko je potekala dokonča prodaja premoženja.</p>
--	--

## 1.2 Namen, cilji in teza doktorske disertacije

**Namen** doktorske disertacije je analizirati potek reševanja podjetja na podlagi postopka prisilne poravnave, ki je eden izmed formalnih postopkov zaradi insolventnosti v Sloveniji. Hkrati je namen doktorske disertacije identificirati in analizirati ključne dejavnike uspešno izvedene prisilne poravnave. Analizirali smo dejavnike, ki vplivajo na potrditev prisilne poravnave, in nato tudi dejavnike, ki vplivajo na dokončno poplačilo upnikov in zaključek prisilne poravnave, torej dolgoročno preživetje podjetja.

**Cilji** doktorske disertacije so naslednji:

- ugotoviti, kateri so ključni dejavniki, ki vplivajo na uspeh prestrukturiranja s postopkom prisilne poravnave;
- ugotoviti, katere so ključne ovire, na katere naletijo podjetja pri reševanju finančne krize na podlagi prisilne poravnave;
- ugotoviti, kako učinkovita je slovenska zakonodaja pri reševanju krize v podjetju.

**Osrednje raziskovalno vprašanje** se glasi:

Kateri so ključni dejavniki, ki vplivajo na uspešno izglasovano prisilno poravnavo in pozneje tudi na uspešen zaključek prisilne poravnave ter s tem rešitev krize v podjetju?

Načrtovanje raziskave poteka sistematično po korakih, pri čemer Kumar (2005) priporoča splošni raziskovalni model, ki je sestavljen iz dveh delov, načrtovanja in izvedbe raziskave. V okviru načrtovanja je predvidenih pet faz, skozi katere mora iti raziskovalec, če želi oblikovati dobro raziskavo. Zastavljeni cilji in osrednje raziskovalno vprašanje so temelj vsake raziskave, saj s tem opredelimo, kaj bomo sploh raziskovali.

V naslednji fazi smo izdelali koncept raziskave, ki nam bo v pomoč pri iskanju odgovora na raziskovalno vprašanje. Pri tem smo opredelili osnovno tezo, ki se navezuje na osrednje raziskovalno vprašanje doktorske disertacije. Teza se glasi:



**Ključna dejavnika za potrditev prisilne poravnave sta dogovor z navadnimi in ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev (finančno prestrukturiranje) ter konverzija terjatev v lastniške deleže ali prevzem upravljanja podjetja na strani upnikov (lastniško prestrukturiranje). Za zaključek prisilne poravnave in s tem dokončno poplačilo upnikov pa je poleg omenjenih dejavnikov še ključno izvajanje ukrepov poslovnega prestrukturiranja.**

V okviru preveritve osnovne teze smo preverili več različnih hipotez, ki smo jih razdelili na dva sklopa glede na metodologijo, s katero smo hipoteze preverjali. Na tem mestu navajamo zastavljene hipoteze, medtem ko raziskavo natančneje predstavljamo v poglavju 6, rezultate raziskave pa v poglavju 7.

### 1. sklop – kvantitativne metode raziskovanja

H<sub>1</sub>: Gibanje makroekonomskih kazalnikov vpliva na število potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1a</sub>: Upadanje gospodarske rasti vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1b</sub>: Znižanje inflacije vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1c</sub>: Znižanje obrestne mere vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>2</sub>: Na predlagani rok za poplačilo upnikov vplivajo višina poplačila, velikost podjetja in višina obratnega kapitala (na presečni dan pred prisilno poravnavo).

H<sub>3</sub>: Ključne značilnosti, ki ločijo podjetja, pri katerih je prisilna poravnava bila potrjena, in tista, pri katerih prisilna poravnava ni bila potrjena, so višina obratnega kapitala, rok za poplačilo navadnih upnikov, predlagan v načrtu finančnega prestrukturiranja, in višina predlaganega poplačila.

### 2. sklop – kvalitativne metode raziskovanja

H<sub>4</sub>: Za dolgoročno sanacijo družbe je treba izvesti hkrati finančno, lastniško in poslovno prestrukturiranje.

H<sub>4a</sub>: Za uspešno dokončno poplačilo upnikov iz prisilne poravnave mora dolžnik poleg dogovora z navadnimi upniki doseči tudi dogovor z ločitvenimi upniki glede prestrukturiranja njihovih terjatev tako, da dolžnik doseže vzdržan dolg (finančno prestrukturiranje).

H<sub>4b</sub>: Konverzija terjatev v lastniške deleže ali prevzem upravljanja (bodisi po 144., 199. a- ali 199. b-členu) omogoča družbi uspešno dokončno prestrukturiranje.

H<sub>4c</sub>: Poslovno prestrukturiranje v smislu izvajanja vseh ukrepov, navedenih v načrtu finančnega prestrukturiranja, je odvisno od višine obratnega kapitala, ki je družbi na voljo, in je nujno za dolgoročno sanacijo družbe.

H<sub>5</sub>: Dobra komunikacija med poslovodstvom družbe, upniki, upraviteljem in drugimi deležniki družbe ter pripravljenost vseh deležnikov družbe za reševanje insolventnega podjetja omogočajo uspešno dolgoročno sanacijo slednjega.

### **1.3 Raziskovalne metode**

Kakor smo navedli pri hipotezah, smo raziskovanje razdelili v dva sklopa, in sicer na preverjanje hipotez s kvantitativnimi metodami in preverjanje hipotez s kvalitativnimi metodami raziskovanja. Za tak način smo se odločili zaradi problematike, ki jo proučujemo v doktorski disertaciji, in zaradi dejstev, ki jih navaja Myers (2009, str. 11), da je zelo dobra raziskava tista, v kateri raziskovalec naredi več stvari; na primer uporabi več kot le eno raziskovalno metodo, uporabi več tehnik pridobivanja podatkov ali kombinira kvalitativne in kvantitativne raziskovalne metode v eni raziskavi. Uporabo različnih tehnik in metod v eni študiji imenujemo triangulacija, ki omogoča še višjo kakovost raziskave, ker prispeva k obravnavanju problematike iz več različnih perspektiv in hkrati k doseganju večje celovitosti in objektivnosti študije.

#### 1. sklop – kvantitativne metode raziskovanja

Kljub temu da so statistične enote pri hipotezah od H<sub>1</sub> do H<sub>3</sub> različne, se slednje nanašajo na obdobje od začetka prisilne poravnave do formalne potrditve ali zavrnitve prisilne poravnave. Podatki, dostopni za večje število podjetij, se nanašajo na čas od začetka postopka prisilne poravnave do potrditve/zavrnitve slednje, kar omogoča preverjanje hipotez s kvantitativnimi metodami raziskovanja.

Domneve od H<sub>1a</sub> do H<sub>1c</sub> smo preverjali z enostavno linearno regresijsko analizo. Ta metoda je namenjena analizi odvisnosti med eno odvisno (število potrjenih prisilnih poravnav) in eno neodvisno spremenljivko (BDP/inflacija/obrestna mera). Pri tem metoda omogoča tudi ugotoviti smer, obliko in jakost odvisnosti. Kakovost izračunane regresijske funkcije ugotavljamo s F-testom, statistično značilnost njenih regresijskih koeficientov pa s t-testom. Kadar na vrednost ene odvisne spremenljivke vpliva več dejavnikov oz. spremenljivk, pa govorimo o multipli regresiji. S to metodo smo preverjali domnevo H<sub>2</sub>. Pri multipli regresiji kakovost regresijske funkcije prav tako preverjamo s F- in t-testom, vendar pri tej metodi opazujemo multipli korelacijski koeficient, ki kaže jakost odvisnosti med odvisno (v našem primeru pri hipotezi H<sub>2</sub> je odvisna spremenljivka rok za poplačilo upnikov) ter neodvisnimi spremenljivkami (višina poplačila, velikost podjetja in višina obratnega kapitala), in multipli determinacijski koeficient, ki predstavlja delež variance v odvisni spremenljivki, ki je pojasnjena z variabilnostjo v neodvisnih spremenljivkah.

Ena izmed multivariatnih metod je tudi diskriminantna analiza, s katero smo preverjali domnevo  $H_3$ . Z diskriminantno analizo smo ugotavljali in pojasnjevali razlike med dvema skupinama, in sicer med skupino podjetij, nad katerimi je bila prisilna poravnava potrjena, in skupino podjetij, nad katerimi prisilna poravnava ni bila potrjena in se je končala s stečajem. Odvisna spremenljivka je v primeru hipoteze  $H_3$  potrjenost prisilne poravnave. Opisno spremenljivko, po kateri smo podjetja razvrščali v skupine, smo merili na nominalni skali, in sicer 1 = potrjenost prisilne poravnave, 2 = nepotrjenost. Neodvisne spremenljivke so višina obratnega kapitala, rok za poplačilo upnikov, višina poplačila, velikost podjetja in koeficient kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev. Da bi ugotovili, katere spremenljivke prispevajo največ k razlikovanju med dvema skupinama enot, smo oblikovali novo spremenljivko – diskriminantno funkcijo, oblikovano tako, da se vrednosti enot, izračunane z diskriminantno funkcijo, v obeh skupinah med seboj v največji možni meri razlikujejo. Analiza variance bi za tako oblikovane nove vrednosti enot pokazala značilne razlike med povprečnima vrednostma proučevanih skupin. V okviru diskriminantne analize se za ugotavljanje učinkovitosti diskriminantne funkcije uporablja statistika Wilksova lambda. Pri tej metodi potekajo tri analize ocenjevanja relativnega pomena spremenljivk pri razlikovanju med skupinama: analiza razlike v aritmetični sredini spremenljivk med skupinami, analiza standardiziranih koeficientov in diskriminantnih uteži (Bastič 2006, str. 32–34; Kastelec in Košmelj 2008, str. 1, 2).

## 2. sklop – kvalitativne metode raziskovanja

Podatki, ki bi omogočali kvantitativno proučitev uspešno dokončanih prisilnih poravnav, kar pomeni dokončnega poplačila upnikov, so za velike vzorce izjemno težko dosegljivi tako časovno kakor stroškovno, poleg tega pa bi nas pri tem oviralo tudi načelo poslovne skrivnosti, kar pomeni, da posloводства podjetij niso pripravljena razkriti omenjenih podatkov. Hkrati pa je samo s kvantitativnimi metodami raziskovanja težje proučevati globino problema, ker so slednje namenjene velikim vzorcem in se osredinjajo na »širino«. Zaradi tega smo se odločili, da v drugem delu raziskave pri preverbi hipotez od  $H_4$  do  $H_5$  uporabimo kvalitativne metode raziskovanja, natančneje študijo primera. Uporabili smo multiplo študijo primera, ker smo obravnavali več kot dejansko le en primer. Študija primera se kot pojem uporablja pri raziskovanju pojavov na podlagi proučevanja posameznih primerov:

1. družbenih entitet,
2. družbenih procesov in postopkov,
3. proizvodov materialne in duhovne kulture.

Omenjeni primeri se proučujejo v njihovem realnem življenjskem kontekstu tako, da se o posameznem primeru zberejo podatki iz različnih virov in z različnimi metodami. Primer se nato podrobno in celovito opiše ter analizira, na tej osnovi sledijo oblikovanje teoretičnih pojmov, pojasnitev in posplošitev (generalizacija) ali pa

pojasnitve značilnosti posameznih primerov, njihovega razvoja in procesov (specifikacija). Pomenov študije primera je več. Najpreprostejša ideja »primera« je, da je slednji opisan kot splošnejša kategorija. To pomeni, da je opis posameznega primera namenjen oblikovanju določenih ugotovitev o problematiki na splošnejši ravni (Mesec 2012; Yin 2003, str. 13, 14).

V doktorski disertaciji so bile poleg že naštetih metod raziskovanja uporabljene še naslednje metode: metoda deskripcije, komparativna metoda in metoda kompilacije.

#### **1.4 Predpostavke in morebitne omejitve**

Pri izvajanju raziskave smo izhajali iz predpostavke, da je prisilna poravnava metoda reševanja krize v podjetju, zato je tako za upnike kakor za dolžnika ugodnejša od stečaja. Predpostavljali smo, da so bili interesi menedžmenta v vzorcu proučevanih podjetij izključno reševanje krizne situacije in insolventnosti. Predpostavljali smo, da se menedžment vede kot dober gospodarstvenik in poskuša čim boljše rešiti podjetje, ki je v krizi. Pri tem smo izključili kakršnekoli špekulacije za namerno oz. naklepno oškodovanje upnikov. Predpostavljali smo, da so podjetja, zajeta v vzorec, izključno podjetja, v katerih je menedžment deloval s skrbnostjo poslovnofinančne stroke in zaradi odgovornosti po ZFPPIPP predlagal prisilno poravnavo.

V raziskavi smo se pri izbiri vzorcev omejili na podjetja v Sloveniji. Druge omejitve so bile predvsem časovne in stroškovne. Časovne so bile z vidika časovnega okvira, namenjenega pisanju doktorske disertacije in pridobivanju podatkov za raziskavo. Stroškovne omejitve pa so bile z vidika razpoložljivih sredstev, ki so nam bila na voljo za izvedbo raziskave (različni plačljivi podatkovni viri, zbirke podatkov ipd.). Omejitve so bile tudi poslovne skrivnosti, zaradi katerih nismo mogli razkriti imen ali natančnih zneskov pri posameznih primerih.

#### **1.5 Struktura doktorske disertacije**

Doktorska disertacija je razdeljena v dva dela. Prvi je teoretični in je namenjen predstavitvi krize v podjetju, opisu pomembnih značilnosti postopka prisilne poravnave ter predstavitvi ključnih zunanjih in notranjih dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost prisilnih poravnav. V teoretičnem delu se večinoma opiramo na literaturo in izsledke raziskovalcev s področja postopkov zaradi insolventnosti.

Drugi del doktorske disertacije pa je empirični in temelji na predstavitvi naše raziskave. V tem delu opredeljujemo hipoteze in metode, s katerimi smo slednje preverjali. Raziskovanje v zvezi z zastavljenimi hipotezami smo razdelili na dva sklopa, in sicer preveritev hipotez s kvantitativnimi in preveritev hipotez s kvalitativnimi metodami raziskovanja. Rezultate, izsledke raziskave in možne prihodnje implikacije dela predstavljamo v sklepnih ugotovitvah.

## 2 KRIZA V PODJETJU

### 2.1 Značilnosti krize

Dubrovski (2004, str. 18, 19) navaja krizo kot kratkotrajno neugodno, nezaželeno in kritično stanje v podjetju, nastalo tako zaradi zunanjih kakor tudi notranjih vzrokov, ki neposredno ogroža nadaljnji obstoj in razvoj podjetja. Z nastankom krize je menedžment v podjetju soočen s številnimi značilnostmi izrednih razmer, ki zahtevajo nekoliko drugačen pristop k vodenju podjetja, kot velja za normalne razmere. Značilnosti krize so:

- močno omejen razpoložljiv čas za odločanje;
- odločanje v razmerah, ki so presenetile ali celo šokirale;
- dopustnost napačnih odločitev je minimalna ali pa je ni;
- celotno dogajanje je pospešeno, stroški (cena) sredstev in časa so povečani;
- večpodročna in večsmerna posledičnost posamezne odločitve;
- omejena sredstva, na katera se je mogoče pri izbiri ukrepov nasloniti;
- intenzivnejši notranji in zunanji nadzor nad odločitvami.

Coombs (2007, str. 1) krizo opredeljuje kot resno grožnjo poslovanju, ki lahko pusti hude negativne posledice, če se njenega reševanja ne lotimo pravilno in pravočasno. V kriznem menedžmentu predstavlja grožnja potencialno nevarnost, ki jo povzroči kriza, in vpliva na delovanje organizacije, njenih deležnikov ali celotne panoge. Grožnje, ki jih izzove kriza, se lahko delijo na grožnje javne varnosti, finančnih izgub ali izgube ugleda. Kriza povzroči motnje v poslovanju družbe, ki se nato odražajo v padcu prihodkov, izgubi tržnega deleža, različnih tožbah in vsesplošno v finančni izgubi.

Bergant (2000, str. 2) meni, da je kriza podjetja stanje, ki je rezultat neželenega procesa, v toku katerega so se uspešnostni potenciali razvili tako neugodno, da je ogrožen gospodarski obstoj podjetja. Pri ogroženosti obstoja podjetja gre torej za ogroženost uresničevanja dominantnih ciljev podjetja: večanja vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala ob istočasnem zagotavljanju plačilne sposobnosti. Kot dominantni so seveda lahko postavljeni tudi kateri drugi cilji, kar je odvisno zlasti od vrste podjetja, njegovih lastnikov in okolja. Kriza torej načinja temeljne cilje, vizijo in poslanstvo gospodarske družbe.

Podjetja se znajdejo v različnih krizah, pri čemer poskušajo opredeliti probleme, s katerimi se soočajo, na različne načine. V literaturi se tako najpogosteje uporabljajo štiri pojmi: neuspeh (angl. *failure*), nesolventnost/insolventnost (angl. *insolvency*), neodplačevanje dolga (angl. *default*) in stečaj (angl. *bankruptcy*). Čeprav se pojmi največkrat pojavljajo povezano, pa je njihova razlaga različna. Ekonomski neuspeh pomeni, da podjetje ni več zmožno s prihodki pokriti vseh stroškov, vključujoč strošek virov financiranja. Taka podjetja lahko nadaljujejo poslovanje kljub ekonomski

neuspešnosti, vendar samo, dokler so upniki pripravljene zagotoviti nove vire sredstev in lastniki pripravljene sprejemati podpovprečne donose na vloženi kapital. Nesolventnost oziroma insolventnost pa pomeni nezmožnost poravnavanja tekočih zapadlih obveznosti. Lahko pomeni začasno nezmožnost plačevanja, lahko pa je znak ekonomskega neuspeha, ki vodi v finančni propad podjetja oziroma zakonsko predpisan stečaj. Tehnično neodplačevanje dolga (angl. *technical default*), ki nastane, ko dolжник krši dogovor s kreditodajalcem, je temelj za zakonske ukrepe. Običajno so tovrstne kršitve del pogajanj, vendar pa so obenem tudi znak poslabševanja poslovanja podjetja. Tovrstna dejanja se običajno uredijo zunaj sodišč in so le redko pogoj za pravni postopek (Andrašec 2002, str. 5, povzeto po Altman 1993, str. 3; Hopper 1990, str. 421).

Tabela 2: Vrste krize glede na časovno razsežnost

Vrsta cilja	Kratkoročni vidik	Dolgoročni vidik
Vrednost podjetja	uspešnostna kriza	strateška kriza
Plačilna sposobnost	kriza kratkoročne plačilne sposobnosti	kriza dolgoročne plačilne sposobnosti

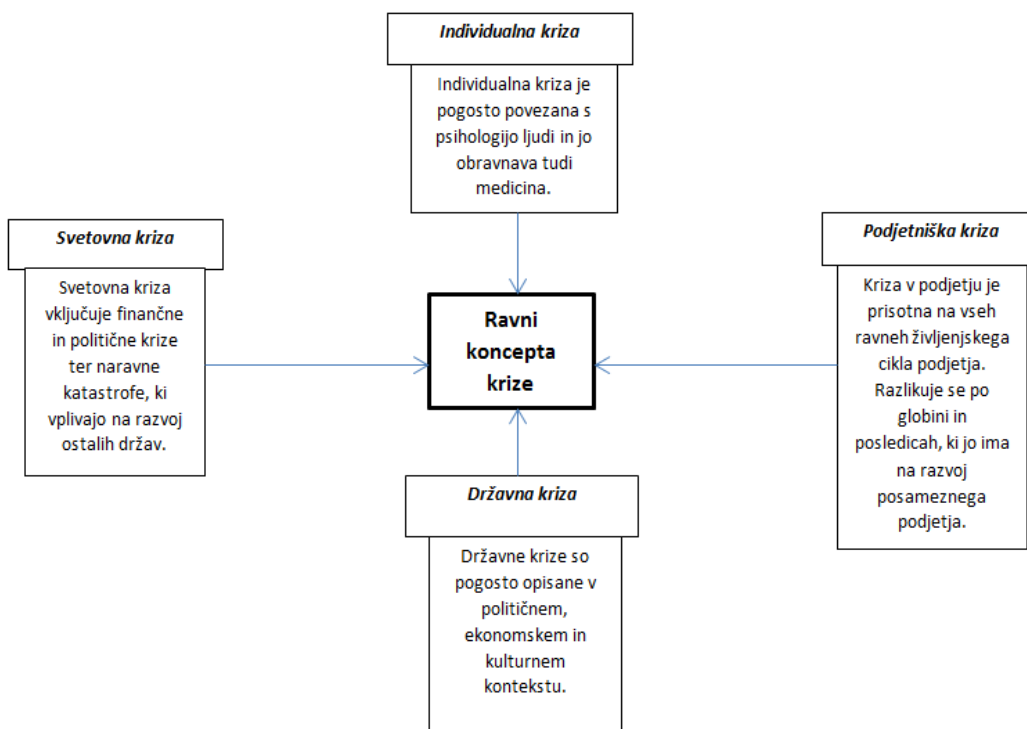
Vir: Prirejeno po: Bergant (2000, str. 3)

Vse vrste krize prej ali slej neposredno ali posredno prek uspešnostne krize pripeljejo do krize plačilne sposobnosti podjetja, torej do položaja, za katerega so značilne finančne težave in ki ga tudi različni pravni redi običajno uravnava s tako imenovano insolvenčno zakonodajo. Krize so torej med seboj povezane (tabela 2).

V kriznih situacijah se morajo menedžerji soočiti s plazom negativnih dogodkov, medtem ko poskušajo rešiti družbo pred popolnim uničenjem. Termin kriza se nanaša na vsako neželjeno, nepričakovano, skorajda neobvladljivo situacijo, ki povzroči vsesplošno paniko in negotovost (Boin, Kofman-Bos in Overdijk 2004, str. 111).

Koncept krize lahko razdelimo na različne ravni (slika 2): individualno krizo (osebno psihološko krizo), podjetniško krizo (v kateri sta ogrožena nadaljnje poslovanje in razvoj podjetja), krizo na državni ravni (pri čemer je po navadi govor o politični, gospodarski in kulturni krizi) ter na svetovno krizo (ta lahko vključuje poleg že omenjene gospodarske in politične krize tudi naravne katastrofe). V doktorski disertaciji se osredinjamo na podjetniško krizo in njeno reševanje.

Slika 2: Ravni koncepta krize

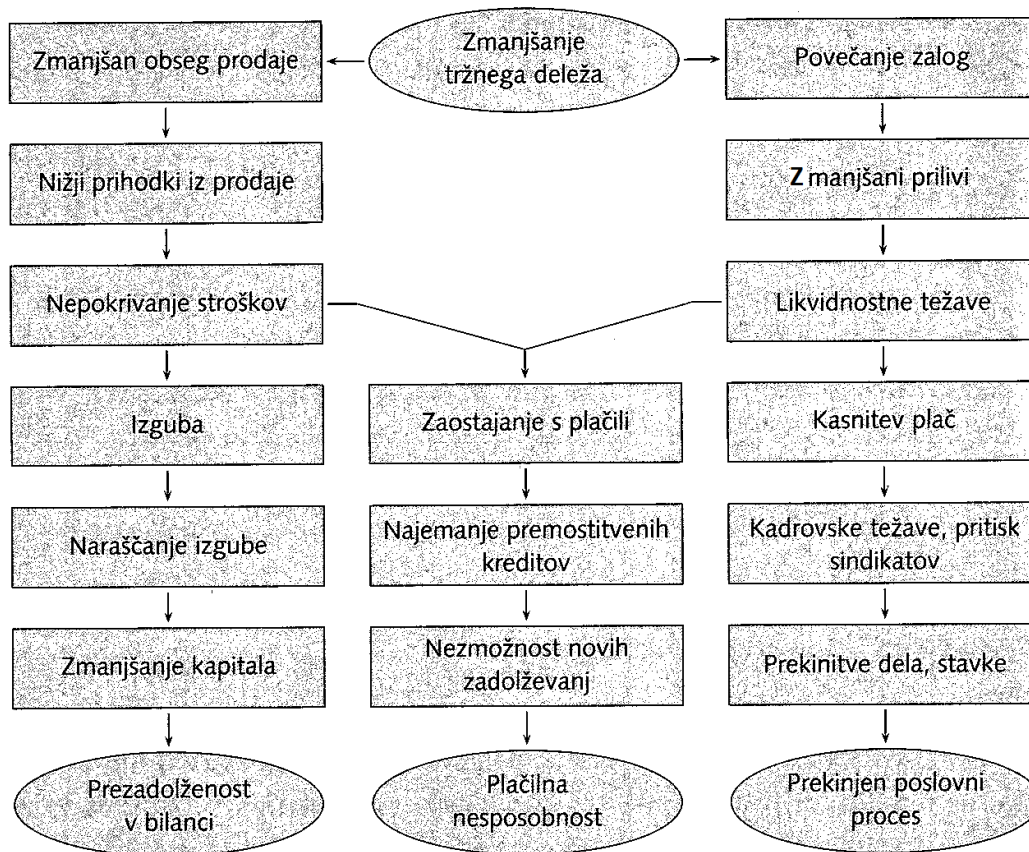


Vir: Prirejeno po: Valackiene (2011, str. 80)

## 2.2 Vzroki za nastanek krize

Kadar poskušamo rešiti problem, moramo vedeti, zakaj in kako je problem nastal, torej je treba ugotoviti vzroke za njegov nastanek. Prav tako je v podjetjih. Kriza v podjetju je posledica zunanjih in notranjih vzrokov. Pomembno je razlikovati med simptomi krize in vzroki zanjo. Simptomi zgolj kažejo ali napovedujejo krizno stanje, so tako rekoč pokazatelji, da nekaj v podjetju ne deluje pravilno (slika 3). Vzroki pa so na primer slabo vodenje, slaba finančna politika in trženje, slaba kadrovska politika ipd. V kriznem menedžmentu je velik poudarek na ugotavljanju in analiziranju vzrokov za krizno situacijo v podjetju, tako da je pozneje lažje poiskati možne rešitve za nastale probleme.

Slika 3: Primer simptomov krize



Vir: Dubrovski (2004, str. 32)

Glede na sliko 3 bi lahko vzroke krize prikazali višje od simptomov. Primer: Vzrok za zmanjšanje obsega prodaje je lansiranje nekakovostnega izdelka na trg, pri čemer je razočaranje kupcev vplivalo na zmanjšanje konkurenčnosti podjetja na trgu, in tako je posledično prišlo do zmanjšanja tržnega deleža. Vzroki kriz v podjetjih so številni, pri čemer jih ekonomisti različno razvrščajo.

Vzroke za nastanek krize je mogoče razdeliti na zunanje in notranje (tabela 3). Zunanji vzroki kriz so tisti, ki so nastali neodvisno od podjetja, torej so nastali v okolju, kjer podjetje deluje. Take vzroke po navadi označujemo kot objektivne ali eksogene. Notranji vzroki krize pa so tisti, ki so nastali v podjetju, zato jih označujemo kot subjektivne ali endogene. Mitroff, Pauchant in Shrivastava (1988, str. 86) delijo vzroke za nastanek krize še na tehnično-ekonomske in družbenoorganizacijske. V tabeli 4 so navedeni zunanji in tehnično-ekonomski, medtem ko so med naštetimi notranjimi vzroki tudi taki, ki izvirajo z družbenoorganizacijskega področja (primer: nezadostna komunikacija med zaposlenimi in težave na kadrovskem področju).



Tabela 3: Primeri zunanjih in notranjih vzrokov krize v podjetju

Zunanji vzroki	Notranji vzroki
Vsesplošno razširjeni uničujoči okoljski dejavniki (naravne nesreče)	Okvara/napaka na proizvodu/storitvah
Spremembe na tržišču	Neustrezna usposobljenost menedžmenta
Spremembe v panogi (sovražni in neuspeli prevzemi, panožna kriza ipd.)	Nezadostna komunikacija med zaposlenimi
Splošna gospodarska kriza	Nekonkurenčni tržni položaj
Politične spremembe (protekcijem, vojne napetosti, zakonske spremembe ipd.)	Težave na kadrovskem področju (kadrovanje mimo načel strokovnosti in primernosti oseb, neučinkovito motiviranje zaposlenih ipd.)
Makroekonomski ukrepi (cena virov financiranja, devizni tečaj, carinski ukrepi ipd.)	Neučinkovita finančna funkcija (premajhno notranje financiranje, neuspešno upravljanje finančnih virov ipd.)

Vir: Prirejeno po: Dubrovski (2004, str. 33–38); Mitroff, Pauchant in Shrivastava (1988, str. 86)

Vzroke krize v podjetju pa lahko delimo tudi na naslednji način (Bergant 2000, str. 3, povzeto po Ivanjko 1997, str. 961):

- pomanjkljivosti ob ustanovitvi podjetja;
- nenavadni in nepričakovani dogodki;
- zunajpodjetniške okoliščine;
- medpodjetniški vzroki;
- organiziranost in kadri.

Koletnik (1992, str., 9, 10) navaja, da so izvori krize možni na naslednjih področjih:

- pri podjetnikih in menedžerjih; vzrok je v njihovi nesposobnosti, špekulacijah, družinskih problemih, boleznih in pomanjkanju sposobnosti vodenja;
- v konstituciji podjetja; ti vzroki so pravnega značaja in se kažejo v davčnih posledicah, slabi organizaciji, slabem informacijskem sistemu in slabih odnosih z delojemalci;
- v elementih poslovnega uspeha; ti elementi zadevajo prodajo, investiranje, proizvodnjo in logistiko ter dobavo surovin;

- v elementih financiranja; to so finančni razlogi, ki vključujejo neustrezne prejemke ter pomanjkljivo koordinacijo prejemkov in izdatkov.

Tako kot je specifično vsako podjetje, so specifični tudi vzroki, zaradi katerih se posamezno podjetje znajde v krizi. Pomembno je, da se vodstvo podjetja zaveda potencialnih nevarnosti, ki bi lahko povzročile krizno situacijo. Za dolgoročno uspešno poslovanje podjetja je ključna vzpostavitev opozorilnega sistema, ki pravočasno signalizira nastanke latentnih oziroma prikritih kriz. Koletnik (ibid., str. 10, 11) deli opozorilni sistem na kontroling in presojo ekonomskega položaja podjetja. Slednja se nanaša na presojo zunanjih svetovalcev, ki objektivno ocenijo ekonomski položaj podjetja.

### **2.3 Insolventnost**

Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP)<sup>1</sup> v 13. členu opredeljuje finančno poslovanje kot zagotavljanje finančnih sredstev, upravljanje finančnih sredstev in njihovih virov ter razporejanje virov finančnih sredstev zaradi zagotavljanja pogojev za opravljanje gospodarske dejavnosti ali drugih poslov. V 28. členu ZFPPIPP sta določeni dve osnovni pravili poslovanja, ki jih mora uprava s skrbnostjo dobrega gospodarstvenika pri vodenju podjetja v vsakem trenutku upoštevati. To sta sposobnost kratkoročno poravnati zapadle obveznosti (likvidnost) in trajna sposobnost poravnavanja obveznosti podjetja (solventnost). Potencial, ki zagotavlja likvidnost, ne sme poseči v solventnost podjetja, to je dolgoročno sposobnost poravnavanja pričakovanih obveznosti. Če podjetje svojih obveznosti dolgoročno ni sposobno poravnati, lahko pride do prezadolženosti, to je do stanja, ko so obveznosti podjetja večje od premoženja podjetja.

Kadar obravnavamo postopke zaradi insolventnosti, moramo razlikovati med naslednjimi pojmi: plačilna sposobnost, kapitalska ustreznost, prezadolženost in insolventnost.

Plačilna sposobnost oziroma solventnost pomeni, da podjetje v vsakem trenutku in trajno razpolaga z denarnimi sredstvi v višini dospelih obveznosti za plačilo in da ima v

---

<sup>1</sup> V doktorski disertaciji se sklicujemo na Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (uradno prečiščeno besedilo – ZFPPIPP – UPB8, Uradni list RS, št. 13/2014 z dne 17. 2. 2014) z upoštevanjem Zakona o spremembah in dopolnitvah ZFPPIPP – ZFPPIPP-G (Uradni list RS, št. 27/2016 z dne 11. 4. 2016). V nadaljevanju rabimo kratico ZFPPIPP. Poleg tega se sklicujemo na člene omenjenega zakona, pri čemer posebej ne navajamo, da so povzeti iz ZFPPIPP. Kadar se sklicujemo na člene iz drugih zakonov, to tudi eksplicitno navajamo. ZFPPIPP ureja finančno poslovanje pravnih oseb, postopke zaradi insolventnosti tako nad pravnimi kot tudi fizičnimi osebami in postopke prisilnega prenehanja. ZFPPIPP, ki je bil prvič objavljen v Uradnem listu RS, št. 126/2007 z dne 31. 12. 2007, je nadomestil prejšnja dva zakona, in sicer Zakon o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod) in Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji (ZPPSL). ZFPPIPP je doživel že več dopolnitev.

primernem presežku denarna sredstva v znesku solventne rezerve (Gale Robežnik in Kruhar Puc 2005, str. 35). Plačilna sposobnost je pogoj in trajna naloga za doseganje poslovnega izida oziroma dobička. ZFPPIPP v 11. členu opredeljuje kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost:

- Kratkoročna plačilna sposobnost oziroma likvidnost je sposobnost podjetja, da v kratkem roku zagotovi sredstva za pravočasno plačilo obveznosti podjetja.
- Dolgoročna plačilna sposobnost oziroma solventnost je pravzaprav cilj, ki se realizira s stalno kratkoročno plačilno sposobnostjo v času delovanja podjetja. Če je bilo torej podjetje v svoji življenjski dobi trajno plačilno sposobno, je to dokaz o tem, da je stalno zagotavljalo svojo kratkoročno plačilno sposobnost. Dolgoročna plačilna sposobnost je trajna sposobnost podjetja izpolniti vse obveznosti ob njihovi zapadlosti.

Kapitalska ustreznost družbe je po ZFPPIPP (11. člen) zagotovljena, kadar je obseg njenih dolgoročnih virov financiranja zadosten glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je družba izpostavljena pri opravljanju teh poslov. ZFPPIPP v 32. členu določa, da mora družba tako stanje vedno zagotavljati. Kot dolgoročni viri financiranja so opredeljeni kapital (lastni vir financiranja) in obveznosti družbe (tuji dolgoročni viri financiranja), ki so primerni za kritje obveznosti iz poslovanja in izgub zaradi tveganja, ki jim je družba pri poslovanju izpostavljena. Kapitalska neustreznost (14. člen) nastopi, kadar je izguba tekočega leta skupaj s prenesenimi izgubami iz preteklih let dosegla polovico osnovnega kapitala in te izgube ni mogoče pokriti v breme prenesenega dobička in rezerv.

Prezadolženost je finančno stanje dolgoročne plačilne nesposobnosti, ko so sredstva podjetja manjša od njegovih dolgov. Gre za skrajno finančno stanje podjetja, za katero je značilno dvoje (Gale Robežnik in Kruhar Puc 2005, str. 37):

- premoženje podjetja ne zadošča več za plačilo obveznosti podjetja;
- vrednost lastnega kapitala podjetja je negativna (podjetje je torej kapitalsko skrajno neustrezno – nepokrita izguba presega vrednost drugih sestavin lastnega kapitala).

Beseda insolventnost oziroma insolvenca izvira iz latinske besede *insolventia*, ki pomeni neplačljivost, nezmožnost dolžnika, da bi poravnal obveznosti, prezadolženost, ustavitve plačil (Verbinc 1997, str. 301). Insolventnost je stanje, ko podjetje ne more več zagotavljati osnovnih pravil finančnega poslovanja (tj. likvidnosti in solventnosti), kar vodi do motenj v poslovanju, te pa prerastejo v dolgotrajno krizo, ki jo je treba »zdraviti« na področju poslovne sanacije ob sočasni podpori finančne reorganizacije. Slednje je uzakonjeno na način določitve postopkov zaradi insolventnosti, temelječih na insolvenčnem pravu, ki dolžniku dajejo zakonsko moč, predvsem pa priložnost sanacije tudi s pomočjo (in na račun) upnikov in drugih udeležencev podjetja (Zorin 2007, str. 192). Družba je torej insolventna, kadar je dolgoročno plačilno nesposobna

ali (in) trajneje nelikvidna (14. člen ZFPPIPP).<sup>2</sup> Če se ne dokaže drugače, za družbo velja naslednje:

- Trajneje je nelikvidna, če za več kot dva meseca zamuja z izpolnitvijo ene ali več obveznosti v skupnem znesku, ki presega 20 odstotkov zneska njenih obveznosti, izkazanih v letnem poročilu za zadnje poslovno leto pred zapadlostjo teh obveznosti. Družba je trajneje nelikvidna, če nima odprtega najmanj enega bančnega računa pri ponudnikih plačilnih storitev v Sloveniji in če po preteku 60 dni od pravnomočnosti sklepa o izvršbi obveznosti ni poravnala. Velja tudi (nasproten dokaz ni dovoljen), da je družba trajneje nelikvidna, če ima blokiran transakcijski račun več kot 60 dni skupaj ali pa s prekinitvami več kot 60 dni v obdobju zadnjih 90 dni pred presečnim dnevom<sup>3</sup> za več kot dva meseca zamuja:
  - s plačilom plač delavcem do višine minimalne plače ali
  - s plačilom davkov in prispevkov, ki jih mora izplačevalec obračunati ali plačati hkrati s plačilom plač delavcem.

Družba, nad katero je tekel postopek prisilne poravnave ali poenostavljene prisilne poravnave, ki je bil končan s pravnomočno potrditvijo prisilne poravnave ali poenostavljene prisilne poravnave, je trajneje nelikvidna, če za več kot dva meseca zamuja:

- s plačilom svojih obveznosti na podlagi potrjene prisilne poravnave ali poenostavljene prisilne poravnave ali
  - s plačilom svojih obveznosti do ločitvenih upnikov, ki so nastale pred začetkom postopka prisilne poravnave ali poenostavljene prisilne poravnave ali
  - z izvedbo drugih ukrepov finančnega prestrukturiranja, določenih v načrtu finančnega prestrukturiranja.
- Dolgoročno je družba plačilno nesposobna, če je vrednost njenega premoženja manjša od vsote njenih obveznosti, torej je prezadolžena, ali če je kapitalsko neustrezna.

Družba postane insolventna, kadar izpolnjuje vsaj enega izmed prej navedenih pogojev. Če poslovodstvo ugotovi, da je družba postala insolventna, mora v enem mesecu po nastanku insolventnosti nadzornemu svetu predložiti poročilo o ukrepih finančnega prestrukturiranja (35. člen). Poslovodstvo je torej dolžno začeti izvajati ukrepe za zagotavljanje kapitalске ustreznosti in sklicati skupščino (36. člen) ter ji

---

<sup>2</sup> 14. člen ZFPPIPP določa pogoje za nastanek insolventnosti, pri čemer so pogoji, ki jih navajamo v tem razdelku, samo za pravne osebe, medtem ko zakon določa tudi pogoje insolventnosti za fizične osebe.

<sup>3</sup> Presečni dan se nanaša na bilančni presečni dan, ki je zadnji dan zadnjega koledarskega trimesečja, ki se je končalo pred uvedbo postopka prisilne poravnave.

predlagati, naj sprejme ukrepe, opredeljene v poročilu o ukrepih finančnega prestrukturiranja.

Poročilo o ukrepih finančnega prestrukturiranja mora poleg opisa finančnega položaja družbe in analize vzrokov za insolventnost vsebovati tudi mnenje posloводства, ali obstaja najmanj 50-odstotna verjetnost, da bo mogoče uspešno izvesti finančno prestrukturiranje družbe tako, da bi družba znova postala plačilno sposobna (35. člen). Če tega mnenja ne more podati, mora v treh delovnih dneh po poteku enomesečnega roka predlagati stečaj (38. člen). Če pa je mnenje posloводства pozitivno in skupščina ne sprejme sklepa o povečanju osnovnega kapitala ali v roku niso vpisane in vplačane nove delnice, mora posloводство vložiti popoln predlog za prisilno poravnavo v treh mesecih po nastanku insolventnosti (39. člen).

## **2.4 Proces reševanja krize**

Slabosti v poslovanju in krizna žarišča moramo iskati mnogo prej, to je tedaj, ko je podjetje še dovolj zdravo. Velike krize se namreč vedno dogajajo v povezavi s številnimi manjšimi krizami znotraj podjetja in so običajno posledica starih neobvladljivih problemov. Kriza bo obvladljiva, ali pa se sploh ne bo razvila, če bomo pravočasno zaznali težave, odkrili vzroke zanje in jih odpravili. Delovanje v kriznih situacijah, reševanje težav in odpravljanje novega tveganja označujemo kot krizni menedžment oziroma krizno upravljanje.

Učinkovito krizno vodenje vključuje zmanjševanje morebitnega tveganja, preden slednje sproži negativne dogodke. Če se taki dogodki pojavijo, mora uspešen krizni menedžer za rešitev težav in preprečitev njihovega širjenja komunicirati s ključnimi interesnimi skupinami (z zaposlenimi, lastniki in drugimi deležniki družbe) ter razdeliti vloge pri reševanju problematike. Uspešen krizni vodja mora biti sposoben zaznati težave ter se nanje ustrezno odzvati v smislu organizacijske prilagoditve osnovnih predpostavk v podjetju kakor tudi v smislu vedenjskih in čustvenih odzivov (Pearson in Clair 1998, str. 10).

Z nastankom krize se podjetje sooča s številnimi značilnostmi izrednih razmer, ki zahtevajo drugačne prijeme in metode dela od običajnih. Vodilni menedžment se tako znajde v vlogi kriznega menedžmenta. Uspešen menedžment naj bi bil sposoben obvarovati podjetje pred krizo. Kriza je pokazala mnoge pomanjkljivosti vodenja podjetij in nepripravljenosti menedžmenta na krizne situacije. Krizo v podjetju povzročijo vodilni, ki nepravilno rešujejo manjše neuspehe, zaradi česar je treba pri reševanju spremeniti obstoječe pristope in metode vodenja podjetja.

Prizadevanja na področju kriznega menedžmenta so že od nekdaj zaostajala za drugimi ekonomskimi področji. Različni avtorji so že ob koncu osemdesetih in devetdesetih let prejšnjega stoletja ugotavljali, da so podjetja preslabo pripravljena na krizne situacije.

Na primeru 500 vzorčnih podjetij v ZDA leta 1986 jih polovica ni imela nikakršnih načrtov za primere kriznega vodenja. Raziskava iz leta 1988 je na vzorcu 1000 podjetij v ZDA pokazala, da je komaj 38 odstotkov teh podjetij imelo institucionalizirane enote za krizno vodenje (Pauchant, Mitroff in Lagadec 1991, str. 209–211; Valackiene 2011, str. 82). Prizadevanja na področju kriznega menedžmenta so avtorji razvrstili v specifične, vendar močno povezane skupine, in sicer v:

- strateška prizadevanja (integracija kriznega menedžmenta v proces strateškega načrtovanja, delavnice in izobraževanje na podlagi simulacij različnih vrst krize, diverzifikacija in portfeljske strategije ipd.);
- tehnična in strukturna prizadevanja (ustanovitev enote za krizno vodenje, razvijanje in spreminjanje ukrepov, odstranitev tveganih produktov, storitev in proizvodnih procesov, najem zunanjih svetovalcev ipd.);
- prizadevanja na področju ocenjevanja (revizija nevarnosti in obveznosti, vzpostavitev sistema, ki že zgodaj opozarja na nevarnosti, spoštovanje začrtane norme in meje glede tveganja ipd.);
- komunikacijska prizadevanja (pripraviti oddelek za odnose z javnostjo, kako se odzvati v primeru krizne situacije, redno komuniciranje z deležniki družbe in njeno okolico, uporaba novih načinov komuniciranja ipd.);
- psihološka in kulturna prizadevanja (vrh menedžmenta mora biti popolnoma predan kriznemu vodenju, psihološka podpora zaposlenim, simbolično opozarjanje na pretekle krize in nevarnosti ipd.).

Skupek vseh omenjenih skupin prizadevanj tvori celovito sistemsko krizno vodenje, ki omogoča, da se kriza v podjetju zazna že v zgodnji fazi, kar pa omogoča tudi njeno lažje reševanje in obvladovanje na strani menedžmenta. Gospodarska kriza je pokazala, da večina podjetij ni bila pripravljena nanjo, kar pomeni, da se prizadevanja na področju kriznega menedžmenta v podjetjih v preteklih dvajsetih letih niso drastično spremenila. Mnogi so namreč menili, da je kriza nekaj, kar se v bližnji prihodnosti ne more zgoditi. Menedžerji podjetij niso upoštevali, da se je v dobrih časih treba pripraviti na krizna obdobja. Treba se je sistematično posvetiti tem petim skupinam prizadevanj z namenom vzpostavitve dolgoročne stabilnosti v podjetju, ki posledično ustvarja tako notranjo kot zunanjo rast.

Sanacija podjetja z vidika družbene odgovornosti zahteva od menedžmenta, da v kriznem vodenju angažira vse zaposlene in, če je treba, najame tudi zunanje strokovnjake, kar zahteva ustrezno notranja komunikacijo z zaposlenimi in zunanjo komunikacijo z drugimi deležniki družbe. Reševanje problema zahteva interdisciplinarnost oziroma upoštevanje spoznanj različnih strok, kot so na primer ekonomske in poslovne vede (računovodstvo, finance in marketing), pravo, komunikologija (odnosi z javnostjo), psihologija, sociologija in informatika, skratka več družboslovnih ved.

V našem primeru nas zanima stanje krize, ki se je že pojavila in se je treba soočiti z odpravljanjem posledic. Osredinjamo se na razreševanje krize v insolvenčnih postopkih. V prejšnjem razdelku so predstavljeni osnovni pojmi, povezani z insolventnostjo, in tudi zakonsko določeni pogoji, pri katerih podjetje postane insolventno. Z vidika procesov razreševanja in preprečevanja kriznega položaja v podjetju je pomembno poudariti, da insolventnost ni vzrok krize, temveč posledica.

Reševanje krize v podjetju je kompleksna naloga, ki zahteva drugačne metode dela od običajnih. Je proces spoznavanja pravih problemov poslovanja in vzrokov, zato zahteva identifikacijo in pravilno alokacijo razpoložljivih virov podjetja z upoštevanjem možnosti in omejitev iz okolja. Proces reševanja krize sestavljajo naslednje faze, ki pa med seboj niso strogo ločene, temveč se medsebojno prepletajo (Zorin 2007, str. 195):

1. identifikacija krize,
2. vzpostavitev kriznega menedžmenta,
3. anamneza,
4. analiza stanja,
5. diagnoza,
6. terapija,
7. implementacija,
8. kontrola,
9. korekture.

Finančno prestrukturiranje lahko poteka v različnih oblikah oziroma uradno z različnimi metodami finančnega prestrukturiranja, s katerimi lahko saniramo zatečene stare dolgove. Poznamo različne metode finančnega prestrukturiranja:

- dogovorno poravnavo,
- prisilno poravnavo,<sup>4</sup>
- preventivno prestrukturiranje,
- stečaj,
- likvidacijo in
- kombinacijo različnih metod.

Sanacija podjetja poteka na poslovnem področju in na področju reguliranja preteklih obveznosti (zadolženosti). V nadaljevanju se osredinjamo predvsem na sanacijo z

---

<sup>4</sup> V okviru postopka prisilne poravnave je treba omeniti tudi postopek poenostavljene prisilne poravnave, katerega je dovoljeno voditi nad gospodarsko družbo, ki se po velikosti razvršča med majhne ali mikro. Namen poenostavljene prisilne poravnave je popolnoma enak namenu »klasične« prisilne poravnave, zaradi tega nismo pri naštevanju metod finančnega prestrukturiranja posebej omenili poenostavljene prisilne poravnave. Postopek poenostavljene prisilne poravnave obravnavamo v tej doktorski disertaciji kot skrajšan in preprostejši postopek prisilne poravnave.

insolvenčnimi postopki, natančneje s prisilno poravnavo. V teoriji delimo insolvenčne postopke v dve skupini: likvidacijske in reorganizacijske (rehabilitacijske) postopke.

Likvidacijski postopki zajemajo stečajne postopke in postopke prisilne likvidacije, posledici česar sta unovčenje oziroma likvidacija celotnega dolžnikovega premoženja in sorazmerno ter sočasno poplačilo upnikov iz tega premoženja. V nasprotju s temi postopki so reorganizacijski postopki naravnani k zagotovitvi pogojev za dolžnika, da v določenem vmesnem obdobju odpravi vzroke začasnih likvidnostnih težav ali trajnejše plačilne nesposobnosti in svoje posle ter razmerja z upniki reorganizira tako, da bo v nadaljevanju obveznosti sposoben redno poravnovati. Prisilna poravnava se uvršča med reorganizacijske postopke in pomeni poskus sanacije gospodarskega subjekta (Gale Robežnik in Kruhar Puc 2005, str. 39).

V procesu reševanja krize v podjetju je odločilna vloga poslovodstva in nadzornega sveta. Omenjena organa družbe se morata namreč zavedati, da je družba zašla v krizno situacijo (v našem primeru insolventnost), in jo v skladu z ZFPPIPP poskušati rešiti. Poslovodstvo mora pri vodenju upoštevati vse pogodbene obveznosti družbe, zakonske in podzakonske predpise ter splošno uveljavljene predpise. Pri tem mora zagotavljati ustrezno ravnanje s tveganjem in obvladovanje tveganja znotraj družbe. Prav tako mora pri vodenju ravnati s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika. Pristojnost in naloga nadzornega sveta je nadziranje vodenja podjetja. Nadzirati vodenje poslov pomeni preverjati, ali poslovodstvo podjetje vodi s skrbnostjo in v skladu s cilji podjetja.

Poslovodstvo in nadzorni svet morata pri sanaciji podjetja upoštevati naslednjo zakonodajo:

- Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP),
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD),
- Zakon o delovnih razmerjih,
- Obligacijski zakonik in drugo zakonodajo.



### 3 PRISILNA PORAVNAVA

Za postopek prisilne poravnave je značilno, da se začne po nastopu insolventnosti dolžnika in omogoča, da se z reorganizacijo dolžnikovega premoženja ter z vsesplošnim zmanjšanjem do začetka postopka nastalih terjatev doseže preprečitev stečaja. V pravnem pogledu je prisilna poravnava pred sodiščem sklenjena pogodba med dolžnikom in upniki, s katero se terjatve do dolžnika zmanjšajo in (ali) se odloži njihovo plačilo (Šinkovec in Škerget 1999, str. 17). Za prisilno poravnavo se dolžniki odločijo v primeru 50-odstotne verjetnosti, da bo dolžnik po finančnem prestrukturiranju postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben in da bodo upniki poplačani bolje, kot bi bili v stečaju. S finančno rehabilitacijo se odpravijo vzroki insolventnosti dolžnika, podjetje se torej finančno sanira in še naprej deluje z ustreznjšo kapitalsko in premoženjsko sestavo.

Zakonska podlaga aktivnostim prisilne poravnave je ZFPPIPP z vsemi dozdejšnjimi dopolnitvami. Z zakonom so določena temeljna načela postopka prisilne poravnave, med katerimi so najpomembnejša:

- načelo enakega obravnavanja upnikov (46. člen), ki zahteva, da je treba vse upnike, ki so v razmerju do insolventnega dolžnika v enakem položaju, obravnavati enako;
- načelo zagotavljanja najboljših pogojev za plačilo upnikov (47. člen), po katerem je treba postopek zaradi insolventnosti voditi tako, da se zagotovijo najugodnejši pogoji glede višine plačila in rokov za plačilo terjatev upnikov;
- načelo hitrosti postopka (48. člen), ki zahteva, da postopek poteka hitro in brez nepotrebnega zavlačevanja.

Namen postopka prisilne poravnave je različen (136. člen ZFPPIPP):

- zdajšnji družbeniki dolžnika lahko obdržijo samo delež v osnovnem kapitalu dolžnika, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja dolžnika, ki bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek;
- upnikom se zagotovijo ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek, ob upoštevanju vrstnega reda in drugih pravil poplačila prednostnih, navadnih in podrejenih terjatev ter zavarovanih terjatev v stečajnem postopku;
- dolžniku, ki je postal insolventen, se omogoči finančno prestrukturiranje, na podlagi katerega postane kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben in pri čemer se nadaljuje poslovanje dolžnikovega podjetja oziroma rentabilnega dela tega podjetja.

## **3.1 Organi v postopku prisilne poravnave**

### **3.1.1 Sodnik posameznik**

Za odločanje v postopku zaradi insolventnosti nad pravno osebo ali podjetnikom je po 52. členu pristojno okrožno sodišče, na območju katerega je sedež insolventnega dolžnika. V postopkih zaradi insolventnosti sodi sodnik posameznik (53. člen). Večinoma se ukvarja s preverjanjem obveznih sestavin in predpisanih listin. Naloge sodnika posameznika so tudi naslednje: imenuje upravitelja prisilne poravnave, ga nadzoruje in določi nagrado za njegovo delo, imenuje upniški odbor, odloča o povrnitvi stroškov, predvsem pa vodi celoten postopek prisilne poravnave s formalnopravnega vidika.

### **3.1.2 Upravitelj**

Upravitelj je organ postopka zaradi insolventnosti, ki v tem postopku opravlja naslednje naloge: preverja poslovanje dolžnika, njegovo stanje, ugotavlja število upnikov, preverja verodostojnost prijavljenih terjatev, ugovarja zoper neutemeljeno prijavljene terjatve in drugo. Funkcijo upravitelja lahko opravlja le oseba, ki je primerno strokovno usposobljena, ki izpolnjuje druge zahtevne pogoje in ima veljavno dovoljenje za to funkcijo (108. člen). Upravitelja imenuje sodišče s sklepom o začetku postopka zaradi insolventnosti (116. člen). Sodnik mu daje navodila za ustrezno vodenje postopka. Upravitelj je po 102. členu tudi odgovoren za škodo, ki jo povzroči s kršitvijo svojih obveznosti. Upravitelj je upravičen do povračila vseh stroškov in nagrade za opravljeno delo. Posebna pravila o upniškem predlogu za začetek postopka prisilne poravnave nad srednjo oziroma veliko družbo dovoljujejo, da lahko upniki, kot predlagatelji prisilne poravnave nad dolžnikom, predlagajo tudi imenovanje upravitelja.

Za upravitelja ne more biti imenovana oseba, ki (115. člen):

- je hkrati dolžnik ali upnik insolventnega dolžnika;
- je v zadnjih dveh letih pred uvedbo postopka zaradi insolventnosti opravljala funkcijo člana posloводства, člana organa nadzora ali prokurista insolventnega dolžnika, ki je bila zaposlena pri insolventnem dolžniku ali je bila na podlagi pogodbe ali drugega pravnega temelja v poslovnem razmerju z insolventnim dolžnikom;
- je pri podjetju poslovala v organih uprave ali nadzornega sveta;
- je oseba kakorkoli ožje povezana z dolžnikom;
- je že opravljala funkcijo upravitelja v postopku zaradi insolventnosti nad drugo družbo, ki ima v razmerju do insolventnega dolžnika položaj povezane družbe po Zakonu o gospodarskih družbah.

Dolžnost upravitelja je tudi, da za vsako koledarsko trimesečje pripravi poročilo o poteku postopka prisilne poravnave (redna poročila), pri čemer jih mora predložiti sodišču v osmih dneh po koncu obdobja, na katero se nanaša (99. člen).

### **3.1.3 Upniški odbor**

V postopku prisilne poravnave je upniški odbor imenovan zaradi zavarovanja upnikov. Upniški odbor se lahko na zahtevo upnikov oblikuje tudi v stečajnem postopku. Število članov upniškega odbora določi sodišče, pri čemer se upošteva skupno število upnikov. Število članov upniškega odbora mora biti liho, in ne manjše kot tri (79. člen). Za člane upniškega odbora je lahko izvoljen vsak upnik, ki pravočasno prijavi terjatev. Pri tem mora sodišče za člane upniškega odbora imenovati upnike, ki imajo nasproti dolžniku največje navadne terjatve (80. člen). V 78. členu so določene tudi omejitve za imenovanje upnikov v upniški odbor. Naloga upniškega odbora je, da pregleda poslovanje in finančno stanje dolžnika, sodeluje pri finančnem prestrukturiranju podjetja, predlaga postavitev ali odstavitev upravitelja prisilne poravnave, podaja mnenja ali daje soglasja k določenim zadevam, pomembnim za upnike, poleg tega pa ima pravico zahtevati posredovanje vseh odločilnih podatkov, ki so ključnega pomena za oblikovanje načrta finančnega prestrukturiranja (Ivanjko in Kocbek 2003, str. 1044). Člani upniškega odbora na prvi seji upniškega odbora, ki ni prej kot deset dni in ne pozneje kot petnajst dni po imenovanju upniškega odbora, izvolijo predsednika.

### **3.2 Vrste terjatev**

Terjatev je pravica upnika zahtevati od dolžnika, da opravi izpolnitveno ravnanje, katerega predmet je dajatev, storitev, opustitev ali dopustitev. Po 20. členu ZFPPIPP se terjatve ločijo na:

- nedenarno terjatev, tj. je terjatev upnika, s katero od dolžnika zahteva izpolnitev nedenarne dajatve ali izvedbo storitve;
- zavarovano terjatev, tj. terjatev upnika, ki je zavarovana z ločitveno pravico;
- nezavarovano terjatev, tj. terjatev upnika, ki ni zavarovana z ločitveno pravico.

Terjatve se po 20. a-členu ločijo še na finančne in poslovne, pri čemer pod finančne spadajo tiste, ki so nastale na podlagi različnih kreditnih pogodb, sklenjenih z banko ali s katero drugo finančno institucijo, terjatve na podlagi pogodb o finančnem leasingu, posojilnih pogodb ipd.

Naslednja opredelitev terjatev je po 21. členu, ki terjatve razvršča v naslednje tri skupine:

- Prednostne terjatve so nezavarovane terjatve, na katere prisilna poravnava ne učinkuje. Te terjatve so:

1. plače in nadomestila plač za zadnjih šest mesecev pred začetkom postopka zaradi insolventnosti;
  2. odškodnine za poškodbe, ki so povezane z delom pri dolžniku, in poklicne bolezni;
  3. neizplačane odpravnine za prenehanje delovnega razmerja pred začetkom stečajnega postopka, ki zaposlenim pripadajo po zakonu, ki ureja delovna razmerja, vendar največ v višini odpravnine, določene za delavca, ki mu delodajalec odpove pogodbo o zaposlitvi iz poslovnih razlogov;
  4. plače in nadomestila plač delavcem, katerih delo zaradi začetka stečajnega postopka postane nepotrebno, za obdobje od začetka stečajnega postopka do poteka odpovednega roka;
  5. odpravnine delavcem, ki jim je upravitelj odpovedal pogodbo o zaposlitvi, ker je njihovo delo zaradi začetka stečajnega postopka ali med postopkom postalo nepotrebno;
  6. davki in prispevki, ki jih mora izplačevalec obračunati ali plačati hkrati z izplačili iz 1., 3., 4. in 5. točke tega odstavka;
  7. nadomestilo za neizrabljen letni dopust za tekoče koledarsko leto.
- Podrejene terjatve so prav tako nezavarovane terjatve, ki pa se plačajo šele po plačilu drugih nezavarovanih terjatev do dolžnika.
  - Navadne terjatve so nezavarovane terjatve, ki niso niti prednostne niti podrejene.

Kadar govorimo o statusu upnikov v postopku prisilne poravnave, ne smemo pozabiti na ločitvene in izločitvene upnike. Ločitveni upniki imajo pravico do plačila svojih terjatev iz premoženja insolventnega dolžnika pred plačilom terjatev drugih upnikov (19. člen). Pravimo, da ločitveni upniki uveljavljajo terjatev, zavarovano z ločitveno pravico. Izločitveni upniki pa v postopku zaradi insolventnosti uveljavljajo izločitveno pravico proti dolžniku (22. člen). Ta pravica je pravica lastnika premične stvari od insolventnega dolžnika zahtevati, da mu izroči premično stvar, ki je v posesti dolžnika.

Poleg omenjenih vrst terjatev pa ZFPPIPP v 24. členu opredeljuje tudi vzajemno neizpolnjenje dvostranske pogodbe, ki je bila sklenjena pred začetkom postopka zaradi insolventnosti in na podlagi katere do začetka postopka prisilne poravnave niti dolžnik niti upnik delno ali v celoti nista izpolnila svoje obveznosti. Prisilna poravnava ne učinkuje na to vrsto pogodb.

Upniki z zavarovanimi in prednostnimi terjatvami nimajo pravice glasovati o prisilni poravnavi. Izjema so upniki, ki svoje zavarovane terjatve prenesejo na dolžnika v postopku povečanja osnovnega kapitala zaradi izvedbe finančnega prestrukturiranja.

### **3.3 Predhodni postopek prisilne poravnave**

Prisilno poravnavo lahko s procesnega vidika razdelimo na predhodni in glavni postopek. Predhodni postopek se začne z vložitvijo predloga za začetek poravnave, glavni pa s sklepom, s katerim sodišče odloči o začetku postopka zaradi insolventnosti. V predhodnem postopku sodišče odloča o predlogu za začetek postopka prisilne poravnave, glavni postopek pa je namenjen vodenju oziroma poteku postopka prisilne poravnave.

Predhodni postopek se imenuje tudi uvedba postopka prisilne poravnave in je torej dejanje dolžnika, ki se opravi v obliki vložitve predloga sodišču, da se začne postopek prisilne poravnave. Dolžnik ne sme vložiti predloga za prisilno poravnavo pred potekom treh let od dneva, ko je izpolnil vse obveznosti iz prejšnje potrjene prisilne poravnave, in po začetku stečajnega postopka (140. člen ZFPPIPP). Posebna pravila za prisilno poravnavo nad majhno, srednjo ali veliko družbo pa dovoljujejo kapitalskim družbam, ki se po 55. členu ZGD-1 razvrščajo med majhne, srednje ali velike družbe in ki so šla skozi postopek prisilne poravnave, da vložijo predlog za ponovno prisilno poravnavo, četudi še niso izpolnile vseh obveznosti iz prejšnje prisilne poravnave.<sup>5</sup> Predlog za začetek postopka prisilne poravnave lahko vloži dolžnik ali osebno odgovorni družbenik dolžnika. V primeru prisilne poravnave nad majhno, srednjo ali veliko družbo pa so upravičeni predlagatelji za začetek postopka prisilne poravnave tudi upniki, ki so skupno imetniki finančnih terjatev do dolžnika, katerih vsota presega 20 odstotkov finančnih obveznosti dolžnika, izkazanih v zadnjem javno objavljenem letnem poročilu.

Predlog za začetek postopka prisilne poravnave mora po 141. členu vsebovati identifikacijske podatke o dolžniku in zahtevke, da sodišče nad dolžnikom začne postopek prisilne poravnave. Zakon podrobneje določa vrsto dokumentacije, ki mora biti priložena predlogu. Tako je dolžnik dolžan sodišču predložiti poročilo o finančnem položaju in poslovanju dolžnika, revizorjevo poročilo, v katerem je revizor podal revizijsko mnenje brez pridržkov, načrt finančnega prestrukturiranja, poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetja, v katerem je pooblaščen ocenjevalec

---

<sup>5</sup> Oddelek 4.8 ZFPPIPP navaja posebna pravila za prisilno poravnavo nad majhno, srednjo ali veliko družbo. V sklopu teh pravil je tudi pododdelek 4.8.6, ki opredeljuje pravila za ponovno prisilno poravnavo po pravnomočni potrditvi prisilne poravnave. Dolžnik lahko vloži predlog za ponovno prisilno poravnavo, četudi še ni izpolnil vseh obveznosti iz prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave v naslednjih primerih:

1. če sta od pravnomočnosti sklepa o potrditvi prejšnje prisilne poravnave pretekli dve leti in
2. če z začetkom ponovne prisilne poravnave soglašajo upniki, ki so skupaj imetniki terjatev, za katere učinkuje prejšnja pravnomočno potrjena prisilna poravnava in katerih vsota dosega 50 odstotkov vsote vseh priznanih in verjetno izkazanih terjatev v postopku prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave.

vrednosti podjetja podal pritrdilno mnenje ali mnenje s pridržkom,<sup>6</sup> in dokaz o plačilu začetnega predujma. Slednji mora zadoščati za pokritje stroškov objav o postopku prisilne poravnave na spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES) in za kritje začetnih stroškov stečajnega postopka, če bi bil postopek prisilne poravnave ustavljen in začet stečajni postopek.

S predlogom prisilne poravnave dolžnik ponudi upnikom, da pristanejo na zmanjšanje svojih navadnih terjatev in odložitev rokov za njihovo plačilo. Dolžnik mora ponuditi upnikom enak delež plačila njihovih navadnih terjatev, enake roke za njihovo plačilo in obresti po enaki obrestni meri od začetka postopka prisilne poravnave do poteka roka za njihovo plačilo. Po 144. členu obstaja tudi alternativni predlog prisilne poravnave, če je dolžnik organiziran kot kapitalska družba. V tem primeru se lahko upnikom insolventne družbe ponudi bodisi zmanjšanje in odložitev zapadlosti navadnih terjatev bodisi prenos terjatev na dolžnika kot stvarni vložek na podlagi povečanja osnovnega kapitala dolžnika.

V predhodnem postopku se lahko zgodi več scenarijev. Kadar je na sodišče vložen popoln predlog za začetek postopka prisilne poravnave, mora sodišče o predlogu odločiti najpozneje v osmih dneh po vložitvi predloga. Hkrati z objavo sklepa o začetku postopka mora sodišče o tem obvestiti upnike z oklicem o začetku postopka prisilne poravnave (154. in 155. člen). V primeru nepopolnega predloga (če manjkajo po zakonu predpisane priloge in dokumentacija) sodišče v roku osmih dni po vložitvi predloga s sklepom o dopolnitvi naloži predlagatelju, da v 15 dneh po prejemu omenjenega sklepa ustrezno dopolni predlog. Če je predlog pravočasno in ustrezno dopolnjen, mora sodišče v osmih dneh objaviti sklep o začetku postopka prisilne poravnave. V primeru nepravočasne in neustrezne dopolnitve predloga mora sodišče v osmih dneh zavreči predlog za začetek prisilne poravnave in izdati sklep o začetku stečajnega postopka (147. člen).

Z začetkom naslednjega dne po vložitvi predloga za prisilno poravnavo nastanejo določene pravne posledice, ki trajajo do konca postopka prisilne poravnave (150. in 151. člen ZFPPIPP):

- Dolžnik sme opravljati le redne posle, ki spadajo v njegovo dejavnost. Prav tako lahko poravnava samo obveznosti iz teh poslov. Po uvedbi postopka ne sme

---

<sup>6</sup> Pooblaščenec ocenjevalec vrednosti podjetja v primeru, ko dolžnik v načrtu finančnega prestrukturiranja predvidi, da je za uspešno finančno prestrukturiranje treba prestrukturirati tudi zavarovane terjatve, mora podati mnenje s pridržkom, če presodi obstoj verjetnosti, ki presega 50 odstotkov, da bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila tako finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, če bodo imetniki zavarovanih terjatev soglašali s prestrukturiranjem zavarovanih terjatev na način in v obsegu, navedenem v načrtu finančnega prestrukturiranja.

najemati različnih kreditov in posojil, dajati poroštev in avalov, razpolagati s svojim premoženjem zunaj rednega obveznega opravljanja tekočih poslov in prav tako ne sme opravljati drugih poslov, katerih posledica bi bilo neenakomerno obravnavanje upnikov.

- S posebnim soglasjem sodišča lahko izjemoma tudi najema posojila ali kredite, vendar le v določenem znesku likvidnih sredstev, za potrebe kritja stroškov postopka in rednega poslovanja, prav tako pa lahko tudi proda premoženje, ki ni več uporabno pri poslovanju, vendar le, če je to v načrtu finančnega prestrukturiranja. Soglasje podeli sodišče na podlagi mnenja upniškega odbora in upravitelja.

Največ ugovorov zoper vodenje postopka prisilne poravnave (na strani upnikov kot upravitelja) po 172. členu se zgodi ravno zaradi domnevnega kršenja 34. in 151. člena, ki narekujeta, kaj naj bi bili redni posli in plačila dolžnika v postopku prisilne poravnave. Problem se pojavi, ker člena eksplicitno ne navajata, katere posle lahko dolžnik izvaja in katerih ne sme. Čeprav zakon na splošno oriše, katere posle lahko dolžnik izvaja – to so redni posli v zvezi z opravljanjem svoje dejavnosti in s poravnavanjem svojih obveznosti iz teh poslov – pa se dejavnosti podjetij tako razlikujejo, da upniki in upravitelj nekatere posle, ki predstavljajo redno poslovanje za podjetje, mnogokrat dojemajo kot posel, ki ni redni in ki bi lahko poslabšal položaj upnikov. To se zgodi, ker tako upniki kakor tudi upravitelj ne poznajo do potankosti delovanja podjetja dolžnika ali pa tudi zato, ker nočejo prisluhniti dolžniku, da bi objasnili način poslovanja. Za neredne posle, ki jih želi dolžnik izvesti, je sprva treba pridobiti mnenje upniškega odbora, upravitelja in soglasje sodišča, kar je zelo dolgotrajno in lahko dolžniku naprti še dodatne stroške.

Za primer naj navedemo slovensko podjetje, ki se ukvarja z razvojem nepremičninskih projektov, gradnjo nepremičnin, montažnimi objekti ipd. Bilo je v postopku prisilne poravnave, med katerim pa je bilo redno delovanje podjetja zelo oteženo, in to ravno zaradi nejasnosti v ZFPPIPP, različne percepcije strank v postopku glede definicije rednih poslov in birokratizacije dajanja soglasij za izvajanje poslov. Podjetje, ki deluje v gradbeniški panogi, poleg tega, da izvede določene projekte in zgradi nepremičnine, te na trgu mora tudi prodati. V postopku prisilne poravnave se je to podjetje znašlo v kočljivi situaciji, kajti objekti, ki jih je zgradilo pred postopkom prisilne poravnave, so bili pripravljene za prodajo, prav tako pa je podjetje že imelo zainteresirane kupce. Kupci so seveda hoteli nepremičnine kupiti takoj in za te tudi takoj plačati, vendar je upniški odbor menil, da prodaja nepremičnin ni redno poslovanje podjetja in da je treba o tem razpravljati na seji upniškega odbora, poleg tega pa, da je treba pridobiti še mnenje upravitelja in soglasje sodišča. Pri tem je podjetje, ki je bilo že tako v škripcih zaradi oznake, da je v insolvenčnem postopku, in tudi zaradi slabe situacije na trgu prodaje nepremičnin, še bolj v krizi, in to vse zaradi nejasnosti v zakonu in pretirane

birokracije. Če pogledamo s povsem bilančnega vidika, pa prodaja nepremičnine (seveda po normalni primerljivi tržni ceni, ki so jo kupci pripravljene plačati) ni nič drugega kot preoblikovanje sredstev iz manj v bolj likvidno obliko, kar je lahko za upnike kvečjemu samo dobro.

### **3.4 Glavni postopek prisilne poravnave**

Začetek postopka prisilne poravnave oziroma glavni postopek se začne s sklepom o začetku postopka prisilne poravnave, ki ga izreče sodišče. Z dnem, ko je objavljen oklic, nastanejo tudi določene pravne posledice za vse terjatve upnikov. Prisilna poravnava pa ne učinkuje na zavarovane, prednostne in izločitvene pravice. Medsebojne terjatve dolžnika in upnika se z začetkom postopka prisilne poravnave štejejo za pobotane, ne glede na to, ali so že zapadle v plačilo. Terjatve v tuji valuti se pretvorijo v terjatve, izražene v evrih, po tečaju, ki ga objavlja Banka Slovenije na dan začetka postopka prisilne poravnave. Nedenarne terjatve se pretvorijo v denarne po tržni vrednosti ob začetku postopka prisilne poravnave (Novak in Novak 2009, str. 45).

Osrednje dejanje v glavnem postopku prisilne poravnave je glasovanje upnikov o sprejetju prisilne poravnave, pri čemer imajo upniki glasovalno pravico samo glede terjatev, ki so bodisi priznane bodisi verjetno izkazane. Vsak upnik, katerega terjatev do insolventnega dolžnika je v postopku prisilne poravnave priznana ali verjetno izkazana, ima pravico glasovati o prisilni poravnavi. Upravitelj v glavnem postopku prisilne poravnave izvede preizkus terjatev, šele nato sledi glasovanje o prisilni poravnavi.

Med postopkom prisilne poravnave mora insolventni dolžnik za vsak koledarski mesec sestaviti poročilo o svojem poslovanju. Temu mora priložiti mesečno bilanco stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz denarnih tokov ter ga predložiti sodišču in upravitelju (168. člen ZFPPIPP). Upravitelj mora nadzorovati poslovanje insolventnega dolžnika, slednji pa mu mora predložiti vse zahtevane informacije za nadzor (171. člen).

Vsak upnik ali upravitelj lahko vloži ugovor proti vodenju postopka prisilne poravnave, če (172. člen):

1. dolžnik ni insolventen ter lahko v celoti in pravočasno izpolni vse svoje obveznosti;
2. lahko insolventni dolžnik svoje obveznosti izpolni v večjem deležu ali krajših rokih, kot jih ponuja s predlogom prisilne poravnave;
3. je stopnja verjetnosti, da bo izvedba načrta finančnega prestrukturiranja omogočila tako finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben, nižja od 50 odstotkov;
4. je stopnja verjetnosti, da bodo upnikom s potrditvijo prisilne poravnave, ki jo predlaga dolžnik, zagotovljeni ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek, nižja od 50 odstotkov ali



5. insolventni dolžnik ravna v nasprotju s 151. členom, 151. a-členom ali z drugimi členi, ki se nanašajo na omejitev dolžnikovih poslov, ali če za več kot 15 dni zamudi z izplačilom plač delavcem do višine minimalne plače ali s plačilom davkov in prispevkov, ki jih mora izplačevalec obračunati ali plačati hkrati z izplačilom plač delavcem.

Ugovor proti vodenju postopka je treba vložiti v treh mesecih po objavi oklica o začetku postopka prisilne poravnave. Če se uveljavlja razlog o omejitvi dolžnikovega poslovanja, je ugovor treba vložiti do poteka osmih dni po objavi oklica za oddajo glasov o prisilni poravnavi (173. člen). Sodišče opravi narok, na katerem obravnava omenjene ugovore, kjer se odloča na podlagi priloženih dokazov.

### **3.4.1 Načrt finančnega prestrukturiranja**

Načrt finančnega prestrukturiranja je jedro postopka prisilne poravnave in obvezen dokument, ki ga mora dolžnik predložiti skupaj s predlogom za začetek postopka prisilne poravnave. Z načrtom finančnega prestrukturiranja dolžnik zajame ter natančno obrazloži vse poslovnofinančne metode, ki jih bo uporabil, da bi odpravil vzroke insolventnosti. Z načrtom poskuša prepričati upnike, da bo izpolnil vse obveznosti iz predlagane prisilne poravnave in da je za upnike prisilna poravnava veliko ugodnejša od stečaja. V skladu s 145. členom ZFPPIPP mora načrt vsebovati:

1. opis dejstev in okoliščin, iz katerih izhaja, da je dolžnik insolventen;
2. predlog prisilne poravnave;
3. oceno deleža plačila nezavarovanih terjatev upnikov in rokov za njihovo plačilo, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek;
4. opis drugih ukrepov finančnega prestrukturiranja, ki jih bo dolžnik izvedel, za vsakega od teh ukrepov pa navesti:
  - časovni načrt izvedbe,
  - oceno stroškov izvedbe in
  - oceno učinkov izvedbe ukrepa na odpravo vzrokov insolventnosti;
5. opis dejstev in okoliščin, iz katerih izhaja, da bo dolžnik sposoben izpolniti svoje obveznosti v skladu s predlagano prisilno poravnavo.

Če je za uspešno finančno prestrukturiranje treba prestrukturirati tudi zavarovane terjatve, mora načrt vsebovati tudi opis teh zavarovanih terjatev, način prestrukturiranja slednjih in opozorilo, da je pri omenjenem prestrukturiranju treba pridobiti soglasje imetnikov zavarovanih terjatev.

Načrt finančnega prestrukturiranja mora pregledati pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetja in o pregledu pripraviti poročilo, v katerem izrazi tudi mnenje o tem, ali bo izvedba načrta omogočila tako finančno prestrukturiranje dolžnika, da bo postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben.

Insolventni dolžnik lahko načrt finančnega prestrukturiranja tudi spremeni, vendar samo tako, da upnikom ponudi boljše pogoje poplačila kakor v obstoječem načrtu. Zahteva za dovolitev spremembe načrta finančnega prestrukturiranja mora biti v skladu s 182. členom vložena v treh mesecih od začetka postopka prisilne poravnave. Za vsako spremembo načrta je treba pridobiti dovoljenje sodišča.

### **3.4.2 Metode finančnega prestrukturiranja**

Prisilna poravnava je ožji pojem od pojma finančnega prestrukturiranja, saj označuje zgolj tisti del finančnega prestrukturiranja podjetja, ki prinaša za dolžnika in upnike neposredno pravno obvezen učinek. Načrt finančnega prestrukturiranja ločimo na dva dela (Hladnik 2009, str. 23):

- Prvi del predstavlja predlog prisilne poravnave. Ta vsebuje metode, ki jih bo podjetje v prisilni poravnavi uporabilo za poplačilo terjatev upnikov in so za dolžnika pravno obvezne (metode finančnega prestrukturiranja).
- Drugi del načrta zajema dodatne metode poslovnega prestrukturiranja, ki so dolgoročno usmerjene in odpravljajo insolventnost oziroma prezadolženost.

#### **3.4.2.1 Zmanjšanje in odložitve zapadlih obveznosti**

Dolžnik upnikom predlaga prisilno poravnavo s tem, da navede odstotek zmanjšanja terjatev upnikov in odloženi rok za izplačilo. V 143. členu ZFPPIPP je definiran predlog prisilne poravnave kot ponudba dolžnika upnikom, da pristanejo na zmanjšanje svojih navadnih terjatev oziroma odložitve rokov za njihovo plačilo. Dolžnik mora upnikom ponuditi enak delež plačila njihovih navadnih terjatev, enake roke za plačilo in obresti po enaki obrestni meri od začetka postopka prisilne poravnave do poteka roka za njihovo plačilo.

#### **3.4.2.2 Pretvorba terjatev v lastniške deleže**

ZFPPIPP v 144. členu omogoča dolžniku (če je ta organiziran kot kapitalska družba) s predlogom prisilne poravnave ponuditi upnikom, da svoje terjatve prenesejo na dolžnika kot stvarni vložek na podlagi povečanja osnovnega kapitala dolžnika. Tak predlog lahko dolžnik ponudi tudi upnikom, ki so imetniki zavarovanih ali podrejenih terjatev. Če gre v tem primeru za upnike zavarovanih terjatev, jim lahko ponudi večje število delnic ali večji nominalni znesek osnovnega vložka, v primeru upnikov, ki so imetniki podrejenih terjatev, pa se jim lahko ponudi manjše število delnic ali manjši nominalni znesek osnovnega vložka.

Dolžnik mora vsem upnikom ponuditi enako število delnic oziroma enak nominalni znesek osnovnega vložka za vsak evro terjatve (za nezavarovane terjatve). Če predlog za prisilno poravnavo vsebuje pretvorbo terjatev v deleže, mora dolžnik za povečanje kapitala navesti tudi nominalni znesek osnovnega vložka, če je dolžnik družba z omejeno odgovornostjo, oziroma število delnic, če je dolžnik delniška družba, ki jih pridobi upnik za vsak evro terjatve, prenesene kot stvarni vložek. Pri izvedbi povečanja kapitala mora dolžnik v načrtu oziroma predlogu navesti najnižji skupni znesek navadnih ali zavarovanih terjatev, ki jih morajo upniki prenesti na dolžnika kot stvarni vložek, da bi bilo mogoče uspešno uresničiti dolžnikovo finančno prestrukturiranje.

Dolžnik mora podati alternativni predlog oziroma ponuditi upnikom konverzijo terjatev v osnovni kapital družbe, če izkazuje negativni kapital ali če je vrednost sredstev insolventnega dolžnika večja od likvidacijske vrednosti sredstev. 144. člen ZFPPIPP, ki opisuje pogoje konverzije terjatev, se tesno navezuje tudi na 136. člen, v katerem je opredeljen osnovni namen postopka prisilne poravnave, in sicer da družbeniki insolventne družbe lahko obdržijo samo delež v osnovnem kapitalu, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja dolžnika, ki bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Glede na to, da menedžment najpogosteje predolgo odlaša z uvedbo postopka prisilne poravnave, torej se za postopek odloči, ko je kapital že krepko negativen in ko je vrednost premoženja izjemno nizka, se skorajda vedno zgodi, da se morajo družbeniki razlastiti.

S 199. a-, 199. b-, 199. c- in 199. d-členom ZFPPIPP se ureja dodatni vidik prisilne poravnave, kadar so v ospredju interesi upnikov, ki postanejo nadrejeni interesom lastnikov. Gre za položaj, pri katerem družbeniki oziroma delničarji (lastniki) insolventne družbe niso izvedli povečanja osnovnega kapitala družbe z novimi vložki, čeprav bi bilo tako povečanje nujno za odpravo vzrokov kratkoročne in dolgoročne plačilne nesposobnosti družbe. Pri tem položaju 199. a-člen ZFPPIPP poslovodstvu družbe ali upniškemu odboru omogoča sprejem ustreznega sklepa o povečanju osnovnega kapitala insolventnega dolžnika z novimi denarnimi vložki, po katerem lahko nove delnice za denarne vložke vplačajo upniki družbe, zdajšnji delničarji ali tretje osebe (novi investitorji). Ta zakonski člen se torej uporablja, kadar se lastniki insolventne družbe in njeni upniki ne sporazumejo o načinu finančnega prestrukturiranja, pri čemer je upnikom omogočeno, da posredno z vplačilom denarnih vložkov spremenijo lastniško strukturo v insolventni družbi. Upniki z vplačilom vložkov potrdijo prisilno poravnavo. Dodaten vidik možnosti razlastitve obstoječih lastnikov na način konverzije terjatev upnikov v lastniške deleže ureja 199. b-člen. 199. c-člen upnikom omogoča hitrejši prevzem nadzora nad podjetjem in prenosa lastninskih pravic na vplačnike novih delnic ali konvertante svojih terjatev do dolžnika. 199. d-člen pa dodatno obrazloži vidik poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala zaradi poznejšega povečanja slednjega z novimi denarnimi ali stvarnimi vložki.

### **3.5 Pravni učinki potrjene prisilne poravnave**

O sprejetju ponudbe za prisilno poravnavo odločajo upniki z glasovanjem. Glasovalno pravico imajo upniki s priznanimi ali z verjetno izkazanimi terjatvami. Glasovalne pravice pa nimajo zaposleni s prednostnimi terjatvami in ožje povezane osebe. Zavarovani upniki načeloma ne glasujejo, vendar obstajajo tudi izjeme. Upniki lahko glasujejo o prisilni poravnavi glede njihovih zavarovanih terjatev, če so slednje prenesli na insolventnega dolžnika v postopku spremembe osnovnega kapitala zaradi finančnega prestrukturiranja ali pa če so sklenili z dolžnikom dogovor o reprogramu zavarovanih terjatev v skladu s potrebami izvedbe načrta finančnega prestrukturiranja.

Osnova za izračun deleža glasovalnih pravic upnika pri glasovanju o sprejetju prisilne poravnave je vsota ponderiranih zneskov vseh priznanih in verjetno izkazanih terjatev upnikov v postopku prisilne poravnave. Ponderirani znesek terjatev se izračuna tako, da se vsaka priznana terjatev ali verjetno izkazana terjatev pomnoži s količnikom za glasovanje.

Sodišče pozove upnike, da glasujejo o sprejetju prisilne poravnave, pri čemer morajo upniki oddati glasovnice na sodišče v enem mesecu po objavi poziva.

Za prisilno poravnavo mora glasovati najmanj 60 odstotkov upnikov vseh terjatev, ki imajo glasovalno pravico.<sup>7</sup> Ker je namen prisilne poravnave preprečitev začetka stečaja in ohranitev dejavnosti dolžnika, imajo tisti upniki, ki so prispevali ali so pripravljeni pomagati dolžniku, da se reši insolventnosti, močnejšo pravico pri glasovanju (zato se tudi ponderji med seboj razlikujejo). Upravitelj mora v osmih dneh po poteku roka o glasovanju (tj. en mesec) sodišču predložiti poročilo o izidu glasovanja o sprejetju prisilne poravnave, ki ga mora upravitelj pripraviti na podlagi podatkov o priznanih in verjetno izkazanih terjatvah.

Sodišče izda sklep o potrditvi prisilne poravnave, če je bila slednja sprejeta s potrebno večino glasov in če so bili predlogi za zaustavitev postopka zavrnjeni. Poleg tega mora biti v primeru alternativne ponudbe iz 144. člena (pretvorbe terjatev v deleže) postopek vpisa in vplačila novih delnic uspešno zaključen. Sodišče s sklepom o potrditvi prisilne poravnave odloči, da se potrdi prisilna poravna, navede tudi deleže plačila terjatev upnikov, roke za njihovo plačilo in obrestno mero, s katero so obrestovane

---

<sup>7</sup> Če je dolžnik majhna, srednja ali velika družba in upnikom poleg prestrukturiranja vseh navadnih terjatev predlaga prestrukturiranje tudi zavarovanih terjatev, poteka glasovanje v dveh razredih upnikov (221. n-člen ZFPPIPP). Če dolžnik predlaga prestrukturiranje zavarovanih terjatev z odložitvijo dospelosti teh terjatev oziroma znižanjem obrestnih mer, je treba za sprejetje prisilne poravnave hkrati z doseženo večino pri navadnih upnikih (zneskovno 6/10 terjatev) doseči tudi večino v razredu zavarovanih upnikov (zneskovno 3/4 terjatev). Če je predmet predloga prisilne poravnave preoblikovanje ločitvenih pravic, s katerimi so zavarovane terjatve, v skupne ločitvene pravice v korist vseh imetnikov zavarovanih terjatev kot skupnosti, se s predlogom morajo strinjati ločitveni upniki, katerih ponderirani zneski terjatev so najmanj 85/100 osnove.

terjatve upnikov od začetka postopka prisilne poravnave do poteka roka za njihovo plačilo. Sodišče prav tako odloči, katere terjatve so ugotovljene v postopku prisilne poravnave, hkrati pa naloži dolžniku, da mora upoštevati višine, roke poplačil in drugih sestavin, določenih s potrjeno prisilno poravnavo. Če večina, potrebna za sprejetje prisilne poravnave, 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. Potrjena prisilna poravnava pa ne učinkuje za terjatve upnikov do porokov, solidarnih sodolžnikov insolventnega dolžnika in regresnih zavezancev (212. in 213. člen).

### **3.6 Postopek poenostavljene prisilne poravnave**

Z novelo ZFPPIPP-E je bil uveljavljen postopek poenostavljene prisilne poravnave, katere namen je zagotovitev večjih možnosti učinkovitega in realnega prestrukturiranja insolventnih podjetij. Uzakonitev poenostavljene prisilne poravnave pomeni za podjetnike in mikro družbe cenejši in hitrejši postopek finančnega prestrukturiranja kakor pa postopek redne prisilne poravnave.

V postopku poenostavljene prisilne poravnave ni upniškega odbora, upravitelja, poleg tega pa upniki ne prijavljajo svojih terjatev, temveč mora dolžnik v enem mesecu po začetku postopka sodišču predložiti posodobljeni seznam terjatev, za katere učinkuje poenostavljena prisilna poravnava. Glede na to, da v postopku poenostavljene prisilne poravnave ni kontrole, ki jo izvajajo revizorji in pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij, zakon zahteva, da mora dolžnik dokumentaciji, ki jo odda na sodišče, priložiti tudi izjavo v obliki notarskega zapisa, da poročilo o finančnem položaju in poslovanju dolžnika resnično in pošteno prikazuje dolžnikovo finančno stanje (221. d-člen). Zakoniti zastopnik dolžnika se torej z izjavo zaveže pod odškodninsko in materialno odgovornostjo, da so podatki, ki jih posreduje sodišču in so namenjeni seznanitvi upnikov s finančnim stanjem dolžnika, resnični.

Predlagatelj mora v štirih mesecih od objave oklica o začetku postopka poenostavljene prisilne poravnave vložiti zahtevo za potrditev prisilne poravnave. Poenostavljena prisilna poravnava je sprejeta, če za njo glasuje zneskovno 6/10 upnikov in hkrati, če za njo glasuje številčno več kot polovica vseh upnikov. Upniki glasujejo za sprejetje poenostavljene prisilne poravnave tako, da z dolžnikom sprejmejo pogodbo o soglasju za sprejetje omenjenega postopka. Pogodba o soglasju za sprejetje poenostavljene prisilne poravnave mora biti sestavljena v obliki notarskega zapisa. Izid glasovanja preveri notar in o tem sestavi notarski zapisnik. Prednost postopka poenostavljene prisilne poravnave pa je tudi v tem, da predlog za začetek postopka poenostavljene prisilne poravnave ne vsebuje hkrati podrednega predloga za začetek stečajnega

postopka, kakor je v postopkih rednih prisilnih poravnav. To pomeni, da če upniki ne potrdijo poenostavljene prisilne poravnave, se takoj ne začne stečajni postopek nad dolžnikom. Na tem mestu pa je treba opozoriti na dejstvo, da čeprav zakon ne predvideva takojšnjega začetka stečaja po neuspešnem glasovanju za poenostavljeno prisilno poravnavo, mora dolžnik ukrepati v skladu z 38. členom, če ta s prisilno poravnavo ne more odpraviti vzrokov za insolventnost, tako da vloži predlog za začetek stečajnega postopka.

### **3.7 Ponovna prisilna poravnava po pravnomočni potrditvi prisilne poravnave**

Novela zakona ZFPPIPP-F je prinesla tudi možnost predlagati postopek ponovne prisilne poravnave, tudi če dolžnik še ni izpolnil vseh obveznosti iz prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave. Predlog za ponovno prisilno poravnavo je dovoljen tudi, če dolžnik še ni izpolnil vseh obveznosti iz prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave, in sicer (221. v-člen ZFPPIPP):

1. če sta od pravnomočnosti sklepa o potrditvi prejšnje prisilne poravnave pretekli dve leti;
2. če z začetkom ponovne prisilne poravnave soglašajo upniki, ki so skupaj imetniki terjatev, za katere učinkuje prejšnja pravnomočno potrjena prisilna poravnava in katerih vsota dosega 50 odstotkov vsote vseh priznanih in verjetno izkazanih terjatev v postopku prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave – torej več kot 50 odstotkov navadnih upnikov mora soglašati z začetkom ponovne prisilne poravnave.

V prehodnih določbah (50. člen) ZFPPIPP navaja, da je predlog za ponovno prisilno poravnavo v primeru, ko je bila prejšnja prisilna poravnava začeta pred uveljavitvijo novele ZFPPIPP-F, tudi če je od pravnomočnosti sklepa o potrditvi prejšnje poravnave preteklo eno leto. V tem primeru lahko podajo soglasje o začetku prisilne poravnave tudi upniki, ki so imetniki zavarovanih terjatev, nastalih do začetka postopka prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave, čeprav za te terjatve prejšnja pravnomočno potrjena prisilna poravnava ni učinkovala. V 221. z-členu je predvideno, da ponovna prisilna poravnava učinkuje samo za terjatve, za katere je učinkovala prejšnja pravnomočno potrjena prisilna poravnava, vendar lahko vsebuje tudi prestrukturiranje zavarovanih terjatev, ampak samo tistih, ki so nastale do začetka postopka prejšnje prisilne poravnave.

V postopku ponovne prisilne poravnave se izvedeta ponovna prijava in preizkus terjatev po stanju ob začetku postopka ponovne prisilne poravnave. Terjatve, ki so bile prijavljene v postopku prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave, veljajo za

prijavljene v postopku ponovne prisilne poravnave. Za ponovno prisilno poravnavo veljajo načeloma, razen teh izjem,<sup>8</sup> pravila o redni prisilni poravnavi.

---

<sup>8</sup> Izjema je tudi postopek ponovne prisilne poravnave z izčlenitvijo (možen je tudi predlog redne, in ne ponovne prisilne poravnave z izčlenitvijo). V tem primeru načrt finančnega prestrukturiranja vsebuje izvedbo izčlenitve tako imenovanega zdravega jedra na novoustanovljeno družbo. V postopku ponovne prisilne poravnave z izčlenitvijo mora novoustanovljena družba poleg zavarovanih terjatev prevzeti tudi vse obveznosti glede terjatev, ki so nastale po začetku postopka prejšnje pravnomočno potrjene prisilne poravnave.

## 4 ZUNANJI DEJAVNIKI

### 4.1 Makroekonomski dejavniki

Kriza, ki se je pred leti začela v ZDA, pustoši po vsem svetu in ji še ni videti konca. Vse oči so usmerjene v reševanje evrske unije, ki pa še ni našla odgovorov na vprašanja o problematiki, ki ogroža njen obstoj. Prav tako se tudi ZDA soočajo z izjemno majhno gospodarsko rastjo in velikim javnim dolgom. Kriza pa ni omejena le na staro celino in ZDA, zaradi globalizacije in povezanosti finančnih trgov so posledice tudi na trgih, ki so v prejšnjih letih zabeležili rekordno gospodarsko rast. Ekonomiste namreč skrbijo upočasnitev rasti na azijskih trgih in razmere na ruskem trgu, kar seveda svetovno finančno krizo lahko le še poglobi.

Posledica padca vseh borznih indeksov, upočasnitve ali celo stagnacije gospodarske rasti, višjih obrestnih mer zadolževanja in vsesplošnega pesimizma na finančnih trgih se kaže v tem, da prenekatero podjetje razglasi insolventnost in začne bodisi postopek prisilne poravnave bodisi gre takoj v stečaj. Tako v Sloveniji kakor tudi drugod po svetu se je število insolvenčnih postopkov zelo povečalo, kar je seveda zaskrbljujoče. Številna podjetja so že šla v stečaj, nekatera pa so na robu preživetja. V tem razdelku analiziramo pomembnejše makroekonomske dejavnike, ki vplivajo na insolventnost v podjetjih in s tem na število začelih prisilnih poravnav v podjetjih. Makroekonomski dejavniki insolventnosti so namreč zunanji dejavniki, ki so del okolja, v katerem je podjetje in ki se mu ne more preprosto izogniti. Eden izmed načinov ublažitve teh dejavnikov je selitev podjetja v tujino, kjer je gospodarska klima spodbudnejša in kjer je zakonodaja naklonjena podjetništvu.

Analiza o gospodarskih gibanjih in insolventnosti podjetij v Evropi je pokazala, da je plačilna nesposobnost podjetij v Zahodni Evropi v letu 2013 odražala vpliv evropske gospodarske krize, ki ji še ni videti konca. V 17 zahodnoevropskih državah (v EU 15 ter na Norveškem in v Švici) se je leta 2013 v insolventnosti znašlo 192.340 podjetij, kar je 1,1-odstotni prirast glede na prejšnje leto, vendar številke nakazujejo, da se je spirala podjetniške insolventnosti nekoliko upočasnila. Leta 2012 se je namreč insolventnost podjetij povečala za kar 9,2 odstotka glede na predhodno leto. V osmih državah (Avstriji, na Danskem, v Nemčiji, Grčiji, na Irskem, v Luksemburgu, Švici in Veliki Britaniji) se je insolventnost podjetij zmanjšala, medtem ko se je v drugih devetih državah insolventnost podjetij povečala (v Franciji, na Švedskem, Finskem, Portugalskem, Nizozemskem, v Belgiji, Španiji, Italiji in na Norveškem). V državah Srednje in Vzhodne Evrope je insolventnost podjetij v letu 2013 narasla za 3,9 odstotka (skupaj 97.169 primerov insolventnosti) v primerjavi s prejšnjim letom. Če primerjamo številke leta 2013 s številkami leta 2010, so se te v treh letih skoraj podvojile. Leta 2010 je bilo namreč v državah Srednje in Vzhodne Evrope 69.895 primerov insolventnosti. Slovenija se žal uvršča med države z najvišjo rastjo insolventnosti podjetij, in sicer z



58,2-odstotno rastjo leta 2013. Na prvem mestu je Bolgarija z 221,7-odstotno rastjo primerov insolventnosti podjetij leta 2013 glede na leto 2012 (tabela 4).

Tabela 4: Postopki zaradi insolventnosti v Srednji in Vzhodni Evropi

	2013	2012	2011	2010	Sprememba 2012/2013 (v %)
<b>Bolgarija</b>	1232	382	685	700	+221,7
<b>Hrvaška*</b>	6909	6922	4878	1501	-0,2
<b>Češka</b>	10.325	7723	5880	5559	-33,7
<b>Estonija</b>	469	506	623	504	-7,3
<b>Madžarska**</b>	47.347	50.226	30.757	17.487	-5,7
<b>Latvija</b>	818	881	813	2407	-7,2
<b>Litva</b>	1561	1354	1302	1496	+15,3
<b>Poljska</b>	915	908	762	665	+0,8
<b>Romunija</b>	29.587	26.807	22.650	21.692	+10,4
<b>Slovaška</b>	880	866	870	830	+1,6
<b>Slovenija</b>	941	595	675	510	+58,2
<b>Skupaj</b>	100.984	97.169	69.895	53.351	+3,9

\* Vključuje neskljenjene insolvenčne postopke iz prejšnjih let.

\*\* Insolvenčni postopki in likvidacije

Vir: Prirejeno po: Creditreform (2014, str. 17)

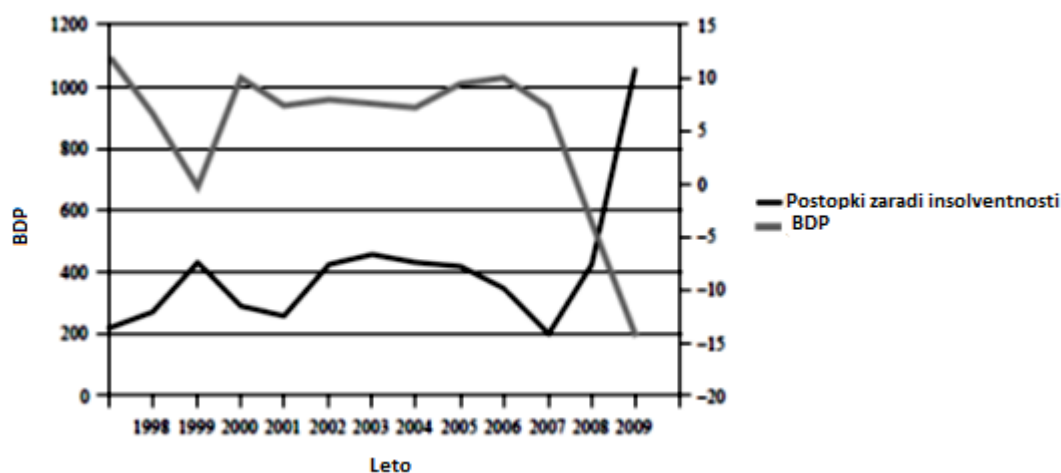
Upočasnjena gospodarska rast je kot posledica dolžniške krize v državah z evrom kakor tudi v ZDA povzročila številne stečaje podjetij, kar pa krizo seveda še pogloblja. V Sloveniji so se podjetja znašla v insolventnosti predvsem zaradi plačilne nediscipline, ki je povzročila, da so začela padati po načelu domin. Razsežnosti in globina grške krize je okrepila tveganje, da se lahko kriza iz Grčije razširi v sosednje solventne države, kar je povzročilo vsesplošno napetost in nezaupanje na evropskih finančnih trgih. V Evropi so bila v zadnjih letih precejšnja razhajanja v gospodarski rasti, nekatere države (Nemčija, Nizozemska in Danska) so beležile gospodarsko rast, skoraj tolikšno, kakršna je bila pred krizo, medtem ko so druge države beležile dramatične gospodarske padce (Grčija, Irska in Portugalska). Čeprav nemško gospodarstvo ni neobčutljivo za tovrstne dogodke, mu je uspelo zmanjšati majavost in ranljivost ter je tako postalo gospodarski generator evroobmočja. V prvi polovici leta 2011 je bil gonilna sila nemškega gospodarstva naraščajoči izvoz, ki je vsesplošno pozitivno vplival na celotno leto 2011 (Creditreform 2012, str. 1). V državah, ki veljajo za jedro evroobmočja in ki smo jih že omenili, se je obseg postopkov zaradi insolventnosti zmanjšal, medtem ko se kriza v perifernih državah evroobmočja še naprej pogloblja.

#### 4.1.1 Bruto domači proizvod

Najširša mera celotnega outputa gospodarstva je bruto domači proizvod (BDP). BDP je tržna vrednost vseh končnih proizvodov in storitev, ki jih je ustvarilo gospodarstvo

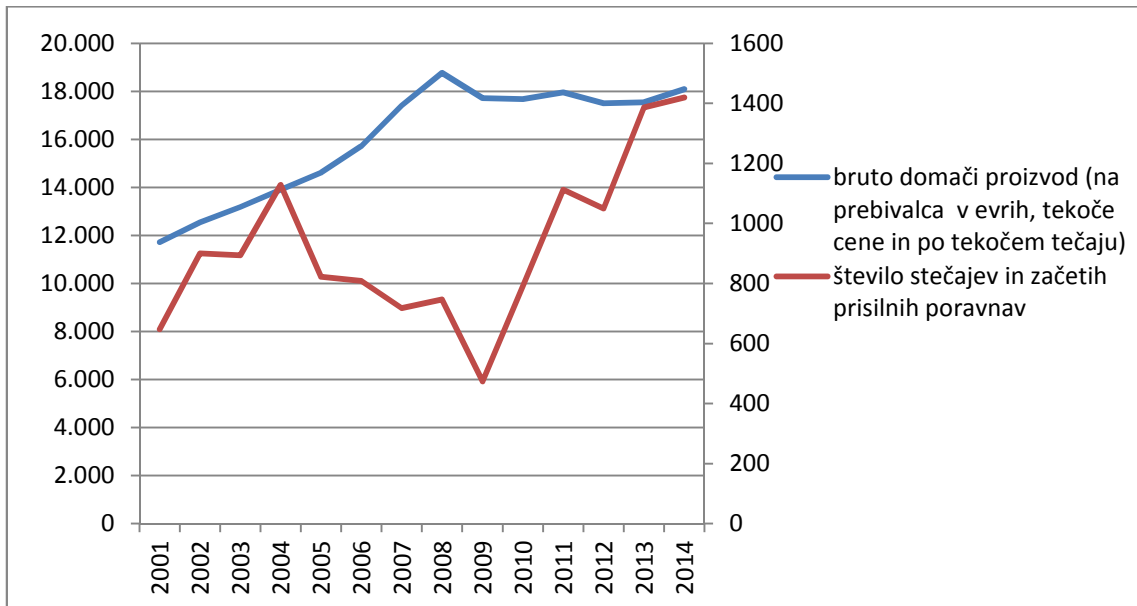
neke države v enem letu. BDP je torej najobširnejši in najsplošnejši makroekonomski dejavnik, ki vpliva na stopnjo insolventnosti podjetij v določeni državi (stopnja insolventnosti podjetij se meri kot delež podjetij v postopkih zaradi insolventnosti v primerjavi z vsemi podjetji). Manavald (2010) ugotavlja tesno povezanost med upadom BDP in naraščanjem postopkov zaradi insolventnosti na primeru Estonije, medtem ko so do podobnih ugotovitev prišli Halim et al. (2008), pri čemer so slednji analizirali podjetniško insolventnost in gibanje BDP na primeru Malezije. Gaffeo in Santoro (2009), Archambault in Laverdièr (2005), Halim et al. (2008), Moravec (2010) v študijah potrjujejo vpliv gibanja BDP kakor tudi obrestne mere in inflacije na število začetih postopkov zaradi insolventnosti. Povezava med gibanjem BDP in številom postopkov zaradi insolventnosti je v obliki negativne korelacije med omenjenima spremenljivkama. Ko torej BDP pada, se število postopkov zaradi insolventnosti povečuje. Na primeru Estonije in Slovenije je negativna korelacija med BDP in postopki zaradi insolventnosti dobro vidna (sliki 4 in 5).

Slika 4: Gibanje BDP in števila postopkov zaradi insolventnosti v Estoniji v obdobju 1998–2009



Vir: Manavald (2010, str. 3)

Slika 5: Gibanje BDP in števila postopkov zaradi insolventnosti (upoštevajoč samo stečaje pravnih oseb in začeti prisilnih poravn) v Sloveniji v obdobju 2001–2014



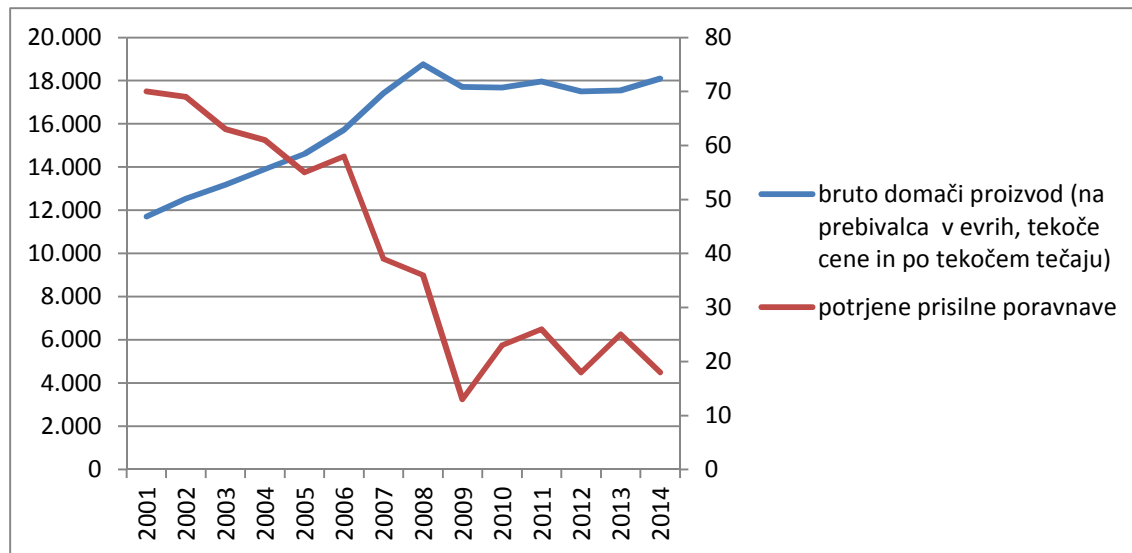
Vir podatkov: SURS (2015a); Ministrstvo za pravosodje RS (2001–2014) – Sodna statistika (2001–2014)

V Sloveniji je število postopkov zaradi insolventnosti skokovito naraslo po letu 2009. Upad BDP in zaostrovanje gospodarskih razmer sta se začela v letu 2009, kar je vplivalo na poslovanje podjetij. Z enoletnim zamikom se je gospodarska kriza odrazila tudi v naraščajočem številu podjetij, stečajev podjetij in začeti postopkov prisilnih poravn. V Sloveniji je med plačilnimi zamudniki več kakor tri četrtine mikropodjetij, kar potrjuje hipotezo Sharabanyja (2004) o tem, da manjša neizvozna podjetja hitreje podležejo negativnim spremembam makroekonomskih dejavnikov. Poleg tega so manjša podjetja v slabši pogajalski poziciji v dogovorih z bankami in drugimi finančnimi institucijami o prestrukturiranju obveznosti.

Upad BDP na prebivalca izrazito vpliva na povečanje števila začeti prisilnih poravn, vendar nas v našem primeru zanima, ali upad BDP učinkuje tudi na formalni zaključek prisilnih poravn. Čeprav se število insolvenčnih postopkov povečuje, ko BDP upada, smo predvidevali, da se število potrjenih prisilnih poravn vseeno zmanjšuje. S povsem praktičnega vidika negotove gospodarske razmere še dodatno otežujejo podjetjem preživetje med postopkom prisilne poravnave, zaradi česar se mnogo prisilnih poravn izjalovi in konča s stečajem. Hkrati so upniki precej previdni pri potrjevanju predlogov prisilnih poravn, ki so glede na gospodarsko situacijo preveč optimistični. Če na grobo analiziramo podatke in jih prikažemo grafično, gibanje BDP na prebivalca in števila potrjenih prisilnih poravn v Sloveniji na videz nakazuje negativno korelacijo med spremenljivkama, še posebej v prvem delu opazovanega obdobja (2001–2008). Kadar se torej BDP na prebivalca znižuje, se povečuje število

potrjenih prisilnih poravnav, kar nasprotuje našim predvidevanjem (slika 6). Če dobro pogledamo drugi del grafa, ugotovimo, da negativna korelacija ne izstopa tako, kar bi morda lahko govorilo v prid naši hipotezi. Podrobnejšo analizo podatkov bomo izvedli v empiričnem delu, v katerem bomo hipotezo sprejeli ali zavrnili.

Slika 6: Gibanje BDP na prebivalca in števila potrjenih prisilnih poravnav v Sloveniji v obdobju 2001–2014



Vir podatkov: SURS (2015a); Ministrstvo za pravosodje RS (2001–2014) – Sodna statistika (2001–2014)

Makroekonomski dejavniki, ki vplivajo na število insolvenčnih postopkov, so med seboj zelo povezani. Na gibanje BDP vpliva veliko dejavnikov, ki so prav tako povezani, zaradi česar jih ne moremo obravnavati ločeno. Razlogi za padec BDP so različni. V nadaljevanju na kratko predstavljamo glavne razloge recesije. Pred tem pa je treba tudi pojasniti naslednja pojma (Samuelson in Nordhaus 2002, str. 737):

- Agregatna ponudba je celotna vrednost dobrin in storitev, ki bi jih bila podjetja pripravljena proizvesti v danem časovnem obdobju. Agregatna ponudba je funkcija razpoložljivih inputov, tehnologije in ravni cen.
- Agregatno povpraševanje so celotni načrtovani ali želeni izdatki v gospodarstvu v danem obdobju. Določa ga agregatna raven cen in nanj vplivajo domače naložbe, neto izvoz, vladni izdatki, potrošna funkcija in ponudba denarja.

Vzroki za padec v agregatnem povpraševanju so naslednji:

- višje obrestne mere, ki zmanjšajo obseg sposojanja in investiranja;
- padec realnih plač;
- upad zaupanja potrošnikov;
- kreditni krč, ki zmanjša obseg kreditiranja na strani bank, in posledično zmanjšanje števila investicij;

- obdobja deflacije, ki povzročijo, da potrošniki odlašajo z nakupom in s trošenjem, saj pričakujejo še nižanje cen, hkrati pa deflacija poveča realno vrednost dolga, kar še poslabša situacijo vseh zadolženih fizičnih in pravnih oseb;
- apreciacija deviznih tečajev in s tem podražitev izvoza.

V sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je razviti svet udarila nova makroekonomska bolezen, ponudbeni šoki. Ponudbeni šok je nenadna sprememba stroškovnih razmer ali pogojev produktivnosti, ki močno prestavijo agregatno ponudbo. Vzroki za padec agregatne ponudbe izhajajo predvsem iz višjih cen nafte in naftnih derivatov, kar podraži proizvodnjo in povzroči kratkoročno krivuljo agregatne ponudbe na levo. Šok agregatne ponudbe povzroči padec BDP ter povišanje inflacije in cen. To je zelo težko rešiti samo z denarno politiko, ker se pojavljata padec BDP in inflacija obenem (stagflacija). Ponudbeni šoki so se leta 1973 pojavili z veliko silovitostjo, cene surovin in goriv so od leta 1972 do 1973 porasle za več kot v celotnem obdobju od konca druge svetovne vojne do leta 1972 (ibid., str. 385).

#### **4.1.2 Obrestna mera**

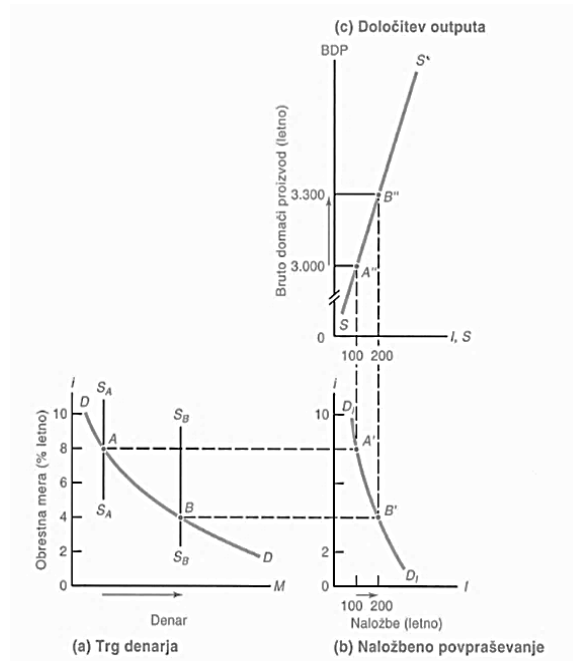
Obresti so plačilo za uporabo denarja in tako je obrestna mera najpomembnejši makroekonomski dejavnik, ki ga budno spremljajo vse finančne institucije. Tveganje spremembe obrestne mere in z njim povezano kreditno tveganje sta najpomembnejši vrsti tveganja, ki so mu izpostavljena podjetja. Kreditno tveganje predstavlja možnost (verjetnost) nastanka izgube zaradi neizpolnitve pogodbenih obveznosti dolžnika do kreditodajalca. Povezano je z nepripravljenostjo ali nesposobnostjo dolžnika, ki je lahko začasna (nelikvidnost) ali trajna (insolventnost), da v dogovorjenem roku izpolni finančne obveznosti. Kreditnemu tveganju so potemtakem izpostavljene predvsem finančne institucije. Tveganju spremembe obrestne mere pa so izpostavljena vsa podjetja, v katerih bilanci stanja so instrumenti, občutljivi za gibanje obrestne mere (npr. kredite).

Spremembe v obrestni meri se odrazijo v gibanju BDP, zaradi česar so v prejšnjem razdelku predstavljeni izsledki podobni. Gibanje BDP je torej tesno povezano s spremembami v višini obrestne mere in inflacije. Pri pregledu literature smo ugotovili, da avtorji postavljajo v ospredje obrestno mero kot ključni dejavnik pri gibanju števila začelih stečajev in prisilnih poravnjav. Višja obrestna mera pomeni za podjetja višje stroške financiranja, kar pa za nekatera podjetja posledično pomeni nevzdržno situacijo, ki vodi v insolventnost.

Slika 7 prikazuje, kako sprememba v ponudbi denarja vpliva prek spremembe obrestne mere in naložbenega povpraševanja na dvig ali padec BDP. Kadar centralna banka

poveča ponudbo denarja s  $S_A$  na  $S_B$ , obrestna mera pade, saj ljudje povečajo znesek denarja, ki ga imajo, kar pomeni pomikanje vzdolž krivulje povpraševanja po denarju v (a). Nižja obrestna mera zniža stroške financiranja naložb ter tako spodbuja investicije pri potrošnikih in podjetjih. Gospodarstvo se v (b) pomika navzdol po krivulji naložbenega povpraševanja od  $A'$  do  $B'$ . Skozi mehanizem multiplikatorja v (c) višje naložbe povečajo agregatno povpraševanje in tako se BDP pomakne iz  $A''$  v  $B''$ .

Slika 7: Centralna banka določa ponudbo denarja, kar spreminja obrestne mere in naložbe ter tako vpliva na BDP.



Vir: Samuelson in Nordhaus (2002, str. 507)

Ponudba in povpraševanje po denarju skupno določata tržno obrestno mero. Pomembne obrestne mere vključujejo kratkoročne mere, kot obrestne mere za trimesečne obveznice in kratkoročne komercialne papirje, ter obrestno mero, ki jo banke plačujejo druga drugi za uporabo rezerv čez noč. Dolgoročne obrestne mere vključujejo tiste od deset- ali dvajsetletnih vladnih obveznic. Na denarni trg vpliva kombinacija javnih želja po določeni količini denarja in denarne politike centralne banke. Njuno vzajemno delovanje določa tržno obrestno mero. Ostrejša denarna politika pomeni višjo tržno obrestno mero. Povečanje BDP ali ravni cen prav tako vpliva na povišanje obrestne mere. Blažje denarne razmere ali zmanjšanje povpraševanja po denarju povzročajo nasprotno učinke (ECB 2007, str. 27, 28).

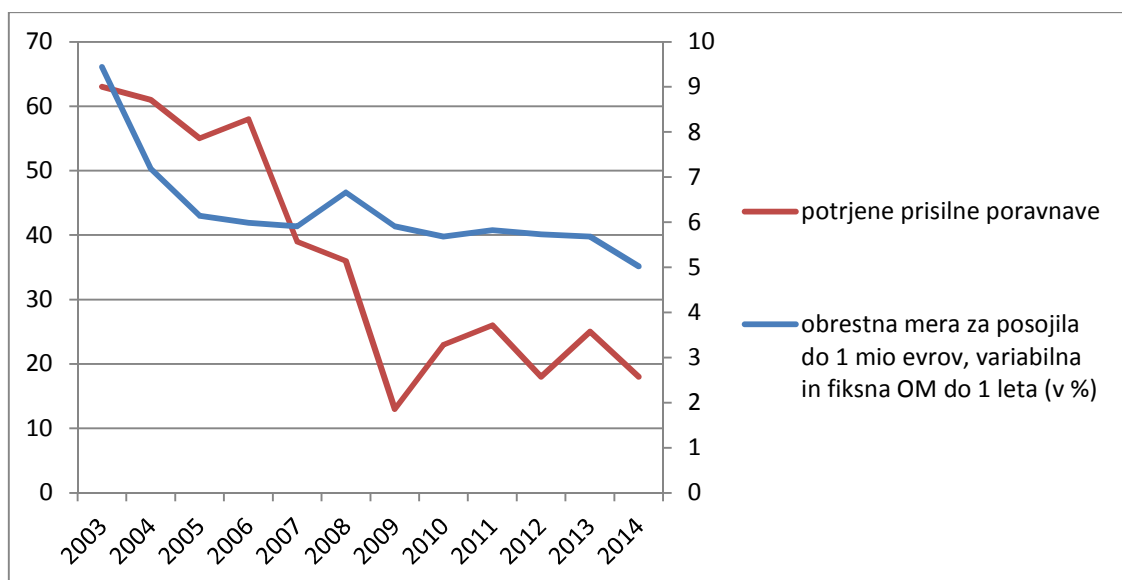
Na splošno velja, da je med gibanjem obrestne mere in števila začetih postopkov zaradi insolventnosti pozitivna korelacija, vendar treba je poudariti, da je pozitivna korelacija močnejša, če se upošteva nekajletni zamik. To pomeni, da so posledice zvišanja obrestne mere v gospodarstvu vidne šele po nekaj letih. Moravec (2010, str. 6) ob

primeru Češke ugotavlja močno pozitivno korelacijo med obrestno mero in številom postopkov zaradi insolventnosti pri zamiku treh let.

Kaplin et al. (2009, str. 11) prav tako ugotavljajo pozitivno korelacijo med gibanjem kratkoročne obrestne mere in stopnjo neplačevanja pri podjetjih. Pozitivna korelacija je vidna dolgoročno, medtem ko je kratkoročno prisotna negativna korelacija med omenjenima spremenljivkama. Do tega prihaja zaradi zamika, ki ga ugotavlja tudi Moravec (2010). S tem ko se obrestne mere znižujejo, se začne prvi val neplačevanja obveznosti podjetij. Centralne banke želijo z znižanjem obrestne mere preprečiti preveliko število postopkov zaradi insolventnosti, vendar so posledice znižanja obrestne mere v gospodarstvu vidne šele po nekaj letih.

Gibanje obrestne mere torej vpliva na začete insolvenčne postopke, vendar je treba pri ugotavljanju odvisnosti upoštevati nekajletni zamik. V uvodu raziskave smo opredelili hipotezo, v kateri navajamo pozitivno korelacijo med gibanjem obrestne mere in števila potrjenih prisilnih poravnav. Slikovna analiza podatkov govori v prid hipotezi, podrobnejšo analizo pa predstavljamo v drugem delu doktorske disertacije (slika 8). Čeprav ekonomska teorija predvideva, da zniževanje obrestnih mer vpliva na spodbujanje naložb in posledično na gospodarsko okrevanje, je kriza, v kateri smo se znašli, zelo specifična.

Slika 8: Gibanje kratkoročnih obrestnih mer in števila potrjenih prisilnih poravnav v Sloveniji v obdobju 2003–2014



Vir podatkov: Banka Slovenije (2015) – Statistika, Ministrstvo za pravosodje RS (2003–2014) – Sodna statistika (2003–2014)

Pri analiziranju kratkoročnih obrestnih mer za posojila do milijona evrov do enega leta za poslovne subjekte smo ugotovili, da obrestne mere niso drastično padle zaradi izjemno velikega pribitka bank na osnovno obrestno mero (glejte razdelek 4.1.4).

Znižanje obrestnih mer ob primeru Slovenije ne povzroča velikega učinka na gospodarsko dejavnost, kajti znižanje obrestnih mer še ne pomeni, da je podjetjem omogočen lažji dostop do finančnih sredstev. Previdnost bank pri odobravanju kreditov podjetjem je financiranje podjetij popolnoma omejilo in s tem še poglobilo gospodarsko krizo.

### 4.1.3 Inflacija

Pri obravnavanju obrestne mere kot dejavnika, ki vpliva na število postopkov zaradi insolventnosti nad podjetji, je treba omeniti tudi inflacijo. Najpreprosteje jo opredelimo kot trajno rast vseh oziroma velikega števila cen blaga in storitev v daljšem časovnem obdobju, ki zmanjšuje vrednost denarja oziroma njegovo kupno moč ter skupaj z realno obrestno mero določa nominalno obrestno mero. Inflacija je pogosto definirana tudi kot povečanje količine denarja v obtoku. Deflacija je pogosto opredeljena kot nasprotje inflacije, kot splošni padec cen v daljšem časovnem obdobju. Če cene s časom v povprečju niti ne naraščajo niti ne padajo, če torej ni inflacije niti deflacije, lahko rečemo, da obstaja cenovna stabilnost. Če s sto evri danes kupimo isto košarico dobrin, kot smo jo pred, denimo, dvema letoma, je tako stanje mogoče imenovati absolutna cenovna stabilnost (ECB 2007, str. 24).

Na višino inflacije vpliva veliko dejavnikov, med katerimi so naslednji (Haberler 1960, str. 16, 17):

- Hitrejše naraščanje agregatnega povpraševanja od agregatne ponudbe, kar privede do zviševanja cen in plač (angl. *demand-pull inflation*). Do omenjene situacije pride najpogosteje zaradi ekspanzije v bančnih kreditih za zasebno trošenje ali zaradi povečanega povpraševanja iz tujine.
- Zviševanje plač zaradi zahtev raznovrstnih sindikatov vodi do pritiskov na zviševanje v cenah (angl. *wage-push inflation*).
- Zviševanje cen surovin zaradi monopolov, kar povzroči zviševanje stroškov proizvodnje in zviševanje cen proizvodov (angl. *administered price inflation*).

Inflacija ne povzroča večjih težav, dokler so stopnje inflacije nizke, stabilne in v okviru pričakovanj podjetij in potrošnikov. Ne glede na to je pomemben vpliv inflacije negotovost, ki jo ta prinaša, ko je stopnja inflacije nestabilna, tj. ko se cene bistveno spreminjajo skozi čas. Vzrok za nestabilno inflacijo so lahko ostra nihanja v ponudbi in (ali) povpraševanju v gospodarstvu, na primer po surovinah, kot so kmetijski izdelki ali nafta, ki so temeljne za mnoge vidike vsakodnevnega življenja in dela. Nestabilne in nepredvidljive stopnje inflacije lahko potrošnikom in podjetjem otežijo dolgoročno načrtovanje, s tem pa odvrtačajo vlaganja in prihranke ter povzročajo neučinkovitost na trgu. Najpomembnejši vpliv inflacije je, da s časom zmanjšuje vrednost denarja, kar pomeni, da denar in lastnik tega denarja izgubljata kupno moč. Inflacija, tako pričakovana kakor nepričakovana, vpliva na dobiček podjetja. Na splošno vodi



nepričakovana inflacija do napačne stopnje outputa, kar privede do nepravilne alokacije resursov. Če je dejanska inflacija nižja od pričakovane inflacije v obdobju vstopa v nominalno in fiksno stopnjo zadolževanja ali nominalne plačne pogodbe, inflacija povzroči dvig realnih obrokov odplačil, ki jih mora podjetje plačevati, in hkrati tudi dvig realnih plač. Posledica je prizadet dobiček podjetij, s čimer se povečuje možnost razvoja resnejše krize v podjetju. Nadaljnja posledica visoke inflacije ali visoke pričakovane inflacije je, da se ljudje manj nagibajo k varčevanju za prihodnost. Do tega prihaja, ker bi lahko inflacija sčasoma spodkopala kupno moč prihrankov. V tem primeru ljudje, ki dejansko želijo varčevati za prihodnost, v praksi svoj denar raje potrošijo takoj. Zaradi prevelike želje po trošenju denarja inflacija spodbuja napačne vrste investicij (pretirano gradnjo nepremičnin, pretirano kupovanje zalog ipd.) (Evropska komisija 2015; Haberler 1960, str. 46, 47). Slovenija je dober primer, kako so pred krizo banke na veliko kreditirale pravne in fizične osebe, pri tem so slednji denar potrošili večinoma za nespametne investicije v nepremičnine. Pritisk na cene je postal izjemno velik, kar se je kazalo v povišanju inflacije.<sup>9</sup>

Posojilodajalci so negotovi glede prihodnje inflacije in se bodo želeli zavarovati pred višjo prihodnjo inflacijo od anticipirane, in sicer tako, da bodo povečali obrestne mere ali posojali po spremenljivi obrestni meri. Čeprav je torej odplačevanje kreditov v trenutku odobritve posojila na prvi pogled morda videti obvladljivo, se lahko s spremenljivo obrestno mero in z nestabilno stopnjo inflacije v prihodnjih letih redna plačila močno povišajo. Hipotekarna kriza, ki se je leta 2007 začela v ZDA in se je razširila v globalno gospodarsko krizo, je primer, kako so poceni posojila postala draga in kako so mnogi ljudje ugotovili, da so precenili svoje finančne zmožnosti in niso mogli več odplačevati mesečnih anuitet. Posledice visoke in nestabilne inflacije za posojilojemalce so torej povečano tveganje pri gospodarskih odločitvah, višji stroški financiranja in nezmožnost plačevanja anuitet.

Glavni prerazdelitveni učinek inflacije deluje po njenem učinkovanju na realno vrednost premoženja. Na splošno neanticipirana inflacija prerazdeljuje premoženje upnikov k dolžnikom, kar je koristno za dolžnike in škodi upnikom. Neanticipirani padec inflacije učinkuje ravno nasprotno. Inflacija predvsem napihuje dohodeke in sredstva ter naključno prerazdeljuje dohodek med prebivalci. Nestabilnost, ki ga povzroča inflacija na finančnih trgih, seveda vpliva na podjetja, pri čemer se s povečevanjem nestabilnosti povečuje število postopkov zaradi insolventnosti nad podjetji. Hkrati se z dvigom inflacije zmanjša kupna moč potrošnikov, zaradi česar kupujejo manj dobrin, kar pa se odraža v nižjih dobičkih oziroma izgubah podjetij. Višje stopnje inflacije vodijo v višje nominalne obrestne mere, kar povzroča višje stroške financiranja v podjetjih in večje število podjetij, ki razglasijo insolventnost. V tej točki pa je treba spet opozoriti

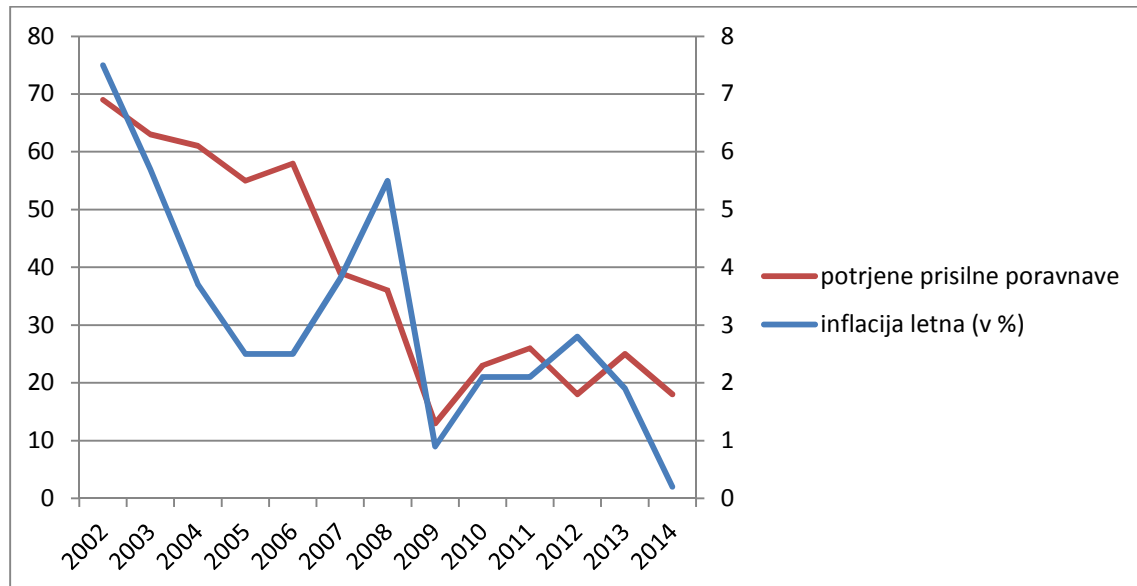
---

<sup>9</sup> Leta 2007 je stopnja inflacije v Sloveniji znašala 3,8 odstotka na letni ravni, medtem ko se je leta 2008 povečala na kar 5,5 odstotka (SURS 2015b).

na časovni zamik pri korelaciji med dvigom inflacije in številom začetih postopkov zaradi insolventnosti.

Inflacijske stopnje so se v Sloveniji v obdobju 2002–2014 zniževale, občuten padec inflacije pa je bil po letu 2008. Z začetkom finančne krize je povpraševanje v vseh gospodarskih panogah upadlo, zaradi česar se je rast cen umirila ali celo upadla. Inflacija se je spustila na zelo nizko raven, pri čemer pa kljub nizki in predvidljivi stopnji inflacije še ni videti resnejših premikov pri pospešenem oživljanju gospodarstva. Prav tako je število začetih insolvenčnih postopkov še vedno zelo veliko. Predvidevamo, da se število potrjenih prisilnih poravnav z zniževanjem stopnje inflacije znižuje, ker so obeti za gospodarsko okrevanje še negotovi in podjetja težje preživijo krizno obdobje (slika 9). V podrobnejši analizi v nadaljevanju preverjamo, ali lahko hipotezo sprejmemo ali zavrnamo.

Slika 9: Gibanje letne inflacije in števila potrjenih prisilnih poravnav v Sloveniji v obdobju 2002–2013



Vir podatkov: Eurostat (2015) – Data/Inflation; Ministrstvo za pravosodje RS (2002–2013) – Sodna statistika (2002–2013)

#### 4.1.4 Kreditni krč

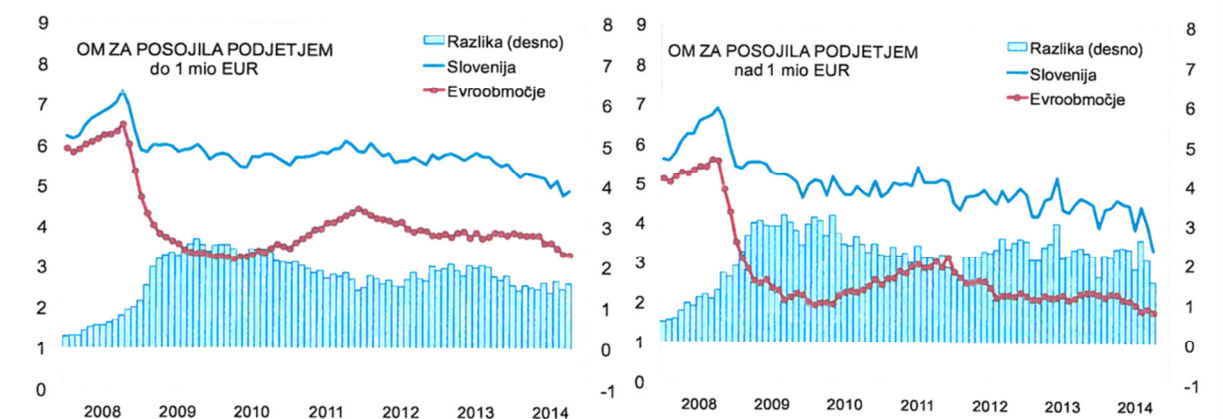
Kreditni krč je fraza, ki opisuje zmanjšanje obsega kreditov in posojil, ki so na voljo tako fizičnim kot pravnim osebam, zaradi poostrenih bančnih pogojev. Clair in Tuckerjeva (1993, povzeto po Mizen 2008, str. 1, 2) kreditni krč definirata kot zmanjšanje ponudbe kreditov zaradi znižanja vrednosti bančnega kapitala in zaradi pogojev, ki jih vsilijo regulatorji, nadzorniki bank ali banke same. Ti pogoji zahtevajo od bank, da oblikujejo ustrezno višino kapitala, kar omeji aktivnost posojanja denarja. Pri kreditnem krču se obseg kreditov zmanjša ne glede na višino referenčne obrestne mere. Takemu stanju

smo priče zdaj, ko se centralne banke trudijo vzdrževati nizke referenčne obrestne mere, vendar se je kljub temu zaradi tega financiranje na strani bank drastično zmanjšalo. Ne glede na trenutne referenčne obrestne mere, ki jih določajo centralne banke, se ob kreditnem krču stroški financiranja za posojilojemalca povečajo. V normalnih gospodarskih okoliščinah stroški financiranja po navadi sledijo višini referenčne obrestne mere, a se v obdobju kreditnega krča ta odnos spremeni – stroški financiranja rastejo, tudi če centralna banka referenčno obrestno mero znižuje.

Evropska komisija (2012, str. 3, 4) je Slovenijo že pred leti opozorila na težave, povezane z razdolževanjem in odvisnostjo podjetniškega sektorja od bančnega financiranja, ki omejujejo zmožnost prilagajanja gospodarstva. Nizka stopnja poplačil terjatev za upnike iz naslova insolvenčnih postopkov banke odvrča in jim hkrati preprečuje, da bi nadaljevale posojanje finančno nestabilnim podjetjem. To pomeni, da breme razdolževanja v večini nosijo posojilodajalci, pri čemer so banke izjemno previdne pri odobravanju novih posojil. Evropska komisija opozarja, da bi lahko to resno zavrlo prerazporeditev sredstev in poslovne naložbe. Uveljavljena podjetja lahko sredstva iščejo v tujini, kar jim je lahko v pomoč pri načrtih za širitev ali pri novih proizvodnih linijah. Vendar so te možnosti omejene za manjša, novejša in morda inovativnejša podjetja, ki so močno odvisna od financiranja iz domačega bančnega sektorja. Drugih možnosti podjetniškega financiranja v Sloveniji praktično ni, saj je financiranje z lastniškim kapitalom slabo razvito, neposredne tuje naložbe pa so redke zaradi nizkega deleža tujega lastništva.

Gospodarska kriza, ki se je razširila nad vso Evropo, je razkrila visoko kreditno tveganje, ki mu je izpostavljen slovenski bančni sistem. Odkrivanje lukenj v slovenskem bančnem sistemu je povzročilo zaostrovanje pogojev kreditiranja, kar se je odrazilo in se še vedno kaže v višjih obrestnih merah za nova posojila podjetjem. Stroški financiranja v Sloveniji so v primerjavi s povprečjem evroobmočja dokaj višji (slika 10).

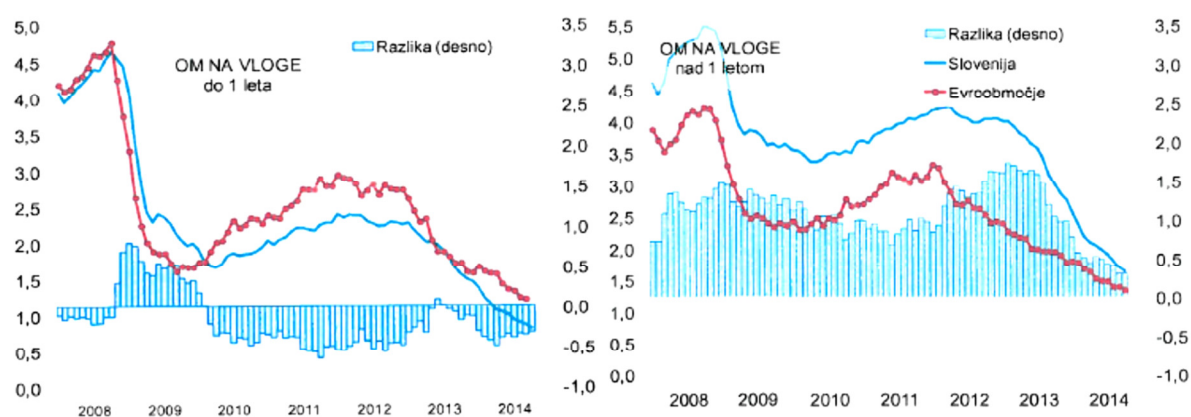
Slika 10: Primerjava slovenskih obrestnih mer za nova posojila z obrestnimi merami v evroobmočju v odstotkih



Vir: Banka Slovenije (2014, str. 3)

Za slovenski bančni sistem so poleg visokih obrestnih mer za kredite in strogih pogojev odobrevanja slednjih značilne tudi izjemno nizke obrestne mere za nove vloge gospodinjstev (slika 11). Take obrestne mere fizične osebe destimulirajo glede varčevanja, hkrati pa je zaupanje potrošnikov v slovenski bančni sistem na trhljih temeljih.

Slika 11: Primerjava slovenskih obrestnih mer z obrestnimi merami v evroobmočju za nove vloge gospodinjstev (v odstotkih)



Vir: Banka Slovenije (2014, str. 4)

Podjetja so večinoma zelo odvisna od bank in njihove pripravljenosti za financiranje novih projektov. Zdajšnja kriza je razkrila velike nepravilnosti tako pri poslovanju podjetij kakor tudi pri poslovanju bank. Podjetja so svoje poslovanje in premoženje financirala izključno s tujimi viri financiranja, pri tem pa so pozabila na lastne vire oz. kapital. Hkrati se ročnost teh tujih virov financiranja ni skladala z ročnostjo sredstev, kajti večina podjetij je dolgoročna sredstva financirala s kratkoročnimi tujimi viri. Podjetja so bila torej zelo izpostavljena tveganju spremembe obrestnih mer. Dvig obrestnih mer in zaostrovanje pogojev bančnega financiranja (ob drugih oblikah tveganja) sta poslabšala likvidnost podjetij in posledično kapitalsko ustreznost, kar je vodilo (in še vodi) v razglasitev insolventnosti podjetij. Po drugi strani pa je dvig stroškov financiranja posledica slabega poslovanja bank. Banke so namreč odobravale kredite podjetjem, ki niso zadostovala pogojem kreditiranja, kar se je dolgoročno izkazalo kot pogubno. Hkrati so banke z željo po večjem zaslužku vlagale denar v izvedene finančne instrumente in s tem kontaminirale svoje bilance.

## 4.2 Zakonodaja

Komisija Združenih narodov za mednarodno trgovinsko pravo (UNCITRAL<sup>10</sup>) je leta 2005 pripravila zakonodajni vodnik za insolvenčno pravo. S tem projektom je želela doseči nadaljnji razvoj insolvenčnega prava z namenom spodbujanja držav k prevzemu učinkovitega družbenogospodarskega režima za reševanje primerov insolventnosti. Pri omenjenem projektu je sodelovalo 36 držav članic in nekaj držav nečlanic UNCITRAL-a. UNCITRAL je v zakonodajnem vodniku opisal ključne usmeritve, ki naj bi jih države upoštevale pri oblikovanju zakonov, ki se nanašajo na postopke zaradi insolventnosti. Upoštevač dejstvo, da se pristopi držav pri oblikovanju zakonodaje razlikujejo, je komisija oblikovala ključne cilje, ki jih mora insolvenčna zakonodaja zasledovati, če želi biti kar se da učinkovita (tabela 5). Pri tem je zelo pomembno, da je insolvenčna zakonodaja komplementarna in kompatibilna s pravnimi in socialnimi vrednotami družbe posamezne države. Čeprav zakonodaja, ki obravnava insolventnost, tvori zelo specifičen režim, njeni rezultati ne smejo biti v nasprotju s temelji zakonov z drugih področij.

Tabela 5: Glavni cilji učinkovitega insolvenčnega prava

Cilji insolvenčnega prava	Opis ciljev
Zagotavljanje stabilnosti na trgu za spodbujanje gospodarske rasti	Insolvenčna zakonodaja in institucije omogočajo državam članicam, da dosežejo prednosti in se izognejo pastem povezovanja nacionalnega finančnega sistema z mednarodnim. Omenjeni zakoni in institucije bi tako morali spodbujati poslovno izvedljivo prestrukturiranje ter olajšati zagotavljanje finančnih sredstev za zagon in reorganizacijo podjetij.
Maksimiranje vrednosti sredstev	Udeleženci se morajo v primeru insolventnosti zavzemati, da dosežejo največje vrednosti sredstev oziroma premoženja, saj to vodi v višja poplačila upnikom in zmanjšanje bremena plačilne nesposobnosti dolžnika.
Tehtna odločitev med likvidacijo in reorganizacijo	Insolvenčna zakonodaja mora spodbujati in omogočati reorganizacijo dolžnika kot alternativo likvidaciji. Zakonodaja mora zagotoviti ravnotežje

---

<sup>10</sup> United Nations Commission on International Trade Law oziroma v slovenščini Komisija Združenih narodov za mednarodno trgovinsko pravo je organizacija, ki je specializirana za moderniziranje in harmoniziranje trgovinskega prava v mednarodnem poslovanju.

	med likvidacijo in reorganizacijo. Zavarovani upniki se namreč pogosto nagibajo k likvidaciji podjetja, medtem ko se druge strani (predvsem dolžnik in zaposleni) trudijo, da bi podjetje na podlagi postopka prestrukturiranja čim dlje in čim bolje delovalo.
Zagotavljanje enakega obravnavanja upnikov	Ta cilj se nanaša na dejstvo, da bi morali biti upniki z enakimi pravicami enako obravnavani. To torej ne pomeni, da so vsi upniki enako obravnavani, temveč da so upniki, ki imajo enake pravice in so v isti skupini, obravnavani enako.
Zagotavljanje preglednega in predvidljivega insolvenčnega prava	Insolvenčno pravo mora biti transparentno in predvidljivo. Ti značilnosti omogočata potencialnim upnikom in posojilodajalcem razumeti, kako potekajo postopki zaradi insolventnosti, kar jim je v pomoč pri oceni tveganja, povezanega z njihovim položajem v primeru insolventnosti. Zakonodaja mora določati, da dolžnik zagotovi in razkrije ustrezne informacije, odvisno od položaja, v katerem je.
Priznavanje pravic upnikov in vzpostavitev jasnih pravil za razvrstitev terjatev	Jasna pravila za razvrstitev terjatev upnikov so pomembna za zagotavljanje varnosti na trgu in posledično prispevajo k lažjemu pridobivanju posojil (še posebej se to nanaša na zavarovane upnike). Jasna pravila omogočajo upnikom, da lahko predvidijo potek dogodkov v primeru insolventnosti, kar vsem udeležencem omogoča uvedbo ustreznih ukrepov za obvladovanje tveganja.

Vir: Prirejeno po UNCITRAL (2005) – Legislative Guide on Insolvency Law (9–14)

Razumevanje insolvenčne zakonodaje je temelj za uspešno izvajanje postopkov prestrukturiranja podjetij, zaradi česar zakonodajo uvrščamo med ključne zunanje dejavnike, ki vplivajo na uspešno izvedeno prisilno poravnavo. Literatura prav tako navaja pomembnost zakonodaje pri uspešnosti prestrukturiranja podjetij. Constantini (2009) na primeru italijanskih podjetij dokaže vpliv insolvenčne zakonodaje pri poteku finančnega prestrukturiranja. Avtor ugotavlja, da so formalni postopki prestrukturiranja v Italiji zelo neučinkoviti in nepriljubljeni. Evolucija italijanske insolvenčne zakonodaje nakazuje, da je mnogokrat pisana na kožo velikim podjetjem

nacionalnega interesa, medtem ko so manjša podjetja zelo omejena z zakonodajo in se težje prestrukturirajo, tako finančno kakor poslovno. Podobna situacija je tudi v Sloveniji, kjer je insolvenčna zakonodaja prilagojena velikim, nacionalno pomembnim podjetjem, medtem ko so majhna in srednje velika podjetja prepuščena togi in težko razumljivi zakonodaji.

Armour (2003), Succurrova (2008), Pindado, Rodrigues in de la Torrejeva (2008) analizirajo vpliv insolvenčne zakonodaje z vidika investicijskega odločanja in razumevanje pravnih in institucionalnih dejavnikov pri naložbah s tveganim kapitalom. Tvegani kapital je posebna oblika lastniškega kapitala, bodisi fizičnih bodisi pravnih oseb, vložen v mlada in potencialno hitro rastoča podjetja. Oblika tveganega kapitala je za majhna in srednja podjetja zelo pomemben vir financiranja, pri čemer insolvenčna zakonodaja zelo vpliva na stopnjo financiranja s tovrstno obliko kapitala. Avtorji (ibid.) ugotavljajo, da mora dobra insolvenčna zakonodaja vzpostavljati ravnovesje med zagotavljanjem moči upnikov in pretirano strogim kaznovanjem dolžnikov v primeru nastopa insolventnosti. Dobra insolvenčna zakonodaja namreč prispeva k lažji odločitvi pri investiranju v majhna in srednja podjetja kakor tudi pri posojanju denarja takim podjetjem. Jasno napisana zakonodaja in varstvo upnikov sta dejavnika, ki vplivata na uspešno finančno prestrukturiranje. Pri odločanju upnikov o sprejetju pogojev finančnega prestrukturiranja oziroma prisilne poravnave se v veliki meri pojavlja moralni hazard. Tarantino (2009) osvetljuje problematiko preveč mile insolvenčne zakonodaje, ki vodi do zadržanosti investorjev in odločitve za kratkoročne projekte z manj tveganja. Milejša insolvenčna zakonodaja pomeni večji moralni hazard in večje tveganje, da bodo upniki v primeru insolventnosti dovolj dobro poplačani.

Davydenko in Franks (2006) sta v raziskovalni vzorec zajela manjša in srednje velika podjetja iz treh držav (Francije, Nemčije in Velike Britanije), ki so se znašla v krizi. Dokazala sta, da razlike v zakonodajah med državami, še posebej z vidika upniških pravic, vplivajo na prilagoditve pogojev poslovanja bank in pogojev prestrukturiranja neuspešnih podjetij. Kjer je insolvenčna zakonodaja neprijazna do upnikov, banke pri odobravanju kreditov zahtevajo večje zavarovanje, kar seveda pozneje vpliva na izid finančnega prestrukturiranja.

Slovenski pravni sistem spada v skupino germanskih pravnih sistemov, saj je večina področij civilnega prava urejena po nemškem zgledu (to velja zlasti za področje korporacijskega prava – ZGD-1, stvarnega prava – SPZ, v pretežnem delu pa tudi za obligacijsko pravo – OZ, civilno procesno pravo – ZPP in ureditev postopkov zaradi insolventnosti – ZFPPIPP). Zato so instituti nemškega prava neposredno primerljivi s slovenskimi (Ministrstvo za pravosodje RS 2011, str. 9).

## 4.2.1 Pravni sistemi

Za vsako državo je značilen določen pravni red, ki se bolj ali manj razlikuje od drugih. To velja z nekaterimi omejitvami zaradi izgube suverenosti tudi za federalne enote zvezno organizirane skupnosti. V posameznih državah ZDA in kanadskih provincah obstajajo posebna področja prava, ki se v veliki meri razlikujejo od prava preostalega zveznega ozemlja. V manjši meri velja to tudi za kantone v Švici, dežele v Nemčiji in Avstriji, veljalo je tudi za jugoslovanske republike in območja Sovjetske zveze. Meje pravnih redov se tako ne ujemajo vedno s političnimi zunanji mejami. Kljub veliki raznolikosti lahko pravne rede na podlagi nekaterih skupnih značilnosti oziroma vidikov razdelimo v skupine. Ustrezno lahko klasificiramo tudi različne pravne rede ter jih razdelimo na različne pravne družine in pravne kroge. Pravni krogi so (David in Grasmann 1998a, str. 67–97):

- celinsko-evropski (rimsko-germanski) pravni krog;
- anglo-ameriški pravni krog;
- pravna družina socialističnih držav;
- mešani sistemi (npr. škotsko pravo);
- pravni sistemi Daljnega vzhoda (temeljijo na religiji in plemenskem izročilu).

### 4.2.1.1 Rimsko-germanska pravna družina<sup>11</sup>

Za to pravno družino je značilna dolga zgodovina, izvira pa iz prava starega Rima. Pravni redi te družine nadaljujejo staro rimsko pravo v izboljšani obliki, ne da bi ga le posnemali; sprejeli so številne prvine iz drugih virov in jih spojili z rimskim pravom. Na tej osnovi se je razvil pravni sistem, v katerem je pomen starega rimskega prava le še zgodovinski. Gre za prvine običajnega prava (5.–12. stoletje), združene z rimskim pravom. Je torej mešanica rimskega prava in običajnega prava kontinentalne Evrope. Rimsko-germanska pravna družina je razširjena po vsem svetu, saj je zajela zlasti:

- vso Latinsko Ameriko;
- velik del Afrike in Bližnjega vzhoda;
- Japonsko in Indonezijo v Aziji.

Take razširitve ne moremo pripisati le kolonizaciji, temveč so mnoge države/regije prostovoljno sprejele omenjen pravni sistem zaradi pravne tehnike kodifikacije. Kodifikacija pomeni združitve različnih zakonov ali nepisanih pravnih določil v enotno (zakonsko) besedilo. Kodifikacija je torej tehnika, ki šoli naravnega prava omogoča uresničevanje njenih ciljev: pravo, ki je primerno za sodobno družbo, se (v nasprotju s kaosom justinijanskih kompilacij) metodično predela, tako da ga pozneje sodišča lahko uporabijo.

---

<sup>11</sup> Povzeto po: David in Grasmann (1998a, str. 103–110).



Kodifikacija je:

- odstranila popolnoma preživete pravne predpise, ki so se povsod obdržali v velikem obsegu;
- končala razcepljenost prava in raznovrstnost pravnih običajev, ki so pravno prakso večinoma le ovirali in se jih nikakor ni več dalo upravičevati.

#### 4.2.1.2 Anglo-ameriška pravna družina<sup>12</sup>

Temelj te pravne družine je v angleškem pravu. Strogo gledano je uporaba angleškega prava omejena na Anglijo in Wales. Kljub temu da je na eni strani čisto ozko pojmovanje angleškega prava kot skupka obvezujočih pravnih pravil, pa je na drugi strani univerzalnost istega pravnega vzorca za velik del človeštva. V pravni družini *common law* ima angleško pravo prednost, ker slednje velja za vzor številnim državam. *Common law* je pravni sistem, ki se je izoblikoval v Angliji po normanski osamosvojitvi. V angleškem pravu ni bilo dveh prenovitvenih dejavnikov, ki sta tako značilna za rimsko-germansko pravno družino rimskega prava in kodifikacije. Razvijalo se je popolnoma samostojno in stiki s celinsko Evropo niso pustili skoraj nobenih sledi.

Angleški pravniki – ki podcenjujejo kontinuiteto celinskoevropskih pravnih redov in pogosto domnevajo, da je kodifikacija prekinila njihovo izročilo – zelo radi poudarjajo zgodovinsko kontinuiteto lastnega prava. Angleško pravo vidijo kot rezultat dolgega zgodovinskega razvoja brez prekinitev. Angleži torej radi poudarjajo izročilo, medtem ko celinskoevropski pravniki bolj poudarjajo razumnost in logiko svojih pravnih redov. Kljub različnim pogledom pa sta si v resnici izročilo in razumnost podobna, kajti celinskoevropsko pravo in angleško pravo sta se morali prilagajati in na splošno reševati podobne družbene potrebe.

*Common law*, ki so ga v Angliji od normanske osvojitve dalje razvijala predvsem kraljeva sodišča, se je precej razširil in poleg rimsko-germanskih pravnih redov postal eden izmed velikih svetovnih pravnih sistemov. Z razširitvijo se je moralo sprejeto angleško pravo prilagoditi posebnim razmeram dežel, ki so ga prevzele. Ena izmed takih prilagoditev je bila na območju ZDA. V prvih angleških naselbinah na ozemlju današnjih ZDA se je načelno uporabljal angleški *common law*. Slednji je v kolonijah veljal le toliko, kolikor je bilo to ustrezno glede na tamkajšnje razmere. Ob podobnosti razvojnih postopkov pa se angleški in ameriški pravni red razlikujeta. Danes razlike temeljijo na številnih kompleksnih dejavnikih, ki so povzročili razlike med državama. ZDA so brez tradicionalnih povezav z zunanjim svetom in so zvezna država, v kateri je treba uskladiti interese celotnega naroda s posebnimi interesi posameznih federalnih enot. Prav tako je zelo različna gospodarska struktura. Tako za ameriške kakor tudi za

---

<sup>12</sup> Povzeto po: David in Grasmann (1998b, str. 303–394).

angleške pravnike je v prvi vrsti pravo, ki ga določa sodna praksa. Funkcijo zakonodaje vidijo samo v tem, da ureja posamezne pravne probleme, ne pa da bistveno spreminja *common law*. V ZDA je značilno temeljno razlikovanje med zveznim pravom in pravom federalnih enot, česar angleško pravo ne pozna.

#### **4.2.2 Primerjalnopravna analiza insolvenčne zakonodaje med Slovenijo, Nemčijo in ZDA s poudarkom na postopku finančnega prestrukturiranja<sup>13</sup>**

V sodobnem svetu sta za podjetje, ki se znajde v insolventnosti, dve možnosti – stečaj ali finančno prestrukturiranje. V primeru stečaja se premoženje dolžnika proda, da se poplačajo upniki, kolikor je mogoče, in podjetje preneha delovati. V finančnem prestrukturiranju podjetja upniki prostovoljno ali po sklepu sodišča priznajo odpise svojih terjatev in po navadi terjatve tudi konvertirajo v lastniške deleže. Učinkovit stečajni postopek deluje kot filtrirni mehanizem, pri čemer se neučinkovita podjetja likvidirajo. Na drugi strani pa učinkovit postopek finančnega prestrukturiranja podjetjem omogoča, da se preoblikujejo in ponovno zaživijo v dobri luči. Značilnosti obeh postopkov se med državami drastično razlikujejo. V nadaljevanju predstavljamo primerjalnopravno analizo insolvenčne zakonodaje med tremi državami: Slovenijo, Nemčijo in ZDA. Pri tem izpostavljam vidik finančnega prestrukturiranja in ohranitve zdravih jeder gospodarskih subjektov. Nemčijo in ZDA smo si izbrali za analizo zato, ker slovenska zakonodaja temelji na nemški, medtem ko se ZDA venomer omenjajo kot primer dobre prakse pri prestrukturiranju podjetij. S primerjalnopravno analizo je omogočen vpogled v način reševanja stanja insolventnosti tudi zunaj naših meja, obenem pa tudi ugotovimo, katere države so bolj oziroma manj naklonjene finančnemu prestrukturiranju podjetij.

Slovenija ureja finančno poslovanje pravnih oseb, postopke zaradi insolventnosti tako nad pravnimi kot fizičnimi osebami ter postopke prisilnega prenehanja z ZFPPIPP (Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju). ZFPPIPP, ki je bil objavljen v Uradnem listu, št. 126/2007 z dne 31. 12. 2007, je nadomestil prejšnja zakona, in sicer Zakon o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod) in Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji (ZPPSL). ZFPPIPP je bil že večkrat dopolnjen: leta 2009 v Uradnem listu RS, št. 40/2009 in 59/2009, leta 2010 v Uradnem listu RS, št. 52/2009, leta 2011 v Uradnem listu RS, št. 26/2011, leta 2013 v

---

<sup>13</sup> V besedilu rabimo skupen termin finančno prestrukturiranje, ki se nanaša na prisilno poravnavo v okviru slovenske zakonodaje, finančno prestrukturiranje v okviru nemške zakonodaje in reorganizacijo v okviru ameriške zakonodaje. S terminom finančno prestrukturiranje se torej osredinimo na formalni postopek prestrukturiranja v primeru insolventnosti, ki poteka pred sodiščem, in ne kot obliko zunaj sodnega postopka. Kadar v nadaljevanju obravnavamo državo ZDA, rabimo termin reorganizacija, ker je v rabi tudi v ameriški zakonodaji.

Uradnem listu RS, št. 47/2013 in 100/2013 ter leta 2016 v Uradnem listu RS, št. 27/2016.

Nemški zakon o insolventnosti je urejen s celovitim Zakonom o insolventnosti, ki je začel veljati 1. januarja 1999. Kodeks oziroma zakonik je nadomestil in združil Zakon o stečaju in prisilni poravnavi (*Konkursordnung und Vergleichsordnung*) iz Zahodne Nemčije ter Akt o kolektivnem izvrševanju (*Gesamtvollstreckungsordnung*) iz Vzhodne Nemčije. Cilj nemških postopkov zaradi insolventnosti je zadovoljiti upnike bodisi z likvidacijo dolžnikovega premoženja in distribucijo premoženjske koristi bodisi doseči dogovor med upniki in dolžnikom (pri čemer ima glavno vlogo načrt finančnega prestrukturiranja) z namenom ohranitve podjetja in njegovega nadaljnega delovanja (Mayer, Brown, Rowe in Maw Gaedertz 2006, str. 1–3).

Nemški Zakon o insolventnosti določa posamezen, zmanjšan postopek insolventnosti za vsakega dolžnika, ki se sooča s finančnimi težavami. Ta postopek lahko povzroči likvidacijo dolžnikovega premoženja ali sprejetje načrta prestrukturiranja (nem. *Insolvenzplan*). Ker ni različnih vrst postopkov, se v primeru nesprejetja načrta prestrukturiranja postopek samodejno izteče v stečaj. Postopek insolventnosti se začne z odločbo sodišča, ki je podana na podlagi zahteve dolžnika ali upnika, in sicer takrat, kadar je dolžnik insolventen na osnovi bilance stanja ali na osnovi denarnega toka (tj. dolžnik ni zmožen izpolnjevati zapadlih obveznosti). Nemška zakonodaja podjetjem omogoča vložitev predloga za začetek postopka zaradi insolventnosti v najzgodnejši fazi insolventnosti. Dolžnik lahko zahteva začetek postopka insolventnosti tudi, če se približuje čas insolventnosti njegovega denarnega toka (nem. *drohende Zahlungsunfähigkeit*). V celoti zavarovan upnik ni upravičen do podaje zahtevka oziroma predloga za začetek postopka insolventnosti dolžnika, saj je tak upnik v postopkih insolventnosti brez interesa (Block-Lieb, Alexander in Kovalenko 2009, str. 15–17).

Nemški *Insolvenzordnung* – InsO pozna enoten postopek zaradi insolventnosti, ki se lahko izvede in zaključi kot:

- klasični stečajni postopek, v katerem dolžnik preneha poslovati, upravitelj izvede unovčenje (prodajo oziroma izterjavo) vsega njegovega premoženja in poplačilo upnikov (razdelitev);
- postopek finančnega prestrukturiranja (nem. *Insolvenzplanverfahren*), ki je urejen v šestem delu InsO.

Slovensko in nemško pravo spadata v rimsko-germansko pravno družino, medtem ko ameriško pravo pripada anglo-ameriški pravni družini. Naraščanje števila zakonov v ZDA povzroča, da je enotnost pravnega sistema *common law* ogrožena. Nevarnost, da zakonodaja v posameznih državah uničuje enotnost ameriškega prava, v 19. stoletju ni bila videti tako grozeča, ker je bil občutek neodvisnosti federalnih enot še močnejši in

so se reforme nanašale bolj na postopkovno kot na materialno pravo. Šele v 20. stoletju so spoznali grožnjo. S tem namenom je prišlo do oblikovanja *uniform laws* in zveznega prava. Za zvezno pravo in pravo posameznih držav je bila osnovana uradna in zasebna zbirka del, ki znova izhajajo ali pa jih v določenih časovnih obdobjih ažurirajo. Ta dela se imenujejo *Revised Laws* ali *Consolidated Laws*, včasih pa tudi *Codes*. V okviru primerjalne analize se osredinjamo na insolvenčno zakonodajo v ZDA, ki je predstavljena v *Title 11 US Code*, mnogokrat je v rabi izraz *Bankruptcy Code* (slovenski prevod bi se glasil zakon o stečaju). Omenjeni zakon se uporablja tudi v povezavi z zakonom o kaznivih dejanjih (*Title 18 United States Code – Crimes*) in z zakonom o davkih (*Title 26 United States Code – Internal Revenue Code*).

Naslov 11 oziroma *Title 11 US Code* vsebuje devet poglavij, pri čemer se jih šest nanaša na vlaganje predloga za začetek postopka zaradi insolventnosti (fazo uvedbe postopka), zadnja tri poglavja pa se nanašajo na vodenje insolvenčnih postopkov in so tudi najpomembnejša. Poglavja so oštevilčena z lihimi števili (1, 3, 5 itd.), izjema je poglavje 12 (Cornell University Law School 2015).

Ameriška zakonodaja obravnava glavna postopka zaradi insolventnosti. V poglavju 7 (*Chapter 7*) je predstavljena likvidacija, ki pa je najpogostejši in najbolj razširjen insolvenčni postopek. Pod terminom likvidacija je mišljen stečaj, ki ga nad dolžnikom prav tako kakor v Sloveniji vodi stečajni upravitelj. Postopki, obravnavani v poglavjih 11, 12 in 13, so namenjeni rehabilitaciji dolžnika in omogočijo, da ta lahko poplača upnike s prihodnjimi prihodki. To je postopek, pri katerem se dolžnik finančno prestrukturira in med izvajanjem katerega je prisoten upravitelj, ki nadzoruje poslovanje dolžnika in preprečuje oškodovanje upnikov. Poglavje 13 je namenjeno reševanju prezadolženosti fizičnih oseb, pri čemer je zakon naklonjen temu, da dolžnik reši svoj dom z uravnavanjem obveznosti in oblikovanjem plana odplačevanja (ibid.).

Relativna uporaba insolvenčnih postopkov odraža tudi alokacijo nadzora. Če se insolvenčna zakonodaja nagiba preveč proti dolžniku, to posledično odvrta posojilodajalce in povzroča nižjo ekonomsko učinkovitost. Mnogi zaradi tega prisilno poravnavo v Sloveniji pojmujejo kot legalno krajo ali pa potuho, ki dolžnikom daje še eno možnost. Izjemno pomembno 11. poglavje (*Chapter 11*) ameriške zakonodaje podjetju daje možnost in čas, da se postavi nazaj na noge, s tem da zaščiti dolžnika pred takojšnjim odplačilom dolga in spodbuja banke k pogajanju z dolžniki. 11. poglavje dovoljuje tudi, da podjetje prejme sveža likvidna sredstva po tem, ko je razglasilo insolventnost.

V ZDA je poleg organov, ki se pojavljajo v insolvenčnih postopkih pri nas in v Nemčiji (to so sodnik posameznik, upniški odbor in upravitelj) tudi program upraviteljev Združenih držav Amerike, ki ga krajše imenujejo upravitelj ZDA (*U.S. Trustee*). To je agencija pod okriljem pravosodnega ministrstva ZDA (*United States Department of*

*Justice*), ki je odgovorno za nadzor nad insolvenčnimi postopki in upravitelji v teh postopkih (The United States Department of Justice 2015).

#### **4.2.2.1 Pogoji insolventnosti**

##### **Slovenija**

V razdelku 2.3 smo že navedli pogoje insolventnosti v Sloveniji. Družba je torej insolventna, če je trajneje nelikvidna (zamuja z izplačilom plač ali (in) davkov in prispevkov na plače, ali zamuja z izpolnitvijo obveznosti, ki presegajo 20 odstotkov vseh obveznosti, ali je blokirana neprekinjeno več kot 60 dni, ali nima odprtega enega bančnega računa) ali (in) če je dolgoročno plačilno nesposobna (kapitalsko neustrezna ali (in) prezadolžena). Če družba izpolnjuje enega izmed naštetih pogojev, pomeni, da je formalno insolventna.

##### **Nemčija**

Predlog za začetek postopka zaradi insolventnosti obravnava sodišče, ki izda sklep o začetku postopka, če dolžnik izpolnjuje naslednje pogoje, določene v prvem poglavju InsO:

- ne more plačevati zapadlih obveznosti oziroma je trajneje nelikviden (nem. *Zahlungsunfähigkeit*);
- njegovo premoženje je manjše od obveznosti oziroma je plačilno nesposoben (nem. *Überschuldung*);
- če se približuje čas insolventnosti njegovega denarnega toka (nem. *drohende Zahlungsunfähigkeit*), predlog lahko vloži samo dolžnik.

V primeru trajnejše nelikvidnosti in plačilne nesposobnosti so do vložitve predloga za stečaj upravičeni dolžnik in upniki, medtem ko v primeru bližajoče se insolventnosti predlog lahko vloži le dolžnik. Predlog za začetek postopka stečaja ali finančnega prestrukturiranja mora dolžnik vložiti v treh tednih po ugotovljenem nastanku insolventnosti, sicer je poslovodstvo odškodninsko odgovorno za nevestno in škodljivo ravnanje.

##### **ZDA**

Ameriška stečajna zakonodaja opredeljuje termin insolventnost, kadar je premoženje dolžnika manjše od seštevka njegovih dolgov (prezadolženost) ali kadar je dolžnik trajneje nelikviden, torej zapadlih obveznosti ni sposoben poravnati. Zakon tudi navaja, da je oseba, nad katero se začne katerikoli postopek zaradi insolventnosti, dolžnik, ki mu ni uspela zunajsodna poravnava oziroma dogovor z upniki o

reprogramiranju, zmanjšanju ali podaljšanju roka za plačilo obveznosti (United States Courts 2015).

#### **4.2.2.2 Predlog za začetek postopka finančnega prestrukturiranja**

##### **Slovenija**

V Sloveniji se postopek finančnega prestrukturiranja pod okriljem ZFPPIPP imenuje postopek prisilne poravnave, ki se začne z vložitvijo predloga. Predlog za začetek postopka prisilne poravnave lahko vloži dolžnik ali osebno odgovorni družbenik dolžnika, medtem ko lahko predlog za začetek stečajnega postopka upravičeno vloži tudi upnik ali Javni jamstveni, preživninski in invalidski sklad Republike Slovenije. V primeru prisilne poravnave nad srednjo ali veliko družbo pa so upravičeni predlagatelji za začetek postopka prisilne poravnave tudi upniki, ki so skupno imetniki finančnih terjatev do dolžnika, katerih vsota presega 20 odstotkov finančnih obveznosti dolžnika, izkazanih v zadnjem javno objavljenem letnem poročilu.

Predlog za začetek postopka prisilne poravnave mora vsebovati identifikacijske podatke o dolžniku in zahtevke, da sodišče nad dolžnikom začne postopek prisilne poravnave. Z zakonom je določena tudi vrsta dokumentacije, ki jo mora dolžnik priložiti predlogu (seznam dokumentacije je naveden v razdelku 3.3).

##### **Nemčija**

Temeljne značilnosti postopka finančnega prestrukturiranja v nemški zakonodaji so (Ministrstvo za pravosodje RS 2013):

- Dolžnik lahko predlaga izvedbo tega postopka, če predlogu za začetek postopka priloži načrt finančnega prestrukturiranja (§ 217 InsO). Enako pravilo je določeno v drugem odstavku 141. člena ZFPPIPP.
- V načrtu finančnega prestrukturiranja mora dolžnik opisati ukrepe, ki jih bo izvedel (§ 220 InsO), in predlog zmanjšanja oziroma odložitve dospelosti terjatev za posamezne skupine (§ 221–228 InsO). Enako je vsebina načrta finančnega prestrukturiranja urejena v 143. do 145. členu ZFPPIPP.
- Načrtu mora dolžnik priložiti poročilo o svojem finančnem položaju in poslovanju (§ 229 InsO). Enako je določeno v 142. členu ZFPPIPP.

Načrt finančnega prestrukturiranja je Nemčija uvedla leta 1999 po vzoru prej omenjenega ameriškega 11. poglavja. Načrt finančnega prestrukturiranja omogoča svobodo in fleksibilnost pri zagotavljanju najboljših rešitev za upnike, hkrati pa omogoča prestrukturiranje insolventnega podjetja in nadaljevanje njegovega poslovanja. Sprva načrti prestrukturiranja niso bili širše uporabljani, v zadnjem času pa je število prestrukturiranj začelo skokovito naraščati, saj so se mnoga znana podjetja v

Nemčiji uspešno prestrukturirala ravno z uporabo omenjenih načrtov (DLA Paper Summary of German Insolvency Law 2010).

## ZDA

Predlog za začetek postopka reorganizacije (kakor tudi stečaja) v skladu z ameriško stečajno zakonodajo vloži bodisi dolžnik sam bodisi njegovi upniki. V prvem primeru gre za prostovoljni zahtevek, pri čemer ni nujno, da je dolžnik insolventen, potrebna je le njegova izjava o dolgovih, ki ga bremenijo. V primeru neprostovoljnega zahtevka, ki ga vložijo upniki, morajo prošnjo vložiti najmanj trije upniki, katerih nezavarovane terjatve znašajo 10.000 dolarjev. Stečajno sodišče odobri začetek postopka, če dolžnik v splošnem ne izpolnjuje zapadlih obveznosti. Proti vladnim enotam, kmetom, neprofitnim organizacijam je nemogoče vložiti neprostovoljni zahtevek za začetek postopka (United States Courts 2015).

Prostovoljni zahtevek za začetek postopka reorganizacije mora vsebovati izpolnjen obrazec, ki ga je predpisala sodna konferenca ZDA. Dolžnik mora sodišču predložiti poleg standardnih informacij:

- seznam upnikov,
- seznam sredstev in obveznosti,
- seznam tekočih prihodkov in odhodkov,
- seznam neizpolnjenih pogodb in nezapadlih leasingov (najemniških pogodb),
- izjavo o upravljanju s financami.

Plačilo sodne takse je obvezno, kakor je obvezno tudi v Sloveniji in Nemčiji. Dolžnik mora v 120 dneh od vložitve predloga za reorganizacijo sodišču predložiti načrt reorganizacije (11 U. S. C. § 1121 (b)). To ekskluzivno obdobje lahko sodišče podaljša ali skrajša, toda v nobenem primeru ne sme biti daljše od 18 mesecev (11 U. S. C. § 1121 (d)). Ko ekskluzivni rok preteče, lahko načrt vložijo upniki ali upravitelj postopka. Načrt reorganizacije predvideva plačilo zmanjšanih obveznosti nezavarovanih upnikov v daljšem časovnem obdobju. Prav tako se lahko regulira plačilo obresti, čeprav po navadi upniki zahtevajo plačilo obresti po potrditvi načrta po tržni obrestni meri.

Postopek, opredeljen v že omenjenem 11. poglavju, lahko traja nekaj let, razen če sodišče, upravitelj ZDA, upniški odbor ali druga stranka v postopku zahteva pravočasno rešitev postopka. Pravica upnikov, da lahko vložijo konkurenčen načrt reorganizacije, če ga dolžnik pravočasno ne vloži, pomeni spodbudo dolžniku, da ta načrt vloži v ekskluzivnem časovnem roku. V primerjavi s slovensko in z nemško zakonodajo je ameriška za primer vložitve načrta reorganizacije blažja, saj ne zahteva, da dolžnik poleg predloga za začetek postopka vloži tudi načrt. Dolžnik lahko z vsemi podaljšanji

roka na sodišču doseže vložitev načrta najpozneje v 18 mesecih od vložitve predloga za začetek postopka.

#### **4.2.2.3 Učinki postopka finančnega prestrukturiranja na kontrolne pravice upnikov in dolžnika**

Po začetku insolvenčnega postopka imajo upniki in dolžnik v različnih državah tudi različne kontrolne pravice do razpolaganja s premoženjem družbe, pravico nadzora poslovanja družbe in podobno. Te pravice ločujejo tudi upnike v različne razrede.

##### **Slovenija**

Z začetkom naslednjega dne po vložitvi predloga za prisilno poravnavo nastanejo določene pravne posledice, ki trajajo do konca postopka prisilne poravnave. V 150. in 151. členu ZFPPIPP je določeno, da sme dolžnik opravljati le redne posle, ki spadajo v njegovo dejavnost. Prav tako lahko poravnava samo obveznosti iz teh poslov. Po uvedbi postopka ne sme najemati različnih kreditov in posojil, dajati poroštev in avalov, razpolagati s svojim premoženjem zunaj rednega obveznega opravljanja tekočih poslov in prav tako ne sme opravljati drugih poslov, posledica katerih bi bilo neenakomerno obravnavanje upnikov. S posebnim soglasjem sodišča lahko izjemoma tudi najema posojila ali kredite, vendar le v določenem znesku likvidnih sredstev, za potrebe kritja stroškov postopka in rednega poslovanja ter prav tako lahko tudi proda premoženje, ki ni več uporabno pri poslovanju, vendar le, če je to predvideno v načrtu finančnega prestrukturiranja. Soglasje podeli sodišče na podlagi mnenja upniškega odbora in upravitelja.

Začetek postopka prisilne poravnave oziroma glavni postopek se začne s sklepom o začetku postopka prisilne poravnave, ki ga izreče sodišče. Z dnem, ko je objavljen oklic, je imenovan tudi upravitelj postopka prisilne poravnave, ki bdi nad dolžnikom vse do zaključka postopka. Hkrati se oblikuje tudi upniški odbor nezavarovanih upnikov, ki je namenjen varovanju interesov vseh upnikov pred oškodovanjem. V primeru prestrukturiranja zavarovanih terjatev se oblikuje tudi upniški odbor zavarovanih upnikov.

##### **Nemčija**

V nemški insolvenčni zakonodaji je vloga upravitelja (bodisi stečajnega bodisi prisilnega) ključna. Prav tako je v slovenski zakonodaji. Ker so postopki v primeru insolventnosti razdeljeni v dva dela, in sicer v predhodni in glavni postopek, obstajata tudi dve vrsti upraviteljev: predhodni in končni (glavni) upravitelj. Poleg upravitelja je



pomembna tudi vloga upniškega odbora, ki je imenovan za zavarovanje upnikov pred kakršnimkoli oškodovanjem.

Sodišče na zahtevo dolžnika dovoli nadaljevanje poslovanja (nem. *Eigenverwaltung*), če to ne povzroči zamude postopka ali drugih negativnih posledic za upnike. Odločba o uvedbi postopka dolžnika na splošno razlasti pravice do upravljanja njegovih sredstev in to pravico prenese na upravitelja (nem. *Insolvenzverwalter*) (Mayer Brown 2014, str. 4). Nemška insolvenčna zakonodaja pa predvideva tudi samoupravljanje, ki je podobno ameriškemu konceptu dolžnika v posesti (angl. *debtor-in-possession*) v 11. poglavju. V primeru nadaljevanja poslovanja in samoupravljanja sodišče imenuje nadzornika oziroma upravitelja (nem. *Sachwalter*), ki nadzoruje dolžnika in izpolnjuje naloge skrbnika. Prednosti samoupravljanja dolžnika so v tem, da dolžnik sam najboljše pozna podjetje in lažje nadaljuje poslovanje kakor pa upravitelj, ki je imenovan in ki podjetja ne pozna dovolj dobro. Prav tako so stroški postopka nižji, kakor pa če je skozi celoten postopek navzoč upravitelj, kar povzroči višje poplačilo upnikov. Da bi podjetje v postopku prestrukturiranja lažje pridobilo pravico samoupravljanja, se odloči za imenovanje strokovnjaka s področja kriznega vodenja, ki poslovodstvu pomaga skozi celoten postopek prestrukturiranja.

Čeprav zakonodaja dolžniku omogoča, da nadaljuje svoje posle in da ga nadzoruje samo skrbnik, sodišča to pravico nerada odobrijo. Ključni razlog za to je, da se poslovodstvo obravnava kot neprimerno, saj je podjetje pripeljalo do insolventnosti, sodišče pa se posledično odloči za imenovanje upravitelja in zavrne pravico samoupravljanja (DLA Paper Summary of German Insolvency Law 2010).

## ZDA<sup>14</sup>

Kakor je v Nemčiji dolžniku omogočeno samoupravljanje, tako ima dolžnik v ZDA podobne pravice, le da je v ameriški insolvenčni zakonodaji v rabi izraz dolžnik v posesti (angl. *debtor-in-possession*). Z vložitvijo predloga za začetek postopka reorganizacije dolžnik samodejno prevzame dodatno identiteto kot dolžnik v posesti (11 U. S. C. § 1101). Izraz se nanaša na dolžnika, ki ohrani last in nadzor nad sredstvi, medtem ko nad njim poteka postopek reorganizacije, ne da bi bil imenovan upravitelj. Dolžniku je omenjena identiteta omogočena, dokler ni potrjen načrt dolžnikove reorganizacije, ali dokler ni primer ovržen in spremenjen v stečajni postopek, ali dokler ni imenovan upravitelj v skladu z 11. poglavjem. Imenovanje upravitelja je mogoče le v nekaj primerih, kar je drugače od nemške prakse, kjer pravico samoupravljanja sodišče le redkokdaj odobri. Po navadi dolžnik z dodatno identiteto dolžnika v posesti opravlja

---

<sup>14</sup> Povzeto po: United States Courts (2015).

veliko funkcij, ki jih opravlja upravitelj v postopkih, obravnavanih v drugih poglavjih tega zakona.

Oddelek 1107 v 11. poglavju postavlja dolžnika v posesti kot fiduciarja oz. upravitelja s pravicami in z dolžnostmi, ki jih ima upravitelj po 11. poglavju. Dolžnik ima pravico do najema svetovalcev, odvetnikov, računovodij, ocenjevalcev, skratka ekipe, ki mu pomaga pri izpeljavi celotnega postopka.

#### **4.2.2.4 Upravitelj**

##### **Slovenija**

Upravitelj je organ postopka zaradi insolventnosti, ki v tem postopku opravlja naslednje naloge: preverja poslovanje dolžnika, njegovo stanje, ugotavlja število upnikov, preverja verodostojnost prijavljenih terjatev, ugovarja zoper neutemeljeno prijavljene terjatve in drugo. Funkcijo upravitelja lahko opravlja le oseba, ki je primerno strokovno usposobljena, ki izpolnjuje druge zahtevane pogoje in je pridobila dovoljenje za to funkcijo (108. člen ZFPPIPP). Upravitelja imenuje sodišče s sklepom o začetku postopka zaradi insolventnosti (116. člen ZFPPIPP). Sodnik mu daje navodila za ustrezno vodenje postopka. Upravitelj je po 102. členu ZFPPIPP tudi odgovoren za škodo, ki jo povzroči s kršitvijo svojih obveznosti. Upravitelj je upravičen do povračila vseh stroškov in nagrade za opravljeno delo.

##### **Nemčija<sup>15</sup>**

V nemških postopkih zaradi insolventnosti je vloga upravitelja pomembna. Razlika med ZFPPIPP in InsO je v tem, da nemška zakonodaja opredeljuje dva upravitelja, in sicer predhodnega in glavnega. Predhodnega imenuje sodišče po navadi še isti dan, ko je vložen predlog za začetek postopka. Poleg tega sodišče imenuje tudi predhodni upniški odbor, ki lahko predlaga svojega predhodnega upravitelja. Naloga predhodnega upravitelja je, da pripravi začetno poročilo o tem, ali obstajajo zadostni pogoji za začetek postopka zaradi insolventnosti in ali je smiselno nad dolžnikom začeti postopek prestrukturiranja. V nemški zakonodaji je opredeljeno, da prve tri mesece po vložitvi predloga bodisi za stečaj bodisi prestrukturiranje država delavcem izplačuje plače, zato ima predhodni upravitelj ravno tri mesece časa za posredovanje vseh zahtevanih informacij o dolžniku sodišču. V poročilu mora predhodni upravitelj navesti, ali ima dolžnik zadosti sredstev za plačilo stroškov postopka.

---

<sup>15</sup> Povzeto po: Mayer Brown (2014, str. 4, 5).

Upraviteljeve pravice so odvisne od sodišča, ki odloči, ali naj bo vloga predhodnega upravitelja močna ali šibka. Pri šibki vlogi ostane dolžnik na funkciji in nadzoruje svoje premoženje. Kadar pa sodišče odloči o močni vlogi upravitelja, ima slednji vse pravice razpolaganja in upravljanja s sredstvi dolžnika. Za močno vlogo so značilne podobne lastnosti kot pri stečajnem upravitelju v ZFPPIPP. V predhodnem postopku je sicer opredelitev predhodnega upravitelja z močno vlogo redkost. Sodišče se najpogosteje odloči za imenovanje slednjega zaradi sumov o kaznivih dejanjih in kadar druge stranke v postopku zahtevajo tak nadzor.

Ob začetku postopka (z dnem, ko je objavljen oklic o začetku bodisi stečaja bodisi prestrukturiranja) sodišče imenuje glavnega upravitelja in določi datum prve seje upniškega odbora, na kateri se upniki odločijo, kakšno bo nadaljevanje postopka. Sodišče po navadi za glavnega upravitelja imenuje istega predhodnega upravitelja. Glavni upravitelj povsem nadzoruje poslovanje dolžnika in prevzame nalogo zavarovanja premoženja dolžnika.

## **ZDA**

Upraviteljeva vloga je pomembna pri spremljanju napredka reorganizacije dolžnika ter pri nadzoru poslovanja in upravljanja dolžnika. Upravitelj prav tako spremlja dolžnika pri predložitvi raznovrstnih dokumentov sodišču in vodi tudi sestanke upnikov, upniške odbore, na katerih lahko upniki zahtevajo raznovrstne pojasnitve dolžnikovega ravnanja (11 U. S. C. § 341). Upravitelj nalaga določene zahteve dolžniku glede plačevanja davka, poročanja o mesečnih prihodkih in stroških ter odpiranja bančnih računov. Po zakonu mora dolžnik po četrletjih plačevati nagrado upravitelju tako dolgo, dokler postopek ni rešen, spremenjen ali opuščen. Upravitelj lahko na sodišče vloži predlog za spremembo postopka reorganizacije v nek drugi postopek, npr. stečaj po sedmem poglavju. Kadarkoli po začetku postopka, vendar pred potrditvijo načrta reorganizacije, na zahtevo strank v postopku ali upraviteljev ZDA, lahko sodišče odredi imenovanje upravitelja, ni pa nujno (11 U. S. C. § 1104) (United States Courts 2015). Če sodišče upravitelja ne določi, mora slednje pred potrditvijo načrta prestrukturiranja imenovati nadzornika, ki preveri in preišče morebitne goljufije, kršitve, nepravilnosti zdajšnjega upravljanja dolžnika in delovanje prejšnjega menedžmenta, ob pogojih, da je imenovanje nadzornika interes strank v postopku, in v primeru, ko dolžnikov fiksni odpisani dolg znaša več kakor 5.000.000 dolarjev (Cornell University Law School 2015).

#### 4.2.2.5 Upniški odbor

##### Slovenija

V postopku prisilne poravnave je upniški odbor imenovan zaradi zavarovanja upnikov. Število članov upniškega odbora določi sodišče, pri čemer se upošteva skupno število upnikov. Število članov upniškega odbora mora biti liho in ne manjše kot tri (79. člen ZFPPIPP). Za člane upniškega odbora je lahko izvoljen vsak upnik, ki pravočasno prijavi terjatev. Pri tem mora sodišče za člane upniškega odbora imenovati upnike, ki imajo nasproti dolžniku največje navadne terjatve (80. člen ZFPPIPP). Člani upniškega odbora na prvi seji upniškega odbora, ki ni prej kot deset in ne pozneje kot petnajst dni po imenovanju upniškega odbora, izvolijo predsednika (94. člen). Kadar srednje ali veliko podjetje predlaga prisilno poravnavo s prestrukturiranjem zavarovanih terjatev po 221. n-členu, se poleg upniškega odbora nezavarovanih upnikov oblikuje tudi upniški odbor zavarovanih upnikov.

##### Nemčija

Razlika med nemško in slovensko insolvenčno zakonodajo je tudi ta, da nemški zakon poleg sej upniškega odbora predvideva tudi prvi sestanek vseh upnikov. Sodišče s sklepom o začetku postopka določi datum prvega sestanka upnikov (nem. *Gläubigerversammlung*), ki se običajno odvije med šestimi in dvanajstimi tedni. Na prvem upniškem odboru (poglavje 74 InsO) so poleg članov upniškega odbora prisotni tudi drugi upniki, upravitelj in dolžnik. Na tem sestanku se lahko glasuje o zamenjavi upravitelja, lahko pa se poda tudi odločitev o prenehanju delovanja podjetja ali se zahteva, da dolžnik pripravi načrt finančnega prestrukturiranja. Sestanek upnikov predstavlja tisto, kar v nemški sodni praksi imenujejo avtonomija upnika. Ta je bila prvič uvedena v Zakoniku o likvidaciji (*Konkursordnung*) iz leta 1976. Pristojnosti sestanka upnikov so široke pristojnosti, in sicer (Block-Lieb, Alexander in Kovalenko 2009, str. 15–17):

- na sodišče vloži zahtevo za zamenjavo upravitelja;
- sprejema odločitve o načinu upraviteljevega razpolaganja s premoženjem;
- podaja mnenja na poročilo skrbnika glede obetov dolžnika in podaja mnenja na vsak predlagani načrt prestrukturiranja;
- izvolitev članov upniškega odbora.

S sklepom sodišča o začetku insolvenčnega postopka lahko sodišče tudi imenuje in skliče upniški odbor (nem. *Gläubigerausschuss*) ali pa to nalogo prevzamejo upniki na prvem sestanku. Upniški odbor predstavlja najpomembnejše skupine upnikov in neposredno vpliv na odvijanje celotnega postopka, podobno je tudi v Sloveniji. Po navadi se na upniških odborih za predsednika določi upnik z največjo terjatvijo. Pristojnost upniškega odbora je nadzorovanje dolžnikovega poslovanja kakor tudi

delovanje upravitelja. Poleg tega so zanj značilne še druge pristojnosti, ki so podobne pristojnostim upniškega odbora po ZFPPIPP (87. člen). Upniški odbor odloča z navadno večino, prav tako, kakor je določeno v slovenski zakonodaji (Mayer Brown 2014, str. 4, 5).

## **ZDA<sup>16</sup>**

Upniški odbor se imenuje na predlog upravitelja in je sestavljen iz nezavarovanih upnikov s sedmimi največjimi nezavarovanimi terjatvami do dolžnika (11 U. S. C. § 1102). Odbor se med drugim posvetuje z dolžnikom o delovanju slednjega, nadzoruje dolžnikovo ravnanje in delovanje podjetja ter sodeluje pri oblikovanju načrta (11 U. S. C. § 1103). Upniškemu odboru lahko s soglasjem sodišča pri opravljanju nalog pomagajo odvetniki ali drugi svetovalci.

Ameriška zakonodaja opredeljuje tudi imenovanje odbora imetnikov lastniških vrednostnih papirjev. Imetniki lastniških vrednostnih papirjev dolžnika posedujejo deleže podjetja in pravice, povezane s tem. Imetniki teh papirjev imajo pravico glasovanja o načrtu reorganizacije in na sodišče prav tako lahko vložijo dokaz o obstoju pravic (ne o obstoju terjatve). Za imetnike lastniških vrednostnih papirjev se uporabljajo podobna določila kakor za upnike (11 U. S. C. § 1111). Tudi pri oblikovanju odbora imetnikov lastniških deležev se v odbor imenujejo imetniki po vrednosti sedmih največjih deležev.

V primerjavi s slovensko in z nemško zakonodajo so za upniški odbor v ameriškem sistemu značilne manjše pristojnosti, kajti namen 11. poglavja je obdržati podjetje v delovanju kot »going concern«. V ameriški zakonodaji ima dolžnik večje možnosti za reorganizacijo podjetja, medtem ko lahko v Nemčiji upniki na prvem sestanku že takoj predlagajo stečaj podjetja in sodišče prepričajo, da je slednja možnost najboljša, ne da bi poskušali podjetje obdržati v delovanju.

### **4.2.2.6 Zaustavitev izvršbe in zavarovanja**

#### **Slovenija**

Vpliv postopka zaradi insolventnosti na izvršilne postopke in postopke zavarovanja je določen v členih 130–132 ZFPPIPP. Postopek izvršbe ali zavarovanja, ki je bil začet proti insolventnemu dolžniku pred začetkom postopka prisilne poravnave, se prekine z začetkom postopka prisilne poravnave. Postopek izvršbe ali zavarovanja se lahko nadaljuje samo na podlagi sklepa sodišča, ki vodi postopek prisilne poravnave, za

---

<sup>16</sup> Povzeto po: United States Courts (2015).

katerega ta zakon določa, da je podlaga za nadaljevanje postopka izvršbe ali zavarovanja.

Po uvedbi postopka prisilne poravnave sme dolžnik opravljati samo redne posle v zvezi z opravljanjem svoje dejavnosti in s poravnavanjem svojih obveznosti, kar pomeni, da ne sme plačevati obveznosti za nazaj (151. člen). Za nazaj so dovoljena le plačila obveznosti, ki so v skladu s 34. členom ZFPPIPP, ki narekuje obveznost do enakega obravnavanja upnikov. Omejitev dolžnikovih poslov ni le ovira za dolžnika, temveč jo lahko obravnavamo kot prednost, saj dolžniku obveznosti izpred postopka insolventnosti ni treba plačevati in jih tudi ne sme plačevati. Dolžnik mora redno plačevati obveznosti, ki nastanejo v postopku prisilne poravnave in ki so predvidene v mesečnih zneskih likvidnih sredstev za financiranje rednega poslovanja (slednji znesek je opredeljen v načrtu finančnega prestrukturiranja).

Dolžnik med prisilno poravnavo in še posebej po potrjeni prisilni poravnavi zelo težko pridobi obratna sredstva za normalno poslovanje podjetja, zaradi česar se veliko prisilnih poravnav izjalovi in konča s stečajem.

### **Nemčija<sup>17</sup>**

V Nemčiji velja trimesečni rok o zaustavitvi izvršbe in zavarovanja ter drugih transakcij za plačevanje obveznosti izpred vložitve predloga. Ta zakon je podoben ameriškemu konceptu, ki se imenuje »*automatic stay*« (samodejna zaustavitev) in pomeni zaustavitev pridobivanja dolžnikovega premoženja na strani upnikov (po navadi na podlagi izvršbe). Samodejna zaustavitev pomeni preprečitev upnikom privzajanja dolžnikovega premoženja in izvršbe na nepremičnine ter ustavitve tožb.

### **ZDA<sup>18</sup>**

Samodejna zaustavitev (angl. *automatic stay*) se nanaša na časovno obdobje po vložitvi predloga za začetek postopka reorganizacije. V členu 11 U. S. C. § 362 (a) je nedovoljeno proti dolžniku v postopku zaradi insolventnosti izdajati sklepe o izvršbi ali zavarovanju. To časovno obdobje omogoča dolžniku lažji premislek glede reorganizacije njegove finančne situacije. V določenih okoliščinah (ena izmed teh je tudi primer dolžnika z eno nepremičnino) lahko sodišče zavarovanim upnikom izda sklep o odpravi obdobja samodejne zaustavitve, pri čemer lahko zavarovani upnik predlaga izvršbo na zavarovano dolžnikovo nepremičnino. Samodejna zaustavitev traja do končanja postopka.

---

<sup>17</sup> Povzeto po: Mayer Brown 2014, str. 9.

<sup>18</sup> Povzeto po: United States Courts (2015).

Za dolžnika s samo eno nepremičnino veljajo posebne določbe. Termin »*single asset real estate*« označuje samo eno nepremičnino ali projekt, razen stanovanjske nepremičnine, z manj kot štirimi stanovanjskimi enotami, ki ustvarja skoraj celoten bruto dohodek dolžnika, ki ni kmet in katerega poslovanje temelji le na upravljanju nepremičnin (11 U. S. C. § 101 (51B)). Stečajni zakon določa okoliščine, v katerih lahko upniki takega dolžnika dobijo olajšavo nad samodejno zaustavitvijo, kar ni mogoče v normalnih insolvenčnih postopkih (11 U. S. C. § 362 (d)). Na zahtevo upnika, ki je terjatev zavaroval s to edino dolžnikovo nepremičnino in po zaslišanju, lahko sodišče dovoli upniku izvršbe, zavarovanja (odpravi samodejno zaustavitev), razen če dolžnik na sodišče vloži izvedljiv načrt reorganizacije ali začne plačevati obresti upniku v 90 dneh od dneva vložitve predloga za začetek postopka reorganizacije ali v 30 dneh od odločitve sodišča o tem, da se primer obravnava v skladu z določili za dolžnika z eno nepremičnino (11 U. S. C. § 362 (d) (3)).

Dolžnik lahko prodaja, kupuje, najema nepremičnine brez predhodne odobritve, če je to v skladu z njegovim rednim poslovanjem. Če dolžnik sklepa posle, ki so zunaj njegovega rednega delovanja, mora za to pridobiti soglasje sodišča. Dolžnik v posesti ne sme uporabljati gotovinskega zavarovanja brez soglasja zavarovanih upnikov ali sodišča, ki mora najprej preveriti, ali je interes zavarovane osebe ustrezno zaščiten (11 U. S. C. § 363). Gotovinsko zavarovanje je v 363. členu opredeljeno kot denar, hranilne vloge, vrednostni papirji in druga sredstva, ekvivalentna denarju. Ko dolžnik uporabi gotovinsko zavarovanje so zavarovani upniki upravičeni do dodatne zaščite, sicer pa mora dolžnik za uporabo omenjene oblike zavarovanja pridobiti dovoljenje sodišča. Skozi celoten postopek reorganizacije, kakor tudi skozi postopke, urejene v drugih poglavjih stečajne zakonodaje, mora dolžnik zagotoviti, da se vrednost premoženja ne zmanjšuje in da so tako upniki ustrezno zavarovani (da ne bi prišlo do namernega zmanjševanja premoženja dolžnika in pozneje do nezmožnosti poplačila upnikov v skladu z načrtom reorganizacije). Kadar dolžnik v postopku reorganizacije potrebuje obratna sredstva, jih lahko pridobi od posojilodajalca tako, da sodišče temu posojilodajalcu odobri izredno prednost poplačila pred drugimi nezavarovanimi in zavarovanimi upniki (11 U. S. C. § 364).

### **4.3 Bančni sistem**

Tretji pomembnejši dejavnik, ki vpliva na uspešno izvedeno prisilno poravnavo, je bančni sistem v smislu pripravljenosti bank na reguliranje dolžnikovih obveznosti. V postopkih prisilnih poravnav se na seznamu upnikov, po navadi zavarovanih, znajdejo banke, katerih terjatve do dolžnikov so izjemno velike. Sklenitev dolgoročnega dogovora z bankami je torej ključna za uspešno izvedbo prisilne poravnave in odpravo vzrokov insolventnosti. Čeprav je v klasični prisilni poravnavi (in tudi v poenostavljeni prisilni poravnavi) možnost glasovanja o sprejetju prisilne poravnave samo za upnike z nezavarovanimi terjatvami (posebnost je prisilna poravnava s prestrukturiranjem

zavarovanih terjatev), pa samo sklenitev dogovora z nezavarovanimi upniki dolgoročno ne učinkuje na uspešnost finančnega prestrukturiranja dolžnika. Pomembno je doseči dogovor tudi z zavarovanimi oziroma ločitvenimi upniki o prestrukturiranju zavarovanih terjatev (bodisi se sprejme moratorij na odplačilo glavnice za določen čas bodisi se zniža obrestna mera ipd.). Vendarle pa je doseči dogovor z bankami po navadi veliko težje, kakor pa doseči dogovor s poljubno pravno ali fizično osebo. Banke so namreč vpete v sistem, v katerem je treba za sprejetje odločitve o znižanju ali podaljšanju roka za odplačilo kredita pridobiti veliko soglasij in mnenj, torej gre za obsežno birokracijo, zaradi česar se veliko prisilnih poravnav izjalovi in se končajo s stečajem.

Davydenko in Franks (2006), Franks in Sussman (2003), Senbet in Seward (1995) ter Levine (1998) v raziskavah ugotavljajo, da banke zelo vplivajo na potek finančnega prestrukturiranja insolventnih podjetij. Ugotavljajo, da banke v vlogi zavarovanih upnikov prevzemajo ključni nadzor nad dolžnikovo prihodnostjo, poleg tega pa prilagajajo posojilno politiko nacionalni insolvenčni zakonodaji. Avtorji, med njimi še posebej Brunnerjeva in Krahen (2001), izpostavljajo tudi težavo dolžnikov pri vzpostavljanju dolgoročnih dogovorov z bankami, najpogosteje v primerih, kadar gre za obveznosti dolžnikov do več različnih bank. Stopnja uspešnosti vzpostavitve dogovora z bankami je negativno korelirana s številom bank, zaradi česar je smiselno, da se banke kot upniki združijo in nastopajo skupaj usklajeno kot en upnik. Huang in Huang (2009) na primeru Tajvana analizirata dejavnike, ki vplivajo na uspešnost finančnega prestrukturiranja prezadolženih podjetij, pri čemer odnos med dolžnikom in bankami izpostavljata kot ključni dejavnik uspešnosti. Tajvan in Slovenija sta si z vidika odvisnosti podjetij od bančnega financiranja (glejte razdelek 4.1.4) precej podobna, zaradi česar je omenjena raziskava še toliko zanimivejša. Kljub temu da Huang in Huang (ibid.) analizirata podjetja, ki so se finančno prestrukturirala brez uvedbe formalnih insolvenčnih postopkov, pa lahko potegnemo vzporednice s podjetji, ki se znajdejo v postopku prisilne poravnave. Odnosi med dolžnikom in banko/bankami v veliki meri vplivajo na čas za finančno prestrukturiranje podjetja in seveda tudi na uspešnost prestrukturiranja. Do podobnih ugotovitev prihajata Couwenberg in Jong (2004) ob primeru nizozemskih podjetij.

Bančni sektor torej močno vpliva na gospodarsko aktivnost, kar je v zdajšnji gospodarski krizi še kako jasno. Zaradi nespametnega poslovanja slovenskih bank v preteklosti posledice čuti celotno gospodarstvo. Proces bančne sanacije, ki se je začel v letu 2013, je pomembno prispeval k znižanju tveganja v bančnem sistemu. Kljub izboljšanju domačih makroekonomskih razmer pa banke še vedno zmanjšujejo kredite gospodarstvu. Banka Slovenije (2014b, str. vii) navaja, da so razlogi za krčenje posojil podjetjem glede na prejšnje leto ostali nespremenjeni. Med njimi je relativno visok finančni vzvod v sektorju podjetij, ki se je zniževal zelo počasi in je omejeval kreditno



sposobno povpraševanje, banke pa so ostale zadržane do prevzemanja dodatnega kreditnega tveganja z zaostrenimi kreditnimi standardi kljub izboljšanju količnikov kapitalske ustreznosti. Prav tako struktura virov financiranja bank še ostaja nestabilna in se bo v prihodnjem letu še prilagajala. Banka Slovenije se zaveda tudi, da je treba intenzivirati aktivnosti na področju prestrukturiranja podjetij ter sprejeti ukrepe za zniževanje nedonosnih terjatev v bankah, kajti omenjeno lahko pomembno prispeva k obvladovanju kreditnega tveganja in izboljšanju kakovosti bančnih naložb. Izjemna previdnost bank pri odobravanju novih kreditov podjetjem zelo vpliva na podjetja, ki so v postopku prisilne poravnave. Slovenska podjetja so bila in so še zelo odvisna od bančnega financiranja in zaradi tega se mnogo prisilnih poravnav konča s stečaji podjetij, ker v postopku prisilne poravnave niso zmožna delovati brez obratnega kapitala, ki bi ga dobila pri bankah.

## **5 NOTRANJI DEJAVNIKI**

Notranji oziroma subjektivni dejavniki so odvisni od vsakega posameznega podjetja, kar pomeni, da podjetje nanje vpliva in jih lahko tudi spremeni ter si tako zagotovi večje možnosti za uspešno izvedbo prisilne poravnave. V nadaljevanju predstavljamo pomembnejše dejavnike, ki vplivajo na uspešnost postopka prisilne poravnave in s tem dolgoročno odpravo vzrokov insolventnosti.

### **5.1 Rok za poplačilo upnikov**

Dolžnik v načrtu finančnega prestrukturiranja ponudi upnikom delno ali celotno poplačilo v določenem časovnem roku. Pred leti je bilo v Sloveniji uzakonjeno, da mora dolžnik upnikom v postopku prisilne poravnave ponuditi poplačilo najpozneje v štirih letih. Zdaj tega določila ni več in dolžnik lahko ponudi poljuben rok, vendar mora dobro oceniti, ali se bodo upniki s časovnim planom poplačila strinjali. Čim daljši je rok za poplačilo upnikov, tem manjša je verjetnost, da se bodo upniki s predlogom strinjali in bodo raje videli, da se nad podjetjem začne stečajni postopek. Upniki se bodo torej raje zadovoljili s prejšnjim, pa vendarle nižjim odstotkom poplačila v stečaju, če bi dolžnik v postopku prisilne poravnave predlagal predolg rok za poplačilo.

### **5.2 Višina poplačila upnikov**

Drugi pomemben notranji dejavnik, ki je tesno povezan z rokom poplačila, je višina poplačila upnikov, ki je prav tako osnovna sestavina načrta finančnega prestrukturiranja in predloga dolžnika upnikom. Čim višje je poplačilo, ki ga ponudi dolžnik, tem večje so možnosti, da bodo upniki sprejeli dolžnikov predlog poplačila v postopku prisilne poravnave. V načrtu finančnega prestrukturiranja je treba po 145. členu ZFPPIPP podati oceno deleža plačila nezavarovanih terjatev upnikov in rokov za njihovo plačilo, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Dolžnik pa mora upnikom v postopku prisilne poravnave seveda ponuditi višje poplačilo kakor v stečaju, če želi, da se bodo upniki s predlogom strinjali. Dolžnik mora v načrtu tudi predstaviti dejstva in okoliščine, iz katerih izhaja, da bo sposoben izpolniti vse svoje obveznosti v skladu s predlogom, kar pomeni, da dolžnik ne more obljubiti višine in roka poplačila, ki ju ne bo sposoben izpolniti.

### **5.3 Velikost podjetja**

Pri doseganju dogovorov z upniki je dokaj pomembna velikost podjetja. Za nekatera velika podjetja je večkrat v rabi angleški izraz *»too big to fail«*, kar pomeni, da je neko podjetje tako inkorporirano v lokalno ali nacionalno gospodarstvo, da bi bile posledice stečaja takega podjetja za gospodarstvo izjemno negativne (npr. porast števila brezposelnih in visoki odpisi v bančnih bilancah). V takih primerih so upniki pripravljeni sprejeti predlog prisilne poravnave hitreje in v večjem številu, kakor pa če bi bil dolžnik

manjše in nepomembnejše podjetje. V Sloveniji je dober primer Merkur, velik slovenski tehnični trgovec, ki se že nekaj let bori za preživetje, pri čemer ga upniki, predvsem pa banke upnice, podpirajo v zdaj že drugem postopku prisilne poravnave. Manjša podjetja, ki se znajdejo v postopku prisilne poravnave, pa v primerjavi s tako velikimi podjetji le s težavo dosežejo dolgoročne dogovore z upniki.

Sengupta in Facciova (2011) zagovarjata trditev, da so za večja, v skupine povezana podjetja boljše možnosti za uspešno prebroditev finančne krize, pri čemer izhajata iz teorije, da so za večja podjetja boljše možnosti za pridobitev zunanjih virov financiranja in s tem boljše pogajalske možnosti pri izvedbi uspešnega finančnega prestrukturiranja. Ohlson (1980) v svojih modelih napovedovanja možnosti uresničitve stečajev podjetij izpostavlja velikost kot eno izmed ključnih determinant uspeha oziroma neuspeha podjetja. Pri tem ugotavlja negativno povezavo med velikostjo podjetja in možnostjo za stečaj slednjega. Velikost podjetja torej deluje v prid podjetju, ko se to znajde v krizni situaciji. Nasprotno pa Sunova (2010) dokazuje, da med velikostjo podjetja in možnostjo za stečaj obstaja pozitivna povezava, pri čemer poudarja, da bi lahko pozitivno korelacijo pripisali dejstvu, da ko se v velikem podjetju pojavi finančna kriza, ta odraža precej resne težave, ki so se akumulirale skozi leta in jih je zato težje odpraviti, kot pa bi bilo to mogoče v manjših podjetjih.

#### **5.4 Finančni položaj podjetja**

Ena izmed temeljnih prilog, ki jih mora dolžnik oddati na sodišče skupaj s predlogom za začetek postopka prisilne poravnave, je poročilo o finančnem položaju in poslovanju dolžnika (142. člen ZFPPIPP). Poročilo vsebuje računovodske izkaze dolžnika na ustrezen presečni dan, sezname dolžnikovih upnikov, likvidacijske vrednosti premoženja, upoštevajoč predpostavko stečaja, in povprečne mesečne stroške poslovanja dolžnika v preteklem letu. Smisel sestave tega dokumenta je, da dolžnik upnike seznaniti s poslovanjem in finančnim položajem pred prisilno poravnavo ter da lahko na teh osnovah pripravi predlog finančnega prestrukturiranja. Čim bolj je dolžnik zadolžen, tem nižji odstotek poplačila bo predlagal upnikom, ker bo potreboval višji znesek odpisov, da bo lahko pokrival negativni kapital oziroma da bo zmanjšal zadolženost na vzdržno raven. To pomeni, da čim slabši je finančni položaj podjetja pred uvedbo postopka prisilne poravnave, tem težje dolžnik prepriča upnike, da sprejmejo predlog prisilne poravnave z nizkim deležem poplačila.

##### **5.4.1 Finančni kazalniki**

Finančni kazalniki so pomembno orodje za ocenjevanje uspešnosti podjetij in napovedovanje možne insolventnosti podjetij. Na podlagi finančnih kazalnikov so raziskovalci osnovali prve modele napovedovanja insolventnosti podjetij, pri čemer velja Edward Altman za pionirja na področju upravljanja s kreditnim tveganjem in na področju napovedovanja insolventnosti podjetij. Anjum (2012) povzema Altmanove

raziskave s področja napovedovanja insolventnosti podjetij. Omenjene raziskave so bile namreč ključne za snovanje Altmanovega modela Z-Score, s katerim je mogoče napovedovati finančno učinkovitost podjetij od dve do tri leta vnaprej. Raziskav s področja oblikovanja modelov napovedovanja uspešnosti/neuspešnosti poslovanja podjetij je veliko. Različne statistične metode zahtevajo uporabo različnih finančnih kazalnikov, zaradi česar so na voljo raznovrstni modeli napovedovanja insolventnosti podjetij. Heine (2000), Backova et al. (1996), Stanišić et al. (2013) na podlagi analize finančnih kazalnikov posameznih podjetij napovedujejo možnost stečajev podjetij. Branch in Xu (2008) pa na podlagi Altmanovega modela analizirata poslovanje podjetij po razglašeni insolventnosti.

Bonitetnim hišam in drugim finančnim institucijam je pri merjenju in ugotavljanju uspešnosti podjetij na voljo veliko različnih kazalnikov. Uporaba finančnih kazalnikov je večrazsežna, ker z njimi presojava finančno zdravje podjetij v določenem časovnem obdobju in ker omogočajo primerjavo finančnega stanja podjetij. Finančni kazalniki so izračunani na podlagi računovodskih izkazov (bilance stanja, izkaza poslovnega izida, izkaza denarnih tokov in izkaza gibanja kapitala). Finančni kazalniki omogočajo različne poglede na finančno stanje in poslovanje podjetja, zato se je pred izračunavanjem kazalnikov vedno treba prej vprašati, kaj želimo analizirati pri podjetju, in kazalnike izbrati glede na zelene cilje. Vedeti moramo namreč, da so odnosi med številnimi kazalniki multikolinearni, kar pomeni, da lahko s statističnimi metodami zreduciramo večje število kazalnikov tako, da najdemo t-faktorje (latentne spremenljivke), ki povezujejo kazalnike v skupine (npr. profitabilnost, likvidnost, zadolženost, solventnost) (De et al. 2011).

Slovenski računovodski standardi (2006) v poglavju Računovodsko proučevanje – računovodsko analiziranje (SRS 29) opredeljujejo osem skupin temeljnih kazalnikov :

- kazalnike stanja financiranja (vlaganja),
- kazalnike stanja investiranja (naložbenja),
- kazalnike vodoravnega finančnega ustroja,
- kazalnike obračanja,
- kazalnike gospodarnosti,
- kazalnike dobičkonosnosti,
- kazalnike dohodkovnosti in
- kazalnike denarne tokovnosti.

V raziskovalnem delu se osredinjamo predvsem na kazalnike stanja financiranja in kazalnike vodoravnega finančnega ustroja. Zanima nas namreč razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi oziroma med dolgoročnimi sredstvi in dolgoročnimi obveznostmi, torej preverjamo »zlato« finančno pravilo ročnosti sredstev in obveznosti do virov sredstev. S kazalnikoma stopnja lastniškosti

financiranja (kapital/obveznosti do virov sredstev) in koeficient kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev (kapital/dolgoročna sredstva) posredno izrazimo višino kapitala podjetja in morebitno prezadolženost podjetja. Če je podjetje prezadolženo, torej je v bilanci stanja negativni kapital, je tudi vrednost kazalnikov negativna. Pri analiziranju finančnega položaja izračunavamo tudi višino obratnega kapitala podjetja pred začetkom uvedbe postopka prisilne poravnave. Višina obratnega kapitala je namreč tesno povezana z likvidnostjo podjetja, ki pomeni sprotno poravnavanje obveznosti vse do zapadlosti.

### **5.5 Dogovor z ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev**

Bančni sistem kot zunanji dejavnik, omenjen v razdelku 4.3, je tesno povezan z notranjim dejavnikom sposobnosti in možnosti dolžnika za sklenitev dogovora z ločitvenimi upniki. Od bančnega sistema je torej zelo odvisno, ali bodo banke privolile v predloge, ki jih ponuja dolžnik, zaradi česar bančni sistem opredeljujemo kot zunanji dejavnik. Ravno tako pa je pomembno, kakšen je odnos dolžnika z upniki in ali je pripravljen na pogovore z njimi. V praksi se mnogokrat zgodi, da se dolžnik z ločitvenimi upniki ne more dogovoriti o prestrukturiranju njegovega dolga zaradi preteklih zamer, praznih obljub, sporov in nerazumnih predlogov. Predlogi dolžnika upnikom so različni, pri čemer se v praksi srečujemo največkrat s predlogi za nekajletni moratorij na odplačevanje glavnice, znižano obrestno mero in poplačilo obveznosti bodisi v enkratnem znesku ali z delnim odplačevanjem po letih.

Sklenitev dogovora med dolžnikom in ločitvenimi upniki je pomembna, kajti prisilna poravnava vpliva samo na navadne oziroma nezavarovane upnike ter na upnike s podrejenimi terjatvami.<sup>19</sup> To pomeni, da lahko ločitveni upniki zahtevajo poplačilo celotnega dolga kadarkoli med izvajanjem postopka prisilne poravnave in tudi pozneje, kar pa je seveda za že tako ranljivega dolžnika pogubno. Še posebej moramo izpostaviti primere, ko za obveznosti podjetja jamčijo fizične osebe s poroštvi. Takrat je teža dogovora z ločitvenimi upniki še večja, ker je od volje upnikov odvisna usoda tako podjetja kot tudi porokov.

### **5.6 Čas odreagiranja**

Izjemo malo je podjetij, ki se uspešno prestrukturirajo na podlagi postopka prisilne poravnave, ker se reševanje krize v podjetju največkrat začne prepozno. Menedžment podjetja namreč predolgo odlaša z izvajanjem protikriznih ukrepov in velikokrat ne uvidi resnosti situacije ter misli, da se bodo težave rešile same po sebi. Čas

---

<sup>19</sup> Izjema je postopek prisilne poravnave s prestrukturiranjem zavarovanih terjatev, pri katerem je treba tudi formalno skleniti dogovore z ločitvenimi upniki, kajti na njih prisilna poravnava tudi formalno vpliva. Ne glede na to, za katero različico postopka prisilne poravnave se dolžnik odloči, je za dolgotrajno reševanje krize v podjetju nujno, da sklene dogovore z navadnimi in ločitvenimi upniki.

odreagiranja je torej pomemben dejavnik, ki vpliva na uspešno dokončano prisilno poravnavo.

Kdaj pa je čas za odreagiranje in sprožitev postopka prisilne poravnave? V razdelku 2.3 je opredeljeno, kdaj je družba insolventna in kakšne so dolžnosti poslovodstva v primeru insolventnosti podjetja. Družba je torej po 14. členu ZFPPIPP insolventna, ko izpolnjuje enega ali več kriterijev insolventnosti, med katerimi so prezadolženost, kapitalska neustreznost in trajnejša nelikvidnost (zamuda z izplačilom plač ali (in) davkov in prispevkov na plače za več kot dva meseca po valuti, blokada transakcijskega računa neprekinjeno več kot 60 dni). Izjemno pomemben pa je 35. člen ZFPPIPP, ki poslovodstvo obvezuje, da mora v enem mesecu po nastanku insolventnosti nadzornemu svetu<sup>20</sup> predložiti poročilo o ukrepih finančnega prestrukturiranja. Poročilo je namenjeno identifikaciji stanja družbe, analizi vzrokov za insolventnost ter seznanitvi notranjih deležnikov družbe (nadzornega sveta, lastnikov, delničarjev, družbenikov in drugih) z dejanskima finančnim stanjem in položajem družbe. Pri tem mora poslovodstvo pripraviti seznam ukrepov za zagotovitev, da bi družba znova lahko postala kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobna. Eden izmed standardnih ukrepov poslovodstva je tudi poziv lastnikom k dokapitalizaciji družbe. Če dokapitalizacija ne bi bila uspešna, pa mora poslovodstvo pripraviti rezervni načrt, v katerem bodisi predlaga postopek prisilne poravnave bodisi postopek stečaja družbe. Zakon v 39. členu poslovodstvo obvezuje, da mora v primeru neuspešne dokapitalizacije vložiti popoln predlog za prisilno poravnavo v treh mesecih po nastanku insolventnosti. Mnogokrat se v postopku prisilne poravnave in v stečajnih postopkih zgodi, da upravitelj v postopku zaradi insolventnosti ugotavlja domnevno prepozno odreagiranje poslovodstva v krizni situaciji in s tem namerno zmanjševanje vrednosti premoženja družbe ter namerno oškodovanje upnikov. Pri tem se upravitelj sklicuje na zakonsko določene roke in pogoje insolventnosti. Za poslovodstvo je torej izjemno pomembno, da odreagira pravi čas in s tem omogoči lažje finančno prestrukturiranje ter se izogne morebitnim tožbam upravitelja ali upnikov.

Navedli smo pravočasno odreagiranje poslovodstva v krizi v smislu zakonskih določil. Velikokrat pa se zgodi, da družba še ne izpolnjuje formalnih pogojev insolventnosti, vendar je na robu preživetja. Največkrat se podjetja znajdejo v krizi, kadar nimajo zadostnega obratnega kapitala. Obratni kapital definiramo kot razliko med obratnimi sredstvi, zmanjšanimi za kratkoročne poslovne obveznosti in pasivne časovne razmejitve. Analiza obratnega kapitala pokaže, kolikšen del lastnih sredstev potrebuje družba za financiranje poslovanja (Audit 2011, str. 32). Obratni kapital se tesno povezuje z likvidnostjo, torej s kratkoročno plačilno sposobnostjo oziroma s sposobnostjo sprotnega poravnavanja obveznosti, ko ta zapadejo v plačilo.

---

<sup>20</sup> V primerih pravnoorganizacijskih oblik družb, v katerih ni organa nadzornega sveta, mora poslovodstvo predložiti poročilo o ukrepih finančnega prestrukturiranja lastniku družbe.

Obvladovanje obratnega kapitala tradicionalno povezujemo z vsesplošno dobičkonosnostjo družbe. Da dosežemo optimalno raven obratnega kapitala, potrebujemo kompleksno analizo poslovnih procesov v podjetju. Učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala temelji na pospeševanju unovčevanja terjatev v likvidnejšo obliko, torej denar, in na drugi strani upočasnjevanje denarnih izplačil (Nobanee 2009, str. 1, 2). Kljub temu da obratni kapital povezujemo s kratkoročnimi postavkami v bilanci stanja, pa Bergant et al. (2012, str. 61, 62) obratni kapital definirajo kot del dolgoročnih obveznosti do virov sredstev. Je torej miselni konstrukt in ni postavka v bilanci stanja. Z vsebinskega vidika je obratni kapital tisti del obveznosti do dolgoročnih virov sredstev, ki financira del kratkoročnih naložb. Bergant (2011, str. 169, 170) opozarja, da se ZFPPIPP ne ukvarja s strukturo kapitala, temveč le z vplivom njegovega obsega na plačilno sposobnost. V tem pogledu zakon zahteva, da podjetje vedno razpolaga z ustreznim kapitalom glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja, in tveganje, ki mu je izpostavljeno pri opravljanju teh poslov. Ustrezní obratni kapital je torej tisti obseg dolgoročnih virov sredstev, ki je z vidika načela usklajene ročnosti sredstev in obveznosti nujen za financiranje dolgoročno vezanih sredstev podjetja, ob upoštevanju tveganja, ki mu je podjetje izpostavljeno. Podjetje je potemtakem kapitalsko ustrezno, kadar je njegov obratni kapital enak ustreznemu obratnemu kapitalu, kar pomeni, da je podjetje v finančnem ravnotežju z dolgoročnega vidika. Presežek obratnega kapitala nad ustreznim pomeni, da je podjetju na voljo več dolgoročnih virov, kot bi bilo treba, kar sicer pomeni manjše tveganje za plačilno nesposobnost, vendar višje stroške financiranja. Primanjkljaj obratnega kapitala podjetja pa kaže na kapitalsko neustreznost, torej na manko dolgoročnih virov sredstev, kar pa bi moralo pri poslovodstvu v podjetju sprožiti alarm za ukrepanje.

Poslovodstvo mora odreagirati tudi v primerih, ko:

- podjetje dve leti zapored ne dosega planiranih rezultatov;
- zunajbilančne obveznosti postanejo bilančne in močno poslabšajo bilanco stanja podjetja (nevzdržen dolg);
- težav, ki se kopičijo, lastniki ne morejo reševati samo z dokapitalizacijo, ker lastniki nimajo zadostnih sredstev.

### **5.7 Poslovno prestrukturiranje**

Zmanjšanje in odložitev zapadlosti terjatev, moratorij na odplačilo glavnice in zmanjšanje obrestnih mer so metode finančnega prestrukturiranja, ki se izvajajo v postopku prisilne poravnave in s katerimi dolžnik poskuša odpraviti insolventnost ter zagotoviti čim boljše poplačilo upnikov. Metode poslovnega prestrukturiranja, ki jih predstavljamo v nadaljevanju, pa so ukrepi, ki jih uporablja večina podjetij, tudi tistih, ki niso v likvidnostnih težavah. Poslovno prestrukturiranje je tako rekoč revitalizacija podjetja, ko se po določenem obdobju pasivnosti spet sprostijo potenciali za nadaljnji razvoj podjetja, pri čemer pride do razvojnih sprememb (Dubrovski 2004, str. 223).

Metode poslovnega prestrukturiranja odpravljajo vzroke insolventnosti in so ključnega pomena, da lahko podjetje po prisilni poravnavi uspešno posluje. V načrtu finančnega prestrukturiranja mora dolžnik poleg metod finančnega prestrukturiranja navesti tudi metode poslovnega prestrukturiranja, ki jih bo uporabil za vsesplošno izboljšanje poslovanja podjetja.

Poslovno prestrukturiranje je širok pojem, ki obsega prestrukturiranje več poslovnih funkcij:

- upravljaljske/poslovodske funkcije,
- proizvodne funkcije,
- kadrovske funkcije,
- marketinške funkcije,
- finančno-računovodske funkcije.

Ukrepi na področju upravljanja so v smislu zamenjave obstoječega posloводства z novim. Lahko se zamenja celotno posloводство ali pa samo nekaj članov, odvisno od radikalnosti ukrepov. Priporoča se tudi najem zunanjih svetovalcev, ki na situacijo gledajo objektivneje in kritičneje. Hkrati je treba pri zamenjavi celotnega posloводства ali pa samo nekaterih članov angažirati usposobljenega kriznega menedžerja oziroma menedžerski team, ki je sposoben sprejeti drastične ukrepe. Krizni menedžer mora izkazovati naslednje značilnosti (Dubrovski 2004, str. 94, 95, povzeto po Prašnikar 1992, str. 67, 68):

- sposobnost vodenja in motiviranja zaposlenih in zgled zaposlenim;
- fleksibilnost;
- sprejemanje hitrih in logičnih odločitev z uporabo običajnih podatkov;
- učinkovito delovanje skozi daljše obdobje stresnih položajev;
- sposobnost uveljavljanja strategije preobrata v čim krajšem času;
- sposobnost zastavljanja jasnih ciljev, za katere se je pripravljen izpostaviti.

Prestrukturiranje na področju proizvodnje<sup>21</sup> je v smeri povečevanja učinkovitosti in optimiziranja stroškov proizvodnje. Če se podjetje znajde v stanju insolventnosti, je treba sprva izvesti osnovni izračun oziroma, bolje rečeno, stopenjski izkaz poslovnega izida,<sup>22</sup> in sicer z namenom ugotovitve, ali podjetje v osnovni dejavnosti (poslovnem delu brez finančnega dela) deluje z dobičkom ali izgubo. Če podjetje posluje z izgubo na

---

<sup>21</sup> V primeru storitvenih podjetij se izvaja prestrukturiranje na področju storitvene dejavnosti.

<sup>22</sup> Izkaz poslovnega izida, v katerem si prihodki in odhodki sledijo po zaporedju, tako da postopne razlike med njihovimi deli in delni seštevki omogočajo boljši pregled nad oblikovanjem poslovnega izida in njegovo delitvijo; tako je npr. mogoče po prvi različici iz SRS 25 ugotavljati tudi kosmati dobiček iz prodaje, dobiček iz poslovanja ali izgubo iz poslovanja, dobiček iz rednega delovanja ali izgubo iz rednega delovanja in celotni dobiček ali celotno izgubo, po drugi različici iz SRS 25 pa kosmati donos od poslovanja, dobiček iz poslovanja ali izgubo iz poslovanja, dobiček iz rednega delovanja ali izgubo iz rednega delovanja in celotni dobiček ali celotno izgubo (ZvezaRFR.si 2015).



substanci, je problematika še toliko globlja, kajti za negativno poslovanje niso krive le finančne obveznosti, temveč tudi organizacija proizvodnih procesov znotraj podjetja. V takem primeru je treba preveriti smiselnost izvajanja postopka prestrukturiranja. Ko dolžnik v pogovoru z upniki in drugimi deležniki družbe ugotovi, da je prestrukturiranje podjetja smiselno, mora preveriti, posodobiti ali pa popolnoma redefinirati poslovni načrt. Naloga posloводства je torej sestava poslovnega načrta, ki vsebuje vizijo, poslanstvo, cilje in strategijo podjetja. Poslovni načrt je pisni dokument, ki opisuje vse pomembne zunanje in notranje elemente poslovanja. Pogosto gre za skupek delovnih načrtov, kot so trženje, finance, proizvodnja in kadri. Antončič et al. (2002, str. 186, 187) ponazarjajo pomen poslovnega načrta z zelo dobro prisposobo cestne karte. Recimo, da se odločamo, kam bi se radi z avtomobilom odpeljali, torej moramo določiti cilj. Za doseg tega cilja so na voljo številne poti, vsaka od njih pa zahteva drugačne časovne okvirje in stroške. Tako kot popotnik mora tudi podjetnik priti do nekaterih pomembnih odločitev in zbrati informacije, preden začne pripravljati načrt. Ukrepov na proizvodnem področju je torej mnogo, med njimi so najpogostejši:

- utrditev asortimenta ponudbe, kar pomeni usmeritev v ključne izdelke in (ali) storitve;
- reorganizacija proizvodnih procesov z vidika stroškovne učinkovitosti, npr. najem zunanjih izvajalcev v smislu »*outsourcinga*« za dejavnosti, ki se jih v podjetju ne splača izvajati;
- uporaba novih tehnologij, materialov in energije ter s tem doseganje višje učinkovitosti proizvodnje;
- povezovanje s podjetji in doseganje sinergijskih učinkov.

S prestrukturiranjem proizvodnje se največkrat izvajajo tudi ukrepi na področju kadrov, predvsem zmanjšanje števila zaposlenih, lahko pa se dolžnik odloči tudi za dodatno zaposlovanje strokovno usposobljenih delavcev, ki bodo v podjetje prinesli določeno znanje in prispevali k višji dodani vrednosti.

Pomembno področje poslovnega prestrukturiranja, ki ga nikakor ne smemo pozabiti, je marketinška funkcija. Ključno pri poslovanju podjetja je namreč, da proizvode in storitve nekdo kupi, sicer je vsakršno poslovanje brez smisla. Tržno komuniciranje je v postopku prisilne poravnave izjemno pomembno in tudi precej težavno. Kupcem je treba dati vedeti, da bodo z nakupom proizvodov/storitev prejeli enako kakovost kakor pred uvedbo postopka prisilne poravnave in da omenjeni postopek na kupce nikakor ne vpliva. Pri tržnem komuniciranju je pomembno, da ne dajemo praznih obljub in da redne stranke nagrajujemo. V postopku prisilne poravnave so podjetju na voljo omejena sredstva, ki jih lahko nameni za trženje, zaradi česar je treba pred intenzivnimi trženjskimi aktivnostmi oblikovati načrt trženja. V takem načrtu je opredeljeno, kako bo podjetje doseglo predvideno prodajo. Vsebovati mora trženjsko strategijo (ciljne skupine kupcev in trženjske pristope), cenovno politiko, prodajno

taktiko, politiko prodajnih storitev in garancij, oglaševanje in promocijo ter distribucijo (ibid., str. 2014–2017). Pomemben segment pri poslovanju pa so tudi dobavitelji, ki jim je prav tako treba razložiti situacijo, v kateri se je podjetje znašlo, ter doseči dogovore o nadaljnjem sodelovanju.

Vsi ukrepi na področju poslovanja podjetja so povezani s finančno-računovodsko funkcijo. Ključno v postopku prisilne poravnave je, da podjetje posluje pozitivno, sicer upniki in tudi upravitelj ne vidijo smisla v nadaljevanju postopka in zaradi tega zahtevajo stečaj podjetja. Hkrati z izvajanjem poslovnega prestrukturiranja mora torej poslovodstvo zagotoviti zadostno likvidnost za poslovanje podjetja in s tem zagotavljanje plačilne sposobnosti. Temeljnim ukrepom s področja financ (zmanjšanju in odložitvi zapadlosti terjatev ali konverziji terjatev v lastniške deleže) sledijo dodatni finančni ukrepi. Poslovodstvo se najpogosteje odloči za ukrepe dezinvestiranja poslovno nepotrebne premoženja, prodajo osnovnih sredstev in poznejši najem teh (po sistemu »*sale and lease back*«), intenziviranja najemnih razmerij, dogovorov o moratoriju na plačilo glavnice in obresti za čas trajanja postopka prisilne poravnave, reguliranja višine obrestne mere, podaljšanja zapadlosti zavarovanih obveznosti in druge.

### **5.8 Konverzija terjatev upnikov v lastniške deleže**

Kadar je podjetje insolventno, polna vrednost terjatev upnikov ni več taka kakor pred krizo. V tem primeru je konverzija oziroma pretvorba terjatev v lastniške deleže (angl. *debt-for-equity swap*) učinkovita metoda finančnega prestrukturiranja zadolženega podjetja, seveda ob predpogoju, da upniki verjamejo v potencial in pomembnost obstoja te družbe. Pretvorba terjatev v deleže se običajno izvede na način prvotnega zmanjšanja osnovnega kapitala družbe in nato povečanja slednjega s stvarnimi vložki, ki so terjatve upnikov.

ZFPPIPP v 144. členu omogoča dolžniku (če je ta organiziran kot kapitalska družba), da s predlogom prisilne poravnave ponudi upnikom prenos svojih terjatev na dolžnika kot stvarni vložek na podlagi povečanja osnovnega kapitala dolžnika. Tak predlog lahko dolžnik ponudi tudi upnikom, ki so imetniki zavarovanih ali podrejenih terjatev. Če gre v tem primeru za upnike zavarovanih terjatev, jim lahko ponudi večje število delnic ali večji nominalni znesek osnovnega vložka, v primeru upnikov, ki so imetniki podrejenih terjatev, pa se jim lahko ponudi manjše število delnic ali manjši nominalni znesek osnovnega vložka.

Dolžnik mora vsem upnikom ponuditi enako število delnic oziroma enak nominalni znesek osnovnega vložka za vsak evro terjatve (za nezavarovane terjatve). Če predlog za prisilno poravnavo vsebuje pretvorbo terjatev v deleže, mora dolžnik za povečanje kapitala navesti tudi nominalni znesek osnovnega vložka, če je dolžnik družba z omejeno odgovornostjo, oziroma število delnic, če je dolžnik delniška družba, ki jih

pridobi upnik za vsak evro terjatve, prenesene kot stvarni vložek. Pri izvedbi povečanja kapitala mora dolžnik v načrtu oziroma v predlogu navesti najnižji skupni znesek navadnih ali zavarovanih terjatev, ki jih morajo upniki prenesti na dolžnika kot stvarni vložek, da bi bilo mogoče uspešno uresničiti dolžnikovo finančno prestrukturiranje (Butara 2008, str. 6, 7).

Če dolžniku uspe z zadostnim številom upnikov doseči sporazume glede poravnave terjatev s konverzijo, lahko upniki konvertirajo svojo terjatev delno ali v celoti (angl. *debt to equity swap*). Zamenjava terjatve za delnice oziroma poslovne deleže se lahko izvede na več načinov, in sicer kot (Kovačič 2010, str. 20, povzeto po Plavšak 2008, str. 137–140):

- konverzija terjatev v obstoječe delnice/deleže (dolžnik se zaveže, da bo izpolnitev upnikovih obveznosti izpolnil z izročitvijo lastnih delnic ali deležev, posledica česar bo sprememba lastništva);
- konverzija terjatev v prihodnje delnice/deleže (dolžnik bo izpolnitev upnikovih obveznosti izpolnil z izročitvijo svojih prihodnjih še ne izdanih delnic. Pri tem mora dolžnik povečati osnovni kapital z vložki, delničarji pa se morajo odpovedati prednostni pravici za nakup novih delnic, tako da imajo prednostno pravico upniki. S takim dejanjem prenehajo terjatve upnikov do družbe, vzporedno pa se poveča obveznost družbe do njenih lastnikov, poveča se torej lastniški kapital, dolg podjetja pa se zmanjša).

Posebna pravila o povečanju osnovnega kapitala z novimi denarnimi ali stvarnimi vložki in pravila o prenosu vodenja poslov insolventnega dolžnika na vplačnika novih delnic (199. a-, 199. b- in 199. c-člen ZFPPIPP) urejajo dodaten vidik prisilne poravnave, po katerem, če podjetje postane insolventno, so v ospredje interesi upnikov, ki postanejo nadrejeni interesom lastnikov. Gre za položaj, pri katerem družbeniki oziroma delničarji (lastniki) insolventne družbe niso izvedli povečanja osnovnega kapitala družbe z novimi vložki, čeprav bi bilo tako povečanje nujno za odpravo vzrokov kratkoročne in dolgoročne plačilne nesposobnosti družbe. Pri tem položaju 199. a-člen ZFPPIPP poslovodstvu družbe ali upniškemu odboru omogoča sprejem ustreznega sklepa o povečanju osnovnega kapitala insolventnega dolžnika z novimi denarnimi vložki, po katerem lahko nove delnice za denarne vložke vplačajo upniki družbe, zdajšnji delničarji ali tretje osebe (novi investitorji). Vsebinsko podoben je 199. b-člen, le da predvideva povečanje osnovnega kapitala z novimi stvarnimi vložki. Ta zakonska člena se torej uporabljata, kadar se lastniki insolventne družbe in njeni upniki ne sporazumejo o načinu finančnega prestrukturiranja, pri čemer je upnikom omogočeno posredno z vplačilom denarnih vložkov spremeniti lastniško strukturo v insolventni družbi. Zakon v 199. c-členu omogoča, da upniki, ki so vplačali nove denarne vložke ali nove stvarne vložke po 199. a- ali 199. b-členu, zahtevajo, da jih sodišče pooblasti za vodenje poslov insolventnega dolžnika.

Poglavitni element kakršne koli konverzije terjatev v lastniške deleže je torej prestrukturiranje bilance stanja korporativnega dolžnika tako, da pomembni sodelujoči upniki (po navadi v večini finančni upniki, torej banke) prejmejo lastniške deleže v reorganizirani kapitalski strukturi v zameno za zmanjšanje terjatev do dolžnika. V najpreprostejši obliki pomeni konverzija način, da podjetje obide stečaj zaradi položaja insolventnosti, v katerem se je dolžnik znašel. Po navadi dolžniki, ki se znajdejo v insolventnosti, ne morejo sproti servisirati dolgov, hkrati pa imajo zelo velik delež dolgov v primerjavi z lastnimi sredstvi. Pripravljenost upnikov, da konvertirajo svoje terjatve v lastniški kapital insolventnega dolžnika, je zelo pozitiven signal, kajti upniki s tem pokažejo zanimanje, da podjetje še naprej živi in deluje.

Kadar podjetje v osnovni dejavnosti posluje pozitivno, ko ima zelo specifično dejavnost ali težko prodajljivo premoženje in ko je njegova kontinuiteta strateškega pomena za vse deležnike družbe, je prisilna poravnava z opcijo konverzije terjatev v lastniški kapital še kako priporočljiva možnost dolgoročne sanacije. V tabeli 6 predstavljamo nekaj primerov evropskih podjetij, ki so uspešno šla skozi postopek finančnega prestrukturiranja s konverzijo terjatev. V Sloveniji se je v zadnjih letih za metodo konverzije terjatev upnikov v osnovni kapital dolžnika znotraj postopka prisilne poravnave odločilo več podjetij, med njimi Semenarna Ljubljana, d. d., Beti tekstilna industrija, d. d., T-2, d. o. o., Mariborska livarna Maribor, d. d., Polzela tovarna nogavic, d. d.

Tabela 6: Primeri evropskih podjetij, ki so uspešno prestala postopek konverzije terjatev v lastniški kapital znotraj postopka finančnega prestrukturiranja

Podjetje in leto, v katerem se je postopek odvijal	Sektor/država	Kapital, ki so ga pridobili upniki med konverzijo	Kapital, ki so ga obdržali prvotni lastniki	Ključni dogovor med upniki in dolžnikom
Marconi (2002)	Telekomunikacije in elektronika/Velika Britanija	99,5 %	0,5 %	V Evropi je bila to prva reorganizacija, med katero so bančne upnike in imetnike obveznic obravnavali kot enoten razred upnikov. Imetniki obveznic in banke so konvertirali približno štiri milijarde funtov svojih terjatev v zameno za 99,5 odstotka navadnih delnic Marconija. Lastniki so dobili pravico nakupa dodatnih petih odstotkov delnic podjetja, ko tržna kapitalizacija zraste na 1,5 milijarde funtov.
Jazztel (2002)	Telekomunikacije/Španija in Portugalska	88 %	12 %	Konverzija 676 mio. evrov visokodonosnih obveznic za 88 odstotkov Jazztelovih delnic in novih 75 mio. evrov (12 %) konvertibilnih obveznic do leta 2012 (te obveznice so imeli prvotni lastniki).
NTL	Kabelski TV-operater/Velika Britanija in Evropa	100 % – VB 86 % – Evropa	0 % – VB 14 % – Evropa	Imetniki obveznic v vrednosti 10,6 milijarde funtov so s konverzijo pridobili 100 odstotkov delnic podjetja NTL in približno 86 odstotkov delnic NTL Europe Inc.
Jarvis (2005)	Gradbeništvo in infrastrukturni projekti/večinoma v VB	95 %	4,75 % delnic 0,25 % pravic za nakup delnic	350 milijonov funtov terjatev, zamenjanih za 95 odstotkov novih delnic podjetja.
Concordia (2005)	Avtobusno prevoziško podjetje/Skandinavija	97,5 %	2,5 %	Upniki Concordie so za 160 milijonov evrov konvertirali svoje terjatve v 97,5 odstotka delnic podjetja.

Vir: Povzeto po: Clowry (2008, str. 26–28).

Primeri evropskih podjetij kažejo, da so upniki v postopku konverzije svojih terjatev v lastniški delež dolžnika prevzeli popolno kontrolo nad upravljanjem družbe. Lastniki so se popolnoma ali pa delno razlastnili, kar je osnovni namen postopka prisilne poravnave, ki je določen v 136. členu ZFPPIPP. Omenjeni člen namreč navaja, da se postopek prisilne poravnave vodi z namenom izvedbe finančnega prestrukturiranja dolžnikovega podjetja, ki zagotavlja, da lahko družbeniki dolžnika obdržijo samo tolikšen delež v osnovnem kapitalu dolžnika, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja dolžnika, ki bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Hkrati je treba upnikom zagotoviti ugodnejše pogoje plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek, poleg tega pa je smisel postopka prisilne poravnave v nadaljevanju poslovanja dolžnikovega podjetja oziroma rentabilnega dela tega podjetja.

Zakonsko določilo o razlastnitvenju lastnikov je teoretično zelo dobra rešitev tako za upnike, ki ne izgubijo svoje terjatve v celoti, ampak jo pretvorijo v lastniški delež, kakor tudi za delujoče podjetje, ki se razdolži in lažje zaduha ter ohrani kontinuiteto. Problem se pojavi pri lastnikih, ki po organih nadzora in poslovođenja obvladujejo družbo in ki se nočejo odpovedati lastniškemu deležu, četudi je ta brez vsakršne vrednosti. Zaradi teh dejstev se v praksi podjetja ne odločajo za korak prisilne poravnave, čeprav so ne le zreli za prisilno poravnavo, ampak celo za stečaj. Poslovodstvo in posredno lastniki se prevečkrat vedejo zelo čustveno in neracionalno, zaradi česar predolgo odlašajo z reševanjem krize, kar se odraža v velikem številu stečajev podjetij.

### **5.9 *Komunikacija z deležniki družbe in psihološki vidik reševanja krize v podjetju***

Reševanje problema zahteva interdisciplinarnost oziroma upoštevanje spoznanj različnih strok, kot so na primer ekonomske in poslovne vede (računovodstvo, finance in marketing), pravo, komunikologija (odnosi z javnostjo), psihologija, sociologija in informatika, skratka več družboslovnih ved. Da dosežemo interdisciplinarnost, pa je treba poskrbeti za dobro komunikacija z vsemi sodelujočimi. Dolžnik mora v postopku prisilne poravnave prepričati upnike, da glasujejo za potrditev prisilne poravnave in da sprejmejo pogoje prestrukturiranja, ki jim ga predlaga dolžnik. Pri tem mora dolžnik uporabiti vsa komunikacijska sredstva, kot so na primer skupni sestanki, na katerih sodelujejo dolžnik, upniki, zunanji strokovnjaki in upravitelj, sestanki s posameznimi deležniki družbe (z lastniki, zaposlenimi, dobavitelji in s ključnimi kupci) ter iskanje rešitev na podlagi »*brainstorminga*«. Pri komunikaciji je pomembno, da dolžnik upnikom odkrito predstavi situacijo, v kateri se je podjetje znašlo, in da se na sestankih razvije produktivna razprava, usmerjena v reševanje problematike. Velikokrat se namreč zgodi, da se upniški odbori spremenijo v neproduktivne razprave o krivcih za nastalo situacijo, na dan pridejo raznovrstne zamere, spori, ki krizo v podjetju samo še

poglobijo, kar pa ni v korist nobenemu izmed deležnikov družbe. V kriznih situacijah je poleg komunikacije z deležniki družbe nujna primerna komunikacija z mediji, še posebej v primeru prisilnih poravnav velikih in medijsko prepoznavnih podjetij. Donald R. Stephenson, direktor podjetja Dow Chemical Canada, se je iz večkratnih kriznih situacij, v katerih se je znašlo podjetje, naučil in povzel naslednje lekcije (Lagadec 1987, str. 24, povzeto po Stephenson 1984, str. 3):

1. Javnost mora biti vseskozi obveščena o dogajanju v podjetju. Za obveščanje mora biti zadolžen izkušen in zaupanja vreden predstavnik podjetja, ki razume položaj podjetja in ki lahko obrazloži dogajanje v poljudnem jeziku. Prvih 24 ur po razglasitvi krize je namreč kritičnih.
2. Če na začetku ni dobre komunikacije z javnostjo, se oblikuje nekakšen javnoinformacijski balon, napihnjen z govoricami in alarmi, hujšimi od dejanske situacije.
3. Molk sredi krize pomeni krivdo, čeprav ta ni upravičena.
4. Ni dovolj javnosti zagotoviti, da ni razloga za skrb in da vse poteka dobro. Če želimo biti kredibilni, moramo navesti detajle, ugotovitve in rešitve.
5. Ključno je zavedanje, da se novinarji soočajo z roki. Zaradi tega morajo biti informacije vedno ažurne, pravilne in konsistentne, čeprav ne moremo zagotoviti vseh odgovorov na vprašanja naenkrat.

V ekonomskih teorijah se večkrat poudarja predpostavka *homo economicus* oziroma gospodaren človek, ki zasleduje maksimalno osebno korist na podlagi zakona o mejnih vrednostih. Pa vendarle se v praksi mnogokrat odločamo daleč od načela gospodarnega in racionalnega človeka, ker pri odločitvah upoštevamo številne druge dejavnike kot pa samo maksimiranje svoje osebne koristi in zadovoljstva. Kljub literaturi, ki eksaktno govori o simptomih krize, o njenih vzrokih ter napotuje poslovodstvo k temu, kako in kdaj je treba pravilno ukrepati, da bo lahko podjetje splavalo iz krize, se še vedno dogaja, da je premalo podjetij, ki bi uspešno zaključila postopek prisilne poravnave (torej ne le samo s potrditvijo prisilne poravnave, ampak z dejanskim poplačilom upnikov). Iz prakse lahko povemo, da je psihološki vidik reševanja krize izjemno pomemben, predvsem v začetni fazi identifikacije krize. Poslovodstvo le s težavo prizna, da je podjetje v krizi, ker je preveč čustveno vezano na podjetje (direktor je velikokrat tudi lastnik podjetja).

Pearsonova in Clairva (1998, str. 4–6) opisujeta psihološki vidik krize, pri čemer izhajata iz treh ključnih predpostavk. Po prvi kriza pomeni zelo negotove, zapletene in čustvene dogodke, ki povzročijo navzkrižje interesov pri različnih deležnikih družbe. Po drugi predpostavki so zmožnosti ljudi pri obdelavi informacij med krizo omejene. Tretja predpostavka pa govori o tem, da kriza nastane, ker se vodstvo družbe neracionalno odzove in sprejme napake zaradi pristranskosti pri obdelavi informacij in odločanju na podlagi slednjih. Berk et al. (2005, str. 39–48) ugotavljajo, da na posameznikovo

zaznavo tveganja vplivajo številni dejavniki, med njimi dejavniki strahu, nadzora, posameznikove koristi, zmožnosti nadzora, nagnjenosti k senzacijam ter dejavniki pohlepa, strahu in ega. Za ljudi so torej značilni različni profili tveganja, nekateri so tveganju bolj, nekateri manj naklonjeni. Od slednjega pa je odvisno, kdaj se vodilni v podjetju odločijo za ukrepanje. Ljudje se torej odločamo pristransko, zaradi česar se je v zadnjem času razvilo novo področje v ekonomiji, vedenjske finance. Raziskovalci s tega področja proučujejo, kako način mišljenja in čustva vplivajo na odločitve ljudi. Pohlep, strah in ego so v večini primerov za posameznika koristni, saj pohlep ustvarja premoženje, strah preprečuje katastrofe in ego gradi uspeh. Pomembno je, da so omenjeni dejavniki prisotni pri posamezniku v določeni meri in uravnoteženo, kajti neuravnotežena kombinacija dejavnikov je lahko usodna. Na posameznikove odločitve vpliva torej veliko dejavnikov, zaradi česar se posameznik odloča pristransko in zato velikokrat nepredvidljivo.



## 6 PREDSTAVITEV RAZISKAVE

### 6.1 *Opredelitev raziskovalnega področja*

V prvem delu doktorske disertacije smo predstavili teoretične podlage, ki so osnova za oblikovanje empiričnega dela disertacije. Namen doktorske disertacije je predstaviti in analizirati ključne dejavnike, ki vplivajo na uspešno zaključen postopek prisilne poravnave. Na podlagi teoretičnega dela, ki smo ga že predstavili, in na podlagi praktičnih izkušenj smo oblikovali osnovno hipotezo raziskave.

### 6.2 *Hipoteze*

Osnovna hipoteza doktorske disertacije se glasi:

**Ključna dejavnika za potrditev prisilne poravnave sta dogovor z navadnimi in ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev (finančnem prestrukturiranju) ter konverzija terjatev v lastniške deleže ali prevzem upravljanja podjetja na strani upnikov (lastniško prestrukturiranje). Za zaključek prisilne poravnave in s tem dokončno poplačilo upnikov pa je poleg omenjenih dejavnikov še ključno izvajanje ukrepov poslovnega prestrukturiranja.**

V okviru osnovne hipoteze smo oblikovali več delnih hipotez, pri čemer smo jih razdelili v dva sklopa glede na metode, s katerimi jih bomo preverjali. Že v teoretičnem delu smo namreč izpostavili, da se postopki prisilnih poravnav razlikujejo med seboj, ker so podjetja kakor živa bitja. Prvi sklop hipotez bomo preverjali s kvantitativnimi metodami, drugi sklop pa bomo preverjali s kvalitativnimi metodami raziskovanja.

#### 1. sklop – kvantitativne metode raziskovanja

H<sub>1</sub>: Gibanje makroekonomskih kazalnikov vpliva na število potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1a</sub>: Upadanje gospodarske rasti vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1b</sub>: Znižanje inflacije vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>1c</sub>: Znižanje obrestne mere vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

H<sub>2</sub>: Na predlagani rok za poplačilo upnikov vplivajo višina poplačila, velikost podjetja in višina obratnega kapitala (na presečni dan pred prisilno poravnavo).

H<sub>3</sub>: Ključne značilnosti, po katerih se razlikujejo podjetja, v katerih je bila prisilna poravnava potrjena, od tistih, v katerih ni bila potrjena, so višina obratnega kapitala,

rok za poplačilo navadnih upnikov, predlagan v načrtu finančnega prestrukturiranja, in višina predlaganega poplačila.

## 2. sklop – kvalitativne metode raziskovanja

H<sub>4</sub>: Za dolgoročno sanacijo družbe je treba izvesti hkrati finančno, lastniško in poslovno prestrukturiranje.

H<sub>4a</sub>: Za uspešno dokončno poplačilo upnikov iz prisilne poravnave mora dolžnik poleg dogovora z navadnimi upniki doseči tudi dogovor z ločitvenimi upniki glede prestrukturiranja njihovih terjatev tako, da doseže vzdržen dolg (finančno prestrukturiranje).

H<sub>4b</sub>: Konverzija terjatev v lastniške deleže ali prevzem upravljanja (bodisi po 144., 199. a- ali 199. b-členu) omogoča družbi uspešno dokončno prestrukturiranje.

H<sub>4c</sub>: Poslovno prestrukturiranje v smislu izvajanja vseh ukrepov, navedenih v načrtu finančnega prestrukturiranja, je odvisno od višine obratnega kapitala, ki je družbi na voljo, in je nujno za dolgoročno sanacijo družbe.

H<sub>5</sub>: Dobra komunikacija med poslovodstvom družbe, upniki, upraviteljem in drugimi deležniki družbe ter pripravljenost vseh deležnikov družbe za reševanje insolventnega podjetja omogočajo uspešno dolgoročno sanacijo.

### **6.3 Opredelitev metod za preverjanje hipotez**

Že v uvodu smo predstavili osnovni koncept raziskave, pri čemer smo navedli, da je dobra raziskava tista, v kateri je uporabljena triangulacija (kombinacija kvantitativnih in kvalitativnih raziskovalnih metod). Kvantitativne metode so se prvotno razvile v naravoslovnih študijah za proučevanje naravnih pojavov. Vse kvantitativne metode zelo poudarjajo številske vrednosti, pri čemer te pomenijo vrednosti in ravni teoretičnih konstruktov in konceptov, hkrati pa interpretacija številskih vrednosti omogoča objektivno utemeljitev pojavov (Myers 2009, str. 8, povzeto po Straub, Gefen in Boudreau 2004). Večina kvantitativnih raziskovalcev uporablja različna statistična orodja in pakete za analiziranje zbranih podatkov. V primerjavi s kvantitativnimi metodami raziskovanja so se kvalitativne razvile v družboslovnih študijah zaradi potreb po raziskovanju družbenih in kulturnih pojavov.

V 80. letih prejšnjega stoletja je v večini poslovnih ved prevladovala uporaba kvantitativnih raziskovalnih metod, medtem ko se je v 90. letih povečala potreba po kvalitativnih metodah. Mnogi raziskovalci se strinjajo, da so kvantitativne metode primerne za analizo velikih naključnih vzorcev in kadar želimo lastnosti vzorca posplošiti na celotno populacijo. Uporaba kvalitativnih metod pa je najboljša, kadar želimo proučiti določen primer v globino in kadar je določena tema nova in še

neraziskana (Myers 2009, str. 9). V doktorski disertaciji prvi sklop hipotez preverjamo s kvantitativnimi raziskovalnimi metodami, pri čemer preverjamo hipoteze, ki se nanašajo na obdobje od uvedbe prisilne poravnave in do njene potrditve oziroma zavrnitve. Na voljo je več podatkov, kar omogoča statistično analizo in preveritev splošnih značilnosti. Kakor je že omenjeno v uvodu, je tema še dokaj neraziskana, zaradi česar pri preverjanju drugega sklopa hipotez uporabimo kvalitativne metode raziskovanja in s tem poskušamo proučiti raziskovalni problem v globino.

### 6.3.1 Kvantitativne metode raziskovanja

Prvi sklop hipotez se nanaša na obdobje od začetka postopka prisilne poravnave do potrditve ali zavrnitve prisilne poravnave. Hipoteze od  $H_1$  do  $H_3$  bomo preverjali s kvantitativnimi metodami, natančneje z regresijsko in diskriminantno analizo. Omenjeni analizi spadata med multivariatne metode. Za obdobje od začetka postopka prisilne poravnave do potrditve/zavrnitve so na voljo javno dostopni podatki za posamezna podjetja, kar omogoča uporabo kvantitativnih metod.

Hipoteze od  $H_{1a}$  do  $H_{1c}$  preverjamo z enostavno regresijsko analizo, pri čemer analiziramo odvisnost med eno odvisno in eno neodvisno spremenljivko. Regresijske tehnike so že dolgo vodilne na področju ekonomske statistike (ekonometrije), postajajo pa tudi zelo pomembne na področju prava in zakonodaje. Termin regresija je prvi predstavil Galton v članku *Family Likeness in Stature*), v katerem je ugotavljal, da višina otrok, ki se rodijo nenavadno visokim oziroma nenavadno nizkim staršem, teži k povprečni višini populacije (Gujarati 2003, str. 18; povzeto po Galton 1886, str. 42-72). Galtonov zakon univerzalne regresije je potrdil tudi matematik Karl Pearson, po katerem se imenuje tudi Pearsonov korelacijski koeficient. Novodobna interpretacija regresije je sicer nekoliko drugačna; Gujarati (2003, str. 18) opredeljuje regresijsko analizo kot statistično metodo, ki se ukvarja s proučevanjem odvisnosti ene spremenljivke, odvisne spremenljivke, od ene ali več drugih spremenljivk, neodvisnih spremenljivk, z namenom oceniti in (ali) predvideti povprečno vrednost odvisne spremenljivke v populaciji v smislu znanih ali fiksnih (v ponavljajočem vzorčenju) vrednosti slednjih.

Regresijska analiza je izjemno primerna za proučevanje raziskovalnega problema, med katerim ugotavljamo, kateri dejavniki vplivajo na uspešen zaključek prisilne poravnave, torej nas zanima, kakšen je odnos med dejavniki in izglasovanjem prisilne poravnave. Pri hipotezah od  $H_{1a}$  do  $H_{1c}$  bomo z enostavno regresijsko analizo preverjali vpliv neodvisne spremenljivke (BDP/inflacija/obrestna mera) na odvisno spremenljivko (število potrjenih prisilnih poravnav). Linearni regresijski model zapišemo z regresijsko enačbo (1):

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (1)$$

Pri tem je  $n$  število opazovanj,  $\beta_1 + \beta_2 x_i$  opisuje odnos med odvisno spremenljivko  $Y$  in neodvisno oziroma pojasnjevalno spremenljivko  $X$ ,  $u_i$  pa predstavlja ostanek ali rezidual.  $\beta_1$  in  $\beta_2$  predstavljata regresijska koeficienta. Parametri linearnega regresijskega modela so določeni z metodo najmanjših kvadratov. Enačbo 1 imenujemo tudi populacijski regresijski model in jo lahko zapišemo v naslednji obliki (2):

$$E(Y|X_i) = \beta_1 + \beta_2 X_i, \quad (2)$$

Pri čemer  $E(Y|X_i)$  izraža pogojno povprečje spremenljivke  $Y$  glede na  $X_i$ . Pogojna povprečja so vrednosti, odvisne od pogojne spremenljivke  $X$ . Geometrijsko povedano, populacijska regresijska krivulja povezuje točke povprečij spremenljivke  $Y$ , ki ustrezajo danim vrednostim neodvisne spremenljivke  $X$ .

Splošnega populacijskega regresijskega modela ne opazujemo neposredno, temveč ga ocenimo na podlagi vzorčnega regresijskega modela, ker so po navadi za statistično analiziranje na voljo vzorčni podatki. Kadar uporabljamo vzorčne podatke, se moramo pred oblikovanjem regresijskega modela prepričati o smotrnosti. Razsevni grafikon ali razsevni diagram omogoča grafični prikaz povezave oziroma odnosa med dvema spremenljivkama. Grafikon vzorčnih podatkov namreč razkrije, ali je oblikovanje regresijskega modela smiselno, ali je torej med spremenljivkama povezava, ki je lahko linearna ali nelinearna. Kadar razsevni grafikon pokaže linearno odvisnost med spremenljivkama, nadaljujemo ocenjevanje regresijske premice (Gujarati 2003, str. 47–51, Draper in Smith 1966, str. 7–9). Pri tem so na voljo določeni vzorčni podatki, na podlagi katerih oblikujemo vzorčno regresijsko funkcijo (3):

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 X_i \quad (3)$$

Pri tem smo s strešico označili vzorčno regresijsko funkcijo in cenilke vrednosti posameznih parametrov. Vzorčno regresijsko funkcijo lahko zapišemo tudi v stohastični obliki, kjer  $\hat{u}_i$  predstavlja vzorčni rezidual (4).

$$Y_i = \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 X_i + \hat{u}_i \quad (4)$$

$$= \hat{Y}_i + \hat{u}_i$$

Vzorčni rezidual je razlika med opazovano in ocenjeno vrednostjo odvisne spremenljivke (5):

$$\hat{u}_i = Y_i - \hat{Y}_i \quad (5)$$

Vsaki opazovani enoti v vzorcu pripada rezidual. Nekateri reziduali so pozitivni, nekateri negativni, vendar je njihovo povprečje enako 0. Iz tega lahko izpeljemo tudi

metodo najmanjših kvadratov (angl. *sum of squared errors* – SSE), pri kateri so vrednosti parametrov regresijske premice določene tako, da je vsota kvadratov odklonov empiričnih vrednosti od vrednosti na regresijski premici najmanjša (Agresti in Finlay 1997, str. 313) (6).

$$SSE = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y}_i)^2 \quad (6)$$

Velikost rezidualov je torej v regresijskem modelu odvisna od vrednosti izbranih parametrov, pri čemer sta parametra določena tako, da je vsota kvadratov odstopanj najmanjša možna.

Vsaki vrednosti spremenljivke X pripada pogojna porazdelitev vrednosti Y, ker eni fiksni vrednosti X pripada več vrednosti Y. Ocenjena vrednost standardnega odklona  $\sigma$  se nanaša na variabilnost vrednosti Y okrog pogojnega povprečja populacije, za vse enote z isto vrednostjo X. Ocenjena vrednost standardnega odklona rezidualov, imenovana tudi standardna napaka ocene ali standardna napaka regresije, je kvadratni koren ocenjene variance rezidualov (Agresti in Finlay 1997, str. 316) (7):

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{SSE}{n-2}} = \sqrt{\frac{\sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2}{n-2}} \quad (7)$$

Parameter  $\beta_1$  imenujemo regresijska konstanta in določa presečišče regresijske premice z ordinatno osjo. Predstavlja povprečne vplive vseh drugih dejavnikov, ki vplivajo na odvisno spremenljivko in niso vključeni v regresijski model. Parameter  $\beta_2$  pa označuje naklon regresijske premice, kar pomeni da odraža povprečno spremembo odvisne spremenljivke Y, če se neodvisna spremenljivka X spremeni za eno enoto. Omenjena parametra regresijske funkcije sta v vzorčnem modelu ocenjena z enačbama (8) in (9):

$$\hat{\beta}_2 = \frac{s_{xy}}{s_x^2} = \frac{\sum x_i y_i}{\sum x_i^2} \quad (8)$$

$$\hat{\beta}_1 = \bar{Y} - \hat{\beta}_2 \bar{X}, \quad (9)$$

pri čemer je

$$s_{xy} = \frac{1}{n-1} \sum (X - \bar{X})(Y_i - \bar{Y}) \quad (10)$$

$$s_x^2 = \frac{1}{n-1} \sum (X - \bar{X})^2 \quad (11)$$

$s_{xy}$  predstavlja kovarianco med odvisno in neodvisno spremenljivko, medtem ko je  $s_x^2$  vzorčna varianca neodvisne spremenljivke (10) (11).  $\bar{X}$  in  $\bar{Y}$  v enačbah pomenita vzorčni aritmetični sredini, na podlagi katere definiramo  $x_i = (X_i - \bar{X})$  in  $y_i = (Y_i - \bar{Y})$ , ki pomenita odklone vzorčnih vrednosti odvisne/neodvisne spremenljivke od povprečne vrednosti.

Enačba za naklon regresijske premice (8) je zelo podobna enačbi (12) za vzorčni korelacijski koeficient

$$r_{xy} = s_{xy}/s_x s_y. \quad (12)$$

Enačba za regresijsko premico (13) in enačba za vzorčni korelacijski koeficient (14) sta povezani na naslednji način (Robertson in McCloskey 2002, str. 345):

$$\hat{\beta}_2 = r_{xy} \frac{s_y}{s_x} \quad (13)$$

$$r_{xy} = \hat{\beta}_2 \frac{s_x}{s_y} \quad (14)$$

To pomeni, da obe enačbi vsebujeta isto informacijo o regresijski funkciji, razlika je le v interpretaciji in lestvici. Vzorčni korelacijski koeficient imenujemo tudi Pearsonova korelacija ali samo korelacija in označuje standardizirano različico regresijskega koeficienta  $\beta_2$ . Slednji namreč meri stopnjo spremembe spremenljivke Y v odnosu do X, pri čemer regresijski koeficient  $\beta_2$  samo pove, ali je odnos med spremenljivkama pozitiven ali negativen. Korelacijski koeficient pa je brez mer in z njim izražamo moč linearne povezanosti med odvisno in neodvisno spremenljivko, pri čemer lahko zavzema naslednje vrednosti (Agresti in Finlay 1997, str. 319–321):

$$-1 \leq r_{xy} \leq 1$$

Čim višja je absolutna vrednost korelacijskega koeficienta, tem višja je stopnja linearne povezanosti med spremenljivkama.

Pearsonovo korelacijo lahko interpretiramo tudi na drugi način, in sicer v smislu razlage variabilnosti, pojasnjene z modelom. Korelacijski koeficient namreč povezuje dve varianci, uporabljeni v regresijskem modelu. To sta vzorčna varianca odvisne spremenljivke  $s_y^2$  (15) in varianca rezidualov (16) (Robertson in McCloskey 2002, str. 345, 346).

$$s_y^2 = \frac{1}{n-1} \sum (Y - \bar{Y})^2 \quad (15)$$

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n-2} \sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2 \quad (16)$$

Varianca odvisne spremenljivke meri variabilnost odvisne spremenljivke neodvisno od odnosa med odvisno in neodvisno spremenljivko, varianca rezidualov pa meri variabilnost opazovanj spremenljivke Y okrog linearnega modela. Ključni komponenti obeh omenjenih varianc sta skupna vsota kvadratov ( $\sum(Y - \bar{Y})^2$ ) in vsota kvadratov rezidualov ( $\sum(Y_i - \hat{Y}_i)^2$ ). Razmerje med tema kvantitetama je povezano s korelacijskim koeficientom na način (ibid.; Bastič 2006, str. 27, 28) (17):

$$1 - r_{xy}^2 = \frac{\sum(Y - \bar{Y})^2}{\sum(Y - \hat{Y})^2} = \frac{\text{skupna vsota kvadratov}}{\text{vsota kvadratov rezidualov}} \quad (17)$$

Pri tem je rezultat enačbe delež celotne variance, ki je povezan z reziduali. Tega deleža variance ne moremo pojasniti z regresijskim modelom, zaradi česar ta del enačbe imenujemo nepojasnjena varianca. To torej pomeni, da lahko zapišemo naslednje:

$$r_{xy}^2 = 1 - \frac{\sum(Y - \hat{Y})^2}{\sum(Y - \bar{Y})^2} \quad (18)$$

Pri tem  $r_{xy}^2$  predstavlja delež variance, ki ga lahko pojasnimo z regresijskim modelom, pri čemer  $r_{xy}^2$  imenujemo determinacijski koeficient in ga izražamo v deležu. Iz enačbe (18) je razvidno, da determinacijski koeficient lahko zavzema naslednje vrednosti:

$$0 \leq r_{yx}^2 \leq 1$$

Vrednosti determinacijskega koeficienta, ki se približujejo 0, pomenijo, da je med spremenljivkami šibka odvisnost, saj je le manjši del variance odvisne spremenljivke pojasnjene z neodvisno spremenljivko. Nasprotno velja za vrednosti, ki se približujejo 1, kar pomeni, da je celotna varianca odvisne spremenljivke pojasnjena z neodvisno spremenljivko.

Statistično ocenjevanje in testiranje hipotez sestoji iz dveh pomembnih vej klasične statistike. Teorija ocenjevanja je sestavljena iz točkovne in intervalne ocene. Do zdaj smo govorili o točkovni oceni (to je na primer metoda najmanjših kvadratov), omeniti pa moramo tudi intervalno oceno, s katero se tesno povezuje testiranje hipotez. Kakovost regresijskega modela analiziramo z F-testom, statistično značilnost izračunanih parametrov regresijske premice pa testiramo s t-testom. Ničelno hipotezo bomo preverjali pri petodstotni stopnji značilnosti preizkusa, kar pomeni, da jo bomo zavrnil, če bo tveganje, da je tak zaključek napačen, manjše od petih odstotkov. Z F-testom preizkušamo naslednji hipotezi:

$$H_0: r_{xy}^2 = 0$$

$$H_1: r_{xy}^2 \neq 0$$

Statistika F je definirana kot razmerje med pojasnjeno in nepojasnjeno varianco. V računalniškem programu SPSS lahko vrednosti F-testa odčitamo iz tabele, pri čemer v nadaljevanju upoštevamo referenčno statistično stopnjo značilnosti pri  $p = 0,05$ . Enako stopnjo značilnosti upoštevamo tudi pri t-testu.

Statistično značilnost izračunanih parametrov preverjamo s t-testom, pri čemer testiramo naslednjo ničelno hipotezo:

$$H_0: \beta_2 = 0$$

$$H_1: \beta_2 \neq 0$$

Pri ničelni hipotezi  $H_0$  testiramo, ali sta odvisna in neodvisna spremenljivka statistično neodvisni, ali je torej naklon regresijske premice enak nič oziroma ali je vrednost regresijskega koeficienta  $\beta_2$  v populaciji enaka nič.

Pri regresijski analizi moramo pri posploševanju rezultatov z vzorca na statistično množico upoštevati predpostavke, na katerih temelji regresijska analiza. Pri tem je pomembna vloga rezidualov, saj z njimi preverjamo naslednje predpostavke (Robertson in McCloskey 2002, str. 357–364; Gujarati 2003, str. 65–78):

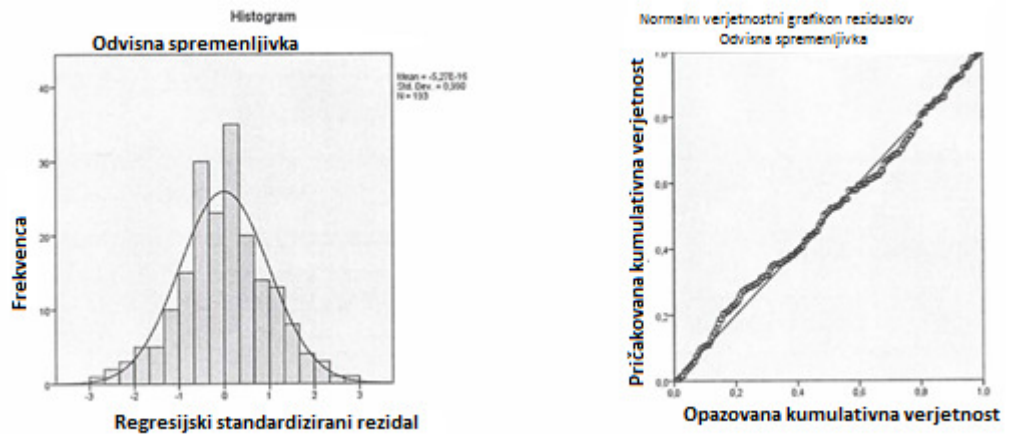
1. Reziduali morajo biti normalno porazdeljene naključne spremenljivke s povprečno vrednostjo 0 (19):

$$E(u_i|X_i) = 0 \quad (19)$$

To najlažje preverimo z grafičnim prikazom normalnosti porazdelitve rezidualov, ki jo v raziskavi izvedemo v računalniškem programu SPSS. Računalniški izpis postreže z dvema grafoma, ki prikazujeta, ali je naključna napaka porazdeljena normalno (slika 12). Levi graf je histogram z vrisano krivuljo normalne porazdelitve, medtem ko desni graf imenujemo normalni verjetnostni grafikon oziroma po angleško *P-P plot*. Pri njem se morajo točke čim boljše prilegati diagonalni črti, kar pomeni, da so kumulativne verjetnosti standardiziranih rezidualov opazovane porazdelitve čim podobnejše kumulativni verjetnosti spremenljivke, ki je normalno porazdeljena.



Slika 12: Porazdelitev rezidualov



Vir: Marinšek (2015, str. 20)

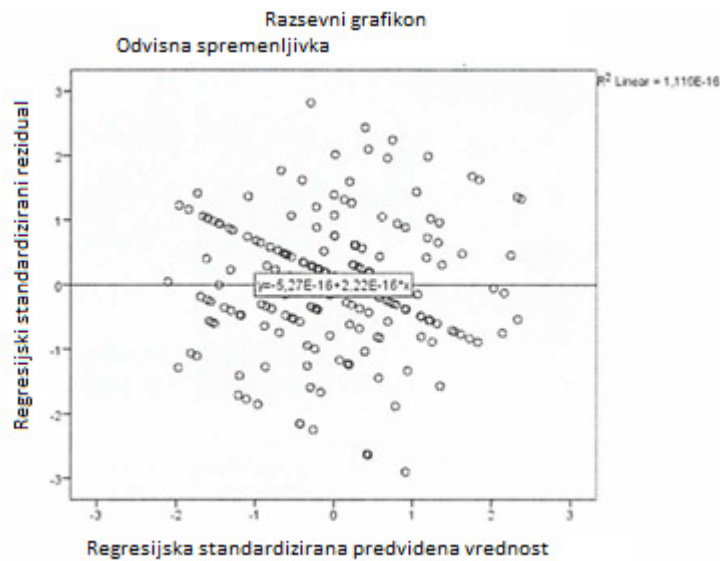
Normalno porazdelitev rezidualov lahko preverimo tudi s Kolmogorov-Smirnovim in Shapiro-Wilkovim testom. V omenjenih testih se preverjajo vrednosti proučevane spremenljivke z vrednostmi normalno porazdeljene spremenljivke. Kadar so vrednosti obeh testov statistično neznačilne ( $p > 0,05$ ), pomeni, da se porazdelitev proučevane spremenljivke, v našem primeru rezidualov, bistveno ne razlikuje od normalne porazdelitve (Bastič 2006, str. 21).

2. Varianca rezidualov mora biti konstantna za vse vrednosti odvisne spremenljivke, čemur pravimo homoskedastičnost (20).

$$\begin{aligned} \text{var}(u_i|X_i) &= E[u_i - E(u_i|X_i)]^2 \\ &= E(u_i^2|X_i) = \sigma^2 \end{aligned} \quad (20)$$

Enačba torej govori, da je varianca  $u_i$  za vsak  $X_i$  neko pozitivno konstantno število, enako  $\sigma^2$ , kar opisuje predpostavko o enakosti varianc. Variiranje rezidualov okrog regresijske premice je torej enako za vse vrednosti  $X$ . Kadar pa pogojna varianca populacije  $Y$  variira neenakomerno pri različnih vrednostih spremenljivke  $X$ , govorimo o heteroskedastičnosti. Pri preverjanju hipotez bomo homoskedastičnost v računalniškem programu SPSS preverjali z razsevnim grafikonom med standardiziranimi ocenjenimi vrednostmi in standardiziranimi preostanki modela (slika 13).

Slika 13: Razsevni grafikon med standardiziranimi ocenjenimi vrednostmi in standardiziranimi preostanki modela



Vir: Marinšek (2015, str. 19)

Na razsevni grafikonu so na osi y standardizirani reziduali, na osi x pa standardizirane pričakovane vrednosti. Z grafom lahko ugotovimo kršitve predpostavke o enakosti varianc rezidualov in o ustrezni linearni odvisnosti med spremenljivkama. Točke na grafikonu morajo biti razpršene čim bolj naključno, kar kaže na potrditev predpostavke o homoskedastičnosti.

3. Za poljubni vrednosti odvisne spremenljivke morata biti pripadajoča reziduala nekorelirana (avtokorelacija), pri čemer izpolnitev te predpostavke preverjamo z Durbin-Watsonovim testom. Vrednosti  $1,5 < d < 2,5$  kažejo, da med reziduali ni avtokolinearnosti. Pri enostavni linearni regresiji, s katero bomo preverjali hipoteze  $H_{1a}$ – $H_{1c}$ , bomo preverjali prisotnost avtokorelacije pri časovnih vrstah.

Hipoteze  $H_{1a}$ – $H_{1c}$  se nanašajo na preverjanje odvisnosti med eno odvisno in eno neodvisno spremenljivko, pri čemer bomo uporabili linearno regresijsko analizo. Pri preverjanju hipoteze  $H_2$  pa na odvisno spremenljivko vpliva več dejavnikov, zato bomo uporabili multiplo regresijsko analizo. Model multiple linearne regresije zapišemo z naslednjo enačbo (21) (Gujarati 2003, str. 202; Agresti in Finlay 1997, str. 383):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + u_i \quad \text{za } i = 1, 2, \dots, n \quad (21)$$

Podobno kakor pri enostavni linearni regresiji je Y odvisna spremenljivka, spremenljivke  $X_1, X_2$  in  $X_k$  pa so neodvisne oziroma pojasnjevalne spremenljivke.  $\beta_0$  predstavlja konstanto, medtem ko so  $\beta_1, \beta_2$  in  $\beta_k$  parcialni regresijski koeficienti. Parcialni regresijski koeficient  $\beta_1$  pove spremembo vrednosti odvisne spremenljivke, če

se vrednost neodvisne spremenljivke  $X_1$  spremeni za eno enoto ob pogoju, da so vrednosti neodvisnih spremenljivk  $X_2 \dots X_k$  nespremenjene. Na osnovi vzorčnega pristopa in z uporabo metode najmanjših kvadratov dobimo ocene parcialnih regresijskih koeficientov.

Jakost linearne povezanosti med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami kaže multipli korelacijski koeficient, medtem ko multipli determinacijski koeficient predstavlja delež variance odvisne spremenljivke, ki je pojasnjena z variabilnostjo v neodvisnih spremenljivkah. Kakovost modela in statistično značilnost izračunanih regresijskih parametrov se v primeru multiple regresije prav tako kakor pri enostavni linearni regresiji preverja z F-testom in s t-testom (Marinšek 2015, str. 3–15).

Model multiple regresije prav tako temelji na predpostavkah, ki smo jih omenili pri modelu enostavne linearne regresije. To so:

1. Povprečna vrednost rezidualov  $u_i$  je enaka nič (22)

$$E(u_i | X_{2i}, X_{3i} \dots X_{ki}) = 0 \quad \text{za vsak } i \quad (22)$$

2. Homoskedastičnost (23)

$$\text{var}(u_i) = \sigma^2 \quad (23)$$

3. Nekoreliranost rezidualov (24)

$$\text{cov}(u_i, u_j) = 0 \quad i \neq j \quad (24)$$

4. Dodatna predpostavka, ki jo je treba omeniti pri multipli regresiji, je predpostavka o tem, da neodvisne spremenljivke med seboj ne smejo biti premočno korelirane, med njimi ne sme obstajati multikolinearnost. Multikolinearnost je torej previsoka negativna ali pozitivna povezanost med pojasnjevalnima spremenljivkama ali linearno kombinacijo več spremenljivk, pri čemer pa je določena stopnja korelacije dopustna in tudi pričakovana. V programu SPSS bomo prisotnost multikolinearnosti preverili z izračunom statistike VIF (angl. *Variance Inflation Factor*), ki jo ocenimo po naslednji enačbi (ibid., str. 21) (26):

$$VIF = \frac{1}{1 - R_i^2} \quad (12)$$

$R_i^2$  označuje determinacijski koeficient regresijske funkcije, v kateri bi izbrano neodvisno spremenljivko  $X_i$  pojasnjevali z drugimi v model vključenimi neodvisnimi spremenljivkami. Kadar lahko z drugimi neodvisnimi spremenljivkami pojasnimo visok delež variabilnosti izbrane neodvisne spremenljivke  $X_i$ , bo  $R_i^2$  take funkcije visok, kar se odrazi v visoki vrednosti statistike VIF. Vrednosti statistike VIF, ki so višje od deset, kažejo na prisotnost

prevelike multikolinearnosti, zaradi česar je regresijski model nestabilen. V resnejših raziskavah je mejna vrednost statistike VIF nižja, in sicer pet ali celo tri.

Hipotezo  $H_3$  bomo preverjali z diskriminantno analizo. To je multivariatna metoda za preučevanje in pojasnjevanje razlik med skupinami. Diskriminantna analiza se uporablja, kadar je odvisna spremenljivka opisna, neodvisne spremenljivke pa so številske. Vrednosti odvisne spremenljivke sta lahko dve (diskriminantna analiza za dve skupini) ali pa tri in več (multipla diskriminantna analiza). Pri preverbi hipoteze  $H_3$  bomo uporabili diskriminantno analizo za dve skupini, ker gre za opisno spremenljivko z dvema vrednostma. Cilji diskriminantne funkcije so (Bastič 2006, str. 32; Burns in Burns 2009, str. 589, 590):

- Določiti diskriminantno funkcijo kot linearno kombinacijo izbranih neodvisnih spremenljivk tako, da bo funkcija čim boljše omogočala razlikovanje med skupinama na osnovi izbranih neodvisnih spremenljivk.
- Ugotoviti, ali so med skupinama statistično značilne razlike z vidika izbranih neodvisnih spremenljivk.
- Določiti optimalni način za razlikovanje med skupinami.
- Razvrstiti enote v skupine na osnovi diskriminantne funkcije.

Diskriminantno funkcijo zapišemo tako (Burns in Burns 2009, str. 590) (27):

$$D = v_1X_1 + v_2X_2 + \dots + v_iX_i + a \quad (13)$$

Z  $D$  označujemo diskriminantno funkcijo,  $v_i$  označuje koeficiente diskriminantne funkcije oziroma uteži za določeno spremenljivko,  $X_i$  predstavlja neodvisne spremenljivke,  $a$  pa označuje konstanto. Poleg tega, da diskriminantna funkcija omogoča razdelitev enot v dve skupini, želimo vedeti tudi, katere spremenljivke v največji meri prispevajo k razlikovanju med skupinama. Koeficienti diskriminantne funkcije  $v_i$  so nestandardizirani diskriminantni koeficienti in odražajo relativni prispevek k diskriminantni funkciji pri spremembi vsake neodvisne spremenljivke za enoto. Majhna vrednost koeficienta pomeni majhen relativni prispevek pri razlikovanju in nasprotno. Neodvisne spremenljivke so največkrat izražene v različnih enotah, zaradi česar je treba prispevek posamezne spremenljivke izraziti še v standardizirani obliki, tako da se  $v_i$  pojavijo tudi v vlogi uteži. Absolutna velikost standardiziranih uteži tako omogoča ugotavljanje relativnega prispevka posamezne neodvisne spremenljivke.

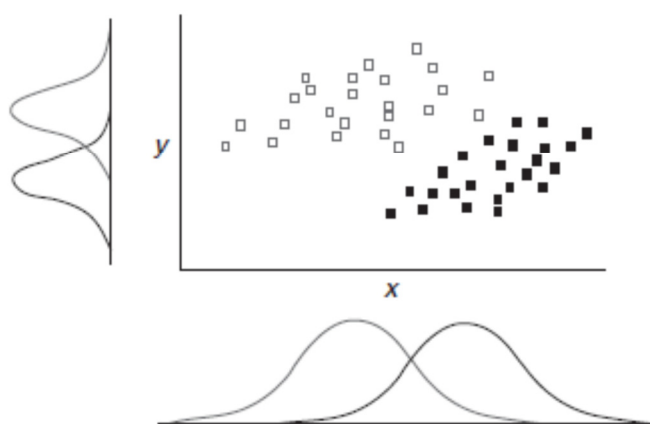
Predpostavke diskriminantne analize so naslednje (Marinšek 2015, str. 95):

1. Skupini morata biti vsaj dve.
2. V vzorcu mora biti precej več enot, kot je merjenih spremenljivk.
3. Nobena merjena spremenljivka ne sme biti linearna kombinacija preostalih spremenljivk (ne sme biti prevelike multikolinearnosti).

4. Enote so v vsaki skupini izbrane naključno.
5. Neodvisne spremenljivke se porazdeljujejo večrazsežno normalno.

V okviru diskriminantne analize za dve skupini oblikujemo diskriminantno funkcijo, ki omogoča, da se vrednosti enot v obeh skupinah med seboj razlikujejo v največji meri. Analiza variance bi za tako oblikovane nove vrednosti enot pokazala značilne razlike med povprečnima vrednostma skupin. Grafični prikaz z dvema skupinama in dvema spremenljivkama kaže, da je razlikovanje med dvema skupinama na osnovi dveh spremenljivk možno, vendar je še precejšen delež prekrivanja med skupinama vzdolž posamezne osi (slika 14).

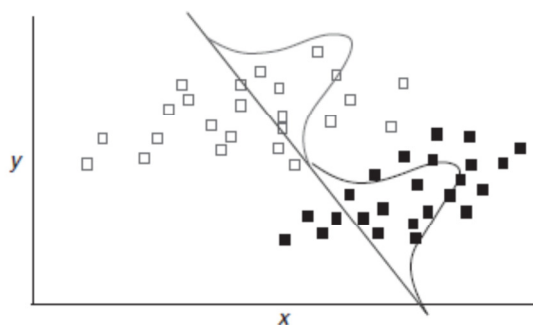
Slika 14: Razsevni grafikon s porazdelitvami diskriminantnih vrednosti na obeh oseh



Vir: Burns in Burns (2009, str. 592)

Spremenljivka Y omogoča boljše razlikovanje med skupinama, vendar lahko v tem primeru oblikujemo novo os, ki bo potekala skozi centroida obeh skupin (slika 15). Centroid je povprečje vrednosti diskriminantne funkcije, kar pomeni, da če so vrednosti enot blizu centroida, pripadajo tej skupini (Marinšek 2015, str. 95).

Slika 15: Razsevni grafikon z novo osjo, ki omogoča boljše razlikovanje med skupinama



Vir: Burns in Burns (2009, str. 593)

Razvrščanje enot v skupine poteka tako, da vsaki izmed enot dodelimo vrednost diskriminantne funkcije (angl. *discriminant score*). V zapisu diskriminantne funkcije so ocenjeni koeficienti uteži, ki posamezni merjeni spremenljivki pripišejo stopnjo moči razločevanja enot med seboj. Za vsako skupino ocenimo tudi centroid. Centroid je vektor, ki ga zapišemo v naslednji obliki (Širca 2008, str. 9) (28):

$$\mu_g = [\mu_{1g}, \mu_{2g}, \dots, \mu_{pg}] \quad (14)$$

$$\mu_{pg} = \frac{1}{n} \sum_{n_g=1}^{n_g} y_{ng}$$

Indeks g predstavlja skupino, indeks p pa spremenljivko, na katero se komponenta centroida nanaša. Centroid  $\mu_g$  je točka v prostoru, določena z vrednostmi aritmetičnih sredin za vsako izmed neodvisnih spremenljivk v skupini g.

Kadar želimo novo enoto ustrezno uvrstiti v eno izmed skupin, moramo izračunati vrednost diskriminantne funkcije in na podlagi te ugotoviti, kateremu centroidu se ta vrednost najbolj približa. Med centroidi je tudi točka ločevanja, ki določi, v katero skupino se bodo enote uvrstile (Marinšek 2015, str. 95). Metode razvrščanja, ki se uporabljajo pri diskriminantni analizi, temeljijo na razdaljah posameznih enot od neke določene točke v prostoru, natančneje od centroida posamezne skupine. Osnovni kriterij je tisti, ki enote razvršča po evklidski razdalji od centroida, kar lahko zapišemo kot evklidsko razdaljo med poljubnima točkama (Širca 2008, str. 9) (29):

$$d_{AB}^2 = \sum_{i=1}^n (X_{iA} - X_{iB})^2 = [X_A - X_B] * [X_A - X_B] \quad (15)$$

V okviru diskriminantne analize ocenjujemo relativni pomen spremenljivk, ki je značilen zanje pri razlikovanju med skupinama s tremi analizami – z analizo variance, s standardiziranimi koeficienti in z diskriminantnimi utežmi. Kadar izvajamo diskriminantno analizo v računalniškem programu SPSS, program najprej izpiše statistiko skupine in povprečja, pri čemer je pomembna lastna vrednost (»*Eigenvalue*«), ki je izračunana kot razmerje med vsoto kvadratov med skupinami in vsoto kvadratov znotraj skupin (razmerje med variabilnostjo med skupinami in variabilnostjo znotraj skupin). V okviru izpisa lastne vrednosti je podana tudi vrednost kanonične korelacije. Kanonična korelacija meri moč zveze med vrednostmi diskriminantne funkcije in spremenljivko, ki določa pripadnost skupini. Ker je v primeru diskriminantne analize z dvema skupinama samo ena diskriminantna funkcija, lastna vrednost in kanonična korelacija kažeta delež pojasnjene variance, torej kolikšen delež variabilnosti med skupinami je mogoče pojasniti z modelom. Čim večja je varianca med

skupinama, tem višja je lastna vrednost in boljše je razlikovanje med skupinama (Marinšek 2015, str. 99; Bastič 2006, str. 33, 34).

Tabeli lastne vrednosti sledi izpis tabele Wilksove lambde, ki se nanaša na statistično značilnost diskriminantne funkcije, njene vrednosti so med 0 in 1. Vrednosti, ki se približujejo 1, pomenijo, da povprečne vrednosti diskriminantne funkcije v skupinah niso statistično značilne, majhne vrednosti Wilksove lambde pa pomenijo, da so povprečne vrednosti diskriminantne funkcije v skupinah statistično značilne. V tabeli, v kateri odčitamo vrednost Wilksove lambde, je tudi vrednost testa hi-kvadrat (*Chi-square* oz.  $\chi^2$ -test). Pri testu hi-kvadrat preizkušamo ničelno hipotezo, ali je koeficient kanonične korelacije diskriminantne funkcije enak nič oziroma ali sta povprečni vrednosti diskriminantne funkcije v obeh skupinah enaki. Ničelno hipotezo o enakosti aritmetičnih sredin smemo zavrniti, ko je stopnja značilnosti preizkusa manjša od 0,05.

Na relativni pomen pri razlikovanju med skupinama kaže tabela s standardiziranimi koeficienti diskriminantne funkcije. Teža spremenljivk z večjo vrednostjo standardiziranega koeficienta je večja pri razlikovanju med skupinama. Predznak pred koeficienti kaže na smer povezanosti med diskriminantno funkcijo in posameznimi spremenljivkami. Tretja pomembna analiza pri ocenjevanju diskriminantne funkcije je strukturna matrika, ki na drugačen način kaže relativno pomembnost spremenljivk pri razlikovanju med skupinama, saj so spremenljivke prikazane po vrstnem redu od najvišje do najnižje vrednosti, ob upoštevanju diskriminantnih uteži. Strukturna matrika kaže korelacijske koeficiente med diskriminantno funkcijo in posameznimi spremenljivkami. Višje vrednosti koeficientov spremenljivk kažejo na močno povezanost s funkcijo.

Na koncu izvedbe diskriminantne analize SPSS izpiše še klasifikacijsko tabelo, ki prikazuje, koliko enot se je pravilno razvrstilo v skupini na osnovi diskriminantne funkcije. Pod tabelo se zapiše delež pravilno razvrščenih enot v skupini, kar imenujemo z angleškim izrazom »*hit ratio*«.

### **6.3.2 Kvalitativne metode raziskovanja**

Drugi sklop hipotez se nanaša na dolgoročnejšo sanacijo podjetja, torej na obdobje do zaključka prisilne poravnave, a ne samo s pravnomočnega vidika, temveč tudi z vidika dokončnega poplačila upnikov in nadaljnjega poslovanja podjetja. Podatki, ki bi omogočali kvantitativno proučitev uspešno dokončanih prisilnih poravnav, kar pomeni dokončnega poplačila upnikov, so za velike vzorce izjemno težko dosegljivi. Spletna stran Ajpesa namreč beleži le število pravnomočno potrjenih prisilnih poravnav oziroma začelih stečajev, medtem ko ne zbira podatkov za število dokončno zaključenih prisilnih poravnav. Zbiranje tovrstnih podatkov za velike vzorce je stroškovno in časovno zelo zahtevno, hkrati pa je izključno s kvantitativnimi metodami

težje raziskovati globino raziskovalnega problema. Zaradi tega smo se odločili, da v drugem delu raziskave pri preverbi hipotez  $H_4$  in  $H_5$  uporabimo kvalitativne metode raziskovanja, natančneje študijo primera. Prvotno se je v večini znanstvenih člankov in drugih publikacijah uporabljal kvantitativen pristop raziskovanja. Skozi leta pa so kvalitativne metode vendarle postopoma začele pridobivati na pomembnosti. Raziskovalci so namreč dojeli, da nekaterih fenomenov ne morejo in ne smejo posploševati na celotno populacijo in da se mnogi družbeni in kulturni vidiki pri kvantitativnih metodah ne upoštevajo. Kvantitativne metode se torej uporabljajo za velike naključne vzorce (širina), medtem ko se kvalitativne uporabljajo za podrobno proučevanje določenih subjektov (globina).

Pri preverbi drugega sklopa hipotez bomo torej uporabili študijo primera kot kvalitativno metodo raziskovanja. Natančneje bomo uporabili multiplo študijo primera, ker bomo obravnavali več kot en primer. Študija primera se kot pojem uporablja pri raziskovanju pojavov na podlagi proučevanja posameznih primerov družbenih entitet, družbenih procesov in postopkov, produktov materialne in duhovne kulture. Omenjeni primeri se proučujejo v njihovem realnem življenjskem kontekstu tako, da se o primeru zberejo podatki iz različnih virov in z različnimi metodami. Primer se nato podrobno in celovito opiše ter analizira, na tej osnovi pa sledijo oblikovanje teoretičnih pojmov, pojasnitev in posplošitev (generalizacija) ali pa pojasnitve značilnosti posameznih primerov samih, njihovega razvoja in procesov (specifikacija) (Mesec, 2012).

Flyvberg (2006) v študiji analizira najpogostejša zmotna prepričanja o metodi študije primera, kajti v preteklosti je bila največja teža kvantitativnih metod v znanstvenoraziskovalnem delu, medtem ko so bile kvalitativne metode le pomožno orodje. Avtor zagovarja, da je študija primera primerna metoda za oblikovanje in preveritev hipotez kakor tudi za oblikovanje teorij, pri čemer je pomembna generalizacija oziroma ugotovitev na celotno populacijo.

Pomenov študije primera je več. Najpreprostejša ideja »primera« je, da je slednji opisan kot splošnejša kategorija. To pomeni, da je opis posameznega primera namenjen oblikovanju določenih ugotovitev o problematiki na splošnejši ravni. V številnih knjigah je navedena Yinova definicija študije primera, ki je sestavljena iz dveh delov (Yin 2003, str. 13, 14):

1. Študija primera je empirično poizvedovanje, ki:
  - preučuje aktualen fenomen znotraj konteksta realnega življenja, še posebej, kadar meje med fenomenom in kontekstom niso jasno določene.
2. Študija primera:



- se sooča s tehnično značilnimi situacijami, v katerih obstaja več spremenljivk kakor pa podatkovnih točk, posledica česar je sklicevanje na več dokaznih virov, ki morajo konvergirati k triangulaciji.

Prvi del Yinove definicije specificira obseg študije primera. Preučevanje fenomena znotraj konteksta pomeni, da je problematika preučevana znotraj dejanskih okoliščin in raziskovalec situacije ne nadzoruje. Poleg tega je fenomen težko oziroma nemogoče razlikovati od realne zgodbe/konteksta, kar je razlog, da se študija primera izvaja na podlagi opazovanja dejanskih situacij. Drugi del definicije specificira zbiranje podatkov in strategij analiziranja podatkov. Yin zagovarja uporabo več dokaznih virov, triangulacijo (uporabo več metod zbiranja podatkov) in uporabo teoretičnih predlogov iz raziskovalne literature za lažje vodenje celotnega raziskovalnega procesa.

Eisenhardtova (1989, str. 534–536) se v raziskavi posveti oblikovanju teorij na podlagi izvedbe študije primera in pri pregledu literature ugotavlja, da je kljub prepričanju, da so kvantitativne metode edine, na podlagi katerih je možno graditi teorije, kar nekaj študij, v katerih je bila osnovna raziskovalna metoda študija primera. Omenjena metoda lahko vključuje analizo enega ali več primerov, pri čemer je lahko študija primera vgrajena, kar pomeni, da se izvede analiza na več ravneh v okviru enega primera. Pettigrew (1988) ter Mintzberg in Waters (1982) (povzeto po Eisenhardt 1989, str. 534, 535) so v okviru študije primera izvedli analizo na dveh ravneh, na ravni podjetja in na ravni panoge.

Eisenhardtova (1989, str. 533) v svoji raziskavi navaja korake, po katerih je smiselno ravnati, kadar uporabljamo študijo primera kot raziskovalno metodo (tabela 7). Te korake med izvajanjem študije primera upoštevamo tudi mi.

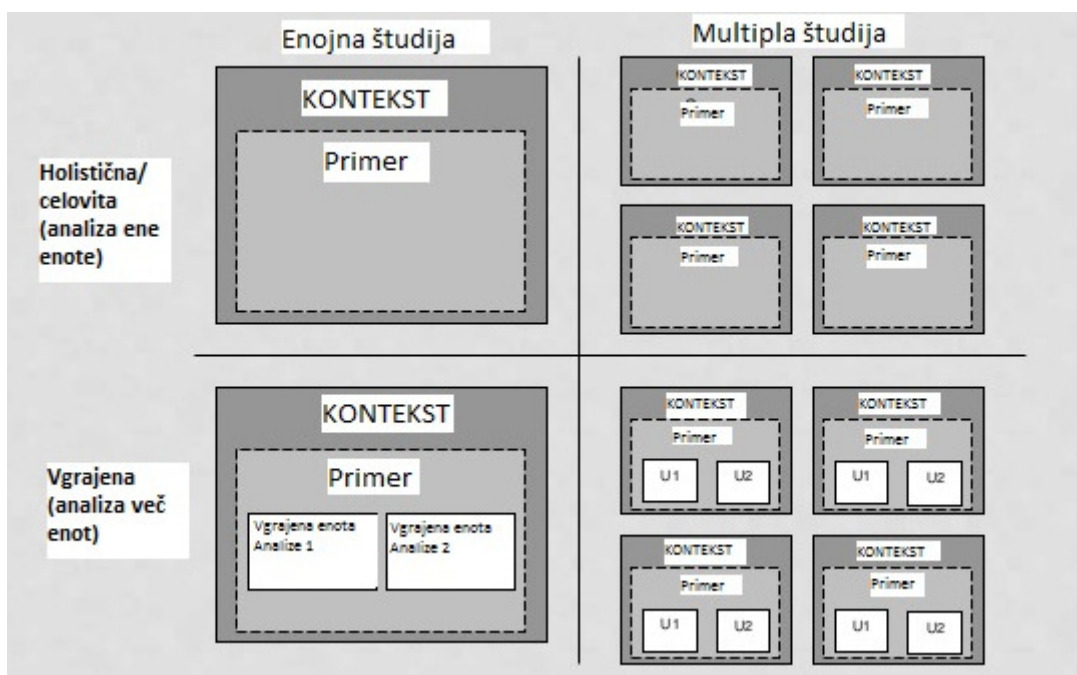
Tabela 7: Proces oblikovanja teorije na podlagi tehnike študije primera

<b>Korak</b>	<b>Aktivnost</b>	<b>Razlog</b>
<b>Začetek</b>	Definicija raziskovalnega vprašanja	Postavljanje boljših temeljev za oblikovanje raziskave, osredinjenje na raziskovalni problem
<b>Izbiranje primerov</b>	Določanje populacije, teoretično (nenaključno) vzorčenje	Izbor populacije določa nabor entitet, iz katerih se oblikuje vzorec. Izbor primerne populacije je v pomoč pri definiranju mej za posplošitev ugotovitev.
<b>Oblikovanje instrumentov in protokola</b>	Multipla zbiranje podatkov, kombinacija kvalitativnih in kvantitativnih podatkov	Različne tehnike zbiranja podatkov omogočajo sinergijo in različne poglede na dokazno gradivo.
<b>Vstop na področje</b>	Prekrivajoče zbiranje podatkov in analize, vključujoč zapiske na terenu, fleksibilne in oportunistične metode zbiranja in pridobivanja podatkov	Nenehno zapisovanje opažanj omogoča lažji začetek, hkrati pa lahko skozi dogajanje in zapiske raziskovalec prilagaja tehniko zbiranja podatkov.
<b>Analiziranje podatkov</b>	Analiziranje primera (primerov), iskanje skupnih značilnosti med primeri z različnimi tehnikami	Sprotno zapisovanje ključnih značilnosti in ugotovitev skupnih lastnosti za lažje osnovanje teorije.
<b>Oblikovanje hipotez</b>	Iskanje razlogov za razmerja med spremenljivkami, logična sklepanja na osnovi primerov	Izostritev definicije ter veljavnosti in merljivosti konstrukta
<b>Upoštevanje literature</b>	Primerjava dognanj z že dognanim v podobni literaturi	Graditev notranje veljavnosti, dvig teoretične ravni, izostritev posplošitve
<b>Oblikovanje zaključkov</b>	Oblikovanje teoretičnih zaključkov, če je to možno.	Zaključek procesa, kadar je marginalno izboljšanje neznatno.

Vir: Prirejeno po Eisenhardt (1989, str. 533)

Yin (2003, str. 39–43) v okviru študije primera opredeljuje štiri različne koncepte oziroma oblike raziskave, pri čemer si za lažjo ponazoritev pomaga z matriko 2 x 2 (slika 16).

Slika 16: Osnovne oblike študije primera



Vir: Yin (2003, str. 40)

Matrika sprva prikazuje, da vsak tip študije vsebuje željo po analiziranju kontekstualnih okoliščin v povezavi s primerom, medtem ko prekinjena točkasta črta predstavlja meje med primerom in kontekstom (te meje niso jasne in strogo določene, zato je črta prekinjena). Matrika nato predstavlja enojno in multiplo študijo primera, pri čemer sta izpostavljeni dve varianti; ena osnova/enota ali multiple osnove/enote za analizo. Iz matrike je tako razvidno, da je študija primera lahko:

1. enojna študija primera (celovita/holistična) – tip 1
2. enojna študija primera (vgrajena) – tip 2
3. multipla študija primera (celovita/holistična) – tip 3
4. multipla študija primera (vgrajena) – tip 4

Za enojno študijo primera se odločimo ob določenih pogojih, podobnih ob izvajanju le enega eksperimenta. Ti pogoji so:

- En in edini primer, ki ga proučujemo, je kritičen primer, s katerim se testira znana in dobro definirana teorija.

- Primer je ekstremen in unikaten (to se pojavlja predvsem v klinični psihologiji).
- Primer je lahko tipičen projekt, ki je reprezentativen primer med mnogimi drugimi projekti. Izsledki takega primera povedo nekaj o povprečnem človeku ali instituciji.
- Primer longitudinalne študije, kjer raziskovalec proučuje en primer z vidika različnih časovnih obdobj.

Holistična študija primera pomeni, da primer vključuje analizo samo ene enote, medtem ko se pri vgrajeni študiji primera analizira več enot. Za lažje razumevanje navedimo primer: Izvajamo študijo primera bolnišnice, pri čemer je bolnišnica ena organizacija, vendar vključuje mnogo pododdelkov, kot so klinične storitve, zaposleni itd. Gre torej za primer, ki je sestavljen iz manjših enot, ki jih moramo proučiti, če želimo izvesti kvalitetno študijo primera. Te podenote so lahko v raziskavo vključene z različnimi tehnikami vzorčenja in tako študijo primera označimo kot vgrajeno.

Kadar ena študija primera obravnava več kot le en primer, gre za multiplo študijo primera. Kakor lahko enojne študije primera primerjamo z izvajanjem le enega eksperimenta, tako lahko multiplo študijo primera primerjamo z izvajanjem množice eksperimentov. Multiple študije so seveda dražje in časovno daljše kakor enojne. Pri multipli študiji primera je pomembno, da raziskovalec premišljeno izbere v vzorec primere, ki jih bo proučeval. Podobno kakor pri enojni študiji primera se tudi pri multipli študiji pojavljata dve obliki – holistična in vgrajena različica študije. V raziskavi bomo uporabili multiplo holistično študijo primera.

#### **6.4 Opredelitev in pridobivanje podatkov**

Pri preverjanju hipotez  $H_{1a}$ – $H_{1c}$  smo uporabili sekundarne podatke, ker smo jih pridobili iz javno dostopnih zbirk podatkov. To pomeni, da smo se pri zbiranju podatkov oprli na različne javno dostopne zbirke podatkov, ki jih zbirajo Surs, Ajpes, Umar, Eurostat, Banka Slovenije, Ministrstvo za pravosodje RS in drugi. Pri hipotezah  $H_{1a}$ – $H_{1c}$  se je v vlogi odvisne spremenljivke pojavljalo število potrjenih prisilnih poravn. Spremenljivka število potrjenih prisilnih poravn je v obliki časovne vrste, ker je po posameznih zaporednih letih zajela podjetja v Sloveniji, nad katerimi je bil sprožen postopek prisilne poravnave in pri katerih je bila prisilna poravnava izglasovana. Omenjena spremenljivka se nanaša na obdobje 2001–2014, pri nekaterih hipotezah lahko obdobje variira, in sicer 2002–2014 ali 2003–2014, zaradi razpoložljivosti podatkov neodvisnih spremenljivk. Podatke za letno število potrjenih prisilnih poravn smo pridobili iz letnih publikacij Sodna statistika, ki so objavljene na spletnih straneh Ministrstva za pravosodje RS.

Pri hipotezi  $H_{1a}$  je neodvisna spremenljivka BDP na prebivalca v evrih (letno), pri čemer smo podatke o BDP pridobili na spletni strani Sursa. Pri naslednji hipotezi neodvisno spremenljivko predstavlja letna stopnja inflacije za Slovenijo, katere podatke smo pridobili na spletni strani Eurostat pod zavihkom Data – Inflation. Pri hipotezi  $H_{1c}$  smo za neodvisno spremenljivko izbrali letne obrestne mere monetarnih finančnih institucij za nova posojila nefinančnim družbam v domači valuti, in sicer za posojila do milijona evrov, z variabilno in s fiksno obrestno mero do enega leta, pri čemer gre torej za kratkoročno obrestno mero. Podatke smo pridobili na spletni strani Banke Slovenije, pod zavihkom Statistika – Obrestne mere.

Časovne vrste so v ekonomiji najpogostejša oblika podatkov, ki so na voljo za analiziranje preteklih, tekočih in verjetnih prihodnjih gibanj pomembnih ekonomskih spremenljivk, ki opisujejo dogajanje v gospodarstvu. Časovna vrsta je niz istovrstnih podatkov, od katerih se vsak nanaša na zaporedne časovne razmike ali zaporedne časovne trenutke (Pfajfar 2011, str. 267). V primeru hipotez  $H_{1a}$ – $H_{1c}$  so podatki za odvisne in neodvisne spremenljivke v obliki razmičnih oziroma intervalnih časovnih vrst.

Za preverjanje hipotez  $H_2$  in  $H_3$  smo uporabili podatke, ki smo jih sami zbrali na podlagi podatkovnih zbirk družb Audit & Co., družba za revizijo in svetovanje, ter Zo-fing, d. o. o., svetovalno in trgovsko podjetje, pomagali pa smo si tudi s podatkovno zbirko na spletnih straneh Ajpesa. Metoda vzorčenja, ki smo jo uporabili, je nenaključno vzorčenje, pri čemer smo v vzorec izbrali 82 podjetij, nad katerimi je bil začel postopek prisilne poravnave. Metodo nenaključnega vzorčenja smo uporabili zato, ker smo v podatkih, ki so nam na voljo (v dostopnih podatkih ni podatkov za celotno statistično množico), naključno izbrali podjetja, nad katerimi je bila od leta 2008 uvedena prisilna poravnava in bodisi zaključena z izglasovanjem ali pa ustavljena in spremenjena v stečajni postopek. Podatke o posameznih spremenljivkah smo pridobili iz računovodskih izkazov, ki so del načrta finančnega prestrukturiranja ter poročila o finančnem položaju in poslovanju dolžnika. Pri izbiri enot v vzorec smo se osredinili na podjetja, ki so šla skozi postopek prisilne poravnave v letih 2008–2013. Z letom 2008 je namreč začel veljati novi Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP).

Pri hipotezi  $H_2$  odvisno spremenljivko predstavlja rok za poplačilo upnikov v letih, medtem ko je neodvisnih spremenljivk več. Med njimi so višina poplačila upnikov (v odstotkih), velikost podjetja, ki smo ga merili z višino aktive v bilanci stanja na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave, in obratni kapital, definiran kot delež čistih prihodkov od prodaje. Pri hipotezi  $H_3$  pa je odvisna spremenljivka opisne narave in predstavlja potrjenost/nepotrjenost prisilne poravnave, kar pomeni, da smo jo merili na nominalni skali. Neodvisnih spremenljivk je prav tako več, in sicer: obratni kapital v čistih prihodkih od prodaje (v odstotkih), rok za poplačilo (v letih), višina poplačila (v

odstotkih), velikost podjetja, koeficient kapitalske pokritosti (v odstotkih). Kakor smo že omenili, smo vse podatke za odvisne in neodvisne spremenljivke pri hipotezah  $H_2$  in  $H_3$  pridobili iz načrtov finančnih prestrukturiranj in poročil o finančnem položaju in poslovanju dolžnika.

Pri preverjanju drugega sklopa hipotez ( $H_4$  in  $H_5$ ), ki se nanašajo na poslovanje po potrjeni prisilni poravnavi, smo poleg sekundarnih podatkov uporabili tudi primarne podatke, kot so nestrukturirani in poglobljeni intervjuji s poslovodstvi insolventnih družb in deležniki teh družb, kakor tudi s strokovnjaki s področja financ in prava. Poglobljeni intervjuji so ponavljajoča srečanja med raziskovalcem in respondentom (intervjuvanim), pri čemer so cilji takih srečanj razviti razumevanje »sveta« respondenta in globlje razumevanje problematike (Myers 2009, str. 121, 122). Hkrati smo uporabili tudi tehniko opazovanja, na primer poteka upniških odborov, komunikacije med dolžnikom in upniki, delovanje upravitelja v postopku prisilne poravnave.

Mnogo dokumentov in informacij za obdelavo smo pridobili na spletni strani Ajpesa, na spletnih straneh posamičnih podjetij in na spletnih portalih medijskih hiš. Nekaj dokumentacije smo pridobili med interno komunikacijo z računovodsko in s finančno službo v posameznem podjetju.

## 7 IZVEDBA RAZISKAVE

### 7.1 Preveritev hipotez s kvantitativnimi metodami raziskovanja

V okviru hipoteze  $H_1$  smo preverili tri delne hipoteze ( $H_{1a}$ – $H_{1c}$ ), na podlagi katerih smo lahko osnovno hipotezo  $H_1$  sprejeli ali zavrnil. Kakor je navedeno že v razdelku 6.3, smo za preveritev omenjenih delnih hipotez uporabili enostavno regresijsko analizo, ki smo jo izvedli z računalniškim programom SPSS.

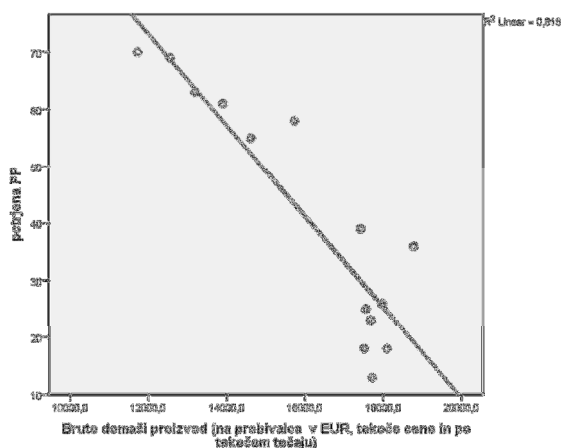
**$H_{1a}$ : Upadanje gospodarske rasti vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravn.**

Odvisna spremenljivka: število potrjenih prisilnih poravn v letih 2001–2014.

Neodvisna spremenljivka: BDP na prebivalca v evrih za Slovenijo (v tekočih cenah in po tekočem tečaju) v letih 2001–2014.

Pri izvedbi linearne regresijske analize za primer hipoteze  $H_{1a}$  smo prišli do naslednjih ugotovitev. Korelacijski koeficient  $R$  kaže na močno linearno zvezo med gibanjem vrednosti BDP in številom potrjenih prisilnih poravn (tabela 8). Linearnost smo preverili tudi z razsevnim grafikonom, pri katerem je neodvisna spremenljivka BDP na osi x, odvisna spremenljivka število potrjenih prisilnih poravn pa na osi y (slika 17). Determinacijski koeficient  $R^2$  kaže, da je 81,6 odstotka celotne variance pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke BDP na prebivalca, kar kaže na močno odvisnost med danima spremenljivkama. Spremenljivki sta v obliki časovne vrste, zato smo prisotnost avtokorelacije med reziduali preverili z Durbin-Watsonovim testom. Vrednost Durbin-Watsonove statistike razkrije, da med reziduali odvisne spremenljivke ni korelacije.

Slika 17: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Tabela 8: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient ter Durbin-Watsonov test

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,903 <sup>a</sup>	,816	,801	9,319	1,518
a. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)					
b. Dependent Variable: potrjena p. p.					

Vir: Izpis iz SPSS, lastni izračuni

Na podlagi F-testa lahko ugotovimo, da je dobljena regresijska funkcija kakovostna, ker lahko ničelno hipotezo o tem, da je determinacijski koeficient enak nič, zavrne pri stopnji značilnosti, ki je nižja od 0,05 (tabela 9).

Tabela 9: Analiza variance in F-test

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4627,981	1	4627,981	53,296	,000 <sup>b</sup>
	Residual	1042,019	12	86,835		
	Total	5670,000	13			
a. Dependent Variable: potrjena p. p.						
b. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Statistično značilnost regresijskih koeficientov smo preverili s t-testom, pri čemer smo prišli do ugotovitev, da je regresijski koeficient  $\beta_2$  statistično značilen od nič, kar pomeni, da obstaja odvisnost med opazovanima spremenljivkama (tabela 10). Negativni predznak pred regresijskim koeficientom nakazuje negativno korelacijo med spremenljivkama, kar pomeni, da moramo zastavljeno hipotezo  $H_{1a}$  zavrniti. Iz regresijske analize namreč izhaja, da ko se BDP zmanjšuje, se povečuje število potrjenih prisilnih poravnjav.



Tabela 10: Vrednosti regresijskih koeficientov in t-test

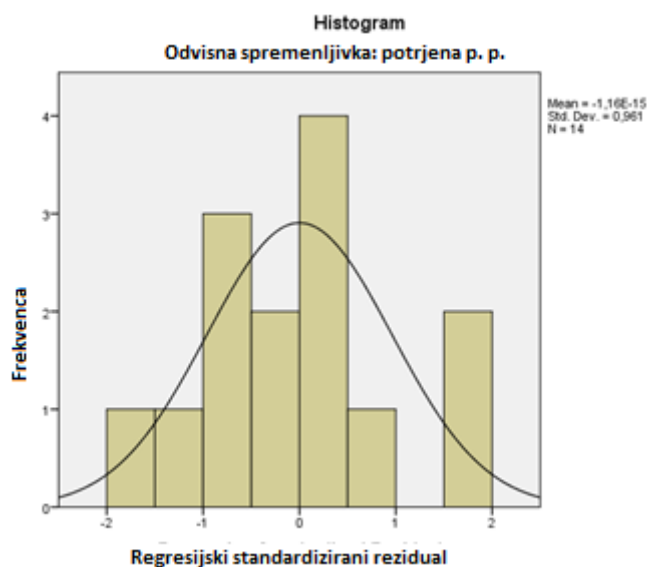
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	168,617	17,657		9,549	,000
	Bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)	-,008	,001	-,903	-7,300	,000

a. Dependent Variable: potrjena p. p.

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

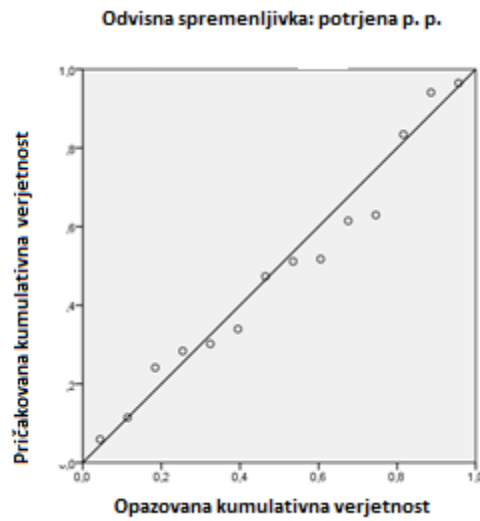
Da bi se prepričali o kakovosti izračunane regresijske funkcije, smo preverili predpostavke, ki zagotavljajo pravilnost in zanesljivost dobljenih rezultatov. V regresijski analizi predpostavljamo, da so reziduali normalno porazdeljene naključne spremenljivke s povprečno vrednostjo 0. To predpostavko smo preverili s histogramom in z normalnim verjetnostnim grafikonom rezidualov (sliki 18 in 19). Na podlagi grafičnih prikazov lahko ugotovimo, da je predpostavka o normalni porazdelitvi rezidualov dokaj dobro izpolnjena.

Slika 18: Histogram porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Slika 19: Normalni verjetnostni grafikon rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

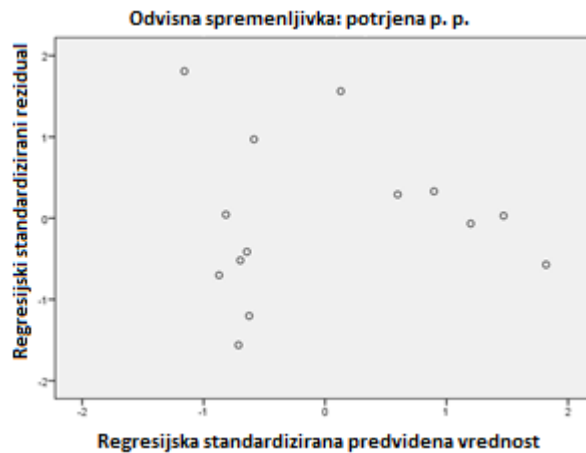
Vrednosti Kolmogorov-Smirnovega in Shapiro-Wilkovega testa kažeta, da lahko sprejmemo ničelno hipotezo o tem, da se porazdelitev rezidualov bistveno ne razlikuje od normalne porazdelitve (tabela 11).

Tabela 11: Kolmogorov-Smirnov in Shapiro-Wilkov test

<b>Tests of Normality</b>						
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,151	14	,200 <sup>*</sup>	,962	14	,749
* . This is a lower bound of the true significance.						
a. Lilliefors Significance Correction						

Predpostavko o enakosti varianc rezidualov oziroma predpostavko o homoskedastičnosti smo preverili z razsevnim grafikonom (slika 21). Točke na grafikonu so razporejene naključno, zaradi česar lahko predpostavko o homoskedastičnosti sprejmemo.

Slika 20: Razsevni grafikon

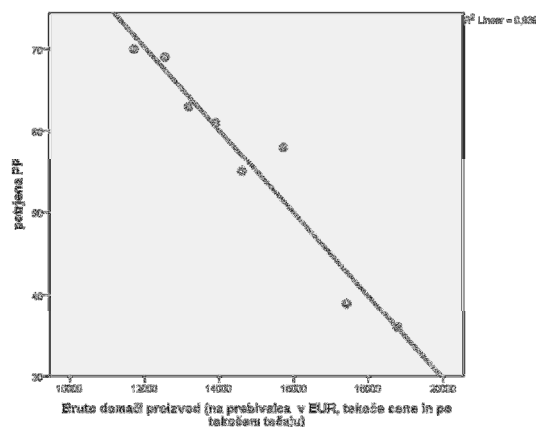


Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

V razdelku 4.1.1 (slika 6) smo omenili, da v obdobju 2001–2008 lahko opazimo veliko negativno korelacijo med gibanjem BDP in gibanjem števila potrjenih prisilnih poravn, kar lahko pripišemo vsesplošno nižjemu številu postopkov zaradi insolventnosti v obdobju konjunktore. V obdobju gospodarske krize so insolvenčni postopki skokovito narasli, kar pa seveda pomeni večje število potrjenih prisilnih poravn. V obdobju 2001–2008 je gibanje obeh spremenljivk na grafu negativno korelirano, medtem ko v drugem delu grafa negativna korelacija ni izrazita. Želeli smo preveriti, ali je gospodarska kriza kakorkoli drugače pomembno vplivala na gibanje potrjenih prisilnih poravn v odvisnosti od gibanja BDP, zaradi česar smo izvedli ločeni regresijski analizi za obdobji 2001–2008 in 2009–2014.

Razsevni grafikon za obdobje 2001–2008 prikazuje izjemno linearen odnos med gibanjem števila potrjenih prisilnih poravn in vrednostjo BDP (slika 21).

Slika 21: Razsevni grafikon (podatki za obdobje 2001–2008)



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Izračunan korelacijski koeficient kaže prav tako na zelo močno linearno zvezo med gibanjem števila potrjenih prisilnih poravnav (tabela 12).

Tabela 12: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient (obdobje 2001–2008)

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,969 <sup>a</sup>	,939	,929	3,394
a. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)				

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijska funkcija je kakovostna, ker lahko ničelno hipotezo zavrnamo pri stopnji značilnosti, nižji od 0,05 (tabela 13).

Tabela 13: Analiza variance in F-test (obdobje 2001–2008)

<b>ANOVA<sup>a</sup></b>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1062,762	1	1062,762	92,263	,000 <sup>b</sup>
	Residual	69,113	6	11,519		
	Total	1131,875	7			
a. Dependent Variable: potrjena p. p.						
b. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijski koeficienti so statistično značilni od nič, kar nakazuje obstoj odvisnosti med odvisno in neodvisno spremenljivko (tabela 14).

Tabela 14: Vrednosti regresijskih koeficientov in t-test (obdobje 2001–2008)

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	130,960	7,857		16,668	,000
	bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)	–,005	,001	–,969	–9,605	,000

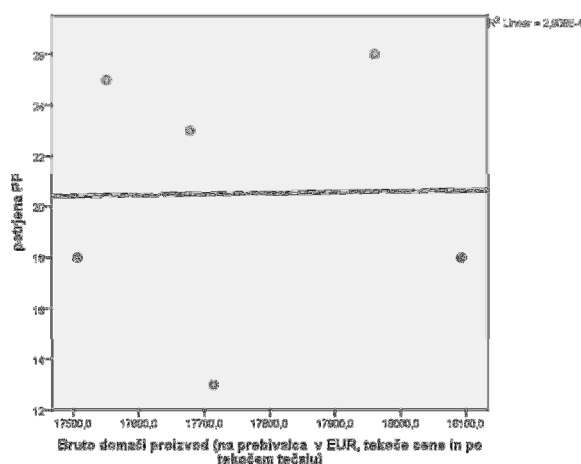
a. Dependent Variable: potrjena p. p.

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Manavald (2010), Halim et al. (2008), Gaffeo in Santoro (2009), Archambault in Laverdièr (2005) ter Moravec (2010) potrjujejo negativno korelacijo med gibanjem BDP in gibanjem števila začelih postopkov zaradi insolventnosti. Regresijska analiza gibanja BDP in števila potrjenih prisilnih poravnava za obdobje 2001–2008 prav tako potrjuje negativno korelacijo, tako da lahko potegnemo vzporednice med našimi ugotovitvami in ugotovitvami drugih avtorjev.

Razsevni grafikon za obdobje 2009–2014, torej za obdobje po nastopu gospodarske krize, pa kaže precej drugačno sliko kakor za obdobje pred krizo. Povezava med gibanjem števila potrjenih prisilnih poravnava in gibanjem BDP je zelo šibka in pozitivna (slika 22).

Slika 22: Razsevni grafikon (podatki za obdobje 2009–2014)



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Korelacijski koeficient kaže na šibko linearno povezavo med odvisno in neodvisno spremenljivko, prav tako F-test pokaže, da izračunana regresijska funkcija ni kakovostna (tabeli 15 in 16).

Tabela 15: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient (obdobje 2009–2014)

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,017 <sup>a</sup>	,000	–,250	5,601
a. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)				

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Tabela 16: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient (obdobje 2009–2014)

<b>ANOVA<sup>a</sup></b>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,036	1	,036	,001	,974 <sup>b</sup>
	Residual	125,464	4	31,366		
	Total	125,500	5			
a. Dependent Variable: potrjena p. p.						
b. Predictors: (Constant), bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Izračunani regresijski koeficienti niso statistično značilni od nič, torej ne moremo trditi, da med opazovanima spremenljivkama obstaja odvisnost (tabela 17). Čeprav izračunana regresijska koeficienta nista statistično značilna, pa je zanimivo, da je šibka povezava med spremenljivkama pozitivna, kar je v popolnem nasprotju z regresijsko funkcijo, izračunano s podatki za obdobje 2001–2008.

Tabela 17: Vrednosti regresijskih koeficientov in t-test (obdobje 2009–2014)

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	13,945	192,248		,073	,946
	bruto domači proizvod (na prebivalca v evrih, tekoče cene in po tekočem tečaju)	,000	,011	,017	,034	,974

a. Dependent Variable: potrjena p. p.

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijska analiza gibanja BDP in števila potrjenih prisilnih poravnav za obdobje 2009–2014 razkriva, da je gospodarska kriza zelo vplivala na odnos med gibanjem BDP in številom potrjenih prisilnih poravnav. Gospodarska kriza, ki se je začela leta 2007 v ZDA in se pozneje razširila po vsem svetu, je dodobra pretresla finančne trge in razkrila pomanjkljivosti politike evroobmočja. Finančna kriza je torej prizadela vse sektorje gospodarstva in končne potrošnike. Krugman (2012, str. 40) je v svoji knjigi zapisal odlomek govora Janet Yellen, podpredsednice Ameriške centralne banke, iz leta 2009, ki se glasi: *»Ni trajalo dolgo, da smo se po hudem kreditnem krču znašli v recesiji. Recesija je nato kreditni krč še poglobila, ker sta povpraševanje in zaposlenost padla, kreditne izgube finančnih institucij pa so skokovito narasle. Več kot leto dni smo bili ujeti v ta začarani krog. Proces razdolževanja se je razširil v skoraj vse kotičke gospodarstva. Potrošniki kupujejo manj – predvsem trajnih dobrin –, da si lahko naberejo prihrankov. Podjetja odpovedujejo načrtovane investicije in odpuščajo delavce, da bi prihranila denar. Finančne institucije krčijo sredstva, da bi zavarovale kapital in laže prevedrile to nevihto. Minsky je to dinamiko dobro razumel. Govoril je o paradoksu razdolževanja, pri katerem ukrepi, ki so morda smotrni za posameznike in podjetja – in v resnici bistveni, da bi se gospodarstvo vrnilo v normalno stanje –, vseeno povečujejo stisko gospodarstva kot celote.«*

Gospodarstvo Slovenije, evroobmočja, ZDA in drugih držav se je znašlo v tako imenovanem Minskyjevem momentu. Ta opisuje gospodarsko stanje, ko so prezadolženi subjekti prisiljeni prodajati svoje premoženje za poplačilo obveznosti, kar povzroča padec cen nepremičnin in oster padec v likvidnosti trga. Hkrati pa nakazuje, da samo razdolževanje ne more prinesiti gospodarske rasti, temveč krizo le še pogloblja. Dolžniška kriza je povzročila velikanske izgube v bančnem sistemu, propad številnih podjetij in posledično povečanje brezposelnosti. Poglobljanje gospodarske krize in upad BDP sta na podjetja v prisilni poravnavi vplivala zelo negativno, saj so otežene gospodarske razmere še dodatno poslabšale poslovanje podjetij med prisilno

poravnavo, zaradi česar so se ta znašla v stečaju, še preden je prišlo do glasovanja upnikov o potrditvi prisilne poravnave.

Hipotezo  $H_{1a}$  zavrnemo, vendar lahko trdimo, da gibanje BDP vpliva na gibanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

**$H_{1b}$ : Znižanje inflacije vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.**

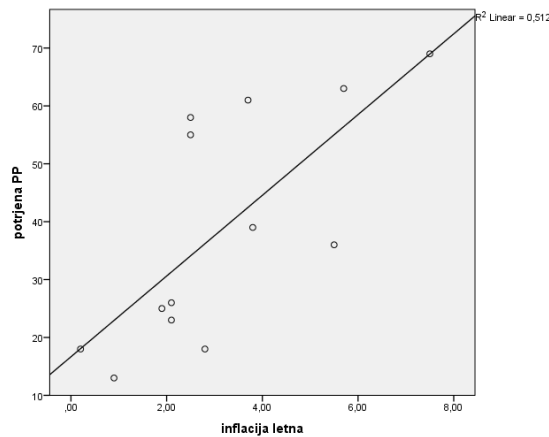
Odvisna spremenljivka: število potrjenih prisilnih poravnav v letih 2002–2014.

Neodvisna spremenljivka: letna stopnja inflacije v Sloveniji v letih 2002–2014.

Korelacijski koeficient na primeru hipoteze  $H_{1b}$  kaže na srednje močno povezanost med gibanjem inflacije in številom potrjenih prisilnih poravnav (tabela 18). Predpostavko linearnosti smo preverili tudi z razsevnim grafikonom, kjer so točke nekoliko oddaljene od regresijske premice, kar prav tako potrjuje srednje močno povezavo med spremenljivkama (slika 23). Determinacijski koeficient  $R^2$  je v tem primeru nekoliko nižji kot v prejšnjem primeru pri hipotezi  $H_{1a}$  (51,2 %), kar pomeni, da je 51,2 odstotka celotne variance pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke inflacije.



Slika 23: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Predpostavke o nekoreliranosti rezidualov odvisne spremenljivke ne moremo potrditi, saj je vrednost Durbin-Watsonovega testa pod referenčno spodnjo mejo 1,5 (v našem primeru je 0,717). Do avtokorelacije prihaja večkrat pri podatkih v obliki časovnih vrst zaradi inercije. Prisotnost avtokorelacije zmanjšuje zanesljivost dobljenih rezultatov.

Tabela 18: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient ter Durbin-Watsonov test

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,716 <sup>a</sup>	,512	,468	14,539	,717
a. Predictors: (Constant), inflacija, letna					
b. Dependent Variable: potrjena p. p.					

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijski model je z vidika analize variance in izračunanega F-testa kakovosten, ker lahko ničelno hipotezo ( $H_0: r_{xy}^2 = 0$ ) zavrne pri stopnji značilnosti, ki je manjša od 0,05 (tabela 19).

Tabela 19: Analiza variance in F-test

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2439,128	1	2439,128	11,539	,006 <sup>b</sup>
	Residual	2325,180	11	211,380		
	Total	4764,308	12			
a. Dependent Variable: potrjena p. p.						
b. Predictors: (Constant), inflacija, letna						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

T-test je pokazal, da je izračunan regresijski koeficient  $\beta_2$  statistično značilen od nič, ker je izračunana stopnja značilnosti nižja od 0,05 (tabela 20). Predznak pri izračunanem regresijskem koeficientu je pozitiven, kar kaže na pozitivno korelacijo med gibanjem inflacije in števila potrjenih prisilnih poravnjav. Hipoteze  $H_{1b}$  ne zavrnemo.

Tabela 20: Vrednosti regresijskih koeficientov in t-test

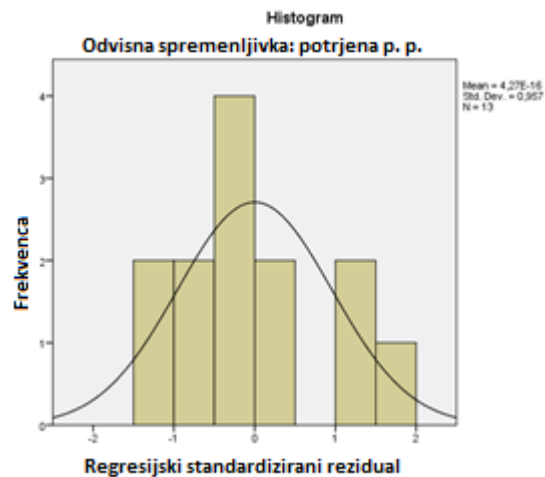
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	16,671	7,654		2,178	,052
	Inflacija, letna	6,973	2,053	,716	3,397	,006

a. Dependent Variable: potrjena p. p.

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

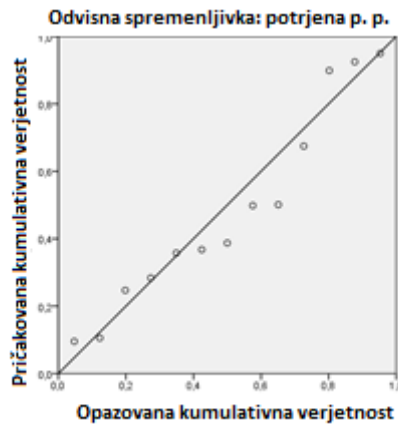
Za dodatno oceno kakovosti regresijskega modela smo preverili še druge predpostavke, na katerih temelji regresijska analiza. Histogram in normalni verjetnostni grafikon rezidualov kažeta, da se reziduali dokaj dobro normalno porazdeljujejo (sliki 24 in 25).

Slika 24: Histogram porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Slika 25: Normalni verjetnostni grafikon porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Vrednosti Kolmogorov-Smirnovega in Shapiro-Wilkovega testa kažeta, da lahko sprejmemo ničelno hipotezo o tem, da se porazdelitev rezidualov bistveno ne razlikuje od normalne porazdelitve (tabela 21).

Tabela 21: Kolmogorov-Smirnov in Shapiro-Wilkov test

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,191	13	,200*	,920	13	,252
*. This is a lower bound of the true significance.						
a. Lilliefors Significance Correction						

Homoskedastičnost smo preverili z razsevnim grafikonom, pri čemer smo ugotovili, da lahko na podlagi grafičnega prikaza potrdimo konstantnost variance rezidualov, kajti točke na grafikonu so razpršene naključno in med njimi ni mogoče zaznati določenega vzorca (slika 26).

Slika 26: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

S teoretičnega vidika znižanje stopnje inflacije spodbuja gospodarsko aktivnost in s tem rast BDP. Pri gibanju inflacije in BDP pa je treba omeniti tudi časovni zamik. Še posebej dobro je občutiti ta zamik v nedavni gospodarski krizi, v kateri kljub nizki stopnji inflacije ni bilo občutnega gospodarskega okrevanja, kar se je odrazilo tudi v nižjem številu potrjenih prisilnih poravnav. V primeru raziskovanja povezave med gibanjem inflacije in števila potrjenih prisilnih poravnav ter tudi v nadaljevanju pri preverjanju hipoteze  $H_{1c}$  nismo izvajali ločene analize za obdobje 2008–2014, kakršno smo izvedli za hipotezo  $H_{1a}$ . BDP je namreč najboljše merilo celotne gospodarske aktivnosti in zaradi tega smo dodatno analizirali obdobje pred gospodarsko krizo in obdobje po njenem začetku. V nedavni gospodarski krizi se je pokazalo, da gibanje inflacije in obrestnih mer ne povzročata takojšnjega vpliva na gospodarsko aktivnost, ampak so pomembni še drugi dejavniki, med njimi predvsem politično dogajanje v državi in po svetu.

**$H_{1c}$ : Znižanje obrestne mere vpliva na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.**

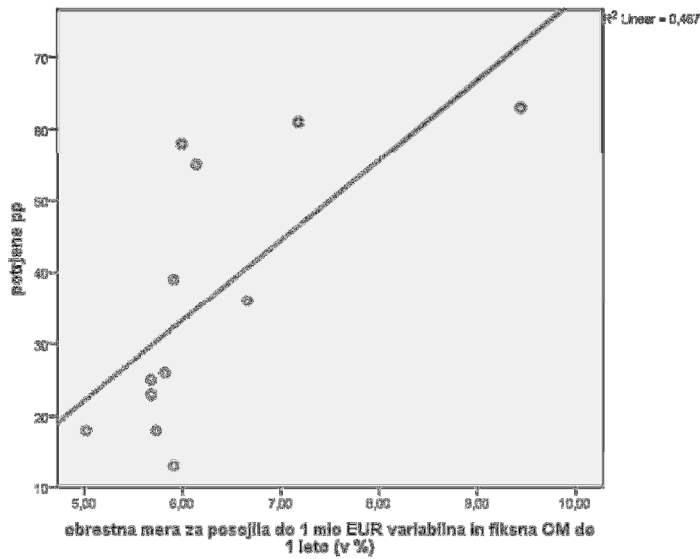
Odvisna spremenljivka: število potrjenih prisilnih poravnav v letih 2003–2014.

Neodvisna spremenljivka: letna obrestna mera za posojila nefinančnim podjetjem do milijona evrov in do enega leta (za Slovenijo v obdobju 2003–2014).

Regresijska analiza na primeru hipoteze  $H_{1c}$  razkriva srednje močno povezavo med gibanjem obrestne mere in številom potrjenih prisilnih poravnav, korelacijski koeficient pa zavzema vrednost 0,683 (tabela 22). Determinacijski koeficient opisuje, da je 46,7 odstotka celotne variance pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke obrestne mere. Z razsevnim grafikonom smo preverili linearno odvisnost med številom potrjenih prisilnih

poravnav in gibanjem kratkoročne obrestne mere, pri čemer smo ugotovili srednje močno linearno povezanost (slika 27).

Slika 27: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Kakor pri hipotezi  $H_{1b}$  tudi tokrat Durbin-Watsonova statistika ne dopušča, da bi potrdili predpostavko o nekoreliranosti rezidualov (tabela 22).

Tabela 22: Opis modela, korelacijski in determinacijski koeficient ter Durbin-Watsonov test

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,683 <sup>a</sup>	,467	,413	14,186	,760
a. Predictors: (Constant), obrestna mera za posojila do 1 mio. evrov, variabilna in fiksna OM do 1 leta (v %)					
b. Dependent Variable: potrjene p. p.					

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijski model je kakovosten, ker lahko ničelno hipotezo zavrnamo pri stopnji značilnosti, nižji od 0,05 (tabela 23).

Tabela 23: Analiza variance in F-test

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1761,759	1	1761,759	8,754	,014 <sup>b</sup>
	Residual	2012,491	10	201,249		
	Total	3774,250	11			
a. Dependent Variable: potrjene p. p.						
b. Predictors: (Constant), obrestna mera za posojila do 1 mio. evrov, variabilna in fiksna OM do 1 leta (v %)						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Regresijski koeficient  $\beta_2$  je statistično značilen od nič, pri stopnji značilnosti, nižji od 0,05 (tabela 24). Predznak pri omenjenem regresijskem koeficientu je pozitiven, kar pomeni pozitivno korelacijo med gibanjem obrestne mere in številom potrjenih prisilnih poravn. Hipoteze  $H_{1c}$  ne zavrnamo.

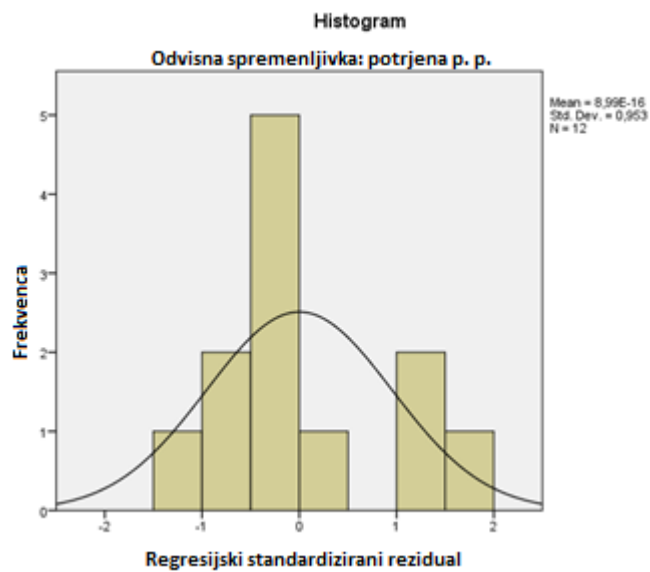
Tabela 24: Vrednosti regresijskih koeficientov in t-test

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-33,673	23,985		-1,404	,191
	obrestna mera za posojila do 1 mio. evrov, variabilna in fiksna OM do 1 leta (v %)	11,164	3,773	,683	2,959	,014
a. Dependent Variable: potrjene p. p.						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

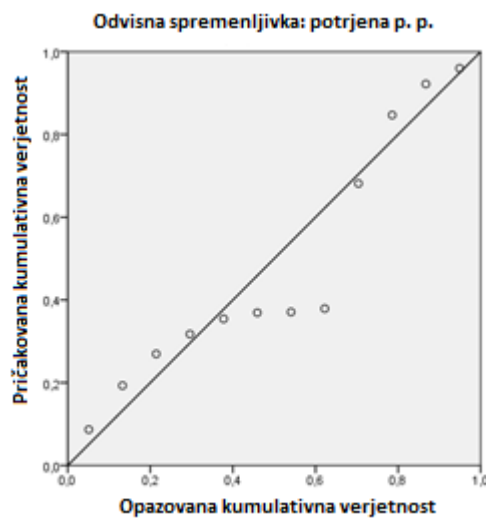
Kakovost regresijskega modela smo ocenili še s preverbo drugih predpostavk regresijske analize. Porazdelitev rezidualov smo preverili s histogramom in z normalnim verjetnostnim grafikonom (sliki 28 in 29). Ugotovili smo, da porazdelitev rezidualov sledi normalni porazdelitvi.

Slika 28: Histogram porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Slika 29: Normalni verjetnostni grafikon porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Vrednost Shapiro-Wilkovega testa kaže, da lahko sprejmemo ničelno hipotezo o tem, da se porazdelitev rezidualov bistveno ne razlikuje od normalne porazdelitve. Vrednost Kolmogorov-Smirnovskega testa pa kaže na to, da moramo ničelno hipotezo o normalni porazdelitvi zavreči (tabela 25). Zaradi omenjenega je pogoj o normalni porazdelitvi rezidualov le delno izpolnjen.

Tabela 25: Kolmogorov-Smirnov in Shapiro-Wilkov test

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,293	12	,005	,902	12	,167

a. Lilliefors Significance Correction

Z razsevnim grafikonom smo preverili predpostavko o konstantni varianci rezidualov, pri čemer smo ugotovili, da so točke na grafikonu razpršene dokaj naključno, kar govori v prid homoskedastičnosti (slika 30).

Slika 30: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Sprememba ponudbe denarja na trgu se odrazi v spremembi obrestne mere. Nizke obrestne mere so rezultat ekspanzivne monetarne politike centralne banke oziroma v primeru držav evroobmočja in ZDA rezultat politike kvantitativnega sproščanja. Evropska centralna banka je januarja 2015 napovedala politiko kvantitativnega sproščanja, kar pomeni program obsežnega odkupa obveznic in drugih vrednostnih papirjev z namenom povečanja obsega denarja v obtoku in s tem vplivanja na znižanje obrestnih mer in posledično oživitev gospodarstva (ECB 2016). Spremembe v obrestni meri se torej odrazijo v gibanju BDP, vendar je treba upoštevati nekajletni zamik, enako kot pri spremembah v gibanju inflacije. Kljub temu da so se obrestne mere v zadnjih letih zniževale, pa na primeru Slovenije ni bilo mogoče zaznati večjega obsega kreditiranja podjetij in s tem povečanja gospodarske aktivnosti. Banke so postale namreč izjemno previdne pri odobravanju kreditov podjetjem zaradi preteklih negativnih izkušenj. Poostreni bančni pogoji pri poslovanju podjetij so dodatno otežili poslovanje podjetij v prisilnih poravnava, zaradi česar so številna morala razglasiti



stečaj. Znižanje obrestnih mer je vplivalo na zmanjšanje števila potrjenih prisilnih poravnav.

**H<sub>1</sub>: Gibanje makroekonomskih kazalnikov vpliva na število potrjenih prisilnih poravnav.**

Manavald (2010), Halim et al. (2008), Gaffeo in Santoro (2009), Archambault in Laverdière (2005), Moravec (2010), Sharabany (2004), Kaplin et al. (2009) ter mnogi drugi ugotavljajo povezavo med gibanjem makroekonomskih kazalnikov in števila insolvenčnih postopkov po svetu. Pri preverbi delnih hipotez H<sub>1a</sub>–H<sub>1c</sub> pa smo sami ugotovili, da makroekonomski kazalniki vplivajo tudi na število potrjenih prisilnih poravnav. Kljub temu da smo hipotezo H<sub>1a</sub> zavrnili, je regresijska analiza pokazala močno povezavo med gibanjem BDP in številom potrjenih prisilnih poravnav. Tako, kot smo predvidevali in kakor je navedeno v literaturi, je gospodarsko okolje pomemben zunanji dejavnik, ki prispeva k uspešnosti izvedbe postopka prisilne poravnave.

**H<sub>2</sub>: Na predlagani rok za poplačilo upnikov vplivajo višina poplačila, velikost podjetja in višina obratnega kapitala (na presečni dan pred prisilno poravnavo).**

Vzorec: Dvainosemdeset podjetij, nad katerimi je bil začel postopek prisilne poravnave v letih 2008–2013.

Odvisna spremenljivka: rok za poplačilo upnikov v letih.

Neodvisne spremenljivke:

- višina poplačila upnikov (v odstotkih);
- velikost podjetja bomo merili z višino sredstev oziroma z zneskom aktive, izkazane v bilanci stanja na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave;<sup>23</sup>
- obratni kapital v čistih prihodkih od prodaje (obratni kapital bomo izračunali po formuli,<sup>24</sup> ki jo uporabljajo pooblaščen ocenjevalci vrednosti podjetij pri preverjanju in pregledovanju načrtov finančnega prestrukturiranja, dobljene zneske obratnega kapitala bomo nato delili s čistimi prihodki od prodaje posameznega podjetja, tako da bo končna vrednost v odstotkih).

Podatke za odvisno spremenljivko rok za poplačilo upnikov in podatke za neodvisni spremenljivki višina poplačila ter vrednost sredstev smo transformirali z logaritmiranjem in s tem zmanjšali pozitivno asimetrijo v porazdelitvi spremenljivk.

---

<sup>23</sup> Podjetja se po 55. členu Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) razvrščajo po velikosti po številu zaposlenih, čistih prihodkih od prodaje in vrednosti aktive na bilančni presečni dan letne bilance stanja. V našem primeru smo za določanje velikosti podjetij izbrali merilo vrednosti sredstev v bilanci stanja.

<sup>24</sup> Obratni kapital = zaloge + kratkoročne poslovne terjatve + aktivne časovne razmejitve – kratkoročne poslovne obveznosti – kratkoročne pasivne časovne razmejitve.

Pri preverjanju hipoteze H<sub>2</sub> smo uporabili multiplo regresijsko analizo, ki je razkrila srednje močno jakost odvisnosti med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami (vrednost multiplega korelacijskega koeficienta R je 0,518). Multipli determinacijski koeficient (pri multipli regresijski analizi je relevanten podatek za »Adjusted« R<sup>2</sup>) je nizek in nakazuje, da je samo 24 odstotkov celotne variance pojasnjene z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk (tabela 26). Durbin-Watsonov test kaže, da med reziduali odvisne spremenljivke ni avtokorelacije, ker je vrednost omenjene statistike znotraj meja (1,5 < d < 2,5).

Tabela 26: Opis modela, multipli korelacijski koeficient, multipli determinacijski koeficient in Durbin-Watsonov test

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,518 <sup>a</sup>	,268	,240	,16407	1,957
a. Predictors: (Constant), logsredstva, logvisina, obratni kapital/čisti prihodki od prodaje					
b. Dependent Variable: logrok					

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Stopnja značilnosti pri F-testu je nižja od referenčne stopnje značilnosti 0,05, kar kaže, da je determinacijski koeficient statistično različen od nič in da je multipla regresijska funkcija kakovostna (tabela 27).

Tabela 27: Analiza variance in F-test

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,769	3	,256	9,527	,000 <sup>b</sup>
	Residual	2,100	78	,027		
	Total	2,869	81			
a. Dependent Variable: logrok						
b. Predictors: (Constant), logsredstva, logvisina, obratni kapital/čisti prihodki od prodaje						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

T-testi za posamezne regresijske koeficiente so pokazali, da sta regresijska koeficienta pri spremenljivkah velikost podjetja in višina poplačila statistično različna od nič, medtem ko pri obratnem kapitalu ne moremo zavrni ničelne hipoteze o tem, da je regresijski koeficient različen od nič (tabela 28). Pri regresijskih koeficientih, ki sta statistično različna od nič, lahko razberemo tudi pozitiven predznak, kar pomeni pozitivno korelacijo med odvisno spremenljivko rok za poplačilo in neodvisnima spremenljivkama velikost podjetja in višina poplačila. Čim večje je podjetje in čim višje

je predlagano poplačilo, tem daljši je tudi rok za poplačilo upnikov v skladu s predlogom, opisanim v načrtu finančnega prestrukturiranja. Za spremenljivko obratni kapital ne moremo potrditi, da vpliva na dolžino roka za poplačilo upnikov, ki ga predlaga dolžnik. Prisotnost multikolinearnosti smo preverili s faktorjem *variance inflation*, pri čemer so vrednosti faktorja zelo nizke (blizu 1), kar pomeni, da neodvisne spremenljivke niso močno med seboj korelirane in je zaradi tega regresijski model stabilen.

Tabela 28: Vrednosti regresijskih koeficientov, t-testi in test multikolinearnosti (VIF)

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,384	,189		-2,031	,046		
	obratni kapital/čisti prihodki od prodaje	4,741E-006	,000	,055	,533	,596	,878	1,140
	logvisina	,256	,075	,352	3,409	,001	,879	1,138
	logsredstva	,078	,027	,300	2,860	,005	,850	1,176

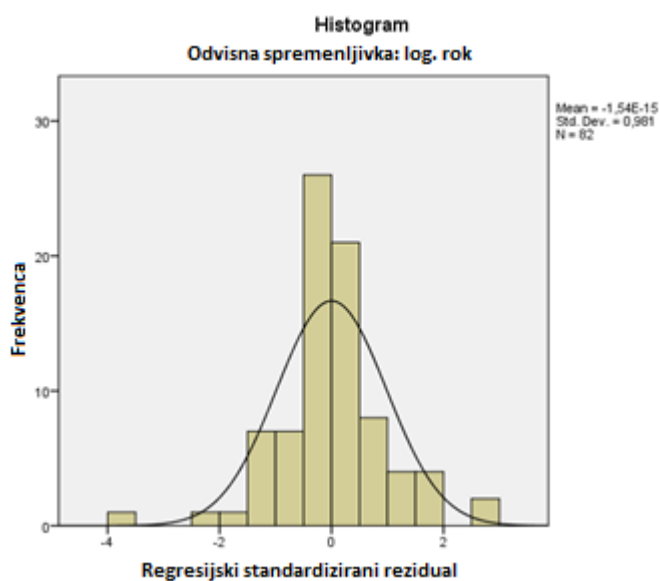
a. Dependent Variable: logrok

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Hipotezo H<sub>2</sub> lahko delno sprejmemo, kajti za neodvisno spremenljivko obratni kapital nismo mogli statistično potrditi njenega vpliva na odvisno spremenljivko rok za poplačilo upnikov.

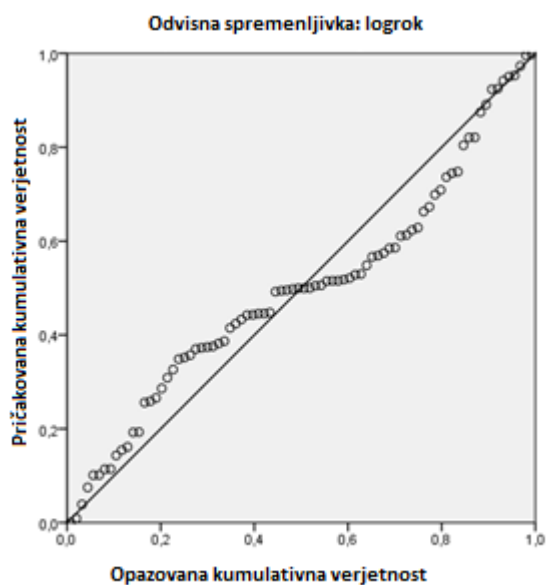
Kakovost modela multiple regresije smo dodatno ocenili še s preveritvijo predpostavk, na katerih slednji temelji. Histogram in normalni verjetnostni grafikon porazdelitev rezidualov kažeta na normalno porazdelitev rezidualov (sliki 31 in 32).

Slika 31: Histogram porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Slika 32: Normalni verjetnostni grafikon porazdelitve rezidualov



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Vrednosti Kolmogorov-Smirnovega in Shapiro-Wilkovega testa kažeta, da ničelno hipotezo o tem, da se porazdelitev rezidualov bistveno ne razlikuje od normalne porazdelitve, zavrnamo (tabela 29).

Tabela 29: Kolmogorov-Smirnov in Shapiro-Wilkov test

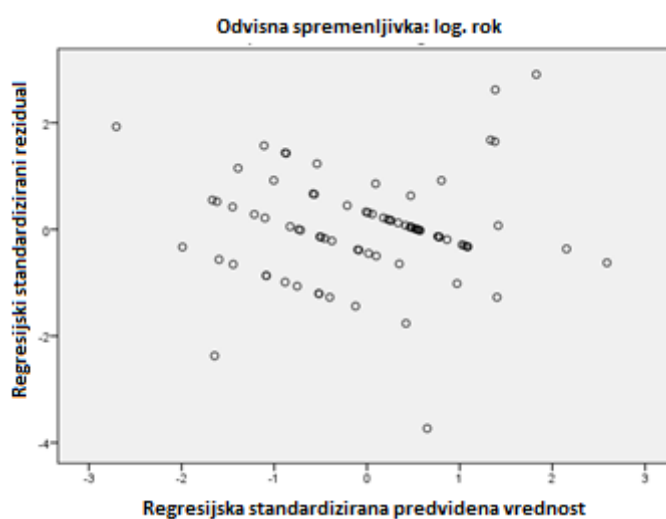
Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,125	82	,003	,940	82	,001

a. Lilliefors Significance Correction

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Predpostavke o homoskedastičnosti ne moremo potrditi, ker so točke na razsevni grafikonu razporejene v določenem vzorcu in niso razpršene naključno (slika 33). To pomeni, da prihaja do kršitve predpostavke o enakosti varianc rezidualov, kar govori v prid heteroskedastičnosti. Torej je za reziduale značilna nekonstantna varianca, kar vpliva na slabšo kakovost multiplega regresijskega modela. Predpostavki o normalni porazdelitvi rezidualov in homoskedastičnosti zavrnamo, zaradi česar izračunana regresijska funkcija ni zanesljiva.

Slika 33: Razsevni grafikon



Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Če nadaljujemo statistično analizo medsebojne odvisnosti med višino obratnega kapitala in rokom za poplačilo upnikov z izločitvijo dveh enot v vzorcu z najvišjo vrednostjo obratnega kapitala in dveh enot z najnižjo vrednostjo obratnega kapitala, pridemo do naslednjih zaključkov. Vrednosti multiplega korelacijskega in determinacijskega koeficienta se drastično ne spremenijo, prav tako stopnja značilnosti izvedenega F-testa kaže na kakovostno regresijsko funkcijo (tabeli 30 in 31). Enote smo iz vzorca izločili zaradi njihovih ekstremno nizkih oziroma visokih vrednosti, ki vplivajo na ocenjeno regresijsko funkcijo.

Tabela 30: Opis modela, multipli korelacijski koeficient, multipli determinacijski koeficient in Durbin-Watsonov test

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,571 <sup>a</sup>	,326	,298	,15495	2,162
a. Predictors: (Constant), obratni kapital/čisti prihodki od prodaje, logvisina, logsredstva					
b. Dependent Variable: logrok					

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Tabela 31: Analiza variance in F-test

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,859	3	,286	11,920	,000 <sup>b</sup>
	Residual	1,777	74	,024		
	Total	2,635	77			
a. Dependent Variable: logrok						
b. Predictors: (Constant), obratni kapital/čisti prihodki od prodaje, logvisina, logsredstva						

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Tabela 32: Vrednosti regresijskih koeficientov, t-testi in test multikolinearnosti (VIF)

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,380	,185		-2,053	,044		
	logsredstva	,079	,027	,294	2,917	,005	,899	1,112
	logvisina	,243	,071	,342	3,397	,001	,899	1,112
	obratni kapital/čisti prihodki od prodaje	-,004	,002	-,248	-2,599	,011	1,000	1,000
a. Dependent Variable: logrok								

Stopnja značilnosti pri regresijskem koeficientu, ki pripada spremenljivki obratni kapital, se je znatno znižala, kar pomeni, da lahko ničelno hipotezo o tem, da je regresijski koeficient pri spremenljivki obratni kapital enak nič, zavrnamo. Negativni predznak pred koeficientom nakazuje negativno korelacijo med višino obratnega

kapitala in rokom za poplačilo upnikov (tabela 32). Pri višini obratnega kapitala je torej ravno nasprotno kakor pri velikosti podjetja in višini poplačila; čim več obratnega kapitala je podjetju na voljo pred prisilno poravnavo, tem večja je možnost za uspešno finančno prestrukturiranje in tem krajši je rok za poplačilo upnikov. Sunova (2010), Constantini (2009), Sengupta in Facciova ugotavljajo povezavo med velikostjo podjetja in uspešnostjo finančnega prestrukturiranja. Velika podjetja so v boljši pogajalski poziciji, zato lahko predlagajo daljši rok za poplačilo upnikov. Hipoteze  $H_2$  ne zavrnamo.

**$H_3$ : Ključne značilnosti, ki ločijo podjetja, pri katerih je prisilna poravnava bila potrjena, in tista, pri katerih prisilna poravnava ni bila potrjena, so višina obratnega kapitala, rok za poplačilo navadnih upnikov, predlagan v načrtu finančnega prestrukturiranja, in višina predlaganega poplačila.**

Vzorec: Dvainosemdeset podjetij, nad katerimi je bil začet postopek prisilne poravnave v letih 2008–2013.

Odvisna spremenljivka: potrjenost prisilne poravnave kot opisna spremenljivka, ki jo bomo merili na nominalni skali (1 = potrjenost prisilne poravnave, 2 = nepotrjenost prisilne poravnave).

Neodvisne spremenljivke:

- obratni kapital v čistih prihodkih od prodaje (v odstotkih);
- rok za poplačilo upnikov (v letih);
- višina predlaganega poplačila (v odstotkih);
- velikost podjetja (merjeno z višino sredstev, izkazanih v bilanci stanja na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave);
- koeficient kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev (vrednost kapitala smo delili z vrednostjo dolgoročnih sredstev, zanima nas namreč, ali je bilo podjetje pred prisilno poravnavo prezadolženo, torej ali je bil kapital negativen, kar pa je na podlagi omenjenega finančnega kazalnika jasno vidno).

Kakor pri preverbi hipoteze  $H_2$  smo tudi pri preverbi hipoteze  $H_3$  uporabili logaritmirane podatke za naslednje neodvisne spremenljivke: rok za poplačilo upnikov, višina poplačila in višina sredstev (velikost podjetja).

$H_3$  smo preverili z diskriminantno analizo za dve skupini, ker gre za opisno spremenljivko (potrjenost prisilne poravnave) z dvema vrednostma. Lastna vrednost razkriva, da dobljena diskriminantna funkcija ne omogoča dobrega razlikovanja med skupino podjetij, pri katerih je bila prisilna poravnava potrjena, in skupino podjetij, pri katerih ni bila potrjena (tabela 33). Nizka lastna vrednost nakazuje, da izračunana diskriminantna funkcija zajame le 7,4 odstotka celotne variance merjenih spremenljivk.

Vrednost kanonične korelacije prav tako nakazuje, da je z diskriminantno funkcijo mogoče pojasniti samo 26,3 odstotka variabilnosti med skupinama.

Tabela 33: Lastna vrednost

<b>Eigenvalues</b>				
Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	,074 <sup>a</sup>	100,0	100,0	,263
a. First 1 canonical discriminant functions were used in the analysis.				

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Slabo razlikovanje med skupinama nakazuje tudi visoka vrednost Wilksove lambde, kar pomeni, da povprečne vrednosti diskriminantne funkcije v skupinah niso statistično značilne (tabela 34). Visoka stopnja značilnosti pri testu hi-kvadrat govori v prid ničelni hipotezi o enakosti povprečnih vrednosti diskriminantne funkcije v skupinah, kar pomeni, da hipotezo  $H_3$  zavrnamo, ker diskriminantna funkcija ne omogoča dobrega razlikovanja med skupinama.

Tabela 34: Wilksova lambda in test hi-kvadrat

<b>Wilks' Lambda</b>				
Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1	,931	5,534	5	,354

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Tabela s standardiziranimi koeficienti diskriminantne funkcije kaže, da je pri razlikovanju med skupinama spremenljivka z največjo težo velikost podjetja, sledi ji koeficient kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev, na podlagi katerega se izrazita višina kapitala pred vložitvijo prisilne poravnave in višina obratnega kapitala na presečni dan pred vložitvijo predloga za prisilno poravnavo (tabela 35).

Tabela 35: Tabela s standardiziranimi koeficienti diskriminantne funkcije

<b>Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients</b>	
	Function
	1
obratni kapital/čisti prihodki od prodaje	,325
koef. kapitalske pokritosti dolgoročnih sredstev = kapital/dolg. sredstva	,663
logsredstva	-,762
logvisina	,158
logrok	,304

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS



V strukturini matriki so upoštevane tudi diskriminantne uteži, pri čemer matrika kaže relativni pomen neodvisnih spremenljivk pri razlikovanju med skupinama. Predznaki pri koeficientih nakazujejo pozitivno ali negativno korelacijo med neodvisno in odvisno spremenljivko (tabela 36). Zaradi nezanesljivosti diskriminantne funkcije je težko komentirati korelacije med neodvisnimi in odvisno spremenljivko. Hipotezo  $H_3$  zavrnamo, ker izračunana diskriminantna funkcija ni kakovostna. Razloge za slabo kakovost izračunane diskriminantne funkcije lahko pripišemo kršitvi osnovnih predpostavk, na katerih temelji diskriminantna analiza in smo jih opisali v razdelku 6.3.1. Te kršitve so:

- enote v vsaki skupini niso izbrane naključno, ker niso bili na voljo podatki za celotno statistično množico;
- vse neodvisne spremenljivke se ne porazdeljujejo normalno;
- med neodvisnimi spremenljivkami obstaja multikolinearnost.

Tabela 36: Strukturna matrika

<b>Structure Matrix</b>	
	Function
	1
logsredstva	-,544
koef. kapitalne pokritosti dolgoročnih sredstev = kapital/dolg. sredstva	,523
obratni kapital/čisti prihodki od prodaje	,512
logvisina	,244
logrok	,111
Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions	
Variables ordered by absolute size of correlation within function.	

Vir: Lastni izračuni, izpis iz SPSS

Izračunana diskriminantna funkcija ne omogoča dobrega razlikovanja med skupinama, kar je posledica tega, da na razlikovanje med podjetji s potrjeno prisilno poravnavo in podjetji z nepotrjeno prisilno poravnavo vplivajo še dejavniki, ki jih nismo vključili v diskriminantno analizo. Na uspešno potrjenost prisilne poravnave vplivajo v veliki meri tudi drugi notranji dejavniki, ki smo jih omenili v prvem delu doktorske disertacije. To sta predvsem dejavnika dogovor z ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev in komunikacija z deležniki družbe ter psihološki vidik reševanja krize v podjetju. Med postopkom prisilne poravnave mora vodstvo podjetja predstaviti predlog prisilne poravnave upnikom, kar zahteva veliko medsebojne komunikacije in zaupanja med omenjenimi strankami, da se načrt reševanja krize tudi udejanji. Gre za tako imenovana mehka dejavnika, ker se navezujeta na psihološko plat reševanja problematike. Zaradi težke merljivosti omenjenih dejavnikov smo morali slednje pri izvedbi diskriminantne analize izpustiti in smo njihove vplive na potek postopka prisilne poravnave obravnavali pri preveritvi hipotez s kvalitativnimi metodami raziskovanja.

## **7.2 Preveritev hipotez s kvalitativnimi metodami raziskovanja**

Drugi sklop hipotez smo preverjali s kvalitativnimi metodami, natančneje z multiplo holistično študijo primera. Podjetij, ki bi uspešno končala postopek prisilne poravnave, je izjemno malo, nekatera, ki so upnike poplačala, pa so pozneje šle v stečaj. Na izjemno nizek odstotek uspešno dokončanih prisilnih poravnav opozarja tudi Kotnik (2014). V vzorec smo zajeli tri podjetja, ki so uspešno končala postopek prisilne poravnave, tako da so poplačala upnike. Pri tem smo pri vsakem primeru analizirali naslednje:

- vzroke za insolventnost;
- predlog prisilne poravnave, ki ga je dolžnik ponudil v načrtu finančnega prestrukturiranja;
- poslovanje in izvajanje ukrepov, zapisanih v NFP po potrjeni prisilni poravnavi;
- poplačilo obveznosti iz potrjene prisilne poravnave in analizo finančnega stanja po končani prisilni poravnavi.

Pri analizi finančnega položaja posameznega podjetja smo v tabeli predstavili bilanco stanja na tri različne presečne datume:

- na dan uvedbe prisilne poravnave (v primerih, ko se je postopek vodil po Zakonu o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji – ZPSL) oziroma na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave po ZFPPIPP;
- na zadnji dan poslovnega leta, v katerem je bila prisilna poravnava pravnomočno potrjena;
- na presečni dan, naveden v zadnjih javno dostopnih računovodskih izkazih (bodisi navedenih v letnem poročilu ali v poročilu o izvajanju ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi).

Iskraemeco, d. d., in Steklarna Rogaška, d. d., sta šla v postopek prisilne poravnave pred letom 2008, ko je začel veljati novi ZFPPIPP. Od uvedbe postopka prisilne poravnave do končnega poplačila upnikov traja namreč skoraj deset let (lahko tudi več), zaradi česar smo morali v vzorec zajeti tudi podjetja, ki so postopek prisilne poravnave vodila po ZPSL. Na analizo podjetij omenjeno dejstvo preveč ni vplivalo, ker so ključne lastnosti postopka prisilne poravnave v obeh zakonih zelo podobne.

V drugi fazi preveritve hipotez smo analizirali podjetja, nad katerimi je bila prisilna poravnava pravnomočno potrjena, ampak še ni zaključena, ker upniki še niso bili v celoti poplačani. To so podjetja, ki so v prisilno poravnavo šla pred nekaj leti in pri katerih se roki za poplačilo upnikov še niso iztekli. Študija primerov tovrstnih podjetij je prav tako namenjena dodatni preveritvi postavljenih hipotez.

## **7.2.1 Primeri podjetij, ki so uspešno dokončno poplačala upnike iz prisilne poravnave**

### **7.2.1.1 Iskraemeco, d. d.**

#### **Vzroki za insolventnost**

Iskraemeco je veliko podjetje s sedežem v Kranju. Ukvarja se z izdelovanjem naprav in sistemov za merjenje, registracijo in obračun električne energije. Na trgu je prisotno že 70 let, vendar je bil obstoj Iskraemeca pred desetimi leti ogrožen, kajti znašel se je v hudi finančni krizi, ki jo je reševal s postopkom prisilne poravnave. Zaradi povečanega vpliva globalizacije in vzpona konkurence na azijskih trgih se je poslovanje Iskraemeca na začetku prejšnjega desetletja začelo drastično poslabševati. Podjetje je v letu 2003 beležilo izgubo iz poslovanja zaradi zniževanja prodajnih cen in zaostrovanja plačilnih pogojev. Hkrati se je pojavila velika potreba po investicijah v elektronske števec in sisteme, po katerih se je kazalo povpraševanje na trgu, zaradi česar se je podjetje zateklo k najemanju bančnih kreditov. Leta 2004 je Iskraemecu uspelo izgubo iz poslovanja uravnesiti s prodajo določenih finančnih naložb, kar pa je bilo pozneje leta 2005 nemogoče. Zadolženost se je torej strmo povečevala, še posebej kratkoročne obveznosti do bank in dobaviteljev, kar se je odrazilo v kratkoročni in posledično dolgoročni plačilni nesposobnosti. Podjetje se je s ključnimi upniki, torej z bankami, dogovarjalo o možnostih reprogramiranja obveznosti, vendar pogajanja z bančnimi upniki niso bila uspešna. Podjetju torej ni preostalo drugega, kakor da začne postopek prisilne poravnave, kar je bila ena izmed zadnjih rešitev nadaljevanja poslovanja. Postopek prisilne poravnave se je nad kranjskim podjetjem začel februarja 2006. Iz bilance stanja na dan 19. 2. 2006 je razvidno, da podjetje ni bilo prezadolženo ali kapitalsko neustrezno, kar pomeni, da uprava podjetja ni čakala tako dolgo, da bi dolgovi presegli vrednost premoženja, torej da bi kapital postal negativen (Iskraemeco, d. d. 2015).

#### **Predlog prisilne poravnave**

Načrt finančne reorganizacije (NFR)<sup>25</sup> je bil med postopkom prisilne poravnave večkrat spremenjen, tako da je na koncu obveljala tretja različica NFR. Iskraemeco je v postopku prisilne poravnave do njene potrditve izkusil mnoge težave, s katerimi se

---

<sup>25</sup> Leta 2006 je v Sloveniji veljal predhodnik ZFPPIPP, in sicer Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji, v katerem se je zdajšnji načrt finančnega prestrukturiranja imenoval načrt finančne reorganizacije. Namen obeh načrtov je popolnoma enak, tj. predstavitev poteka finančnega prestrukturiranja dolžnika.

spopadajo dolžniki, ko poskušajo usklajevati želje na eni strani upnikov in na drugi strani lastnikov. Lastništvo Iskraemeca je bilo namreč pred začetkom prisilne poravnave razkrojeno med šest skupin lastnikov, med katerimi so bili največji družba pooblaščenka Iskraemeco DUS, d. d. (51,35 odstotka), Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d. (KAD) (25,93 odstotka), in Slovenska odškodninska družba, d. d. (SOD) (10,62 odstotka). Ker je bila kot eden izmed načinov finančnega prestrukturiranja v načrtu navedena tudi dokapitalizacija Iskraemeca in s tem pridobitev svežih likvidnih sredstev, so lastniki vedeli, da dokapitalizacija pomeni izgubo lastništva, nad čimer niso bili preveč navdušeni. Med celotnim postopkom prisilne poravnave so zato potekala ostra pogajanja, in to predvsem med lastniki o tem, kdo naj bi družbo dokapitaliziral in po kolikšni ceni. Najbolj so se kresala mnenja med večinsko lastnico družbo pooblaščenko in paradržavnima skladoma. Slednja se namreč nista strinjala, da bi Iskraemeco dokapitalizirala družba pooblaščenka ali pa Engrotuš. Hkrati so bile na strani sklada tudi banke, ki so predstavljale najpomembnejšo skupino upnikov. Dolgotrajna pogajanja in medsebojna nasprotovanja med lastniki pa so izjemno slabo vplivala na delovno okolje in poslovanje podjetja, saj je moralo podjetje zadržati več pogodb s partnerji, pogodba z velikim belgijskim kupcem pa je celo propadla (STA 2006).

Nezadovoljstvo različnih skupin upnikov z načrtom finančne reorganizacije in s potekom postopka prisilne poravnave se je kazalo tudi v vložitvi ugovora zoper vodenje postopka prisilne poravnave. Ugovor so vložile banke upnice in Iskra Mehanizmi, ker niso bili zadovoljni s potekom postopka prisilne poravnave. Menili so namreč, da je podjetje sposobno poravnati obveznosti do upnikov, torej da je Iskraemeco likviden in da je prisilna poravnava zgolj instrument oškodovanja in izigravanja upnikov. Ugovor so pozneje umaknili, ker so upniki med pogajanjem z lastniki in upravo dosegli spremembo NFR, ki je bil za upnike sprejemljivejši.

Uprava Iskraemeca je po mesecih pogajanj in spreminjanj NFR pristala na zahteve upnikov, tako da je na koncu obveljala tretja različica NFR, ki so jo upniki konec avgusta 2006 tudi potrdili. Predlog, ki so ga upniki potrdili, je obvezoval Iskraemeco k stoodstotnemu poplačilu bank upnic v osmih letih, pri čemer so banke pristale na dveletni moratorij na odplačilo glavnice. Za druge upnike je obveljalo 80-odstotno poplačilo v štirih letih. Da so banke upnice in drugi upniki prisilno poravnavo potrdili, je morala uprava poleg spremembe načrta in predloga upnikom zagotoviti, da bosta Iskraemeco dokapitalizirala samo KAD in SOD, in ne večinske lastnice družbe pooblaščenke (Iskraemeco, d. d. 2015).

Med metodami finančnega prestrukturiranja je bilo v NFR predvideno tudi povečanje osnovnega kapitala Iskraemeca za 2,75 milijarde tolarjev, pri čemer pa družba pooblaščenka Iskraemeco DUS ni sodelovala, tako da sta nova največja delničarja postala paradržavna sklada KAD in SOD (skupaj sta dosegla 62,13 odstotka lastništva)

(Simončič 2007, str. 36). Hkrati z reprogramiranjem bančnih posojil, zmanjšanjem in odložitvijo obveznosti do navadnih upnikov in izvedbo dokapitalizacije je NFR vseboval tudi druge ukrepe poslovnega prestrukturiranja, med njimi zmanjšanje števila zaposlenih zaradi ukinitve delovnih mest in zmanjšanja potreb po delavcih, povečanje prodaje, reorganizacijo prodajne funkcije in prodajne organiziranosti, znižanje stroškov z izločitvijo nekaterih poslovnih dejavnosti zunanjim dobaviteljem, vzpostavitev proizvodnje preprostih proizvodov v državah z nižjo ceno delovne sile in izločitev aktivnosti, ki ne dodajajo vrednosti (Iskraemeco, d. d. – IEMG 2006, str. 20).

### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi**

Po potrjeni prisilni poravnavi se je podjetje intenzivno posvetilo izboljšanju poslovanja in septembra 2006 podpisalo pogodbo z največjim nizozemskim elektrodistributerjem Nuonom za postavitev manjšega sistema za daljinsko odčitavanje števec v gospodinjstvu, katerega vrednost je bila ocenjena na 2,5 milijona evrov. Vzporedno z izvajanjem ukrepov poslovnega prestrukturiranja je potekala tudi menjava vodstva. Sledila je dokapitalizacija podjetja, pri čemer sta KAD in SOD oktobra 2006 postala večinska lastnika Iskraemeca. Sredstva iz dokapitalizacije so bila sprva namenjena za zagotovitev normalnega poslovanja družbe. Nova večinska lastnika sta se skupaj z novo upravo zavezala, da se mora podjetje razvijati, za kar pa je treba poiskati ustreznega strateškega partnerja, ki bi omogočal in zagotovil dolgoročni razvoj in obstoj podjetja. Paradržavna sklada sta bila torej samo začasna lastnika, ki sta želela čim bolje prodati svojo naložbo, hkrati pa za podjetje poiskati dobrega lastnika, ki bi sredstva vložil v razvoj podjetja. Osnovno vodilo pri iskanju strateškega partnerja je bilo, da slednji pozna posel proizvodnje električnih števec in da je njegova vizija kompatibilna z vizijo Iskraemeca (Iskraemeco, d. d. 2015).

Dobro leto po potrjeni prisilni poravnavi (novembra 2007) so predstavniki dozdajšnjih večinskih lastnikov družbe Iskraemeco sklenili pogodbo za odprodajo 97,6-odstotnega deleža družbe Iskraemeco. Novi lastniki, družbi iz egipčanske skupine El Sewedy, so predstavili svoje izkušnje na področju električnih števec in svojo vizijo glede prihodnjega poslovanja družbe Iskraemeco. Kapitalska družba, d. d., Slovenska odškodninska družba, d. d., Iskraemeco DUS, d. d., KD Kapital, d. o. o., Adriatic Slovenica, d. d., in PM & A, investicijsko podjetje, d. o. o., so na osnovi zahtevnega in dolgotrajnega prodajnega postopka svoje lastniške deleže v družbi Iskraemeco prodale strateškima partnerjema, družbama El Sewedy Cables SAE in El Sewedy Electrometer Egypt po ceni 101,50 evra za delnico (ibid.).

Na osnovi dolgotrajnih pogovorov in pogajanj sta se za najprimernejša strateška lastnika izkazali družbi El Sewedy Cables SAE in El Sewedy Electrometer Egypt. Obe sta članici skupine El Sewedy, ki ima več kot 60-letne izkušnje na področju elektroindustrije, hkrati pa se podjetje El Sewedy Electrometer Egypt ukvarja s

proizvodnjo električnih števecov, tako da ta posel zelo dobro pozna. Kupca sta se ob nakupu zavezala, da bosta ohranila sedež podjetja v Kranju in da bosta ohranila Iskraemecov lastni razvojni oddelek, hkrati pa da bosta v nadaljnjih štirih letih investirala do 30 milijonov evrov za razvoj podjetja, ohranila število delovnih mest, izboljšala tržne deleže na mednarodnih trgih, utrdila razvoj pridruženih podjetij v Indiji in Maleziji ter izboljšala tako finančno upravljanje družbe kot upravljanje informacijskih sistemov (Kapitalska družba, d. d. 2007).

Leta 2011 so na skupščini Iskraemeca iztisnili preostalih 27 malih delničarjev, ki so imeli v rokah 0,18 odstotka lastništva. S to potezo je večinski lastnik El Sewedy postal stoddostni lastnik podjetja. S pridobitvijo celotnega lastništva so Egipčani želeli omogočiti lažje in dejavnejše upravljanje ter učinkovitejše organiziranje dejavnosti podjetja (MMC RTV SLO 2011).

Kljub zavezam novega lastnika o ohranitvi delovnih mest pa je bilo seveda težko pričakovati, da bi podjetje lahko delovalo v enaki sestavi, glede na to, da je bilo treba izvesti poslovno prestrukturiranje. Proizvodnjo so lastniki namreč prestrukturirali v smeri opuščanja mehanskih števecov in osredinjenja na proizvodnjo elektronskih števecov. Preusmeritev proizvodnje na izdelavo elektronskih števecov seveda zahteva drugačno strukturo kadra, zaradi česar so zaposlitev dobili številni inženirji, medtem ko se je število nekvalificiranega kadra zmanjševalo. Podjetje je v zadnjih sedmih letih zmanjšalo obseg zaposlenih z več kot 1200 na 800. V zadnjih letih se je podjetje srečevalo z negativnimi gospodarskimi trendi, ki so bili posledica vsesplošne finančne krize in turbulentnih političnih razmer na izvoznih trgih. Zahtevne gospodarske okoliščine je do zdaj podjetje dobro obvladovalo, kar je posledica nenehnega bedenja nad stroški, tveganjem in optimizacijo poslovanja (Tekavec 2014).

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

Marca 2014, osem let po začetku prisilne poravnave, je kranjska tovarna števecov poplačala vse obveznosti iz prisilne poravnave. Upnikom je Iskraemeco poplačal skupaj več kot 58 milijonov evrov obveznosti, pri čemer so bila vsa plačila izvedena v postavljenih rokih in v skladu z določili v NFR. Iskraemeco spada med šest odstotkov podjetij, ki jim je uspelo poplačati vse obveznosti iz prisilne poravnave, pri čemer je podjetje, ki je poplačalo največji dolg, gledano absolutno in relativno (Cvelbar 2014).

Poslovanje podjetja Iskraemeco je bilo v znamenju mnogih kriz. Leta 2006 je podjetje beležilo kar 29.602.178 evrov izgube, kar je mogoče pripisati velikemu upadu realizacije in likvidnostnemu pritisku pri plačilu avansov dobaviteljem zaradi zmanjševanja zaupanja dobaviteljev in kupcev (tabela 37). Leta 2007, ki ga je močno zaznamovala menjava lastništva, se je izguba matične družbe znižala na 5,3 milijona evrov, kar je posledica zniževanja splošnih stroškov poslovanja, zniževanja dolgoročnih poslovnih obveznosti, podaljševanja plačilnih rokov dobaviteljem in zagotavljanje

vsesplošne plačilne discipline tako na strani poravnavanja terjatev kakor tudi obveznosti. Hkrati je podjetje poravnalo redni obrok do dobaviteljev (nezavarovanih upnikov), kakor je nalagal potrjeni NFR. Leta 2008 je podjetje beležilo pozitiven rezultat, kar je treba pripisati boljši dobičkonosnosti proizvodnje in prodaji nekaterih kategorij aktive, prav tako pa je prišlo tudi do zmanjšanja zadolženosti in s tem izboljšanja finančnega položaja družbe. Leta 2009 je poslovni izid upadel predvsem zaradi vsesplošne krize, ki je zajela vse svetovne trge. Leto pozneje je podjetje beležilo negativen poslovni izid, ki je bil posledica svetovne gospodarske krize in predvsem tudi večjega obsega reorganizacije in usmeritve na novo generacijo pametnih števec. Hkrati je potekala tudi vzpostavitev nove proizvodnje linije za pametne števece v podjetju Iskraemeco Sarajevo. Poslovno leto 2011 je bilo še v znamenju negativnih trendov, medtem ko je bilo poslovno leto 2012 za Iskraemeco izjemno dobro, saj so se prihodki glede na prejšnje leto povečali za kar 40 odstotkov (na 95 milijonov evrov), ob tem pa je dobiček znašal več kot 4,8 milijona evrov. V omenjenem letu so se namreč obrestovali nekajletno vlaganje v nizozemski trg in preboji na trg Paragvaja in Slovaške. Poleg vlaganja v trg je podjetje intenzivno vlagalo v raziskave in razvoj, tako da je zadovoljilo in prestalo več kakovostnih presoj in pregledov pametnih števec. Pozitivni trend poslovanja se je nadaljeval tudi v letu 2013, ko je podjetje beležilo več kot 8,64 milijona evrov dobička. V omenjenem poslovnem letu je Iskraemeco dolgoval le še 2,1 milijona obveznosti od začetnih 58 milijonov evrov obveznosti iz prisilne poravnave, ki pa jih je dokončno poplačal v letu 2014. Padeč prihodkov in posledično dobička v letu 2014 je treba pripisati zamudi pri celovitih uvedbah pametnega merjenja pri večjih evropskih elektropodjetjih zaradi nejasne evropske zakonodaje in zapletenosti pri javnih razpisih (Letna poročila Iskraemeca, d.d. 2006-2014).

Tabela 37: Čisti poslovni izid obračunskega obdobja po letih (2006–2014) za Iskraemeco, d. d., v evrih

Leto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Čisti poslovni izid	-29.602.178	-5.339.639	5.032.131	95.121	-970.931	-1.111.669	4.886.135	8.642.731	637.489

Vir: Letna poročila Iskraemeca, d. d. (obdobje 2006–2014)

Podatki iz bilanc stanja kažejo, da se je Iskraemeco, d. d., od uvedbe prisilne poravnave do leta 2014 izjemno razdolžil, na drugi strani pa so v podjetju dezinvestirali mnoge finančne naložbe, ki bodisi niso bile dobičkonosne bodisi se niso ujemale z vizijo podjetja (tabela 38). Podjetje je postalo vitkejše in učinkovitejše zaradi prestrukturiranja na treh ravneh. Finančno se je torej prestrukturiralo na način odpisa dolgov in odložitve roka za poplačilo navadnih upnikov ter reguliranja obveznosti do ločitvenih upnikov. Podjetje se je tudi lastniško prestrukturiralo, in sicer v dveh delih; sprva so se zaradi dokapitalizacije, ki jo je predvidel NFR, spremenili deleži med obstoječimi lastniki, nato pa so eno leto po potrjeni prisilni poravnavi večinski lastnik

postali Egipčani. Iskraemeco se je tudi zaradi večletnega poslovnega prestrukturiranja v osmih letih razvil v enega izmed vodilnih proizvajalcev elektronskih števecv.

Tabela 38: Analiza finančnega položaja Iskraemeca, d. d., na dan uvedbo prisilne poravnave (19. 2. 2006), na presečni dan 31. 12. 2006 in na dan 31. 12. 2014 (v evrih)

Presečni datum bilance stanja	19. 2. 2006	31. 12. 2006	31. 12. 2014
<b>SREDSTVA</b>	103.284.569	84.766.632	58.248.004
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	31.207.616	26.126.744	30.351.399
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve		563.718	3.798.352
Opredmetena osnovna sredstva	24.162.248	20.019.137	19.632.198
Dolgoročne finančne naložbe	6.873.064	3.798.133	1.969.079
Dolgoročne poslovne terjatve	172.304	1.745.756	231.227
Odložene terjatve za davek			4.720.543
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	66.957.115	58.518.180	27.896.605
Zaloge	32.969.930	25.692.822	7.395.829
Kratkoročne finančne naložbe	2.493.261	8.625.522	25.057
Kratkoročne poslovne terjatve	30.538.558	23.361.160	15.673.742
Denarna sredstva	955.366	838.676	4.801.977
<b>KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	5.119.838	121.708	
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	103.284.569	84.766.632	58.248.004
<b>KAPITAL</b>	28.795.860	16.903.965	36.645.577
Vpoklicani kapital	9.448.715	15.833.292	15.833.572
Kapitalske rezerve	15.962.193		
Rezerve iz dobička	19.332.303	1.070.673	2.386.320
Presežek iz prevrednotenja			10.970.244
Preneseni čisti dobiček			6.849.826
Prenesena čista izguba	-13.627.228		
Čisti dobiček poslovnega leta			605.615
Čista izguba poslovnega leta	-2.320.122		
<b>REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	5.200.634	4.756.929	4.661.421
Rezervacije	5.200.634	4.756.929	4.661.421
Dolgoročne pasivne časovne razmejitve			
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	28.188.099	48.193.295	170.213
Dolgoročne finančne obveznosti	28.188.099	36.556.440	170.213
Dolgoročne poslovne obveznosti		11.636.855	
Odložene obveznosti za davek			
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	38.572.905	12.366.443	16.770.793
Kratkoročne finančne obveznosti	8.365.719	20.940	3.667.376
Kratkoročne poslovne obveznosti	30.207.186	12.345.503	11.254.195
Druge kratkoročne obveznosti			1.849.222
<b>KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	2.527.070	2.546.000	

Vir: Iskraemeco, d. d. (2007, 2015); Simončič (2007, str. 23, 24)



Pri analizi finančnega položaja podjetja na dan 31. 12. 2014 lahko razberemo, da kategorija kapitala predstavlja več kot polovico vseh obveznosti do virov sredstev, preostali del obveznosti pa se večinoma nanaša na kratkoročne obveznosti. Pri obveznostih do tujih virov sredstev prednjačijo kratkoročne poslovne obveznosti, kar bi lahko bilo zaskrbljujoče, predvsem z vidika obratnega kapitala, vendar postavke na aktivih (kratkoročna sredstva) delujejo kot protiutež. Primerjava kratkoročnih obveznosti in kratkoročnih sredstev kaže na dobro obvladovanje obratnega kapitala. Poslovno leto 2014 je bilo za Iskraemeco polno izzivov, saj so bile poplačane vse obveznosti iz prisilne poravnave, hkrati pa se je podjetje moralo soočiti z zapletenimi javnimi razpisi in nejasno evropsko zakonodajo na področju pametnega merjenja električne energije.

### **7.2.1.2 Steklarna Rogaška, d. d.**

#### **Vzroki za insolventnost**

Steklarna Rogaška, d. d., svoje znanje izdelave in oblikovanja kristalnih izdelkov črpa iz skoraj 350-letne tradicije. Na začetku 20. stoletja je zato prišlo do združevanja preostanka takratne steklarske industrije in tako je Viljem Abel, lastnik Združenih tvornic stakla, leta 1926 zgradil steklaro pri Svetem Križu, današnjo Steklarno Rogaška. Ta je z izjemnim uspehom proizvodnjo začela leta 1927 (Steklarna Rogaška, d. o. o. 2015a). Na začetku 21. stoletja so se za Steklarno Rogaška začele težave, saj so jo bremenile pretekle in tekoče obveznosti, ki jih ni zmogla sproti poravnati. Hkrati s poplačilom dolgov bi moralo podjetje sproti obnavljati dotrajane talilne peči, za kar pa seveda ni bilo denarja. Uprava steklarne je bila zato januarja 2005 prisiljena vložiti predlog za začetek postopka prisilne poravnave. Na osnovi izračunov, ki jih je uprava izvedla v okviru analize finančnega položaja in poslovanja podjetja, je podjetje na presečni dan uvedbe prisilne poravnave 12. 1. 2005 izkazovalo negativni kapital v višini 6,5 milijarde tolarjev in za 13,4 milijarde tolarjev finančnih in poslovnih obveznosti, kar pomeni, da je bila Steklarna Rogaška prezadolžena, kapitalsko neustrezna, hkrati pa tudi trajneje nelikvidna. Prisilna poravnava je bila zanjo edini možni izhod v iskanju rešitve za trajno sanacijo, hkrati pa je pomenila obliko začasne zaščite pred »plenjenjem« upnikov (Steklarna Rogaška, d. d. 2005, str. 3–6).

#### **Predlog prisilne poravnave<sup>26</sup>**

Dolжник je v načrtu finančne reorganizacije (NFR) terjatve razvrstil v več razredov, pri čemer je navadnim upnikom ponudil 20-odstotno poplačilo njihovih terjatev v roku enega leta po pravnomočnosti sklepa o potrjeni prisilni poravnavi. Za del terjatev ločitvenih upnikov je predlagal konverzijo terjatev v osnovni kapital steklarne.

---

<sup>26</sup> Povzeto po: Steklarna Rogaška, d. d. (2005, 2006, str. 5–15).

Steklarna je tudi primer podjetja, ki kar nekaj časa ni plačevala davkov in prispevkov na plače, zato je za omenjene obveznosti predlagala odpust obveznosti v celoti. Hkrati ni plačevala dela prispevkov iz naslova beneficirane delovne dobe, za kar pa je ponudila stoo odstotno brezobrestno poplačilo teh obveznosti v obdobju enega leta po pravnomočnosti prisilne poravnave.

Uprava steklarne je avgusta 2005 sklicala skupščino, ki je sprejela sklep o poenostavljenem zmanjšanju osnovnega kapitala z namenom pokrivanja izgube in povečanja osnovnega kapitala za dve milijardi tolarjev z novimi denarnimi ali stvarnimi vložki. Tovrstni sklep je skupščina sprejela pod pogojem, da je prisilna poravnava izglasovana. S konverzijo terjatev v osnovni kapital podjetja bi se ločitveni upniki odpovedali ločitveni pravici v tistem delu, v katerem bi terjatve spremenili v delnice dolžnika.

Upniki so novembra 2005 z 91,8 odstotka glasov podprli prisilno poravnavo, pri čemer so se tudi banke v skladu s sklepom skupščine obvezale za konverzijo dela terjatev v delnice steklarne. Po pravnomočnosti prisilne poravnave so bile prvotne delnice razveljavljene zaradi zmanjšanja osnovnega kapitala in v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev so bile vpisane nove delnice v skupni višini dveh milijard tolarjev. Svoje terjatve so v kapital konvertirale naslednje banke upnice: NLB, d. d. (600 mio.), NKBM, d. d. (600 mio.), Banka Celje, d. d. (600 mio.) in SKB Banka, d. d. (200 mio.). S konverzijo terjatev v lastniške deleže podjetja je steklarna dobila nove lastnike. Na dan uvedbe prisilne poravnave je bil največji delničar v višini 82,76 odstotka vseh delnic Rogaška Crystal Holding, d. d., v katerem so delnice združili zaposleni v steklarni. Po potrjeni prisilni poravnavi in uspešni dokapitalizaciji s stvarnimi vložki se je lastniška struktura drastično spremenila. Na presečni dan 31. 12. 2005 so NLB, d. d., NKBM, d. d., Zvon ena holding, d. d., imeli v lasti vsak po 30 odstotkov vseh delnic, SKB Banka, d. d., pa desetodstotno lastništvo Steklarne Rogaška.

### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi<sup>27</sup>**

Uprava Steklarne Rogaška je v NFR navedla tudi ukrepe poslovnega prestrukturiranja, pri čemer je izpostavila kadrovske prestrukturiranje, za katero je izdelala tudi program o prenehanju delovnih razmerij zaradi finančne reorganizacije družbe. V okviru omenjenega programa je dolžnik predvidel znižanje števila zaposlenih za 240 delavcev. Hkrati je uprava v NFR predvidela ukrepe na področju investicij v obnovo talilnih agregatov in s tem povečanje obsega prodaje. Poleg tega sta bila med ukrepi navedena tudi krepitev tržnih aktivnosti na obstoječih tržiščih in vstop na nove trge. Na področju

---

<sup>27</sup> Povzeto po: Računsko sodišče RS (2007, str. 5–9).

proizvodnje je dolžnik predvidel tudi racionalizacijo proizvodnih stroškov, ki so vezani na embalažo in energijo.

Steklarna Rogaška je med prisilno poravnavo odpustila 195 delavcev, 50 jih je podjetje zapustilo prostovoljno. Kakor v primeru Iskraemeca je steklarna določene presežne delavce odpustila, medtem ko je na drugi strani dodatno zaposlila kvalificirani kader, ki ga je podjetje v danem trenutku nujno potrebovalo. Vseskozi (tako med prisilno poravnavo kot tudi pozneje) se je uprava morala pogajati s sindikatom delavcev glede plač in preostalih obveznosti, ki jih je podjetje dolgovalo delavcem. Hkrati se je podjetje srečevalo tudi z različnimi vodstvenimi problemi (od zamenjave direktorjev in kazenskih ovadb vodilnih do različnih lastnikov), zastarelo proizvodnjo in s hitro rastočo konkurenco, zaradi česar je bilo normalno poslovanje steklarne venomer oteženo.

V letih po potrjeni prisilni poravnavi se je v podjetju kljub notranjim težavam odvila vrsta dezinvesticijskih dejavnosti, med njimi prodaja deleža matične družbe Rogaška Crystal Holding, d. d., prodaja deleža v Rogaški Commerce, d. o. o., prodaja hotela Soča, prodaja družb Rogaška les, d. o. o., Steklarna Luminos, d. d., itd. Izvedeni so bili tudi sanacija talilne peči in določeni ukrepi ekološkega prestrukturiranja v smislu ureditve dodatnih deponij za odlaganje odpadkov. Na področju tržnega prestrukturiranja je steklarna izdelala nove modele in zgradila prodajno mrežo v Sloveniji, na območjih evropskega in bližnjevzhodnega trga in s tem dosegla načrtovano razpršenost prodaje.

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

Steklarna Rogaška je v enem letu po pravnomočno potrjeni prisilni poravnavi poplačala vse navadne upnike v skladu z načrtom. Takratni direktor je z okrog sto upniki dosegel sporazum o predčasnem diskontnem poplačilu terjatev. Obveznosti iz naslova neplačanih davkov in prispevkov na plače pa so bile na podlagi dogovora z davčnim uradom regulirane in poplačane v roku dveh let od pravnomočno potrjene prisilne poravnave. Republika Slovenije je terjatve davčne uprave do steklarne odstopila Slovenski odškodninski družbi, d. d. (SOD). Steklarna je nato te obveznosti delno poravnala z gotovino, preostali del pa je SOD konvertiral v lastniški delež podjetja. Pravnomočnost prisilne poravnave je prinesla tudi bistvene spremembe v lastniški strukturi, saj so banke postale nove lastnice Steklarne Rogaška s konverzijo svojih terjatev v lastniške deleže. Preostanek finančnih terjatev do steklarne so banke reprogramirale v nove dolgoročne kredite z zapadlostjo 15 let. (Računsko sodišče RS 2007, str. 5–9; Delo 2006). Steklarna Rogaška se je leta 2014 statusno preoblikovala iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo.

Steklarna Rogaška je od potrditve prisilne poravnave vse do danes zamenjala že veliko lastnikov. Maja 2015 so jo dokončno kupili Finci, in sicer je skupina Fiskars Corporation

kupila celotno skupino WWRD, ki je obsegala Steklarno Rogaška, Waterford, Wedgewood, Royal Doulton in Royal Albert. Fiskars je najstarejše finsko podjetje, deluje pa že od leta 1649 in je vodilni svetovni ponudnik izdelkov za dom, vrtove in zunanjo ureditev. S tem ko je steklarna prišla pod okrilje finskega giganta, so tudi napovedi za prihodnost svetlejše, saj steklarna dobro dopolnjuje dejavnost finskega lastnika (Steklarna Rogaška, d. o. o. 2015a).

Analiza finančnega položaja Steklarne Rogaška kaže, da je podjetje pod okriljem novega lastnika izboljšalo poslovanje, saj je ustvarilo pozitiven poslovni izid v višini 6.943.933 evrov (tabela 39). Kapital se je v letih po prisilni poravnavi okrepil in s tem je podjetje postalo kapitalsko ustrezno. Steklarna se je v letih po prisilni poravnavi razdolžila, zmanjšala se je tudi kratkoročna zadolženost, izboljšalo se je tudi razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi.

Tabela 39: Analiza finančnega položaja podjetja Steklarna Rogaška, d. d., na dan uvedbe prisilne poravnave (12. 1. 2005), na dan 31. 12. 2005 in na dan 31. 3. 2015<sup>28</sup>

<b>Presečni datum bilance stanja</b>	<b>12. 1. 2005</b>	<b>31. 12. 2005</b>	<b>31. 3. 2015</b>
<b>SREDSTVA</b>	<b>30.216.533</b>	<b>26.946.783</b>	<b>39.497.587</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA	19.499.687	15.382.724	19.646.505
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	49.407	32.545	1.258.061
Opredmetena osnovna sredstva	16.496.824	14.865.423	16.130.995
Naložbene nepremičnine			481.250
Dolgoročne finančne naložbe	2.953.455	484.756	874.561
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0
Odložene terjatve za davek	0	0	901.638
KRATKOROČNA SREDSTVA	10.716.688	11.562.006	19.851.082
Zaloge	4.648.289	4.580.738	8.157.353
Kratkoročne finančne naložbe	1.154.344	289.301	0
Kratkoročne poslovne terjatve	4.892.752	6.121.753	11.672.702
Denarna sredstva	21.303	570.214	21.027
KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	159	2.053	0
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>30.216.533</b>	<b>26.946.783</b>	<b>39.497.587</b>
KAPITAL	-27.252.971	-2.893.540	11.913.722
Vpoklicani kapital	4.836.680	8.345.852	21.600.000
Kapitalske rezerve	0	0	600.000
Rezerve iz dobička	963.562	0	0
Presežek iz prevrednotenja	6.837.248	0	-9.618
Preneseni čisti dobiček	0	0	0
Prenesena čista izguba	-37.763.612	-3.625.563	-10.276.660
Čisti dobiček poslovnega leta	0	0	0
Čista izguba poslovnega leta	0	-7.613.829	0
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	488.850	488.850	1.391.766
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	37.184.427	16.150.225	13.990.268
Dolgoročne finančne obveznosti	36.960.599	16.122.221	13.940.335
Dolgoročne poslovne obveznosti	223.827	28.005	49.933
Odložene obveznosti za davek	0	0	0
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	17.651.177	12.604.653	11.197.333
Kratkoročne finančne obveznosti	2.501.761	1.226.890	542.276
Kratkoročne poslovne obveznosti	15.149.416	11.377.762	10.655.057
KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	976.990	142.968	1.004.498

Vir: Steklarna Rogaška, d. d. (2005, str. 7–10, 2006, str. 18–20, 2015b, str. 43–45)

<sup>28</sup> Steklarna Rogaška je namreč spremenila trajanje poslovnega leta, in sicer od 1. 4. 2014 do 31. 3. 2015 in analogno za naslednja leta. Poslovno leto ni več enako koledarskemu.

### **7.2.1.3 KG-EKO, d. o. o.**

#### **Vzroki za insolventnost<sup>29</sup>**

KG-EKO, d. o. o., je prav tako eno izmed redkih podjetij, ki je uspešno dokončalo postopek prisilne poravnave in poplačalo vse upnike. KG-EKO je v primerjavi z Iskraemecom in s Steklarno Rogaška vodilo postopek prisilne poravnave po novem zakonu ZFPPIPP, kar pa vpliva na postopek z vidika rokov, dokumentacije in proceduralnih zadev, medtem ko je namen prisilne poravnave enak tako pod ZFPPIPP kot tudi pod ZPLS. KG-EKO je majhno podjetje, ki je bilo na dan 31. 12. 2009 v stoddstotni lastni družbe Marmat, d. o. o., katerega stoddstotni lastnik je prav direktor podjetja KG-EKO. Podjetje KG-EKO deluje na področju gradbeništva, ki je bilo v letih 2008 in 2009 še posebej na preizkušnji. Ob prvih znakih gospodarske krize so se razmere v gradbeništvu izjemno poslabšale, kajti investicije so se praktično zaustavile. Pri tem se je drastično zmanjšalo povpraševanje po proizvodih in storitvah družbe KG-EKO. Hkrati s poslabšanjem razmer na trgu se je podjetje pred uvedbo prisilne poravnave srečevalo z nelojalno konkurenco znotraj dejavnosti, s podaljševanjem plačilnih rokov in z nepriznavanjem izdanih računov pri naročnikih, s slabo zavarovanimi posli in z njihovo izterjavo, visokimi fiksnimi stroški poslovanja in drugim. Zaradi poslabševanja poslovanja podjetja in kopičenja težav je moral direktor konec leta 2009 razglasiti insolventnost podjetja. Pri ugotavljanju kriterijev insolventnosti na dan 31. 12. 2009 je dolžnik ugotovil, da je trajneje nelikviden in dolgoročno plačilno nesposoben (prezadolžen in kapitalsko neustrezen). Marca leta 2010 je bil na sodišče podan predlog za začetek postopka prisilne poravnave nad podjetjem KG-EKO, d. o. o., pri čemer je sodišče 13. aprila 2010 s sklepom začelo postopek prisilne poravnave nad omenjenim podjetjem.

#### **Predlog prisilne poravnave**

Dolžnik je v načrtu finančnega prestrukturiranja (NFP) ponudil imetnikom navadnih terjatev, ki so na presečni dan znašale 1.304.100 evrov, bodisi zmanjšanje terjatev za 65 odstotkov in odlog plačila preostanka navadnih terjatev v višini 35 odstotkov za tri mesece od pravnomočnosti potrjene prisilne poravnave ter obrestovanje preostanka terjatev po letni obrestni meri 4,20 odstotka bodisi prenos navadnih terjatev na dolžnika kot stvarni vložek na podlagi povečanja osnovnega kapitala dolžnika. Dolžnik je torej v načrtu navadnim upnikom ponudil zmanjšanje in odložitev zapadlosti terjatev ter alternativni predlog konverzije terjatev v osnovni kapital podjetja. Prag uspešnosti konverzije je dolžnik določil pri 300.000 evrih (KG-EKO, d. o. o. 2010a, str. 22–24). V NFP dolžnik ni predvidel poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala za pokrivanje nepokrite izgube, ki jo je podjetje izkazovalo na dan 31. 12. 2009, zaradi

---

<sup>29</sup> Povzeto po: KG-EKO, d. o. o. (2010a).

česar so upniki na drugi seji upniškega odbora zahtevali spremembo NFP. Zmanjšanje osnovnega kapitala za pokrivanje izgube namreč pomeni, da se morajo obstoječi lastniki odpovedati lastništvu v podjetju, ker se osnovni kapital zniža na nič in s konverzijo terjatev v lastniške deleže postanejo upniki novi lastniki podjetja. Hkrati so upniki zahtevali podroben vpogled v poslovanje KG-EKO s povezanima podjetjema Gradnje Žveplan, d. o. o., in Marmat, d. o. o. (KG-EKO, d. o. o. 2010b).

Junija 2010 je upraviteljica v postopku prisilne poravnave na sodišče vložila ugovor proti vodenju postopka prisilne poravnave nad insolventnim dolžnikom KG-EKO, saj je menila, da je dolžnik ravnal v nasprotju s 151. členom ZFPPIPP. Omenjeni člen se nanaša na omejitev dolžnikovih poslov v postopku prisilne poravnave z namenom preprečitve oškodovanja upnikov in preferiranja enega izmed njih. Upraviteljica je v ugovoru navedla, da je kršitve neenakomernega obravnavanja upnikov dolžnik storil z lastniško in vodstveno povezanim podjetjem Gradnje Žveplan. Iz zapisnika o naroku za obravnavo ugovora je razvidno, da je upraviteljica vztrajala pri kršitvah dolžnika v zvezi s preferiranjem nekaterih upnikov, vendar pa je tudi pojasnila, da je dolžnik nedvomno sposoben poravnati obveznosti na način, naveden v načrtu. Upniki kot zaposleni so izrazili željo, da podjetje še naprej deluje in da ne gre v stečaj. Glede na zainteresiranost upnikov o nadaljevanju postopka prisilne poravnave in ohranitvi podjetja je upraviteljica umaknila ugovor proti vodenju postopka (Okrožno sodišče v Ljubljani 2010a). Sodišče je nadaljevalo postopek prisilne poravnave in septembra 2010 izdalo poziv upnikom za vpis in vplačilo novih poslovnih deležev. Upniki so na podlagi poziva prenesli za 857.816,95 evra terjatev, vzporedno s konverzijo terjatev v osnovni kapital družbe pa so drugi upniki, ki niso konvertirali terjatev, glasovali o sprejetju prisilne poravnave na klasičen način z glasovnicami. Upošteevajoč konverzijo in navadno glasovanje, je za sprejetje prisilne poravnave glasovalo zneskovno 88,72 odstotka upnikov z navadnimi terjatvami. Po konverziji terjatev v osnovni kapital podjetja je v lastništvo vstopilo šest upnikov, pri čemer večinski poslovni delež pripada družbi Gradnje Žveplan, d. o. o. (Rozman 2010). Sodišče je decembra 2010 objavilo sklep o potrditvi prisilne poravnave (Okrožno sodišče v Ljubljani 2010b).

Kakor je razvidno iz navedenega, je bilo za potrditev prisilne poravnave potrebnega veliko usklajevanja med upniki, lastniki oz. upravo ter upraviteljico. Želja upnikov po uspešnem prestrukturiranju podjetja in nadaljevanju dejavnosti, razumnost upraviteljice in dobra komunikacija med omenjenimi deležniki podjetja so prispevali k potrditvi postopka prisilne poravnave in podjetju omogočili, da na novo zaživi.

### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi**

V NFP je dolžnik navedel druge ukrepe finančnega prestrukturiranja, kot so pospešena izterjava in unovčevanje terjatev, zmanjšanje fiksnih stroškov (stroškov dela, obresti, leasinga), dezinvestiranje poslovno manj potrebnega premoženja in znižanje drugih

stroškov poslovanja. Pri zniževanju drugih stroškov poslovanja je dolžnik opisal tudi ukrepe poslovnega prestrukturiranja, saj obvladovanje stroškov poslovanja zahteva temeljito optimizacijo in reorganizacijo poslovnih procesov. Pri tem je dolžnik navedel uporabo pretežno lastnih prevoznih sredstev za prevoz betona, cementa in peska, omejitev poslovanja na donosne posle s plačili pred prevzemom blaga, poslovanje izključno na osnovi dobavljenih agregatov – peska, saj proizvodnja na osnovi lastne surovine v danem trenutku ni bila mogoča, podjetje pa je v NFP predvidelo tudi večjo investicijo v prestavitev silosov za betonarno na drugo lokacijo. Dolžnik je po potrditvi prisilne poravnave izvajal omenjene ukrepe, še posebej veliko napora pa je vložil v sprotno izterjavo terjatev in pravočasno zavarovanje tveganja za neplačila, kar se je odrazilo v boljši likvidnosti.

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

Dolžnik je marca 2011, torej v roku treh mesecev po pravnomočno potrjeni prisilni poravnavi, poplačal vse navadne upnike v znesku 220.067,67 evra, kar predstavlja 35 odstotkov terjatev navadnih upnikov (KG-EKO, d. o. o. 2011a). Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij (IBDO 2010, str. 3) razkriva, da je uspešna izpeljava prisilne poravnave temeljila na notarsko overjeni poroštvni izjavi v višini 190.000 evrov, ki jo je podjetju KG-EKO, d. o. o., podalo podjetje Gradnje Žveplan, d. o. o. Pri dokončnem poplačilu terjatev upnikov je bila zelo pomembna vloga ravno povezanega podjetja Gradnje Žveplan, saj je veliko terjatev upnikov KG-EKO prešlo z odstopom na Gradnje Žveplan, kar je razvidno iz poročila upravitelja o izidu glasovanja o sprejetju prisilne poravnave (Rozman 2010).

Dokončno poplačilo navadnih upnikov torej ni bilo vprašljivo, glede na to, da je podjetje po prisilni poravnavi poslovalo z dobičkom, hkrati pa je povezano podjetje Gradnje Žveplan del obveznosti prevzelo nase.

Analiza finančnega položaja podjetja KG-EKO kaže, da se je podjetje s postopkom prisilne poravnave razdolžilo in kapitalsko okrepilo (tabela 40). S postopkom prisilne poravnave, pri katerem je del navadnih upnikov konvertiral svoje terjatve v osnovni kapital podjetja in pri katerem je večina upnikov pristala na zmanjšanje terjatev za 65 odstotkov, je bil odpravljen negativni kapital. S poznejšimi dobički pa je bila odpravljena tudi kapitalska neustreznost. Na presečni dan 31. 12. 2014 je kapital predstavljal več kot 86 odstotkov vrednosti vseh obveznosti do virov sredstev, kar pomeni, da je bilo samo štirinajst odstotkov sredstev financiranih s tujimi viri. Glede obveznosti do tujih virov sredstev so v ospredju kratkoročne obveznosti, večinoma iz poslovanja, ki sicer nekoliko presegajo vrednosti kratkoročnih sredstev, kar bi z vidika obratnega kapitala lahko bilo težavno, vendar je treba upoštevati tudi dejstvo, da je podjetje kratkoročno zadolženost glede na leto 2013 zmanjšalo. Podjetje z



vsesplošnega vidika deluje dobro, glede na to, da je bilo v preteklosti soočeno s hudo krizo, ki pa jo je uspešno premagalo.

Tabela 40: Analiza finančnega položaja podjetja KG-EKO, d. o. o., na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave (31. 12. 2009), na dan 31. 12. 2010 in na dan 31. 12. 2014 (v evrih)

Presečni datum bilance stanja	31. 12. 2009	31. 12. 2010	31. 12. 2014
<b>SREDSTVA</b>	<b>1.838.903</b>	<b>1.824.779</b>	<b>1.501.105</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA	1.435.848	1.365.115	1.315.841
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve			
Opredmetena osnovna sredstva	1.435.848	1.365.115	675.084
Dolgoročne poslovne terjatve			640.757
Odložene terjatve za davek			
KRATKOROČNA SREDSTVA	403.055	453.233	185.264
Zaloge	61.613	13.869	1.194
Kratkoročne finančne naložbe	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	331.062	434.135	176.668
Denarna sredstva	10.380	5.230	7.402
KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	0	6.431	0
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>1.838.903</b>	<b>1.824.779</b>	<b>1.501.105</b>
KAPITAL	-743.907	565.608	1.293.388
Vpoklicani kapital	213.237	1.071.053	1.329.924
Rezerve iz dobička	4.809	4.808	5.385
Presežek iz prevrednotenja			
Preneseni čisti dobiček	56.911		
Prenesena čista izguba		533.156	41.921
Čisti dobiček poslovnega leta		22.903	
Čista izguba poslovnega leta	1.018.864		
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	7.546	7.546	7.546
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	998.576	550.653	
Dolgoročne finančne obveznosti	366.371	159.375	
Dolgoročne poslovne obveznosti	632.205	391.278	
Odložene obveznosti za davek			
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	1.576.688	700.971	200.171
Kratkoročne finančne obveznosti	366.444	430.223	5.191
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.210.244	270.748	194.980
KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	0	0	0

Vir: KG-EKO, d. o. o. (2010, str. 6, 2011b, str. 4, 5); Ajpes (2015)

## **7.2.2 Podjetja, pri katerih je bila prisilna poravnava pravnomočno potrjena, niso pa še dokončno poplačala upnikov**

### **7.2.2.1 LIV Kolesa, d. o. o.**

#### **Vzroki za insolventnost<sup>30</sup>**

LIV Kolesa, d. o. o., je srednje veliko podjetje iz Postojne, ki se ukvarja s proizvodnjo koles in invalidskih vozičkov. Finančna gospodarska kriza ga je leta 2009 zelo prizadela, kajti prihodki so omenjenega leta dosegali le 47 odstotkov prihodkov iz leta 2008. Na drugi strani pa je v obdobje vsesplošne gospodarske krize vstopilo zelo zadolženo, ker je večino svojih sredstev financiralo s tujimi viri, kot so bančni krediti in leasingi. Poslovodstvo je sicer doseglo dogovore z bankami in nekaterimi upniki o moratoriju na odplačilo obveznosti, vendar samo za kratek čas, kar seveda ni bila dolgoročna rešitev. Januarja 2014 je podjetje začelo postopek prisilne poravnave, pri čemer je na presečni dan 31. 9. 2013 izkazovalo za več kot 2,7 milijona evrov negativnega kapitala, kar je izkazovalo prezadolženost in kapitalsko neustreznost, hkrati pa je podjetje bilo tudi trajnejše nelikvidno.

#### **Predlog prisilne poravnave**

V NFP je podjetje LIV Kolesa opisalo predlog prisilne poravnave, ki je učinkoval tako na navadne kot ločitvene upnike. Dolžnik je v NFP ponudil ločitvenim upnikom bodisi konverzijo terjatev v osnovni kapital dolžnika (po alternativnem predlogu v skladu s 144. členom) bodisi prestrukturiranje terjatev ločitvenih upnikov v smislu moratorija na odplačilo glavnice in reguliranje obrestne mere. Navadnim upnikom je dolžnik prav tako ponudil konverzijo terjatev v osnovni kapital ali poplačilo njihovih terjatev v višini 50 odstotkov brezobrestno v štirih letih, tako da upniki vsako leto prejmejo četrtno plačila. Najnižji znesek navadnih in (ali) zavarovanih terjatev, ki so ga morali upniki prenesti na dolžnika kot stvarni vložek, da bi bilo finančno prestrukturiranje uspešno, je znašal 1.850.000 evrov. Zaradi ponujene možnosti ločitvenim upnikom o prestrukturiranju njihovih terjatev je sodišče poleg upniškega odbora navadnih upnikov imenovalo tudi upniški odbor ločitvenih upnikov. Sestava slednjega se je med postopkom prisilne poravnave nad podjetjem LIV Kolesa spremenila, ker je banka NKBM, d. d., prenesla svoje terjatve na Družbo za upravljanje terjatev bank, d. d. (DUTB). Na dan 30. 9. 2013 je dolžnik izkazoval za 11.222.504,08 evra obveznosti do ločitvenih upnikov. Med postopkom prisilne poravnave so bile na DUTB prenesene vse terjatve NKBM in delno terjatve NLB. Skupaj je bilo na DUTB prenesenih 10.755.796,77 evra terjatev, kar pomeni, da je DUTB postal novi in tudi največji zavarovani upnik, pri

---

<sup>30</sup> Povzeto po: LIV Kolesa, d. o. o. (2013).

čemer je na podlagi poziva o vpisu in vplačilu novih osnovnih vložkov v skladu s 193. členom pravočasno konvertiral za 3.107.201,43 evra terjatev v osnovni kapital dolžnika, kar je precej več od postavljenega praga uspešnosti konverzije. Postopek vpisa in vplačila novih deležev je bil uspešen, kar je za LIV Kolesa pomenilo, da je DUTB, d. d., pridobil stoddostni delež lastništva podjetja (Benigar Tošič, 2014).

Hkrati s konverzijo terjatev so navadni in ločitveni upniki tudi glasovali za sprejetje prisilne poravnave. Zanj je glasovalo 74,82 odstotka navadnih in 88,84 odstotka ločitvenih upnikov. Avgusta 2014 je sodišče na podlagi upraviteljevega poročila o uspešnem vpisu in vplačilu deležev ter poročila o glasovanju izdalo sklep o potrditvi prisilne poravnave (Okrožno sodišče v Kopru 2014).

Med postopkom prisilne poravnave je bila izjemno pomembna komunikacija med poslovodstvom podjetja, upraviteljem in upniki, kajti poslovodstvo je moralo pridobiti soglasja upniškega odbora o prodaji določenih sredstev in o odprodaji terjatev. Poslovodstvo je moralo torej pridobiti zaupanje upravitelja in upnikov, da so vsa dejanja izključno v prid podjetju in upnikom.

#### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi**

Hkrati z ukrepi finančnega prestrukturiranja je dolžnik v NFP navedel tudi ukrepe poslovnega prestrukturiranja. Podjetje LIV Kolesa je v načrtu predvidelo prestrukturiranje celotnega področja prodaje, ki je seveda tesno povezano s proizvodnjo. Pri tem je dolžnik poudaril pomembnost razvoja in raziskav za ohranitev in tudi pridobitev večjega tržnega deleža. Predvidel je prestrukturiranje proizvodnje različnih koles, samokolnic, tehničnih proizvodov, komponent za avtomobilsko industrijo, komponent za belo tehniko in sanitarne tehnike, hkrati pa tudi izboljšave v programih cinkanja, preoblikovanja pločevine in brizganja izdelkov. Iz poročil o izvajanju ukrepov dolžnika, objavljenih pri Ajpesu, je razvidno, da se podjetje postopoma poslovno prestrukturira in izvaja ukrepe na področjih, ki jih je navedlo v NFP. Izvajanje omenjenih ukrepov vpliva na boljšo prodajo in na dobičkonosnejše poslovanje (LIV Kolesa, d. o. o. 2015a, 2015b).

Na spletnih straneh DUTB je podjetje LIV Kolesa, d. o. o., izpostavljeno kot primer dobre prakse upravljanja podjetja v težavah. Analiza poslovanja, ki jo je po prenosu terjatev iz NLB in NKBM izvedel DUTB, je pokazala dober potencial podjetja. DUTB je ocenil, da podjetje z več kot dvotretjinskim izvozom uspešno konkurira na mednarodnih trgih in da bi bilo treba za izboljšanje finančnega položaja izvesti tako finančno kakor tudi lastniško prestrukturiranje. DUTB je tako vstopil v stoddostno lastništvo podjetja. Kot odgovoren lastnik se je zavezal, da bo podjetju v prihodnje nudil podporo pri poslovnih in strateških odločitvah, predvsem glede finančnega in poslovnega prestrukturiranja, kar bo vodilo v izboljšanje dobičkonosnosti družbe. Direktor družbe Boris Jelen je ob tem izrazil mnenje, da je tovrsten pristop primer

dobre prakse tudi za druga podjetja v težavah, s perspektivnimi programom, tehnologijo in človeškimi viri in z delovanjem v dobro širšega družbenega okolja. DUTB namerava v prihodnosti prestrukturirano podjetje uspešno prodati in s tem maksimizirati vrednost poplačila za davkoplačevalce. DUTB je v podjetju LIV Kolesa imenoval tudi svojega prokurista (DUTB 2014).

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

V letu 2014 je prišlo do lastniških sprememb, kajti družba DUTB, d. d., je postala večinska lastnica, ker je prišlo do konverzije terjatev upnikov v kapital dolžnika. S poenostavljenim zmanjšanjem osnovnega kapitala je podjetje pokrivalo preteklo izgubo (tabela 41). Hkrati so navadni upniki pristali na 50-odstotni odpis svojih terjatev, kar je razvidno tudi iz zmanjšanja kratkoročnih obveznosti v letu po potrjeni prisilni poravnavi (torej leta 2014). V letu 2015 prednjačijo dolgoročne obveznosti do tujih virov, kar je spodbudno. Kapitalska neustreznost se je poglobila zaradi izgube tekočega leta, kar se kaže v negativnem kapitalu. Trend je zaskrbljujoč, vendar se večinski lastnik tega zaveda, zaradi česar se je lotil sanacije poslovanja tako s pridobivanjem novih kupcev kakor tudi skrbnim optimiziranjem vseh stroškov. Lastnik se tudi nagiba k dokapitalizaciji podjetja, kar bi bilo izvedeno v tem letu.

Rok za poplačilo zadnjega obroka obveznosti do navadnih upnikov se izteče v letu 2018, medtem ko je dokončno poplačilo ločitvenih upnikov predvideno najpozneje do konca leta 2019. V letu 2015 je podjetje poravnalo prvi obrok obveznosti po prisilni poravnavi v višini 241.572,70 evra. Glede na trenutno poslovanje in željo večinske lastnice DUTB, d. d., da podjetje proda strateškemu kupcu, ki bo zagotovil nadaljnji razvoj podjetja, utegne biti LIV Kolesa, d. o. o., tudi eno izmed redkih podjetij, ki bo uspešno končalo postopek prisilne poravnave.

Tabela 41: Analiza finančnega položaja podjetja LIV Kolesa, d. o. o., na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave (30. 9. 2013), na dan 31. 12. 2014 in na dan 31. 12. 2015 (v evrih)

<b>Presečni datum bilance stanja</b>	<b>30. 9. 2013</b>	<b>31. 12. 2014</b>	<b>31. 12. 2015</b>
<b>SREDSTVA</b>	<b>12.262.437</b>	<b>11.037.325</b>	<b>11.446.437</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA	8.170.635	7.435.804	7.367.159
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	55.189	38.350	30.968
Opredmetena osnovna sredstva	8.095.525	7.380.519	7.318.124
Dolgoročne poslovne terjatve	4.125	0	0
Odložene terjatve za davek	15.796	16.935	18.067
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	<b>4.053.498</b>	<b>3.565.356</b>	<b>4.073.154</b>
Sredstva za prodajo	614.470	614.470	225.516
Zaloge	1.628.122	1.848.290	1.907.375
Kratkoročne finančne naložbe	86.112	65.000	0
Kratkoročne poslovne terjatve	1.724.213	984.404	1.697.840
Denarna sredstva	581	53.192	242.423
<b>KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>38.304</b>	<b>36.165</b>	<b>6.124</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>12.262.437</b>	<b>11.037.325</b>	<b>11.446.437</b>
<b>KAPITAL</b>	<b>-2.758.515</b>	<b>33.048</b>	<b>-221.187</b>
Vpoklicani kapital	2.786.062	3.107.212	3.107.212
Rezerve iz dobička			
Presežek iz prevrednotenja	0	2.057	-5.891
Preneseni čisti dobiček			
Prenesena čista izguba	-3.064.123	-2.402.632	-3.077.790
Čisti dobiček poslovnega leta			
Čista izguba poslovnega leta	-2.480.454	-673.589	-244.628
<b>REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>279.336</b>	<b>285.293</b>	<b>249.505</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>7.856.964</b>	<b>8.985.114</b>	<b>9.338.861</b>
Dolgoročne finančne obveznosti	7.856.964	8.525.041	8.573.475
Dolgoročne poslovne obveznosti		460.073	765.386
Odložene obveznosti za davek			
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>6.859.661</b>	<b>1.733.757</b>	<b>2.064.999</b>
Kratkoročne finančne obveznosti	4.357.439	354.260	185.477
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.502.222	1.379.497	1.879.522
<b>KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>24.991</b>	<b>113</b>	<b>14.259</b>

Vir: LIV Kolesa, d. o. o. (2013, str. 7, 8, 2015b, str. 10, 2016, str. 30, 31)

## 7.2.2.2 Beti tekstilna industrija, d. d.

### Vzroki za insolventnost<sup>31</sup>

Beti, tekstilna industrija, d. d., je še eno podjetje, ki je šlo skozi postopek prisilne poravnave v letu 2013 in pri katerem še ni potekel rok za poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave. Beti deluje na področju priprave in predenja tekstilnih vlaken in je srednje veliko podjetje. V letih 2008–2011 se je zmanjševal trend prodaje izdelkov lastne blagovne znamke, kupna moč je bila vse manjša, konkurenca na trgu pa vse večja, kar je vodilo v likvidnostne težave, zaradi katerih se je podjetje znašlo v hudi finančni stiski. Negativno poslovanje v nekaj letih je kapital načelo do tolikšne mere, da je bilo podjetje na presečni dan 31. 12. 2012 kapitalsko neustrezno, saj je skupni kapital znašal 120.266 evrov, kar je bilo krepko pod polovico osnovnega kapitala ( $1.024.007/2 = 512.035$  evrov). Zaradi slabe likvidnosti podjetje ni bilo sposobno tekoče poravnati zapadlih obveznosti, kar je povzročilo oteženo nabavo, višje stroške nabave in zahtevana avansna plačila. Z namenom dolgotrajne rešitve težkega finančnega stanja podjetja je uprava Beti februarja 2013 predlagala postopek prisilne poravnave, sodišče pa je istega meseca izdalo sklep o začetku postopka.

### Predlog prisilne poravnave

Uprava Beti, d. d., je v NFP navadnim upnikom ponudila 50-odstotno poplačilo njihovih terjatev brezobrestno najpozneje v štirih letih od pravnomočnosti potrjene prisilne poravnave, torej bi bil skrajni rok poplačila najpozneje v drugi polovici leta 2017. Beti je na dan 31. 12. 2012 izkazovala za več kot šest milijonov evrov obveznosti do ločitvenih upnikov, zaradi česar je med ukrepi finančnega prestrukturiranja naveden tudi ukrep reguliranja dolžniško-upniških razmerij z ločitvenimi upniki. Pri tem ukrepu je uprava predlagala reprogramiranje finančnih obveznosti, in sicer na način reguliranja višine letnih obresti in dinamike odplačila glavnice v letih 2013–2017.

V postopku prisilne poravnave so upniki od uprave že na prvi seji upniškega odbora zahtevali obrazložitev ustreznih scenarijev dokapitalizacije in vstopa strateškega partnerja. Iz notarskega zapisnika seje upniškega odbora na dan 20. 6. 2013 je razvidno, da je upniški odbor insolventnega dolžnika na podlagi takratnega 199. a-člena sprejel sklep o spremembi osnovnega kapitala zaradi izvedbe finančnega prestrukturiranja. Upniki so torej prevzeli vaje v svoje roke in se oprli na zakonski člen, ki omogoča razlastninjenje dotodanjih lastnikov in vstop novih oseb z vplačilom novih denarnih vložkov (Okrožno sodišče v Novem mestu 2013). Sodišče je na podlagi sklepa upniškega odbora v imenu insolventnega dolžnika pozvalo upravičence k oddaji izjave o vpisu emisijskega zneska v dobro fiduciarnega denarnega računa upravitelja.

---

<sup>31</sup> Povzeto po: Beti, d. d. (2013a).

Denar za nove delnice je bil sprva nakazan na fiduciarni račun (to je delovalo kot nekakšno varovalo upnikov), ker takrat še ni bilo možnosti za takojšnji prevzem lastništva in poslov po vplačilu novih delnic oz. vložkov (199. c-člen). Sprva je morala biti prisilna poravnava potrjena in šele nato se je denar s fiduciarnega računa upravitelja sprostil na račun insolventnega dolžnika. Spodnji prag uspešnosti povečanja osnovnega kapitala je bil določen na 750.000 evrov. Iz poročila o vpisu in vplačilu delnic, ki ga je na sodišče dostavil upravitelj, je razvidno, da je nove delnice vpisala in vplačala ena fizična oseba, Viktor Kozjan. Omenjena fizična oseba je vplačala za 750.000 evrov novih delnic, kar pomeni, da je bil dosežen prag uspešnosti ter s tem postopek vpisa in vplačila novih delnic uspešen. Hkrati s postopkom povečanja osnovnega kapitala z novimi denarnimi vložki je bilo uspešno tudi glasovanje upnikov o sprejetju prisilne poravnave, kajti 98,23 odstotka upnikov je glasovalo za sprejetje prisilne poravnave (Jurkošek 2013).

Konec septembra 2013 je sodišče izdalo sklep o potrditvi prisilne poravnave nad Beti, tekstilna industrija, d. d. Po potrditvi prisilne poravnave se je spremenil osnovni kapital podjetja, in sicer se je sprva izvedlo poenostavljeno zmanjšanje osnovnega kapitala na nič za pokrivanje izgube ter povečanje osnovnega kapitala za 750.000 evrov. Po potrditvi prisilne poravnave je celotno lastništvo podjetja prešlo na fizično osebo Viktorja Kozjana (Beti, d. d. 2014, str. 3, 4).

Med postopkom prisilne poravnave so se pojavili številna vprašanja ter težave in dvomi na strani upnikov, uprave in upravitelja. Nenehna komunikacija med omenjenimi deležniki podjetja in njihovo korektno sodelovanje sta prispevala k uspešnemu sprejetju prisilne poravnave.

### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi**

V četrtem poglavju NFP, ki ga je uprava Beti, d. d., oddala na sodišče, so zapisani tudi ukrepi poslovnega prestrukturiranja, med njimi pa so najpomembnejši ukinitve programa pletiv, posodobitev ter širitev proizvodne opreme in širitev proizvodnega programa. Program pletiv je podjetje ukinito kmalu po potrditvi prisilne poravnave, drugi ukrepi poslovnega prestrukturiranja pa so v teku (Beti, d. d. 2015, str. 3–18). Poslovno leto 2016 se je začelo z visoko ravno naročil, marca pa je podjetje s podjetjem Konfekcija Julija, d. o. o., podpisalo licenčno pogodbo o oživitvi blagovne znamke Beti za spodnje perilo in spalni program (Beti, d. d. 2016b, str. 4).

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

Rok za poplačilo navadnih upnikov se izteče v letu 2017, tako da podjetje še ni izpolnilo vseh obveznosti iz prisilne poravnave. Januarja 2016 je podjetje izvedlo poplačilo 89 odstotkov navadnih upnikov iz prisilne poravnave, pri čemer so upnikom ponudili 17,5

odstotka diskontnega poplačila (ibid.). Po pregledu in primerjavi računovodskih izkazov pred uvedbo prisilne poravnave in po pravnomočno potrjeni prisilni poravnavi lahko trdimo, da je podjetje odpravilo kapitalsko neustreznost (tabela 42).

Tabela 42: Analiza finančnega položaja podjetja Beti, d. d., na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave (31. 12. 2012), na dan 31. 12. 2013 in na dan 31. 12. 2015

<b>Presečni datum bilance stanja</b>	<b>31. 12. 2012</b>	<b>31. 12. 2013</b>	<b>31. 12. 2015</b>
<b>SREDSTVA</b>	<b>10.089.085</b>	<b>10.092.771</b>	<b>10.094.681</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA	5.439.246	3.388.175	3.827.165
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne čas. razmejitev	295.877	209.092	64.181
Opredmetena osnovna sredstva	4.138.911	2.558.692	3.089.426
Naložbene nepremičnine	815.362	434.890	495.172
Dolgoročne finančne naložbe	168.776	167.184	162.926
Dolgoročne poslovne terjatve	623	0	0
Odložene terjatve za davek	19.697	18.317	15.460
KRATKOROČNA SREDSTVA	4.624.006	6.657.401	6.265.871
Sredstva za prodajo	1.340.974	2.607.601	1.571.344
Zaloge	1.492.035	1.290.009	1.481.429
Kratkoročne finančne naložbe	18.587	3.833	733.570
Kratkoročne poslovne terjatve	1.736.031	2.423.370	1.995.690
Denarna sredstva	36.379	332.588	483.838
KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	25.833	47.195	1.645
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>10.089.085</b>	<b>10.092.771</b>	<b>10.094.681</b>
KAPITAL	120.266	1.260.877	1.544.918
Vpoklicani kapital	1.024.007	750.000	750.000
Kapitalske rezerve		223.483	359.279
Rezerve iz dobička	102.401	102.401	102.401
Presežek iz prevrednotenja	544.057	550.177	523.144
Preneseni čisti dobiček		0	
Prenesena čista izguba		0	-300.981
Čisti dobiček poslovnega leta			111.075
Čista izguba poslovnega leta	-1.550.199	-365.184	
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	487.176	447.010	202.548
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	717.183	1.086.736	7.127.325
Dolgoročne finančne obveznosti	598.356	170.964	6.079.637
Dolgoročne poslovne obveznosti	2.608	806.397	941.415
Odložene obveznosti za davek	116.219	109.375	106.273
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	8.684.757	7.247.348	464.597
Kratkoročne finančne obveznosti	6.446.497	6.435.485	0
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.238.260	811.863	464.597
KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	79.703	50.800	755.293

Vir: Beti, d. d. (2013, str. 3, 4, 2014b, str. 38, 39, 2016a, str. 8, 9)



Posledici poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala in sočasnega povečanja osnovnega kapitala z novimi denarnimi vložki ter upoštevanja 50-odstotnega odpisa obveznosti do navadnih upnikov sta bili dvig skupnega kapitala in s tem odprava kapitalske neustreznosti. Izjemno dober je trend zmanjševanja kratkoročne izpostavljenosti do bank in dobaviteljev, saj je podjetje v letu 2015 z bankami upnicami doseglo podpis dolgoročnega končnega sporazuma, tako imenovanega sporazuma MRA,<sup>32</sup> ki ureja kreditna razmerja. Poslovodstvo je leto 2015 ocenilo kot izjemno težko, predvsem zaradi upada povpraševanja na vzhodnih trgih zaradi zaostrenih gospodarskopoličnih razmer. Kljub težavnemu letu je podjetje v letu 2015 beležilo 111.075 evrov dobička, kar kaže na pozitiven trend poslovanja. Z vidika aktive lahko razberemo, da je podjetje od uvedbe postopka prisilne poravnave do konca leta 2015 dezinvestiralo določene naložbene nepremičnine in opredmetena osnovna sredstva. Med kratkoročnimi sredstvi so se povečali kratkoročne poslovne terjatve, finančne naložbe in denarna sredstva, kar kaže na krepitev finančnega položaja podjetja in na veliko možnost za uspešno dokončno poplačilo vseh obveznosti iz prisilne poravnave.

### **7.2.2.3 Semenarna Ljubljana, d. d.**

#### **Vzroki za insolventnost<sup>33</sup>**

Semenarna Ljubljana, d. d., deluje na področju pridelave, veleprodaje in maloprodaje žit, semen in krm. Je tudi eno izmed podjetij, pri katerih je bila prisilna poravnava pravnomočno potrjena, vendar se še ni iztekel rok za dokončno poplačilo upnikov. Negospodarno ravnanje prejšnjega vodstva, slabitev naložb na Balkanu ter vsesplošne slabe razmere v domačem in svetovnem gospodarstvu so podjetje pripeljali do visokih izgub v poslovanju (leta 2011 je izguba znašala 8.687.306 evrov). Kljub sprotnim ukrepom za izboljšanje poslovanja podjetja se je slednje vseskozi srečevalo z likvidnostnimi problemi, predvsem zaradi prevelike zadolženosti do dobaviteljev. Uprava je zato junija 2012 vložila predlog za začetek postopka prisilne poravnave, pri čemer je sodišče izdalo sklep o začetku prisilne poravnave julija 2012.

Iz objavljenega NFP je razvidno, da je bila Semenarna Ljubljana na dan 31. 3. 2012 kapitalsko neustrezna in prezadolžena, saj je bil skupni kapital zaradi izgube poslovnega leta in zaradi preteklih izgub negativen.

#### **Predlog prisilne poravnave**

Dolžnik je navadnim upnikom ponudil 50-odstotno poplačilo vrednosti terjatev brezobrestno najpozneje v roku štirih let od pravnomočnosti potrjene prisilne

---

<sup>32</sup> MRA (angl. Master Restructuring Agreement).

<sup>33</sup> Povzeto po: Semenarna Ljubljana, d. d. (2012).

poravnave. Med ukrepi finančnega prestrukturiranja v poglavju 4 NFP je naveden tudi dogovor z ločitvenimi upniki glede reguliranja obresti in dinamike poplačil Semenarne Ljubljana. Pri tem je uprava predlagala moratorij na odplačilo glavnice od datuma izdaje sklepa o začetku postopka prisilne poravnave do vključno dveh let po datumu pravnomočnega sklepa po potrjeni prisilni poravnavi, nato odplačilo glavnice po različnih dinamikah (od 15 do 25 odstotkov letno). Hkrati je predlagala fiksno višino obrestne mere, ki je med postopkom prisilne poravnave znašala 3,5 odstotka, enako tudi prvo leto po pravnomočni prisilni poravnavi, drugo leto je bila fiksna obrestna mera štiriodstotna in nadaljnja leta petodstotna (Semenarna Ljubljana, d. d. 2012, str. 11–15).

Skozi celoten postopek prisilne poravnave je morala uprava tesno sodelovati z upniki in upraviteljem, kajti za vsako prodajo nepremičnin, premičnin oziroma sklepanje kakršnihkoli poslov, ki so zunaj redne dejavnosti, je morala pridobiti pozitivno mnenje članov upniškega odbora in upravitelja v skladu s 151. členom ZFPPIPP. Na podlagi mnenja upravitelja in upniškega odbora je sodišče nato izdalo soglasje za izvedbo poslov, ki so bili predmet soglasja.

Kakor pri podjetju Beti so tudi upniki v primeru Semenarne Ljubljana zahtevali razlastitev lastnikov in spremembo lastništva z vplačilom novih denarnih vložkov. Enako kakor pri Beti so upniki tudi tukaj sprejeli povečanje osnovnega kapitala z vplačilom novih denarnih vložkov po 199. a-členu ZFPPIPP. Omenjeni člen je namreč dovoljeval (in še vedno dovoljuje), da lahko upniški odbor sprejme sklep o povečanju osnovnega kapitala z novimi denarnimi vložki, čeprav dolžnik tega ni predvidel v NFP kot ukrep finančnega prestrukturiranja. Upniki so tako na seji upniškega odbora oktobra 2012 sprejeli sklep o poenostavljenem zmanjšanju osnovnega kapitala z namenom pokrivanja izgube in sočasno povečanje osnovnega kapitala podjetja z novimi denarnimi vložki. Prag uspešnosti je bil določen pri 225.000 evrih (Okrožno sodišče v Ljubljani 2012).

Lastništvo družbe Semenarna Ljubljana je bilo na presečni dan 31. 12. 2011 razdeljeno med sedem večjih delničarjev in fizičnih oseb. Največji delničar je bil italijanski Trasfin S.A. (s 44,74-odstotnim lastniškim deležem), sledil pa je KD Kapital, d. o. o. (z 29,9-odstotnim lastniškim deležem). Iz zapisnikov sej upniškega odbora je razvidno, da so bila med lastniki različna nesoglasja, ki so slabo vplivala na poslovanje podjetja. Na eni strani sta bila večja italijanska delničarja, na drugi strani KD Kapital, d. o. o., in vsak od njih je izkazoval svoje interese glede vodenja podjetja. Ko je upniški odbor sprejel sklep o spremembi osnovnega kapitala, je največji delničar zahteval sklic skupščine z namenom odločanja o spremembah statuta in vzpostavitvi enotirnega sistema. Omenjeno je delovalo kot nekakšen manever delničarja o preprečitvi izpeljave zmanjšanja osnovnega kapitala in povečanja tega, ker se je zavedal, da to vodi v razlastitev delničarjev in prevzem lastništva na strani novih oseb, ki bodo vplačale nove

denarne vloške. Upniki so seveda zahtevali, da delničar umakne zahtevo za sklic omenjene skupščine, češ da bi sam moral delovati v interesu družbe in upnikov. Pritožbo na ničnost sklepa upniškega odbora o zmanjšanju in sočasnem povečanju osnovnega kapitala je vložil tudi drugi italijanski delničar Dinomarchi S.R.L., vendar je višje sodišče pritožbo zavrnilo, ker slednja ni bila utemeljena. Italijanska delničarja sta se namreč na vso moč trudila zamenjati upravo in preprečiti izpeljavo dokapitalizacije, saj nista hotela, da bi nova lastniška struktura in s tem tudi nova uprava brskali po domnevno spornih poslih iz preteklosti (Višje sodišče v Ljubljani 2012).

Na primeru Semenarne Ljubljana so se razkrile pomanjkljivosti tedanjega ZFPPIPP, saj ta ni omogočal, da se takoj po vplačilu novih denarnih vložkov posli z insolventnega dolžnika prenesejo na vplačnike novih delnic. Novela ZFPPIPP-E je leta 2013 uvedla nov 199. b-člen (konverzija terjatev upnikov v lastniške deleže dolžnika) in 199. c-člen (na pobudo Združenja bank Slovenije je 199. c-člen omogočil hiter prenos vodenja poslov insolventnega dolžnika na vplačnike novih delnic).<sup>34</sup> Hkrati je novela prinesla nov 151. a-člen, ki omejuje pristojnosti organa nadzora in skupščine insolventnega dolžnika v postopku prisilne poravnave, in sicer ravno z namenom preprečitve manipulacij z zamenjavo posloводства, kakor so to delničarji poskušali pri Semenarni Ljubljana.

Na podlagi poziva upnikov o vpisu in vplačilu novih delnic so upniki uspešno vplačali za 910.020 evrov novih delnic v enakem znesku. S tem se je zamenjalo tudi lastništvo Semenarne Ljubljana, saj je tako največji lastnik postala Deželna banka Slovenije, d. d. (DBS), ki je vplačala za kar 460.000 evrov delnic (50,55-odstotni lastniški delež). Sledila ji je Abanka Vipava, d. d., z vplačilom 225.000 evrov delnic (kar je 24,72-odstotni lastniški delež). Za sprejetje prisilne poravnave je prav tako glasovalo kar 82,15 odstotka navadnih upnikov (gledano zneskovno). Sodišče je januarja 2013 izdalo sklep o potrditvi prisilne poravnave (Kontarščak 2013).

### **Poslovanje in izvajanje ukrepov po potrjeni prisilni poravnavi**

V NFP je dolžnik opredelil ukrepe finančnega in poslovnega prestrukturiranja podjetja. Med ukrepi poslovnega prestrukturiranja so navedeni ukrepi reorganizacije celotnega poslovnega sistema Semenarne Ljubljana po sistemu holdinga, kar bi pritegnilo strateške partnerje. Naslednji ukrepi so prilagoditev poslovnega modela strankam v smislu hobi in profesionalnega programa, intenziviranje razvoja avtohtonih vrst in novih produktov, zagotavljanja tehnološke odličnosti z organizacijo razvojnih centrov in kadrovske prestrukturiranje. Po pravnomočno potrjeni prisilni poravnavi je DBS odkupila lastniška deleža v podjetju od dveh delničarjev, nato pa je na podlagi sprejetega sklepa skupščine izvedel še konverzijo terjatev v kapital in s tem dosegel stoddostno lastništvo v podjetju (Semenarna Ljubljana, d. d. 2014, 2015).

---

<sup>34</sup> Glejte razdelek 5.8.

Iz letnih poročil (2013–2015) ter trimesečnih poročil o izvajanju ukrepov je mogoče razbrati, da se ukrepi finančnega in poslovnega prestrukturiranja dosledno izvajajo, saj so se rezultati poslovanja v zadnjih letih izboljšali. Semenarna veliko pozornosti namenja predvsem prilagoditvi ponudbe potrebam in zahtevam novih segmentov kupcev ter ohranjanju obstoječih kupcev in izvozu, kjer je mogoče dosegati višje stopnje rasti kakor pa na domačem trgu. Hkrati poskušajo nadomestiti izpad prometa v Jugovzhodni Evropi zaradi zaprtja tamkajšnjih odvisnih družb s sodelovanjem z novimi distributerji za prodajo na omenjenem območju.

### **Poplačilo obveznosti iz prisilne poravnave**

Semenarna Ljubljana se je zavezala, da bo upnike, na katere učinkuje prisilna poravnava, torej navadne upnike, poplačala najpozneje v aprilu 2017, tako da do zdaj še ni izvedla teh plačil.

Analiza finančnega položaja Semenarne Ljubljana na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave (31. 3. 2012), na zadnji dan poslovnega leta, v katerem se je formalno končala prisilna poravnava (31. 12. 2013) in na presečni dan, omenjen v zadnjem dosegljivem letnem poročilu (31. 12. 2015), je pokazala, da se trend poslovanja v zadnjih letih izboljšuje, kar je pozitiven signal, da utegnejo biti upniki iz prisilne poravnave dokončno poplačani (tabela 43). Poslovno leto 2013 je bilo za Semenarno Ljubljana izjemno težko, saj na slabše poslovne rezultate niso vplivali samo zaostrene razmere na trgu in slabo vreme, temveč tudi notranji reorganizacijski postopki v smislu menjave lastništva in pomanjkanja finančnih sredstev za nakup blaga in surovin. Kljub slabim poslovnim rezultatom pa se je izboljšala struktura obveznosti do tujih virov sredstev, saj je večina dolgov postala dolgoročnih. Hkrati je podjetju uspelo dezinvestirati določena opredmetena osnovna sredstva in finančne naložbe (Semenarna Ljubljana, d. d. 2014, str. 6–11).

V letu 2014 je večinska lastnica DBS, d. d., z velikim vložkom v podjetje pokazala, da želi v podjetju stabilno in uspešno poslovanje v prihodnosti. DBS, d. d., je namreč s konverzijo svojih terjatev povečala osnovni kapital na 5.710.020 evrov in tudi prevzela popolno lastništvo nad podjetjem (Semenarna Ljubljana, d. d. 2015, str. 71). Na podlagi sklepa skupščine se je Semenarna Ljubljana v letu 2015 preoblikovala iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo, pri čemer je z dnem vpisa preoblikovanja prenehal delovati nadzorni svet.

V letu 2015 je Semenarna Ljubljana beležila dobiček v višini 117.562 evrov, vendar je bila v tem letu prenesena čista izguba, večja od polovice osnovnega kapitala, kar teoretično kaže na kapitalsko neustreznost. V letih 2014 in 2015 so bili sprejeti določeni ukrepi poslovnega in finančnega prestrukturiranja za izboljšanje poslovanja, s čimer bi podjetje izboljšalo kapitalsko ustreznost. Treba pa je tudi izpostaviti, da je za podjetje značilen izjemno visok osnovni kapital, kar pomeni, da če bi podjetje izvedlo

zmanjšanje osnovnega kapitala na 7500 evrov, bi pokrilo izgubo in odpravilo kapitalsko neustreznost. V letu 2015 je visok delež kratkoročnih obveznosti, predvsem finančnih, ki jih podjetje dolguje bankam. Semenarna Ljubljana, d. d., je 31. 3. 2015 z bankami ločitvenimi upnicami in DUTB sklenila pogodbo o finančnem prestrukturiranju, na podlagi katere je bil sprejet nov amortizacijski načrt ob pogoju izpolnjevanja danih finančnih zavez in s tem podaljšano odplačevanje finančnih obveznosti do 31. 12. 2019. Ker podjetje zaradi zaostrenih razmer na trgu v letu 2015 ni izpolnjevalo vseh finančnih zavez, je moralo po računovodskih standardih vse finančne obveznosti izkazati kot kratkoročne. Reprogramiranje finančnih obveznosti ter uresničevanje ukrepov na drugih področjih poslovanja in pozitivno poslovanje nakazujejo svetlejšo prihodnost podjetja in veliko možnost dokončnega poplčila upnikov iz prisilne poravnave (Semenarna Ljubljana, d. o. o. 2016a, str. 72–74, 2016b, str. 5).

Tabela 43: Analiza finančnega položaja podjetja Semenarna Ljubljana, d. d., na presečni dan pred uvedbo prisilne poravnave (31. 3. 2012), na dan 31. 12. 2013 in na dan 31. 12. 2015 (v evrih)

Presečni datum bilance stanja	31. 3. 2012	31. 12. 2013	31. 12. 2015
<b>SREDSTVA</b>	<b>52.451.612</b>	<b>30.730.790</b>	<b>30.177.034</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA	33.691.962	20.016.958	18.539.639
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitev	564.387	377.941	333.283
Opredmetena osnovna sredstva	27.334.969	19.529.498	18.125.300
Dolgoročne finančne naložbe	3.338.782	14.138	11.510
Dolgoročne poslovne terjatve	2.388.596	29.704	12.813
Odložene terjatve za davek	65.228	65.677	56.733
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	<b>18.674.837</b>	<b>10.702.604</b>	<b>11.612.885</b>
Sredstva za prodajo	0	1.593.257	1.470.382
Zaloge	8.407.534	7.439.325	7.908.752
Kratkoročne finančne naložbe	12.000	2.395	174
Kratkoročne poslovne terjatve	9.878.065	1.254.304	1.477.312
Denarna sredstva	377.238	413.323	758.312
<b>KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>84.813</b>	<b>11.228</b>	<b>24.510</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>52.451.612</b>	<b>30.730.790</b>	<b>30.177.034</b>
<b>KAPITAL</b>	<b>-199.649</b>	<b>-4.082.776</b>	<b>957.645</b>
Vpoklicani kapital	7.149.157	910.020	5.710.020
Kapitalske rezerve	2.090.736	741.648	748.621
Rezerve iz dobička	1.302.881	0	
Presežek iz prevrednotenja	0		-53.943
Preneseni čisti dobiček			
Prenesena čista izguba	-5.515.121		-5.564.615
Čisti dobiček poslovnega leta			117.562
Čista izguba poslovnega leta	-5.227.302	-5.734.444	
<b>REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>3.508.815</b>	<b>1.034.011</b>	<b>1.070.459</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>17.323.515</b>	<b>31.662.389</b>	<b>5.845.159</b>
Dolgoročne finančne obveznosti	17.323.515	28.718.646	2.886.246
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	2.943.743	2.958.913
Odložene obveznosti za davek	0	0	
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>31.808.271</b>	<b>2.054.746</b>	<b>22.282.336</b>
Kratkoročne finančne obveznosti	18.340.977	186.323	20.401.345
Kratkoročne poslovne obveznosti	13.467.294	1.868.423	1.880.991
<b>KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>10.660</b>	<b>62.420</b>	<b>21.435</b>

Vir: Semenarna Ljubljana, d. d. (2012, str. 5, 6, 2014, str. 13, 14, 2016, str. 40, 41)

### **7.3 Analiza dobljenih rezultatov in njihovo vsebinsko vrednotenje**

S študijami primera posamičnih podjetij smo preverjali naslednje hipoteze drugega sklopa:

**H<sub>4</sub>: Za dolgoročno sanacijo družbe je treba izvesti hkrati finančno, lastniško in poslovno prestrukturiranje.**

H<sub>4a</sub>: Za uspešno dokončno poplačilo upnikov iz prisilne poravnave mora dolžnik poleg dogovora z navadnimi upniki doseči tudi dogovor z ločitvenimi upniki glede prestrukturiranja njihovih terjatev tako, da doseže vzdržan dolg (finančno prestrukturiranje).

H<sub>4b</sub>: Konverzija terjatev v lastniške deleže ali prevzem upravljanja (bodisi po 144., 199. a- ali 199. b-členu) omogoča družbi uspešno dokončno prestrukturiranje.

H<sub>4c</sub>: Poslovno prestrukturiranje v smislu izvajanja vseh ukrepov, navedenih v načrtu finančnega prestrukturiranja, je odvisno od višine obratnega kapitala, ki je družbi na voljo, in je nujno za dolgoročno sanacijo družbe.

V tabeli 44 smo za lažjo ponazoritev strnili rezultate študij primera. V vseh podjetjih, ki smo jih analizirali, so potekali in v nekaterih še potekajo postopki finančnega, lastniškega in poslovnega prestrukturiranja. Instrument prisilne poravnave omogoča dolžniku, da prestrukturira svoje dolgove v smislu odložitve rokov za njihovo poplačilo ali (in) v smislu delnega odpisa dolgov. Pri tem moramo poudariti, da je treba skleniti dogovor tudi z ločitvenimi upniki, po navadi so to banke, saj je velikokrat od njihove dobre volje odvisna prihodnost podjetja. V analiziranih primerih so vsa podjetja z znatnim dolgom do bank sklenila sporazum z bankami upnicami o reguliranju kreditnih obveznosti ali pa so banke konvertirale svoje terjatve v kapital podjetja. Finančno prestrukturiranje pa je tesno povezano tudi s spremembo lastništva. Upniki imajo namreč pravico, da svoje terjatve konvertirajo v osnovni kapital podjetja in s tem prevzamejo lastništvo nad dolžnikom. Novela ZFPPIPP-F v 136. členu navaja namen postopka prisilne poravnave, pri čemer opredeljuje, da lahko zdajšnji družbeniki dolžnika obdržijo samo tolikšen delež v osnovnem kapitalu dolžnika, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja dolžnika, ki bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. To pomeni, da se morajo družbeniki/delničarji odpovedati lastništvu in ga prepustiti upnikom. Na tem mestu naj omenimo, da ravno ta člen marsikateremu lastniku podjetja v težavah miselno preprečuje uvedbo postopka prisilne poravnave, ker se slednji ne želi odreči lastništvu, zaradi česar se podjetja pogosteje znajdejo v stečaju, ker je odreagirane na finančne težave prepozno. Pa vendarle moramo upoštevati, da je tok dogodkov v primeru Iskraemeca in Steklarne Rogaška pripeljal do spremembe lastništva, čeprav to takrat z zakonom ni bilo nujno

določeno. Pogajanja med upniki in dolžnikom so namreč privedla do skupnega zaključka, in sicer potrebe bo dokapitalizaciji podjetja in pozneje potrebe po vstopu strateškega partnerja v lastniško strukturo. Upniki se namreč zavedajo, da samo odpis dolgov in (ali) reprogramiranje bančnih kreditov na daljše časovno obdobje ne bo rešilo vseh težav, potrebna je namreč tudi likvidnostna injekcija, s katero je mogoče izvesti prestrukturiranje poslovnih procesov in krepitev osnovne dejavnosti v podjetju. Na tej točki govorimo o poslovnem prestrukturiranju, na katero veliko menedžerjev pozabi, ker se preveč osredinjajo na reševanje kratkoročnih likvidnostnih težav. Vsa podjetja, ki smo jih obravnavali, so poleg finančnega in lastniškega prestrukturiranja morala izvesti oziroma še vedno izvajajo ukrepe poslovnega prestrukturiranja. Slednje je mogoče ob zadostnem obratnem kapitalu, ki pa ga najlažje nudi strateški partner oziroma v prvi fazi novi lastnik, čigar namena sta kontinuiteta podjetja in poznejša prodaja podjetja (pri tem apeliramo na banke upnice, ki terjatve konvertirajo v kapital). Ko v podjetje vstopi strateški partner, s seboj prinese ne le dovolj finančnih sredstev za posodobitev proizvodnje, ampak tudi novo znanje in trg. Podjetja, kot sta LIV Kolesa in Semenarna Ljubljana, so v fazi bančnega lastništva, kar pa pomeni prizadevanje bank, da taka podjetja čim bolje poslujejo in da živijo naprej, kajti le tako je mogoče uspešno prepričati strateške partnerje o prevzemu tovrstnih podjetij.

Rezultati študij primera govorijo v prid hipotezi  $H_4$  in tudi v prid delnim hipotezam  $H_{4a}$ – $H_{4c}$ . Hipotezo  $H_4$  lahko vključno z delnimi hipotezami potrdimo.



Tabela 44: Ponazoritev rezultatov študij primera

Ime podjetja	Poplačilo upnikov	Finančno prestrukturiranje	Lastniško prestrukturiranje	Poslovno prestrukturiranje
Iskraemeco, d. d.	dokončno	- Navadni upniki so poplačani 80-odstotno v štirih letih, banke upnice 100-odstotno v osmih letih.	- Dokapitalizacija po potrjeni prisilni poravnavi (večinsko lastništvo KAD in SOD), v letu 2007 prodaja strateškemu kupcu, egiptčanski skupini El Sewedy (100-odstotni lastnik od leta 2011 naprej).	- Preusmeritev na novo linijo pametnih elektronskih števec, kadrovsko in tržno prestrukturiranje.
Steklarna Rogaška, d. d.	dokončno	- Navadni upniki so poplačani 20-odstotno v enem letu. - Z bankami upnicami je dosežen reprogram obveznosti na 15 let.	- Dokapitalizacija po potrjeni prisilni poravnavi (večinske lastnice banke NLB, NKBM, Banka Celje in SKB), strateški partner finska skupina Fiskars Corporation leta 2015 kupi skupino WWRD in s tem 100-odstotni delež Steklarne Rogaška.	- Uveljavitev lastne blagovne znamke in s tem razvoj od proizvajalca do prodajalca, obnova talilnih peči in kadrovsko prestrukturiranje.
KG-Eko, d. o. o.	dokončno	- Navadni upniki so poplačani 65-odstotno v treh mesecih.	- Konverzija terjatev v lastniške deleže podjetja med prisilno poravnavo. - Sprememba lastništva leta 2010 (100-odstotni delež v lasti družbe Gradnje Žveplan, d. o. o.).	- Reorganizacija poslovnih procesov in usmeritev poslovanja z lastnimi prevozi ter na osnovi dobavljenega peska.
LIV Kolesa, d. o. o.	v teku, prvi obrok poplačan v skladu z NFP	- Navadni upniki so poplačani 50-odstotno v štirih letih (najpozneje v letu 2018).	- Konverzija terjatev v lastniške deleže podjetja med prisilno poravnavo.	- Prestrukturiranje vseh proizvodnih linij, razvoj novih produktov

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prestrukturiranje zavarovanih terjatev na način moratorija na odplačilo glavnice do sredine leta 2019 in fiksiranje obrestne mere pri štirih odstotkih letno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Leta 2014 postane edini zavarovani upnik DUTB, d. d., 100-odstotni lastnik LIV Kolesa.</li> </ul>	in vzpostavitev novih prodajnih kanalov.
Beti, d. d.	poplačilo 89 % navadnih upnikov	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Navadni upniki so poplačani 50-odstotno v štirih letih (najpozneje v letu 2017).</li> <li>- Z bankami upnicami je leta 2015 dosežen MRA, sporazum o reprogramu kreditov.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konverzija terjatev v lastniške deleže med prisilno poravnavo na podlagi sklepa upniškega odbora (199. a-člen ZFPPIPP).</li> <li>- Fizična oseba postane leta 2013 100-odstotni lastnik Beti, d. d.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukinitve programa pletiv, posodobitev opreme, in širitev asortimenta ponudbe.</li> </ul>
Semenarna Ljubljana, d. d.	v teku	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Navadni upniki so poplačani 50-odstotno v štirih letih (najpozneje v letu 2017).</li> <li>- Bankam upnicam je podan predlog o moratoriju na odplačilo glavnice za dve leti in reguliranje obrestne mere.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konverzija terjatev v lastniške deleže med prisilno poravnavo na podlagi sklepa upniškega odbora (199. a-člen ZFPPIPP).</li> <li>- Leta 2014 postane edini lastnik banka DBS, d. d.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uvedba hobi in profesionalnega programa, intenziviranje razvoja avtohtonih vrst in drugih kompatibilnih produktov ter marketinško prestrukturiranje.</li> </ul>

**H<sub>5</sub>: Dobra komunikacija med poslovodstvom družbe, upniki, upraviteljem in drugimi deležniki družbe ter pripravljenost vseh deležnikov družbe za reševanje insolventnega podjetja omogočata uspešno dolgoročno sanacijo slednjega.**

Pri analiziranju poteka postopka prisilne poravnave za posamezno podjetje smo omenjali, da so bila pogajanja med dolžnikom, upniki in upraviteljem zelo zahtevna. Velikokrat je prišlo do konfliktov, ki so jih morali deležniki sproti reševati. V postopku prisilne poravnave so namreč upniki na eni strani, medtem ko je poslovodstvo dolžnika na drugi. Če med tema stranema ni dovolj konstruktivnega dialoga, se lahko podjetje hitro znajde v stečaju. Hkrati morajo vse stranke postopka izkazovati željo, da se podjetje reši iz težav in da prisilna poravnava uspe.

Na primeru Iskraemeca in Semenarne Ljubljana so se kresala mnenja med lastniki, tako da je bil postopek prisilne poravnave že resno ogrožen. Na srečo je na koncu prevladal razum in so upniki prisilno poravnavo tudi potrdili. Za uspešno reševanje krize v podjetju morajo vsi vpleteni pustiti osebne zamere in čustva ob strani ter se posvetiti iskanju racionalnih dolgoročnih rešitev. Dolgoročna sanacija podjetja pa je mogoča le, če so vsi deležniki pripravljeni sodelovati in če so rešitve trajnostne in družbeno odgovorno naravnane. Kriza v podjetju je namreč posledica enosistemskega razmišljanja menedžmenta, zaradi česar je pri reševanju krize nujno spremeniti tudi dozdajšnja prakso razmišljanja in komuniciranja vodilnih, torej se zahteva dialektično sistemsko razmišljanje. Tovrstno razmišljanje se kaže tudi v izboljššanem komuniciranju in poslovanju v skladu z moralnimi in etičnimi načeli.

Hipotezo H<sub>5</sub> lahko sprejmemo, kajti študije primera so pokazale, da brez dobre komunikacije med poslovodstvom dolžnika, upniki, upraviteljem in drugimi deležniki družbe postopek prisilne poravnave v posameznem podjetju ne bi bil uspešen in bi se končal s stečajem podjetja.

## 8 SKLEPNE UGOTOVITVE

### 8.1 Ugotovitve

Postopek prisilne poravnave je v slovenskem gospodarskem prostoru dokaj pogost, vendar je na žalost podjetij, ki so se z omenjenim postopkom uspešno prestrukturirala, zelo malo. V doktorski disertaciji smo se ukvarjali z analizo dejavnikov uspešno izvedene prisilne poravnave, pri čemer smo analizirali ne le dejavnike za uspešno potrditev prisilne poravnave, temveč tudi dejavnike, ki omogočajo dokončno poplačilo upnikov iz prisilne poravnave. Dejavnike smo razdelili v dve skupini, na notranje in zunanje. Pri tem moramo opozoriti, da je vsak primer prisilne poravnave nad podjetjem edinstven, kakor so edinstvena podjetja med seboj. Zaradi tega je dejavnikov, ki vplivajo na uspeh prisilne poravnave, mnogo, vendar smo v raziskavi poskušali izluščiti tiste, ki so ključni.

V prvem delu disertacije smo teoretično opisali obe skupini dejavnikov, pri čemer smo se oprli na raziskano literaturo s področja insolvenčnih postopkov in reševanja krize v podjetju. Teoretičnemu je nato sledil empirični del, v katerem smo predstavili raziskovalno delo. Raziskavo smo glede na metode, s katerimi smo preverjali zastavljene hipoteze, razdelili na dva sklopa. V raziskavi smo uporabili kombinacijo kvantitativnih in kvalitativnih raziskovalnih metod, ker smo želeli raziskovalni problem preučiti tako v širino kot globino. Pri kvantitativnih metodah raziskovanja smo pri preverjanju vpliva makroekonomskih kazalnikov na gibanje števila potrjenih prisilnih poravnav uporabili javno dostopne sekundarne podatke. Pri analizi notranjih dejavnikov pa smo uporabili vzorec 82 slovenskih podjetij, nad katerimi je bil začel postopek prisilne poravnave v obdobju 2008–2013. S kvantitativnimi metodami smo lahko analizirali le obdobje od začetka prisilne poravnave do njene potrditve, saj so podatki o uspešno dokončanih prisilnih poravnava (v smislu dokončnega poplačila upnikov) za velike vzorce izjemno težko dosegljivi. Zaradi tega smo se odločili, da se v drugem delu raziskave osredinimo na kvalitativne metode, pri čemer smo v fokusno skupino zajeli šest slovenskih podjetij, med katerimi so tri uspešno dokončala postopek prisilne poravnave, preostala tri pa so na dobri poti, da dokončno poplačajo upnike v skladu z NFP. S študijami primera smo analizirali potek prisilne poravnave v posameznem podjetju.

Med zunanjimi dejavniki smo analizirali izbrane makroekonomske dejavnike, to so gibanje bruto domačega proizvoda, obrestnih mer in inflacije. V sklopu makroekonomskih dejavnikov smo opisali tudi kreditni krč kot razlog za povečano število stečajev in neuspešnih prisilnih poravnav. Izbrali smo torej osnovne makroekonomske indikatorje, ki narekujejo tempo gospodarske rasti. V literaturi je mnogo napisanega na temo gibanja BDP in stečajev podjetij, kakor so tudi opisane povezave med stečaji podjetij ter gibanjem obrestnih mer in inflacije. V raziskavi smo

analizirali makroekonomske dejavnike v povezavi z gibanjem števila potrjenih prisilnih poravnav. Z regresijsko analizo smo potrdili vpliv gibanja makroekonomskih dejavnikov na število potrjenih prisilnih poravnav v letih 2001–2003 in 2013. Ugotovili smo negativno korelacijo med gibanjem BDP in številom potrjenih prisilnih poravnav, pozitivno korelacijo med gibanjem inflacije in potrjenimi prisilnimi poravnavami ter pozitivno korelacijo med gibanjem obrestne mere in potrjenimi prisilnimi poravnavami. Zdajšnja kriza je tako v marsikaterem pogledu specifična, ker na primer samo znižanje obrestnih mer in posledično inflacije še do danes ni prineslo večjih učinkov na gospodarsko okrevanje v Sloveniji. V okviru analize makroekonomskih dejavnikov smo zato upoštevali tudi kreditni krč kot enega izmed dejavnikov, ki otežuje uspešno izvedbo prisilne poravnave. V normalnih gospodarskih okoliščinah stroški financiranja sledijo višini referenčne obrestne mere, vendar v obdobju kreditnega krča omenjeni stroški lahko tudi rastejo, kljub temu da centralna banka ključno obrestno mero znižuje.

Prisilna poravnava je postopek, ki se vodi pred pristojnim sodiščem in je predpisan z Zakonom o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP). Razumevanje zakonodaje je temelj za uspešno izvedbo postopka prisilne poravnave, saj se lahko podjetje hitro znajde v stečaju ravno zaradi proceduralne napake. Slovenski pravni sistem spada v skupino germanskih pravnih sistemov, pri čemer temelji slovenska zakonodaja o postopkih zaradi insolventnosti na nemški zakonodaji. V doktorski disertaciji smo izvedli tudi krajšo primerjalnopravno analizo insolvenčne zakonodaje med Slovenijo, Nemčijo in ZDA. Ključne razlike med slovensko, nemško in ameriško insolvenčno zakonodajo so v tem, da ameriška zakonodaja dolžniku omogoča večji manevrski prostor v postopku reorganizacije s tem, da je mogoče podaljšanje rokov za predložitev načrta reorganizacije, predvidena je možnost prejema svežih likvidnih sredstev med postopkom, upniški odbor pa nima tolikšnih pristojnosti, kakor pa je to določeno v nemški in slovenski zakonodaji. Poleg tega sta razlastnitvenje prvotnih lastnikov in prevzem upravljanja na strani upnikov ustaljena praksa v ameriški zakonodaji, medtem ko je Slovenija dobila tako zakonsko možnost šele pred nekaj leti. Ugotovili smo tudi, da se slovenska zakonodaja nenehno spreminja, kar podjetjem v težavah še dodatno otežuje uspešno prestrukturiranje v postopku prisilne poravnave, saj poslovodstvo zakona preprosto ne razume. ZFPPIPP je v mnogih pogledih prezapleten in dvoumen, v zadnjih letih pa se je pokazalo, da je veliko sprememb zakona pisanih na kožo določenim velikim podjetjem nacionalnega interesa, zaradi česar se manjša podjetja izjemno težko znajdejo v birokraciji, ki jo predpisuje zakon, saj jim ni na voljo toliko finančnih sredstev za najem zunanjih strokovnjakov.

Kot tretji ključni zunanji dejavnik smo izpostavili bančni sistem, ki pa se tesno povezuje z notranjim dejavnikom, to je s sposobnostjo dogovora o prestrukturiranju zavarovanih terjatev med dolžnikom in ločitvenimi upniki. Banke so namreč v večini primerov med

večjimi ločitvenimi upniki, ker so njihove terjatve zavarovane. Od njih je v veliki meri odvisno, ali se bo podjetje sposobno dolgoročno prestrukturirati ali pa bo hitro razglasilo stečaj. Bančni sektor močno vpliva na gospodarsko aktivnost, zaradi česar je pomemben zunanji dejavnik, ki vpliva na uspešnost zaključene prisilne poravnave.

Notranji dejavniki, od katerih je odvisna uspešna izvedba prisilne poravnave, so rok in višina poplačila upnikov ter velikost podjetja. Rok za poplačilo in višina poplačila upnikov dolžnik opredeli v načrtu finančnega prestrukturiranja (NFP). Čim krajši je rok za poplačilo upnikov in čim višje je predlagano poplačilo upnikov, tem večja je verjetnost, da se bodo upniki s predlogom strinjali. V večjih podjetjih je tudi več možnosti za preživetje krize, saj velikokrat postanejo tako rekoč »problem upnikov«. Preden smo izvedli statistično analizo vzorca, smo predpostavili, da na rok za poplačilo upnikov vplivajo sama zastavljena višina poplačila, velikost podjetja (večja podjetja si lahko privoščijo nižja poplačila) in višina obratnega kapitala pred uvedbo prisilne poravnave (čim večji je primanjkljaj obratnega kapitala, tem daljši je rok za poplačilo upnikov). Statistično smo potrdili, da na rok za poplačilo upnikov vplivata velikost podjetja in višina predlaganega poplačila, pri katerih je korelacija pozitivna. Vpliv obratnega kapitala na dolžino roka za poplačilo upnikov smo potrdili, ko smo iz vzorca izločili enoti z najvišjo in enoti z najnižjo vrednostjo obratnega kapitala. Pri tem smo ugotovili, da je med višino obratnega kapitala in rokom za poplačilo upnikov negativna korelacija. Z diskriminantno analizo smo želeli preveriti, katere so ključne značilnosti, ki ločijo podjetja, pri katerih je bila prisilna poravnava potrjena, in tista, pri katerih ni bila potrjena. Predvidevali smo, da so ključne značilnosti za razlikovanje med skupinama podjetij višina obratnega kapitala, rok za poplačilo in višina poplačila upnikov. Dobljena diskriminantna funkcija ni omogočila dobrega razlikovanja med skupinama, zaradi česar hipoteze o ključnih značilnostih nismo mogli sprejeti. V diskriminantno analizo namreč zaradi težje merljivosti nismo vključili tako imenovanih mehkih dejavnikov, ki zelo vplivajo na to, ali upniki prisilno poravnavo izglasujejo ali ne. Taka pomembna dejavnika sta dogovor dolžnika z ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev in komunikacija dolžnika z deležniki družbe.

V dokumentaciji, ki jo dolžnik odda na sodišče skupaj s predlogom za začetek postopka prisilne poravnave, je predstavljen tudi finančni položaj podjetja. Od slednjega je namreč odvisna tudi uspešnost prisilne poravnave. Čim večja je zadolženost dolžnika, tem nižje poplačilo bo lahko predlagal upnikom, ker bo potreboval višji znesek odpisov. Čim slabši je finančni položaj dolžnika pred začetkom postopka prisilne poravnave, tem večja je tudi verjetnost za neuspeh prisilne poravnave. Finančni položaj podjetja in čas odreagiranja poslovodstva na krizne razmere sta torej notranja dejavnika, ki sta med seboj povezana. ZFPPIP določa kriterije insolventnosti in roke za vložitev postopka prisilne poravnave, vendar je lahko podjetje v hudih težavah, čeprav še ni formalno insolventno. Največkrat nastopijo finančne težave zaradi pomanjkanja obratnega kapitala. Ustrezni obratni kapital je obseg dolgoročnih virov sredstev za financiranje

dolgoročno vezanih sredstev podjetja. Primanjkljaj obratnega kapitala se lahko hitro razvije v resnejšo krizo, zaradi česar bi moralo poslovodstvo ukrepati že v fazi, ko podjetje formalno še ne izpolnjuje kriterijev insolventnosti.

S kvalitativno raziskovalno metodo študije primera smo analizirali šest slovenskih podjetij, ki so uspešno šla skozi postopek prisilne poravnave. Med njimi so tri podjetja tudi dokončno poplačala upnike v skladu s predlogom prisilne poravnave. Analiza fokusne skupine podjetij je pokazala, da so poleg že omenjenih dejavnikov ključni notranji dejavniki za uspešno izvedbo prisilne poravnave še dogovor z ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev, konverzija terjatev upnikov v lastniške deleže podjetja, poslovno prestrukturiranje in komunikacija med vsemi deležniki družbe. Študije primera so pokazale, da so vsa podjetja, pri katerih so se banke pojavile kot ločitveni upniki, z bankami sklenila dogovor o prestrukturiranju njihovih terjatev v smislu moratorija na odplačilo glavnice in reguliranja višine letne obrestne mere. V analiziranih podjetjih je bilo izvedeno tudi lastniško prestrukturiranje, bodisi na način konverzije terjatev v osnovni kapital podjetja med postopkom prisilne poravnave in (ali) dokapitalizacije po potrjeni prisilni poravnavi. Hkrati so bili v vseh podjetjih izvajani in se še izvajajo ukrepi poslovnega prestrukturiranja, ki zagotavljajo, da podjetje sprosti potenciale za nadaljnji razvoj in s tem dolgoročno odpravi vzroke za nastanek insolventnosti. Glede na to, da so v podjetjih odločevalci ljudje, ki vedno ne zasledujejo principa racionalnega človeka, ampak mnogokrat delujejo čustveno, sta izjemno pomembna dejavnika pri uspešni izpeljavi prisilne poravnave psihološki vidik reševanja krize v podjetju in komunikacija med njegovimi deležniki. Med postopkom prisilne poravnave je v vseh analiziranih podjetjih prišlo do mnogih konfliktov, bodisi med poslovodstvom in upniki bodisi med lastniki in upniki ali pa kar med vsemi deležniki. Pomembna ugotovitev je, da so se konflikti z dobro komunikacijo sproti reševali, kar je omogočilo uspešno izpeljavo postopka prisilne poravnave.

## ***8.2 Preveritev osnovne teze doktorske disertacije***

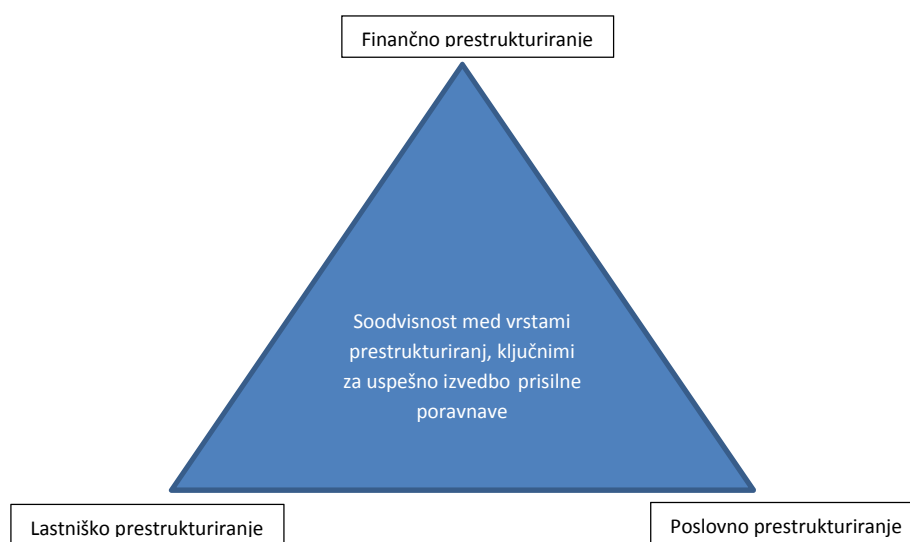
Z izvedbo raziskave, v katero smo vključili slovenska podjetja, smo ugotovili, da na uspešno izvedeno prisilno poravnavo vpliva veliko dejavnikov. Kvalitativna analiza izbranih podjetij je razkrila, da so za potrjeno prisilno poravnavo in nato dokončno poplačilo upnikov ter dolgoročno sanacijo podjetja ključni dejavniki dogovor med dolžnikom in navadnimi ter ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev (finančno prestrukturiranje), konverzija terjatev v lastniške deleže podjetja oziroma prevzem upravljanja na strani upnikov (lastniško prestrukturiranje) in izvajanje ukrepov poslovnega prestrukturiranja. Naše ugotovitve govorijo v prid osnovni tezi, ki smo jo zastavili na začetku izvedbe raziskave. Finančno, lastniško in poslovno prestrukturiranje so ključni za dolgotrajno rešitev krize v podjetju in odpravo insolventnosti. Uspešno izvedena prisilna poravnava je možna samo, če se v podjetju izvedejo ukrepi

prestrukturiranja na vseh treh omenjenih ravneh, sicer je velika verjetnost, da se postopek prej ali slej izjalovi.

Dejavnike, ki smo jih obravnavali v doktorski disertaciji, bi načeloma lahko razdelili v tri skupine glede na vrsto prestrukturiranja. Notranje dejavnike, kot so višina in rok poplačila, velikost podjetja, finančni položaj podjetja in dogovor z ločitvenimi upniki o prestrukturiranju njihovih terjatev, lahko uvrstimo pod finančno prestrukturiranje. Konverzija terjatev upnikov v lastniške deleže je dejavnik lastniškega prestrukturiranja. Psihološki dejavniki (komunikacija med deležniki družbe, sposobnost sodelovanja in čustvena inteligenca) ter zunanji dejavniki pa so prisotni na vseh ravneh, kar pomeni, da tvorijo tako lastniško kot tudi finančno in poslovno prestrukturiranje.

Dejavniki uspešno izvedene prisilne poravnave se med seboj prepletajo, posledica česar je soodvisnost med različnimi vrstami prestrukturiranja (slika 34). To pomeni, da če se bo podjetje samo finančno in lastniško prestrukturiralo, poslovne funkcije pa se ne bodo, bo to le začasna rešitev krize. Podjetje mora namreč nenehno posodabljalati proizvodnjo, spremljati konkurenco, izboljševati kakovost, razvijati nove proizvode ipd., še posebej pa je v postopku prisilne poravnave pomembno, da podjetje obdrži kupce in tekoče pozitivno posluje, sicer kakršnokoli finančno ali (in) lastniško prestrukturiranje nista smiselna. Če pogledamo drugače, tudi poslovno prestrukturiranje ni dovolj, če se dolžnik z upniki ne dogovori o načinu poplačila njihovih terjatev in če je podjetje brez dovolj likvidnostnega potenciala za obstoj na trgu in nadaljnji razvoj, torej brez strateškega partnerja, ki je sposoben uresničiti ta potencial.

Slika 34: Prikaz soodvisnosti med finančnim, lastniškim in poslovnim prestrukturiranjem





### **8.3 Smeri nadaljnjih raziskav**

O dejavnikih uspešno izvedenega finančnega prestrukturiranja v podjetju je zelo malo napisanega, še manj je literature o uspešni izvedbi prisilne poravnave kot instrumentu prestrukturiranja, ki ga predvideva slovenska zakonodaja. Večina literature na to temo povzema zakonske člene in jih razlaga. V doktorski disertaciji smo se ukvarjali ravno z dejavniki, ki vplivajo na sprva uspešno izglasovano prisilno poravnavo, in z dejavniki, ki vplivajo tudi na dokončno poplačilo upnikov.

Izvirni znanstveni prispevek doktorske naloge predstavljamo po naslednjih točkah:

- problem, ki smo ga v doktorski nalogi proučevali, zahteva interdisciplinarnost oziroma upoštevanje spoznanj različnih strok, kot so na primer ekonomske in poslovne vede (računovodstvo, finance in menedžment), pravo in komunikologija (odnosi z javnostjo), psihologija, sociologija in informatika, skratka skupek družboslovnih ved;
- v nalogi smo uporabili kombinacijo kvantitativnih in kvalitativnih metod (triangulacija) za preveritev domnev, kar omogoča višjo kakovost raziskave;
- proučevani problem je izjemno aktualen zaradi vsesplošne gospodarske krize, kar pomeni, da bodo izsledki naše raziskave prispevali k reševanju gospodarske problematike v Sloveniji, poleg tega pa bodo naše ugotovitve relevantne tudi za tuja gospodarstva;
- izsledki izvedene raziskave v okviru doktorske disertacije predstavljajo temeljne smernice za ravnanje poslovdstev in drugih deležnikov družbe, ko se podjetja znajdejo v insolventnosti, poleg tega pa so rezultati tudi smernice za oblikovanje učinkovitejše zakonodaje na področju postopkov zaradi insolventnosti.

V doktorski disertaciji smo obravnavali aktualno problematiko slovenskega gospodarstva. Pregled tuje in slovenske literature s področja insolvenčnih postopkov je pokazal, da je postopek prisilne poravnave raziskan večinoma z vidika zakonodaje. O dejavnikih, ki vplivajo na uspešno dokončano prisilno poravnavo, še ni bilo veliko napisanega, zaradi tega menimo, da smo z doktorsko nalogo izvirno prispevali k znanosti, predvsem pa k reševanju pereče gospodarske problematike. Ugotovitve naše raziskave predstavljajo temelje za odločevalske procese poslovdstev, upnikov, upraviteljev in drugih deležnikov podjetij, ki so v krizi. Z doktorsko disertacijo smo želeli izpostaviti ključne dejavnike, na katerih temelji uspeh postopka prisilne poravnave. Pri tem smo šli korak dlje in smo ciljali na podjetja, ki so postopek uspešno zaključila v smislu dokončnega poplačila upnikov. Takih podjetij je v Sloveniji izjemno malo ravno zaradi neupoštevanja soodvisnosti in pomembnosti vseh treh vrst prestrukturiranja (finančnega, lastniškega in poslovnega). Izsledki naše raziskave pa ne predstavljajo le smernic za reševanje podjetij v slovenskem gospodarskem prostoru, ampak so relevantne tudi za tuja gospodarstva.

S tem ko smo postavili temeljne dejavnike za uspešno reševanje podjetij s postopkom prisilne poravnave, smo odprli tudi mnogo novih vprašanj in idej za nadaljnje raziskovanje. Naša raziskava je pokazala, da je tudi psihološki vidik reševanja krize izjemno pomemben dejavnik, ki pa je v ekonomskih vedah mnogokrat prezrt. Zaradi tega bi bilo smiselno razširiti raziskavo v smeri poglobljene analize psiholoških dejavnikov, pomembnih pri reševanju krize v podjetju. V naslednji fazi bi lahko širše raziskovali vsak dejavnik posebej ali pa po sklopih glede na vrsto prestrukturiranja. Glede na to, da reševanje podjetja v krizi zahteva interdisciplinarnost, bi lahko postopek prisilne poravnave obravnavali še z drugih vidikov, na primer kot postopek prisilne poravnave izključno z zakonodajnega vidika in s tem osnovanje predlogov za izboljšanje slovenske insolvenčne zakonodaje. Zelo zanimiva bi bila tudi podrobnejša analiza vpliva slovenskega bančnega sistema na reševanje krize v podjetju. Nadaljnje raziskovanje bi lahko potekalo tudi v smeri letnega zbiranja podatkov o uspešno izvedenih, torej dokončanih, prisilnih poravnava. Ti podatki bi bili pozneje osnova za izvedbo statističnih analiz, kot je na primer diskriminantna analiza, s katero bi analizirali ključne razlike med podjetji, ki so končala v stečaju, in podjetji, ki so se uspešno prestrukturirala med postopkom prisilne poravnave.

Doktorska disertacija je torej lahko izhodišče za nadaljnje raziskovanje, usmerjeno predvsem v iskanje čim hitrejšega in učinkovitejšega reševanja krize v podjetjih. Skupaj s predlaganimi temami za nove raziskave lahko pomembno vpliva na tok reševanja slovenskih podjetij in posledično prispeva k okrevanju celotnega slovenskega gospodarstva.

## 9 LITERATURA

1. Agresti, A., in Finlay, B. (1997). *Statistical Methods for the Social Sciences (Third Edition)*. New Jersey: Prentice Hall.
2. Andrašec, L. (2002). *Iz krize s prisilno poravnavo (magistrsko delo)*. Dosegljivo na: <http://www.cek.ef.uni-lj.si/magister/andrasec25.pdf> [12. 3. 2011].
3. Anjum, S. (2012). Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman's Z-score model. *Asian Journal of Management Research*, 3 (1), 212–219. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2128475](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2128475) [14. 1. 2014].
4. Antončič, B., Hisrich, R. D., Petrin, T., in Vahčič, A. (2002). *Podjetništvo*. Ljubljana: GV Založba.
5. Archambault, R., in Laverdière, D. (2005). A Macroeconomic Model for Analysing and Forecasting Levels of Business and Consumer Insolvency in Canada. *Economic Information and Analysis Office of the Superintendent of Bankruptcy Industry Canada*. Dosegljivo na: [http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/vwapj/macroeconomicmodelforanalysingandforecastinginsolvency.pdf/\\$file/macroeconomicmodelforanalysingandforecastinginsolvency.pdf](http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/vwapj/macroeconomicmodelforanalysingandforecastinginsolvency.pdf/$file/macroeconomicmodelforanalysingandforecastinginsolvency.pdf) [5. 11. 2012].
6. Armour, J. (2003). *Financing Innovation: The Role of Insolvency Law*. Dosegljivo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.196.260> [15. 8. 2012].
7. Audit. 2011. *Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij – Regeneracija, d. o. o. na dan 31. 12. 2010*.
8. Ayotte, K., in Skeel, D. A. Jr. (2009). Bankruptcy or Bailouts? *Journal of Corporation Law*, 35 (3), 469–498. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1362639](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1362639) [5. 2. 2014].
9. Back, B., Laitinen, T., Sere, K., in Wezel, M. (1996). Choosing Bankruptcy Predictors Using Discriminant Analysis, Logit Analysis, and Genetic Algorithms. *Turku Centre for Computer Science*, 40. Dosegljivo na: [http://intes-group.narod.ru/books/choosing\\_predictors.pdf](http://intes-group.narod.ru/books/choosing_predictors.pdf) [13. 1. 2014].
10. Baird, D. G. (1997). The hidden virtues of chapter 11: an overview of the law and economics of financially distressed firms. *Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, Working Paper No. 43*. Dosegljivo na: [http://www.law.uchicago.edu/files/files/43.Baird\\_Chapter11.pdf](http://www.law.uchicago.edu/files/files/43.Baird_Chapter11.pdf) [16. 1. 2013].
11. Banka Slovenije. (2014a). *Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalnem trgu in obrestne mere*. Dosegljivo na: <https://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=1329> [6. 2. 2015].
12. Banka Slovenije. (2014b). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/Stabilnost\\_slovenskega\\_ban%C4%8Dnega\\_sistema\\_2015\\_SI%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/Stabilnost_slovenskega_ban%C4%8Dnega_sistema_2015_SI%20(4).pdf) [5. 2. 2015].
13. Bastič, M. (2006). *Metode raziskovanja*. Univerza v Mariboru: EPF.

14. Benigar Tošič, L. (2014). Poročilo upravitelja o izidu glasovanja. Ajpes (1. 8. 2014). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810\\_2013\\_261\\_613%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810_2013_261_613%20(1).pdf) [3. 11. 2015].
15. Bergant, Ž. (2000). Znaki podjetniške krize. *Podjetje in delo*, 6-7/2000, 1496–1507. Dosegljivo na: <http://www.abeceda.si/prispevki/objave-in-clanki> [14. 3. 2011].
16. Bergant, Ž. (2011). *Osnove analize poslovanja*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
17. Bergant, Ž., Borak, N., in Mayr, B. (2012). *Plačilna sposobnost in kapitalna ustreznost podjetja (računovodska analiza)*. Ljubljana: Inštitut za poslovno računovodstvo.
18. Berk, A., Peterlin, J., in Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
19. Beti, d. d. (2013a). Načrt finančnega prestrukturiranja podjetja Beti, d. o. o. Ajpes (21. 2. 2013). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298\\_2013\\_4\\_503%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298_2013_4_503%20(4).pdf) [12. 11. 2015].
20. Beti, d. d. (2014a). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja za obdobje od 1. 10. 2013 do 31. 12. 2013. Ajpes (14. 2. 2014). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298\\_2013\\_577\\_508%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298_2013_577_508%20(2).pdf) [13. 11. 2015].
21. Beti, d. d. (2014b). Letno poročilo Beti, d. d. 2013. Ajpes (25. 8. 2014). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5043794000%20\(5\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5043794000%20(5).pdf) [20. 11. 2015].
22. Beti, d. d. (2015). Letno poročilo Beti, d. d. 2014. Ajpes (31. 8. 2015). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5043794000%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5043794000%20(2).pdf) [19. 11. 2015].
23. Beti, d. d. (2016a). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja za obdobje od 1. 10. 2015 do 31. 12. 2015. Ajpes (15. 2. 2015). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298\\_2013\\_589\\_508%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298_2013_589_508%20(4).pdf) [8. 8. 2016].
24. Beti, d. d. (2016b). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja za obdobje od 1. 1. 2016 do 31. 3. 2016. Ajpes (13. 5. 2016). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298\\_2013\\_590\\_508%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298_2013_590_508%20(2).pdf) [8. 8. 2016].
25. Block-Lieb, S., Alexander, J., in Kovalenko, E. (2009). Representing the Interests of Unsecured Creditors: A Comparative Look at UNCITRAL's Legislative Guide on Insolvency Law. *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 1337824*. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1337824](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1337824) [12. 7. 2011].
26. Boin, A., Kofman-Bos, C., in Overdijk, W. 2004. Crisis Simulations: Exploring Tomorrow's Vulnerabilities and Threats. V Boin, A. (Ured.), *Crisis Management (vol. II)*, 2008, London: Sage.
27. Branch, B., in Xu, M. (2008). *The Power of Z-Score to Predict the Post-Bankruptcy Performance*. Dosegljivo na: <http://www.fma.org/Texas/Papers/ThePowerofZScoretoPredictthePostbankruptcyPerformance2008.pdf> [28. 1. 2014].
28. Brunner, A., in Pieter Krahn, J. (2001). Corporate Debt Restructuring: Evidence on Lending Coordination in Financial Distress. *Financial Economics, Discussion*

- Paper*                      *No.*                      3030.                      Dosegljivo                      na:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=290388](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290388) [9. 4. 2015].
29. Butara, M. (2008). Načrt finančnega prestrukturiranja. *Dnevi insolvenčnega prava – Planet GV*. Dosegljivo na: [http://www.planetgv.si/upload/htmlarea/files/Dnevi\\_insolven%C4%8Dnega\\_prava/Butara\\_Melita\\_N.pdf](http://www.planetgv.si/upload/htmlarea/files/Dnevi_insolven%C4%8Dnega_prava/Butara_Melita_N.pdf) [1. 6. 2011].
30. Clowry, K. (2008). Debt-for-equity swaps. *Globe Law and Business, 2008*, 27–58. Dosegljivo na: <http://www.globelawandbusiness.com/rw/sample.pdf> [14. 1. 2013].
31. Constantini, J. A. (2009). *Effects of Bankruptcy Procedures on Firm Restructuring: Evidence from Italy*. Draft Working Paper. Dosegljivo na: [http://www.insead.edu/facultyresearch/faculty/personal/jcostantini/research/documents/James\\_Costantini\\_Bankruptcy\\_Italy.pdf](http://www.insead.edu/facultyresearch/faculty/personal/jcostantini/research/documents/James_Costantini_Bankruptcy_Italy.pdf) [6. 2. 2014].
32. Coombs, T. (2007). *Crisis Management and Communications*. PhD, 30. oktober 2007. Dosegljivo na: [http://www.facoltaspes.unimi.it/files/\\_ITA\\_/COM/Crisis\\_Management\\_and\\_Communications.pdf](http://www.facoltaspes.unimi.it/files/_ITA_/COM/Crisis_Management_and_Communications.pdf) [10. 9. 2014].
33. Cornell University Law School (2015). *Bankruptcy*. Dosegljivo na: <http://www.law.cornell.edu/wex/Bankruptcy> [7. 4. 2015].
34. Couwenberg, O., in de Jong, A. (2004). It takes two to tango: An empirical tale of distressed firms and assisting banks. *Erasmus Research Institute of Management, Report Series – Research in Management*. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=594986](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=594986) [9. 4. 2015].
35. Creditreform. (2012). *Insolvencies in Europe 2011/2012*. Dosegljivo na: [https://www.uc.se/download/18.782617c713603ab70837ffd368/Europa\\_statistik\\_konkurser\\_2011.pdf](https://www.uc.se/download/18.782617c713603ab70837ffd368/Europa_statistik_konkurser_2011.pdf) [1. 10. 2012].
36. Creditreform. (2014). *Corporate insolvencies in Europe 2013/14*. Dosegljivo na: [https://www.creditreform.de/fileadmin/user\\_upload/crefo/download\\_de/news\\_terminer/wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Analysis\\_Corporate\\_insolvencies\\_in\\_Europe\\_2013-14.pdf](https://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_terminer/wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Analysis_Corporate_insolvencies_in_Europe_2013-14.pdf) [2. 2. 2015].
37. Cvelbar, M. (2014). Iskraemeco poravnal vse obveznosti iz prisilne poravnave. *Finance*, 14. 4. 2014. Dosegljivo na: <http://www.finance.si/8800503/Iskraemeco-poravnal-vse-obveznosti-iz-prisilne-poravnave> [2. 9. 2015].
38. De, A., Bandyopathyay, G., in Chakraborty, B. N. (2011). Application of the Factor Analysis on the Financial Ratios and Validation of the Results by the Cluster Analysis: An Empirical Study on the Indian Cement Industry. *Journal of Business Studies Quaterly*, 2 (3), 13–31. Dosegljivo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.651.7282&rep=rep1&type=pdf> [28. 4. 2015].
39. Delo. (2006). *Steklarna Rogaška uspešno izpeljala prisilno poravnavo*. 6. 12. 2006. Dosegljivo na: <http://www.delo.si/gospodarstvo/steklarna-rogaska-uspesno-izpeljala-prisilno-poravnavo.html> [20. 9. 2015].

40. David, R., in Grasmann, G. (1998a). *Uvod v velike sodobne pravne sisteme (prva knjiga)*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
41. David, R., in Grasmann, G. (1998b). *Uvod v velike sodobne pravne sisteme (druga knjiga)*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
42. Davydenko, S. A., in Franks, J. R. (2006). Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the UK. *Finance Working Paper No. 89/2005*. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=647861](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=647861) [13. 1. 2014].
43. DLA Paper Summary of German Insolvency Law. 2010. Dosegljivo na: [http://blog.dlapiper.com/DEstructuring/resource/German\\_Insolvency\\_Booklet.PDF](http://blog.dlapiper.com/DEstructuring/resource/German_Insolvency_Booklet.PDF) [5. 6. 2012].
44. Draper, N. R., in Smith, H. (1966). *Applied Regression Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
45. Dubrovski, D. (2004). *Krizni management in prenova podjetja*. Koper: Fakulteta za management Koper.
46. DUTB, d. d. (2014). LIV Kolesa, primer dobre prakse upravljanja podjetja v težavah. *DUTB (26. 9. 2014)*. Dosegljivo na: <http://www.dutb.eu/si/za-medije/novice/137-liv-kolesa-primer-dobre-prakse-upravljanja-podjetja-v-tezavah> [5. 11. 2015].
47. ECB – Evropska centralna banka (2007). *Cenovna stabilnost: zakaj je zame pomembna? – Priročnik za učitelje*. Dosegljivo na: [http://www.ecb.int/home/pdf/students/booklet\\_sl.pdf](http://www.ecb.int/home/pdf/students/booklet_sl.pdf) [13. 11. 2012].
48. Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, 14 (4), 532–550. Dosegljivo na: [https://www.jstor.org/stable/258557?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/258557?seq=1#page_scan_tab_contents) [30. 7. 2015].
49. Flyvberg, B. (2006). Five Misunderstandings About Case-Study Research. *Qualitative Inquiry*, 12 (2), 219–245. Dosegljivo na: <http://qix.sagepub.com/content/12/2/219.short> [30. 7. 2015].
50. Evropska komisija. (2012). *Delovni dokument služb komisije: Poglobljen pregled za Slovenijo v skladu s členom 5 Uredbe (EU) št. 1176/2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij*. Dosegljivo na: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/idr2012\\_slovenia\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/idr2012_slovenia_sl.pdf) [22. 10. 2012].
51. Evropska komisija. (2015). *Gospodarske in finančne zadeve – Posledice inflacije*. Dosegljivo na: [http://ec.europa.eu/archives/economy\\_finance/inflation/consequences\\_sl.htm](http://ec.europa.eu/archives/economy_finance/inflation/consequences_sl.htm) [1. 2. 2015].
52. Franks, J., in Sussman, O. (2003). Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies. *Review of Finance*, 9 (1), 65–96. Dosegljivo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.319.3964&rep=rep1&type=pdf> [27. 1. 2014].
53. Fuller, W. (1940). The background and techniques of equity and bankruptcy railroad reorganizations – survey. *Law and Contemporary Problems*, 7 (3), 377–392.

- Dosegljivo na: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2026&context=lcp> [13. 1. 2013].
54. Gale Robežnik, S., in Kruhar Puc, R. (2005). *Reševanje insolventnih postopkov v praksi*. Lesce: Založba Legat.
  55. Gaffeo, E., in Emiliano, S. (2009). Business Failures, Macroeconomic Risk and the Effect of Recessions on Long-Run Growth: a Panel Cointegration Approach. *Journal of Economics and Business*, 61 (6), 435–452. Dosegljivo na: [http://www.econ.ku.dk/esantoro/images/bankruptcy\\_sg.pdf](http://www.econ.ku.dk/esantoro/images/bankruptcy_sg.pdf) [3. 11. 2012].
  56. Gilson, S. C., John, K., in Lang, L. H. P. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Finance Economics*, 27 (2), 315–353. Dosegljivo na: [http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Troubled%20Debt%20Restructurings\\_40d4a53b-5ecb-478e-88d1-d6dc1498e14d.pdf](http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Troubled%20Debt%20Restructurings_40d4a53b-5ecb-478e-88d1-d6dc1498e14d.pdf) [15. 3. 2014].
  57. Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics (Fourth Edition)*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
  58. Haberler, G. (1960). Inflation – Its Causes and Cures. *Library of Congress Catalog*, 60-12992. Dosegljivo na: [https://www.amazon.com/Inflation-Causes-Cures-Gottfried-Haberler/dp/1169831281?ie=UTF8&\\*Version\\*=1&\\*entries\\*=0](https://www.amazon.com/Inflation-Causes-Cures-Gottfried-Haberler/dp/1169831281?ie=UTF8&*Version*=1&*entries*=0) [29. 1. 2015].
  59. Halim, A., Mohd Daud, S. N., Rizal Mazlan, A., in Marzuki, A. (2008). Macroeconomic Determinants of Corporate Failures in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 3 (3), 3–10. Dosegljivo na: <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/1621> [12. 3. 2014].
  60. Haugen, R. A., in Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 33 (2), 383–393. Dosegljivo na: <https://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/haugen-senbet.pdf> [10. 4. 2014].
  61. Heine, M. L. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models. *Adapted and updated from E. Altman, »Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy,«* Journal of Finance, September 1968; and E. Altman, R. Haldeman and P. Narayanan, "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," *Journal of Banking & Finance*, 1, 1977. Dosegljivo na: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/PredFnclDistr.pdf> [6. 1. 2014].
  62. Hladnik, R. (2009). *Finančna reorganizacija podjetja s prisilno poravnavo (diplomsko delo)*. Ekonomska fakulteta v Ljubljani. Dosegljivo na: [http://www.cek.ef.uni-lj.si/u\\_diplome/hladnik3812.pdf](http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/hladnik3812.pdf) [13. 2. 2011].
  63. Huang, J.-C., in Huang, C.-S. (2009). Bank Relationships and Firm Private Debt Restructuring: a Duration Analysis. *Banks and Bank Systems*, 4 (2), 38–47. Dosegljivo na:

- [http://businessperspectives.org/journals\\_free/bbs/2009/BBS\\_en\\_2009\\_2\\_Huang.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/bbs/2009/BBS_en_2009_2_Huang.pdf) [9.4.2015].
64. IBDO. (2010). Poročilo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij; KG-EKO, d. o. o. na dan 31.12.2009. FinD-INFO (13. 4. 2010). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d13.04.2010%252000%3a18%3a00%26Src%3dA%2fY3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=13.04.2010%2000:18:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR> [11.10.2015].
65. Iskraemeco, d. d. (2007). *Letno poročilo 2006*.
66. Iskraemeco, d. d. (2008). *Letno poročilo 2007*.
67. Iskraemeco, d. d. (2009). *Letno poročilo 2008*.
68. Iskraemeco, d. d. (2010). *Letno poročilo 2009*.
69. Iskraemeco, d. d. (2011). *Letno poročilo 2010*.
70. Iskraemeco, d. d. (2012). *Letno poročilo 2011*.
71. Iskraemeco, d. d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20\(9\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20(9).pdf) [9. 9. 2015].
72. Iskraemeco, d. d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20\(10\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20(10).pdf) [9. 9. 2015].
73. Iskraemeco, d. d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20\(11\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045193000%20(11).pdf) [9. 9. 2015].
74. Iskraemeco, d. d. (2015). *O podjetju – novice*. Dosegljivo na: <http://www.iskraemeco.com/si/> [9. 6. 2015].
75. Iskraemeco, d. d. – IEMG. (2006). Prospekt za javno ponudbo delnic. Dosegljivo na: [http://www.a-tvp.si/Documents/Prospekt\\_IE.pdf](http://www.a-tvp.si/Documents/Prospekt_IE.pdf) [10. 8. 2015].
76. Ivanjko, Š., in Kocbek, M. (2003). *Korporacijsko pravo*. Ljubljana: GV Založba.
77. Jensen, M. C. (1989). Active Investor, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2 (1), 35–44. Dosegljivo na: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.1989.tb00551.x/full> [15. 2. 2014].
78. Jurkošek, B. (2013). Poročilo o izidu glasovanja v postopku PP nad dolžnikom Beti, d. d. Ajpes (23. 9. 2013). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298\\_2013\\_564\\_613%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST298_2013_564_613%20(2).pdf) [12. 11. 2015].
79. Kapitalska družba, d. d. (2007). Strateški lastnik Iskraemeca bo ohranil delovna mesta in sedež v Kranju. Dosegljivo na: [http://www.kapitalska-druzba.si/o\\_kapitalski\\_druzbi/e\\_modro\\_jabolko/e-novice\\_Modro\\_jabolko?aid=161](http://www.kapitalska-druzba.si/o_kapitalski_druzbi/e_modro_jabolko/e-novice_Modro_jabolko?aid=161) [10. 8. 2015].



80. Kaplin, A., Levy, A., Qu, S., Wang, D., Wang, Y., in Zhang, J. (2009). The relationship between default risk and interest rates: and empirical study. *Moody's Analytics*, 2. oktober 2009. Dosegljivo na: <http://www.moodyanalytics.com/~media/Insight/Quantitative-Research/Portfolio-Modeling/09-10-02-Default-and-Interest-Rates.ashx> [10. 11. 2012].
81. Kastelec, D., in Košmelj, K. (2008). Diskriminantna analiza in klasifikacija: osnove in primer. *Acta agriculturae Slovenica*, 91 (1), 167–190. Dosegljivo na: <http://aas.bf.uni-lj.si/maj%202008/15kastelec.pdf> [15. 12. 2011].
82. KG-EKO, d. o. o. (2010a). Načrt finančnega prestrukturiranja.
83. KG-EKO, d. o. o. (2010b). Zapisnik 2. seje upniškega odbora KG-EKO, d. o. o. – prisilna poravnava (14. 6. 2010). *FinD-INFO*, 18. 6. 2016. Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d18.06.2010%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fy3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigbmAWyKuv%2bwR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=18.06.2010%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigbmAWyKuv+wR> [16. 10. 2015].
84. KG-EKO, d. o. o. (2011a). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja družbe KG-EKO, d. o. o. za obdobje od 1. 1. 2010 do 31. 3. 2011 v skladu s 5. odstavkom 40. člena ZFPPIPP. *FinD-INFO* (10. 5. 2011). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d10.05.2011%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fy3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=10.05.2011%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR> [11. 10. 2015].
85. KG-EKO. (2011b). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja družbe KG-EKO, d. o. o. za obdobje od 1. 12. 2011 do 31. 12. 2010 v skladu s 5. odstavkom 40. člena ZFPPIPP. *FinD-INFO* (17. 2. 2011). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d17.02.2011%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fy3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=17.02.2011%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR> [20. 10. 2015].
86. Kovačič, E. (2010). *Prisilna poravnava s finančnim prestrukturiranjem (delo diplomskega seminarja)*. Dosegljivo na: <http://dkum.uni-mb.si/lzpisGradiva.php?id=15948> [22. 4. 2011].

87. Kumar, R. 2005. *Research Methodology*. London: SAGE Publications.
88. Koletnik, F. (1992). *Ugotavljanje in računovodski vidiki reševanja krize podjetja. Opcijski modul: Finančni management*. Ekonomsko-poslovna fakulteta – MBA.
89. Kontarščak, K. A. (2013). Poročilo upravitelja o izidu glasovanja o sprejetju prisilne poravnave. *Ajpes* (14. 1. 2013). Dosegljivo na: file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484\_2012\_528\_613%20(2).pdf [2. 12. 2015]
90. Kotnik, T. (2014). Polomije prisilnih poravnav. *Finance 70/2014*. Dosegljivo na: <http://www.finance.si/8800163> [15. 6. 2015].
91. Krugman, P. (2012). *Ustavimo to krizo takoj!*. Ljubljana: Modrijan.
92. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., in Vishny, R. 1996. Law and Finance (NBER Working Paper Series). Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=7788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7788) [10. 5. 2012].
93. Lagadec, P. (1987). Communications Strategies in Crisis. *Industrial Crisis Institute – Bucknell University*, 1 (2), 19–26. Dosegljivo na: <http://oae.sagepub.com/content/1/2/19.short> [8. 6. 2015].
94. Levine, R. (1998). The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3 (3), del 2, 596–613. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=88888](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=88888) [25. 6. 2012].
95. LIV Kolesa, d. o. o. (2013). Načrt finančnega prestrukturiranja družbe LIV-Kolesa, d. o. o. *Ajpes* (6. 1. 2014). Dosegljivo na: <http://www.ajpes.si/eobjave/objava.asp?s=51&id=1498595> [5. 10. 2015].
96. LIV Kolesa, d. o. o. (2015a). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja družbe za obdobje 1. 10. 2014.–31. 12. 2014. *Ajpes* (16. 2. 2015). Dosegljivo na: file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810\_2013\_275\_508%20(2).pdf [4. 11. 2015].
97. LIV Kolesa, d. o. o. (2015b). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja družbe za obdobje 1. 7. 2015.–30. 9. 2015. *Ajpes* (17. 11. 2015). Dosegljivo na: file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810\_2013\_280\_508%20(1).pdf [4. 11. 2015].
98. LIV Kolesa, d. o. o. (2016). Letno poročilo 2015. *Ajpes* (1. 8. 2016). Dosegljivo na: file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/1317270000%20(6).pdf [10. 8. 2016].
99. Lubben, S. J. (2004). Out of the past: Railroads & Sovereign Debt Restructuring. *Georgetown Journal of International Law, Draft for Presentation at Georgetown Symposium on sovereign debt restructuring*. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=506122](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=506122) [11. 1. 2013].
100. Manavald, P. (2010). Economic Crisis and the Effectiveness of Insolvency Regulation. *Juridica International*, 17, 207–216. Dosegljivo na: [http://www.juridicainternational.eu/public/pdf/ji\\_2010\\_1\\_207.pdf](http://www.juridicainternational.eu/public/pdf/ji_2010_1_207.pdf) [21. 1. 2015].
101. Marinšek, D. (2015). *Multivariatna analiza: Zbirka rešenih primerov s komentarji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Založništvo.

102. Mayer Brown. (2014). *German Insolvency Law – an overview*. Dosegljivo na: [https://www.mayerbrown.com/files/Publication/f1c7d753-bf54-4235-9298-70d0081a6438/Presentation/PublicationAttachment/da34e59a-2392-487c-a798-30df809fa6ae/German\\_Insovcency\\_Oct\\_14\\_A4.pdf](https://www.mayerbrown.com/files/Publication/f1c7d753-bf54-4235-9298-70d0081a6438/Presentation/PublicationAttachment/da34e59a-2392-487c-a798-30df809fa6ae/German_Insovcency_Oct_14_A4.pdf) [3. 3. 2015].
103. Mayer, Brown, Rowe in Maw Gaedertz. (2006). *At a glance – Insolvency Law*. Dosegljivo na: <http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=2572&nid=6> [2. 7. 2011].
104. Mesec, B. (2012). *Kvalitativna metodologija, akcijsko in evalvacijsko raziskovanje*. Dosegljivo na: <https://sites.google.com/site/kvalitativnametodologija/home/o-avtorju> [11. 12. 2012].
105. Ministrstvo za pravosodje RS. (2011). Predlog Zakona o dopolnitvi Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (EVA 2011-2011-0022) – predlog za obravnavo. Dosegljivo na: <http://e-uprava.gov.si/.download/edemokracija/datotekaVsebina/35393?disposition=inline> [12. 5. 2013].
106. Ministrstvo za pravosodje RS. (2013). *Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (EVA 2013-2030-0100) – predlog za obravnavo – novo gradivo št. 1*. Dosegljivo na: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/si\\_con\\_2013\\_75\\_draft\\_law.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/si_con_2013_75_draft_law.pdf) [11. 3. 2015].
107. Mitroff, I. I., Pauchant, T. C., in Shrivastava, P. (1988). The Structure of Man made Organizational Crises. *Technological Forecasting and Social Change*, 33, 83–107. Dosegljivo na: [https://www.researchgate.net/publication/222473652\\_The\\_Structure\\_of\\_Man-Made\\_Organizational\\_Crises\\_Conceptual\\_and\\_Empirical\\_Issues\\_in\\_the\\_Development\\_of\\_a\\_General\\_Theory\\_of\\_Crisis\\_Management](https://www.researchgate.net/publication/222473652_The_Structure_of_Man-Made_Organizational_Crises_Conceptual_and_Empirical_Issues_in_the_Development_of_a_General_Theory_of_Crisis_Management) [11. 9. 2014].
108. Mizen, P. (2008). The credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the background, Reactions, and Policy Responses. *Federal Reserve Bank of ST. Louis Review*, 90 (5), 531–567. Dosegljivo na: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/08/09/Mizen.pdf> [4. 2. 2015].
109. Moravec, T. (2010). *The bankruptcy in the Czech Republic – influence of macroeconomic variables*. Dosegljivo na: <http://www.slu.cz/su/opf/cz/informace/acta-academica-karviniensia/casopisy-aak/aak-rocnik-2013/docs-3-2013/Moravec.pdf> [27. 1. 2015].
110. Myers, M. D. (2009). *Qualitative Research in Business & Management*. London: SAGE Publications.
111. Nobanee, H. (2009). Working Capital Management and Firm's Profitability: An Optimal Cash Conversion Cycle. *SSRN Electronic Journal*, September 2009. Dosegljivo na: [https://www.researchgate.net/publication/228252595\\_Working\\_Capital\\_Management\\_and\\_Firm's\\_Profitability\\_An\\_Optimal\\_Cash\\_Conversion\\_Cycle](https://www.researchgate.net/publication/228252595_Working_Capital_Management_and_Firm's_Profitability_An_Optimal_Cash_Conversion_Cycle) [14. 5. 2015].

112. Novak, S., in Novak, N. (2009). *Insolvenčni postopki (učbenik)*. Ljubljana: Zavod IRC. Dosegljivo na: [http://www.impletum.zavod-irc.si/docs/Skriti\\_dokumenti/Insolvenčni\\_postopki-Novak\\_Novak.pdf](http://www.impletum.zavod-irc.si/docs/Skriti_dokumenti/Insolvenčni_postopki-Novak_Novak.pdf) [23. 3. 2011].
113. Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 109–131. Dosegljivo na: [http://www.jstor.org/stable/2490395?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/2490395?seq=1#page_scan_tab_contents) [18. 4. 2015].
114. Okrožno sodišče v Kopru. (2014). Sklep o potrditvi prisilne poravnave. Ajpes (1. 8. 2014). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810\\_2013\\_265\\_616%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST2810_2013_265_616%20(2).pdf) [3. 9. 2015].
115. Okrožno sodišče v Ljubljani. (2010a). Zapisnik o naroku za obravnavo ugovora proti vodenju postopka prisilne poravnave nad dolžnikom KG-EKO, priz. in predelava agregatov Šmarje Sap, Ljubljanska c. 16. *FinD-INFO* (25. 8. 2010). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d25.08.2010%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fY3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigbmAWyKuv%2bwR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=25.08.2010%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigbmAWyKuv+wR> [15. 10. 2015].
116. Okrožno sodišče v Ljubljani. (2010b). Sklep o potrditvi prisilne poravnave. *FinD-INFO* (10. 12. 2010). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d10.12.2010%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fY3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=10.12.2010%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR> [15. 10. 2015].
117. Okrožno sodišče v Ljubljani. (2012). Zapisnik 4. seje upniškega odbora z dne 3. 10. 2012. Ajpes (11. 10. 2012). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484\\_2012\\_417\\_639%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484_2012_417_639%20(4).pdf) [1. 12. 2015].
118. Okrožno sodišče v Novem mestu. (2013). Predložitev zapisnika upniškega odbora. Ajpes (19. 7. 2013). Dosegljivo na: <http://www.ajpes.si/eobjave/objava.asp?s=51&id=1384539> [12. 11. 2015].
119. Pauchant, T. C., Mitroff, I. I., in Lagadec, P. (1991). Toward a Systemic Crisis Management Strategy: Learning from the Best Examples in the US, Canada and France. *Industrial crisis Quaterly*, 5 (3), 209–232. Dosegljivo na: [http://www.patricklagadec.net/fr/pdf/Industrial\\_crisis.pdf](http://www.patricklagadec.net/fr/pdf/Industrial_crisis.pdf) [5. 7. 2011].
120. Pearson, C. M., in Clair, J. A. (1998). Reframing Crisis Management. V Bojn, A. (Ured.), *Crisis Management (vol. II)*. 2008. London: Sage. Dosegljivo

- na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=DDCD3D04A2D63806FBBA82818B5778?doi=10.1.1.460.7005&rep=rep1&type=pdf> [15. 12. 2014].
121. Pfajfar, L. (2011). *Osnovna statistika za ekonomske in poslovne vede*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
122. Pindado, J., Rodrigues, L., in de la Torre, C. (2008). How Do Insolvency Codes Affect a Firm's Investment? *International Review of Law and Economics*, 28 (4), 227–238. Dosegljivo na: <http://xiforofinanzas.ua.es/trabajos/1056.pdf> [16. 9. 2012].
123. Računsko sodišče RS. (2007). *Porevizijsko poročilo o popravljalnih ukrepih družbe Steklarna Rogaška, d. d. Rogaška Slatina pri porabi namenskih sredstev*. Številka 1206-11/2006-23. Dosegljivo na: <http://www.rs-rs.si/rsrs/rsrs.nsf/I/6172B809F3C4D80BC12572C60069B348> [20. 9. 2015].
124. Robertson, C., in McCloskey, M. (2002). *Business Statistics; A multimedia guide to concepts and applications*. London: Arnold.
125. Rozman, M. (2010). Poročilo o vpisu in vplačilu novih deležev. *FinD-INFO* (22. 12. 2010). Dosegljivo na: <https://www.iusinfo.si/Login/FormsLogin/FormsLogin.aspx?ReturnUrl=%2fStecaji%2fBesedilo.aspx%3fSOPI%3dSTCJOS101N429L2010%26Datum%3d22.12.2010%252000%3a00%3a00%26Src%3dA%2fY3P8OSDzmQLobW%2f%2fbsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv%2bQaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR&SOPI=STCJOS101N429L2010&Datum=22.12.2010%2000:00:00&Src=A/Y3P8OSDzmQLobW//bsPrzHcQpTfohjb4oDEN2bKu2fV1d2Nv+QaLoJNrHOfdGF8qafBe2NgzEIThJOAzjigZDoFZNGj0yR> [11. 10. 2015].
126. MMC RTV SLO. (2011). *Iz Iskraemeca iztisnili male delničarje*. 1. februar 2011. Dosegljivo na: <http://www.rtv slo.si/gospodarstvo/iz-iskraemeca-iztisnili-male-delnicarje/249948> [1. 9. 2015].
127. Samuelson, P. A., in Nordhaus, W. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV Založba.
128. Semenarna Ljubljana, d. d. (2012). Načrt finančnega prestrukturiranja družbe semenarna Ljubljana, d. d. Ajpes (9. 7. 2012). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484\\_2012\\_4\\_503%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484_2012_4_503%20(4).pdf) [29. 11. 2015].
129. Semenarna Ljubljana, d. d. (2014). Letno poročilo 2013. Ajpes (28. 7. 2014). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20\(9\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20(9).pdf) [5. 12. 2015].
130. Semenarna Ljubljana, d. d. (2015). Letno poročilo 2014. Ajpes (13. 7. 2015). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20\(11\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20(11).pdf) [5.12.2015].
131. Semenarna Ljubljana, d. o. o. (2016a). Letno poročilo 2015. Ajpes (1. 8. 2016). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20\(10\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5005574000%20(10).pdf) [10. 8. 2016].
132. Semenarna Ljubljana, d. o. o. (2016b). Poročilo o izvajanju ukrepov finančnega prestrukturiranja družbe Semenarna Ljubljana, d. d. v skladu s 5. odstavkom 40.

- člena ZFPPIPP za obdobje od 1. 4. do 30. 6. 2016. Ajpes (25. 7. 2016). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484\\_2012\\_591\\_508.pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484_2012_591_508.pdf) [5. 8. 2016].
133. Senbet, L. W., in Seward, J. K. (1995). Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 921–961. Dosegljivo na: <http://www.rhsmith.umd.edu/faculty/lisenbet/lemmas%20papers/Financial%20Distress,%20Bankruptcy%20and%20Reorganization.pdf> [20. 1. 2014].
134. Sengupta, R., in Faccio, M. (2011). Corporate Response to Distress: Evidence from the Asian Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 93 (2), 127–154. Dosegljivo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.204.6669&rep=rep1&type=pdf> [25. 2. 2014].
135. Sharabany, R. (2004). Business Failures and Macroeconomic Risk Factors. *Bank of Israel, Discussion Paper No. 2004.06*. Dosegljivo na: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/papers/dp0406e.pdf> [3. 11. 2012].
136. Shirata, C. Y. (1998). Financial Ratios as Predictors of Bankruptcy in Japan: An Empirical Research. *Proceedings of The Second Asian Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference*, 437–445. Dosegljivo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.2721&rep=rep1&type=pdf> [12. 3. 2014].
137. Simončič, P. (2007). Komercialno bančništvo pri poslovanju s podjetji – primer podjetja Iskraemeco, d. d., Kranj (diplomsko delo). Dosegljivo na: <http://www.worldcat.org/title/komercialno-bancnistvo-pri-poslovanju-s-podjetji-primer-podjetja-iskraemeco-dd-kranj-diplomsko-delo/oclc/441271895> [9. 8. 2015].
138. SRS. (2006). Slovenski računovodski standardi. *Uradni list RS*, 118/2005. Dosegljivo na: [http://www.zvezarfr.si/zakonodaja/predpisi/srs-29-srs-29-%E2%80%93-racunovodsko-proucevanje-\(racunovodsko-analiziranje\)](http://www.zvezarfr.si/zakonodaja/predpisi/srs-29-srs-29-%E2%80%93-racunovodsko-proucevanje-(racunovodsko-analiziranje)) [15. 3. 2015].
139. STA – Slovenska tiskovna agencija. (2006). Pogajanja o prihodnosti Iskraemeca znova neuspešna. *Računovodja.com*, 4. 7. 2006. Dosegljivo na: <http://www.racunovodja.si/sta/Novica.aspx?id=93181> [8. 8. 2015].
140. Stanišić, N., Mizdraković, V., in Knežević, G. (2013). Corporate bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia. *Industrija*, 40 (4), 145–159. Dosegljivo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2368763](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2368763) [6. 1. 2014].
141. Steklarna Rogaška, d. d. (2005). *Načrt finančne reorganizacije*. 15. 9. 2005.
142. Steklarna Rogaška, d. d. (2006). Letno poročilo za leto 2005.
143. Steklarna Rogaška, d. o. o. (2015a). O nas – Tradicija. Dosegljivo na: <http://www.steklarna-rogaska.si/si/o-nas/tradicija> [13. 9. 2015].
144. Steklarna Rogaška, d. o. o. (2015b). Letno poročilo Steklarne Rogaška, d. o. o. za obdobje od 1. 4. 2014 do 31. 3. 2015 in od 1. 1. 2014 do 31. 3. 2014. Ajpes (21. 4. 2016). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045657000%20\(9\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/5045657000%20(9).pdf) [6. 6. 2016].

145. Succurro, M. (2008). Bankruptcy systems and economic performance across countries: some empirical evidence. *Working Paper No. 200801 from Università della Calabria*. Dosegljivo na: <http://econpapers.repec.org/paper/clbwpaper/200801.htm> [5. 7. 2012].
146. Sun, L. (2010). *The Effects of Client Size and Stress Criteria on Bankruptcy Prediction Models: An Empirical Analysis*. Dosegljivo na: [https://www.google.si/search?q=The+Effects+of+Client+Size+and+Stress+Criteria+on+Bankruptcy+Prediction+Models:+An+Empirical+Analysis&ie=utf-8&oe=utf-8&rls=org.mozilla:sl:official&client=firefox-a&channel=sb&gws\\_rd=cr&ei=JmNeU\\_G8CYHpywPlt4D4AQ](https://www.google.si/search?q=The+Effects+of+Client+Size+and+Stress+Criteria+on+Bankruptcy+Prediction+Models:+An+Empirical+Analysis&ie=utf-8&oe=utf-8&rls=org.mozilla:sl:official&client=firefox-a&channel=sb&gws_rd=cr&ei=JmNeU_G8CYHpywPlt4D4AQ) [14. 3. 2014].
147. Šinkovec, J., in Škerget, D. (1999). *Zakon o finančnem poslovanju z uvodnimi pojasnili in zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji s komentarjem*. Ljubljana: Založniška hiša Primath.
148. Širca, M. (2008). *Napovedovanje stečajev podjetij z logit modelom in diskriminantno analizo (diplomsko delo)*. Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/Napovedovanje\\_ste%C4%8Dajev\\_podjetij\\_z\\_logit\\_modelom\\_in\\_diskriminantno\\_analizo%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/Napovedovanje_ste%C4%8Dajev_podjetij_z_logit_modelom_in_diskriminantno_analizo%20(3).pdf) [11. 2. 2016].
149. Tarantino, E. (2009). Bankruptcy Law and Corporate Investment Decisions. *TILEC Discussion Paper No. 2009-040*. Dosegljivo na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=96696> [16. 9. 2012].
150. Tekavec, V. (2014). Letos iz Iskraemeca več kot 80 zaposlenih. *Delo*, 23. 10. 2014. Dosegljivo na: <http://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/letos-iz-iskraemeca-vec-kot-80-zaposlenih.html> [1. 9. 2015].
151. The United States Department of Justice. (2015). *U.S. Trustee Program*. Dosegljivo na: <http://www.justice.gov/ust/> [9. 4. 2015].
152. UNCITRAL – United Nations Commission on International Trade Law (2005). *Legislative Guide on Insolvency Law*. Dosegljivo na: [http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722\\_Ebook.pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf) [11. 6. 2012].
153. United States Courts. (2015). *Reorganization under the Bankruptcy Code*. Dosegljivo na: <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter11.aspx> [5. 4. 2015].
154. Valackiene, A. (2011). Theoretical Substation of the Model for Crisis Management in Organization. *Engineering Economics*, 22 (1), 78–90. Dosegljivo na: <http://www.socsc.ktu.lt/index.php/EE/article/viewArticle/221> [12. 9. 2014].
155. Verbinc, F. (1997). *Slovar tujk*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
156. Višje sodišče v Ljubljani. (2012). Sklep višjega sodišča o pritožbi. *Ajpes* (28. 12. 2012). Dosegljivo na: [file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484\\_2012\\_507\\_619%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Marjetka/Downloads/ST1484_2012_507_619%20(2).pdf) [1. 12. 2015].

157. White, M. J. (1989). The Corporate Bankruptcy Decision. *The Journal of Economic Perspectives*, 3 (2), 129–151. Dosegljivo na: <http://econweb.ucsd.edu/~miwhite/white-jep.pdf> [16. 3. 2014].
158. Yin, R. K. (2003). *Case Study Research – Design and Methods*. Kalifornija: SAGE Publications.
159. Zorin, F. (2007). *Vloga nadzornega sveta pri insolvenčnih postopkih. Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
160. ZvezaRFR.si. (2015). *Pripomočki – Stopenjski izkaz poslovnega izida*. Dosegljivo na: <http://www.zvezarfr.si/pripomocki/slovar?pojem=stopenjski%20izkaz%20poslovnega%20izida> [16. 4. 2015].



## 10 VIRI

1. Ajpes. (2015). Podatki iz bilance stanja na dan 31. 12. 2014. Dosegljivo na: [https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=1906895000&id\\_prikaza=1&id=693673](https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=1906895000&id_prikaza=1&id=693673) [16. 10. 2015].
2. Banka Slovenije. (2014a). *Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalnem trgu in obrestne mere*. Dosegljivo na: <https://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=1329> [6. 2. 2015].
3. Banka Slovenije. (2015). *Statistika. Obrestne mere – Obrestne mere monetarnih finančnih institucij – nova posojila nefinančnim družbam v domači valuti*. Dosegljivo na: <https://www.bsi.si/financni-podatki.asp?Mapald=1001#12354> [22. 2. 2015].
4. Statistični urad Republike Slovenije (SURS). (2015a). *Podatkovni portal SI-STAT – Ekonomsko področje – Nacionalni računi*. Dosegljivo na: <http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/Ekonomsko.asp> [2. 2. 2015].
5. Statistični urad Republike Slovenije (SURS). (2015b). *Podatkovni portal SI-STAT – Ekonomsko področje – Cene*. Dosegljivo na: <http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/Ekonomsko.asp> [2. 2. 2015].
6. Eurostat. (2015) – Inflation rate (annual). Dosegljivo na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>
7. Ministrstvo za pravosodje RS. (2001). *Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2001*. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2001.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2001.pdf) [12. 12. 2014].
8. Ministrstvo za pravosodje RS. (2002). *Obrazci, evidence, mnenja, storitve – Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2002*. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2002.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2002.pdf) [12. 12. 2014].
9. Ministrstvo za pravosodje RS. (2003). *Obrazci, evidence, mnenja, storitve – Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2003*. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2003.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2003.pdf) [12. 12. 2014].
10. Ministrstvo za pravosodje RS. (2004). *Obrazci, evidence, mnenja, storitve – Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2004*. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2004\\_celoletna.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2004_celoletna.pdf) [12. 12. 2014].
11. Ministrstvo za pravosodje RS. (2005). *Obrazci, evidence, mnenja, storitve – Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2005*. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2005\\_celotna.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2005_celotna.pdf) [12. 12. 2014].

12. Ministrstvo za pravosodje RS. (2006). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2006. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2006\\_celotna.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2006_celotna.pdf) [12. 12. 2014].
13. Ministrstvo za pravosodje RS. (2007). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2007. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/stat\\_sodna\\_2007\\_celotna.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/stat_sodna_2007_celotna.pdf) [12. 12. 2014].
14. Ministrstvo za pravosodje RS. (2008). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2008. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/BILTEN\\_SS\\_2008-12\\_junij\\_09.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/BILTEN_SS_2008-12_junij_09.pdf) [12. 12. 2014].
15. Ministrstvo za pravosodje RS. (2009). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2009. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/100525\\_biltenss2009-12\\_verzija\\_16.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/100525_biltenss2009-12_verzija_16.pdf) [12. 12. 2014].
16. Ministrstvo za pravosodje RS. (2010). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2010. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/110327\\_BILTEN\\_SS\\_2010-12.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/110327_BILTEN_SS_2010-12.pdf) [12. 12. 2014].
17. Ministrstvo za pravosodje RS. (2011). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2011. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/120504\\_BILTEN\\_SS\\_2011-12\\_koncna\\_verzija\\_26\\_Marec\\_2012.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/120504_BILTEN_SS_2011-12_koncna_verzija_26_Marec_2012.pdf) [12. 12. 2014].
18. Ministrstvo za pravosodje RS. (2012). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2012. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/SodnaStatistika\\_2012.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/SodnaStatistika_2012.pdf) [12. 12. 2014].
19. Ministrstvo za pravosodje RS. (2013). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2013. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/140707\\_bilten\\_2013.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/140707_bilten_2013.pdf) [12. 12. 2014].
20. Ministrstvo za pravosodje RS. (2014). Obrazci, evidence, mnenja, storitve - Uporabni sezname, imeniki in evidence – Sodna statistika 2014. Dosegljivo na: [http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna\\_statistika/150710\\_BILTEN\\_SODNA\\_STATISTIKA\\_2014.pdf](http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/Sodna_statistika/150710_BILTEN_SODNA_STATISTIKA_2014.pdf) [6. 6. 2015].
21. ZFPPIPP. (2014). Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju – uradno prečiščeno besedilo – UPB8 – ZFPPIPP. *Uradni list RS*, 13/2014. Dosegljivo na: <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO4735>.

22. Zakon o gospodarskih družbah ZGD-1. *Uradni list RS*, 60/2006 z dne 9. 6. 2006.  
Dosegljivo na: [http://www.dz-rs.si/wps/portal/Home/deloDZ/zakonodaja/izbranZakonAkt?uid=78784D1438E25002C1257C000039F556&db=urad\\_prec\\_bes&tip=doc](http://www.dz-rs.si/wps/portal/Home/deloDZ/zakonodaja/izbranZakonAkt?uid=78784D1438E25002C1257C000039F556&db=urad_prec_bes&tip=doc).
23. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP-G). 2016.  
*Uradni list RS*, 27/2016. Dosegljivo na: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?sop=2016-01-1076>.