

JE VEČINA GOSPODARSTVA RES PREZADOLŽENA?

Bine Kordež

46

Verjetno bi težko našli koga, ki se ne bi strinjal s trditvijo, da je stanje našega gospodarstva slabo. Ob vsakodnevnih informacijah o slabih kreditih, prezadolženosti, težavah tega ali onega podjetja, je razumljivo posploševanje takega stanja kar na celotno gospodarstvo, seveda z nekaj redkimi izjemami (začenši s Krko, pa še kakšno tuje podjetje bi se našlo). Veliko gospodarskih družb ima res težave s financiranjem, z dobičkonosnostjo, z izplačevanjem primernih plač, mnogo jih je v postopkih prisilnih poravnjav in stečajev – vseeno pa analize vseh podjetij pokažejo, da nabor podjetij, v katerih se ne srečujejo s finančnimi problemi, ni tako majhen, pravzaprav je večji od pričakovanj.

Koliko podjetij se srečuje s težavami pri financiranju in kolikšen je njihov pomen za gospodarstvo kot celoto, kažejo podatki gospodarskih družb za leto 2012 (za to leto so na voljo zadnje bilance); pri tem lahko s precejšnjo gotovostjo trdimo, da ugotovitve odražajo tudi zdajšnje stanje. Glede na gibanja v zadnjem letu ocenjujemo, da do večjih sprememb v tem času ni prišlo (stanje se je celo nekoliko izboljšalo).

Pri ugotavljanju finančne trdnosti podjetij najpogosteje izračunavamo višino finančnih obveznosti (posojil) glede na denarni tok podjetja (EBITDA). Najbolj standarden pristop pri izračunu zadolžitve je upoštevanje vseh finančnih obveznosti podjetja zmanjšanih za finančno premoženje (torej neto finančni dolg). Ta izračun predpostavlja, da je finančno premoženje podjetij (denar, depoziti, dana posojila) nekakšna likvidnostna rezerva, ki jo podjetje lahko vsak čas aktivira. Vendar dejanski podatki kažejo, da dana posojila pri večini podjetij niso nikakršne likvidnostne rezerve, temveč pogosto financiranje drugih podjetij, zaradi česar jih težje odštevamo od dolga. Drug pristop je upoštevanje samo vseh finančnih obveznosti do bank, brez medpodjetniškega financiranja. Kljub razlikam so končni izračuni po obeh kriterijih precej podobni, tako da so v nadaljevanju upoštevani samo bančni krediti (domačih in tujih bank), ki so vsebinsko primernejši kazalec.

Dodatno smo pri analizi vseh slovenskih gospodarskih družb (blizu 60 tisoč, ki so na AJPES oddale bilančne podatke za leto 2012), ločeno prikazali družbe, ki jih uvrščamo v finančni sektor (K po standardni klasifikaciji), sektor poslovanja z nepremičninami (L) ter DARS. Na družbi za avtoceste Republike Slovenije (DARS) je namreč prek desetine vseh bančnih kreditov gospodarstvu in njena vključitev nekoliko zamegli celotno sliko. Finančne družbe (leasing, finančne holdinge ter podjetja, ki vlagajo v nepremičnine) pa obravnavamo

ločeno, ker so kriteriji izračuna njihove zadolžitve drugačni kot za ostalo gospodarstvo.

Preostala podjetja (95% po številu) smo nato razdelili v tri kategorije glede na višino zadolženosti. Kot merilo smo upoštevali prej omenjeni celotni dolg posameznega podjetja do bank v primerjavi z njegovim denarnim tokom, torej z ustvarjenim dobičkom iz poslovanja povečanim za amortizacijo (EBITDA). Kot finančno neproblematično zadolžitev upoštevamo štirikratnik denarnega toka. Če torej lahko podjetje iz ustvarjenega razpoložljivega denarja poplača celotne obveznosti do bank v prej kot štirih letih, je podjetje finančno trdno in za banke zdravo. Dobili smo tri skupine podjetij:

- podjetja za katera ocenjujemo, da niso finančno problematična, saj so ali brez kreditov ali pa imajo kredite nižje od zgoraj opredeljenega kriterija,
- delno finančno problematična podjetja, kamor smo uvrstili vse družbe s kazalcem med 4 in 10, torej vsa tista, ki bi celotni bančni dolg lahko odplačala najkasneje v desetih letih; gre že za delno rizična podjetja, ni pa nujno, da kreditov niso sposobna povrniti v dogovorjenih rokih,
- finančno problematična podjetja, katerih dolg presega denarni tok za več kot desetkrat ali pa sploh ne ustvarjajo pozitivnega denarnega toka, s katerim bi posojila lahko odplačala.

47

V spodnji tabeli smo podjetja razdelili v omenjene tri kategorije ter dodali še finančni sektor (in DARS). Za te skupine smo navedli nekaj ključnih podatkov iz poslovanja: koliko je takšnih podjetij, koliko dolga imajo ter ključen podatek za odgovor na začetno vprašanje, koliko posamezna skupina podjetij prispeva k rezultatom celotnega gospodarstva. Podatki so v nominalnih zneskih.

Tabela 1

Osnovni podatki o poslovanju gospodarskih družb v letu 2012 glede na zadolženost

podatki v milijardah evrov, če ni označeno drugače	skupaj vsa podjetja	skupaj poslovne dejavnosti	brez finančnih. problemov (FD/E do 4 ali brez kreditov)	delno finančno problematična podjetja (FD/E 4 do 10)	finančno problematična podjetja (FD/E več od 10)	finančni in nepremičninski sektor (+DARS)
število podjetij v 000	59,8	56,6	34,5	2,8	19,4	3,1
fin. obveznosti do bank	24,4	16,0	4,2	5,7	6,0	8,5
presežni dolg (FD/E>4)	14,4	7,4		2,1	5,3	7,0
dodana vrednost	15,6	15,0	11,3	2,7	1,0	0,5
prihodki od prodaje	75,7	74,1	50,3	14,7	9,1	1,6
izvoz	26,4	26,4	17,5	6,0	2,8	0,0
število zaposlenih v 000	435,1	427,5	274,8	80,3	72,5	7,6

Vir: AJPES, lastni preračuni (*FD/E* pomeni finančni dolg do bank / EBITDA), presežni dolg je dolg do bank, ki presega štirikratnik denarnega toka

Tabela 2

Struktura zadolženosti gospodarskih družb v letu 2012

	finančno zdrava podjetja	delno finančno problematična podjetja	finančno problematična podjetja	finančni in nepremičninski sektor (+DARS)
število zaposlenih	63,2%	18,4%	16,7%	1,7%
izvoz	66,3%	22,9%	10,7%	0,2%
prihodki od prodaje	66,5%	19,4%	12,0%	2,1%
dodana vrednost	72,9%	17,1%	6,6%	3,4%
finančne obveznosti. do bank	17,2%	23,4%	24,7%	34,7%
število podjetij	57,7%	4,6%	32,4%	5,3%

Vir: Tabela 1

Podatki kažejo, da dejansko stanje gospodarstva precej odstopa od splošno sprejetih »resnic«. Res ima (po številu podjetij) kar tretjina vseh družb resne probleme s financiranjem. V tej skupini je tudi četrtnina vseh najetih posojil, če pa prištejemo še delno finančno problematična podjetja, jih je v obeh skupinah kar polovica. Od skupaj 24,4 milijarde evrov bančnega dolga konec leta 2012, ga ima finančni sektor 8,5 milijarde (od tega samo DARS 2,7), od preostalih 16 pa ga je le 4 milijarde v podjetjih, kjer je zadolženost v okviru vseh bančnih kriterijev (seveda po kriterijih kot veljajo danes, v času gospodarske rasti so bila namreč merila v bankah popolnoma drugačna, zaradi česar je tudi nastal tak obseg problematičnih posojil).

Lahko pa računamo tudi drugače, torej, da nas zanima, koliko je presežnih dolgov, torej dolgov, ki presegajo omenjeni štirikratnik. V tem primeru imamo od celotnega bančnega dolga približno tretjino v finančnem sektorju, tretjino je zdravega, tretjino celotnega dolga pa presežnega oz. problematičnega. Pri slednjem je mogoče zanimiv še podatek o strukturi glede na velikost podjetij. Vemo, da so v obravnavi praviloma samo velika podjetja, običajno celo samo nekaj najodmevnejših primerov. Dejansko pa je pri 100 največjih podjetij manj kot tretjina finančnih problemov, druga tretjina med 1000 naslednjih največjih podjetij, preostanek pa pri vseh manjših, ki praviloma niso nikoli predmet javne obravnave.

Popolnoma drugačna struktura pa je glede deleža, ki jih ta podjetja prispevajo k skupnim rezultatom gospodarstva; v tem sektorju je sicer tretjina vseh bančnih posojil, vendar pa so s stališča rezultatov gospodarstva kot celote relativno manj pomembna.

Dodana vrednost (denarni tok povečan za stroške plač) je verjetno eden najbolj ključnih podatkov o dosežkih podjetij; podatki kažejo, da kar tri četrtine dodane vrednosti celotnega gospodarstva ustvarijo finančno trdna podjetja, ki nimajo problemov s financiranjem. Ta finančno zdrava podjetja prispevajo nekaj manjši delež k celotnim prihodkom ali izvozu gospodarstva, a še vedno dve tretjini, zaposlenih pa imajo 63 odstotkov vseh. Ta podatek verjetno najbolj odstopa od splošnega mnenja o stanju naših podjetij.

Pomembna pa je tudi druga skupina, po formalnih bančnih kriterijev sicer lahko problematična, vendar spisek največjih podjetij iz te skupine nakazuje, da pri njih večjih problemov s financiranjem vseeno ni. V to skupino npr. štejemo Mercator, Gorenje, Luko Koper, Acroni, Impol, Drogo Kolinsko, HIT, LIDL, BTC, Perutnino, Lesnino, Hidrio, Helios... Našteta in podjetja s podobno finančno strukturo sicer ne bi mogla povečevati bančnega dolga, vendar večina nima pomembnejših problemov s servisiranjem tekočih obveznosti. To pomeni, da bi k podjetjem, v katerih je potrebno finančno prestrukturiranje, lahko prišteli le nekaj podjetij iz te skupine (to je sicer groba ocena, a vsekakor točnejša, kot da jih štejemo v celoti kot prezadolžena podjetja).

49

Nesporno finančno problematična podjetja so iz tretje skupine, ki ustvarja 7% celotne dodane vrednosti. Ta podjetja so potrebna finančne sanacije in prestrukturiranja obveznosti s konverzijo v kapital ter podaljšanja roka odplačil kreditov. Če bi k tem podjetjem prišteli še nekaj bolj zadolženih podjetij iz prejšnje skupine, dobimo skupno število problematičnih podjetij.

Vsi navedeni preračuni torej kažejo, da je v gospodarstvu Slovenije »le« kakih 10% prezadolženih družb, kjer bo potrebno finančno prestrukturiranje, ter še približno 10% takšnih, pri katerih dolg sicer presega stroge bančne kriterije, vendar večjih problemov z zagotavljanjem tekočega financiranja nimajo (navedeni so okvirni odstotki, ker so precej odvisni od izbranega kriterija oz. merila). Ta nesporno ugotovljen delež finančno zdravih ali »nezdravih« družb je seveda bistveno drugačen od splošnega prepričanja v javnosti in tudi v stroki. Da se s problemi financiranja ne srečujejo podjetja, ki ustvarijo med 80 ali celo do 90 odstotkov rezultatov celotnega gospodarstva (odvisno od kriterija), je za večino presenetljivo, a podatki to nesporno potrjujejo (najbrž pa pri tem kar drži znan rek: »toliko slabše za podatke, če se ne ujemajo s splošno sprejetimi resnicami«).

Kje je prostor za dodatno financiranje in reševanje gospodarstva?

Delež podjetij, ki se srečujejo s finančnimi problemi ter potrebo po prestrukturiranju dolgov je precej nižji (10 do največ 20%) kot je splošno mnenje. V tem, sicer manjšem številu problematičnih podjetij je koncentriran pretežni del bančnega dolga, zaradi česar je tudi nastal tako velik obseg slabih kreditov; v teh podjetjih je vsekakor potrebna finančna sanacija.

Pri tem je potrebno ugotoviti, katera podjetja imajo perspektivo, trg, produkte ter perspektivo za poslovanje in rast, če ne bi imela finančnih problemov oz. neustrezne strukture financiranja. Pri njih je sanacija smiselna. Vendar se to običajno napačno predstavlja kot pomoč podjetju. Vsekakor to tudi je, vendar banke ne vstopajo (ne bi smele vstopati) v tak proces zaradi altruizma, želje po pomoči, temveč zato, ker je sanacija tudi v interesu banke. Če ima podjetje trg in sposobnost pozitivnega poslovanja, je tudi za naložbe bank

sanacija bistveno boljša kot stečaj podjetja. Vrednost premoženja delujočega podjetja je nedvomno precej večja kot vrednost mrtvega podjetja. Posebno to velja v času krize, ko je trg nepremičnin in opreme praktično zamrl in iztržkov iz stečaja ni oz. so minimalni.

50

Finančna sanacija bi morala temeljiti predvsem na konverziji posojil v kapital ter razlastitvi dotedanjih lastnikov. Pri tem je smiselno podjetje razbremeniti v čim večji meri, to je s čim več konverzije. To za banke ne pomeni odpisa kreditov, ampak ustvarjanje pogojev podjetju za čim bolj neobremenjeno poslovanje in s tem večanje vrednosti premoženja ter posledično vrednosti vloženih bančnih sredstev. Finančno problematično podjetje na trgu težko doseže ustrezne nabavne pogoje in prodajne rezultate, že zato je slabši poslovni rezultat pogosto v veliki meri posledica finančnih omejitev. Predvsem pa se pozablja, da večino sredstev vloženih v podjetja, ta potrebujejo stalno (ob rasti celo še več). Zato mora biti prvenstveni cilj povečanje vrednosti tega premoženja ter ustrezni donosi in ne vračilo oz. umik, ki tako ali tako ni izvedljiv. Vsi finančni načrti (kot se radi delajo v prisilnih poravnava), po katerih bo podjetje na primer v sedmih letih odplačalo bančna posojila, so praviloma v celoti nerealna.

Ob tem je potrebno opozoriti na pomembno dejstvo v zvezi s sanacijo bank in podjetij. Banke so bile dokapitalizirane z okoli 5 milijardami evrov, ker so bile v svojih bilancah prisiljene oblikovati za okoli 10 milijard evrov popravkov na svoje terjatve. Od tega se okoli 3 milijarde nanaša na terjatve do podjetij v stečaju, milijarda to tujine, kakšnih šest preostalih milijard pa na terjatve še delujočih podjetij. Na drugi strani pa imajo podjetja te obveznosti v svojih bilancah v polni višini. Gre v bistvu za tisti del bančnih posojil, na katera so banke oblikovale rezervacije (država ali tuji lastniki so jih jim nadomestili), a jih še naprej terjajo od podjetij, ta pa so zaradi njih v finančnih težavah. Če bi jih banke podjetjem odpisale (seveda jih ne smejo), bi velik del omenjenih finančno problematičnih podjetij, svoje težave pravzaprav razrešil.

Govorimo torej več ali manj o istih zneskih. Podjetja imajo po analizi zadolženosti okoli 7 milijard presežnih kreditov (kreditov, ki presegajo višino vzdržnega dolga po bančnih kriterijih), banke pa so precejšen del teh kreditov v svojih bilancah že nadomestile, kar jim daje velike možnosti za aktivno razreševanje finančnih problemov podjetij. V podjetjih torej ne gre za velike dodatne milijarde »luknje«, temveč za iste številke, samo z druge strani.

Poglejmo primer. Cimos ima 400 milijonov kreditov ob negativnem kapitalu, zaradi česar je v finančno nevzdržni situaciji. Na drugi strani pa so banke nanje oblikovale denimo 300 milijonov rezervacij (lastniki in država so banki to pokrili) in zato ima neto samo še 100 milijonov terjatev. Če bi ta popust prenesli naprej na Cimos, podjetje finančnih problemov ne bi več imelo. Posredno smo torej s sanacijo bank vrednostno sanirali tudi finančno luknjo v gospodarstvu.

Seveda to ne pomeni, da bodo banke in DUTB podjetjem to odpisale oz. prenesle naprej. Cilj, da svoje premoženje povečajo, da povrnejo del od vloženih sredstev in to z ustrežno

obliko finančne sanacije, tudi lahko dosežejo. Pomembno pa je, da odpis bankam daje veliko manevrskega prostora pri iskanju optimalnih rešitev, ter da je s transakcijami reševanja bank šlo za popravke vrednosti na istih naložbah – na terjatvah bank ter na dolgovih podjetij. Ob tem pa ni odveč še enkrat ponoviti – z dokapitalizacijo bank se je reševalo deponente v bankah, da ne bi kaj izgubili, in ne direktorjev bank ali dolžnikov. Do izgub je prišlo, ker so banke menile, da je vrednost njihovih naložb nižja in v tem smislu bi bilo prav, da tako tudi postopajo.

Drug, trenutno ključen problem pri bankah, je ocena, da banke kljub zadostnim kapitalskim virom niso pripravljene spremljati gospodarstva. Na te očitke iz gospodarstva (in politike) banke odgovarjajo, da za kreditiranje dobrih projektov ni ovir.

Banke imajo trenutno zadostne vire za odobravanje kreditov. Profesor Ribnikar v enem svojih intervjujev pravi: »Videti je, da vlada precejšnje nezaupanje. Večina bankirjev verjetno meni, da če se bodo podpisali pod neko posojilo, je lahko to čez pet let kriminalizirano.« Nedvomno drži, da so banke v trenutnih razmerah še veliko bolj previdne kot sicer. Vseeno pa bi bilo zanimivo pogledati, kje je sploh prostor za dodatno zadolževanje ob vsesplošni oceni o prezadolženosti.

V zgornji analizi smo, glede na finančno problematiko, podjetja razvrstili v tri skupine. Tri četrtine dodane vrednosti gospodarstva ustvarijo podjetja, ki imajo dolga manj, kot so najstrožji bančni kriteriji; ta podjetja ovir za najem dodatnega dolga nimajo. Glede na svoje finančne kazalce bi se pri bankah lahko dodatno zadolžila za celih 15 milijard sredstev (toliko jim »formalno« dopuščajo bilance in bančni kriteriji) in za skoraj polovico povečale svoje poslovanje. Kljub temu, da bi jim banke kredite rade odobrile, kaže, da večjih potreb po financiranju nimajo, saj so jim omejitve trg in zdrava rast.

Pri zadnji, prezadolženi skupini podjetij, prostora za dodatno zadolževanje ni, ne glede na njihove morebitne želje. Glede na finančno strukturo bo pri večini potrebno celo finančno prestrukturiranje. Ostane torej samo še skupina delno finančno problematičnih podjetij (15%), kjer verjetno marsikje obstaja interes za dodatno financiranje, a so banke zaradi slabše finančne strukture previdne.

Če torej povzamemo – banke bi z veseljem odobrile sredstva finančno zdravim podjetjem, ki predstavljajo kar tri četrtine gospodarstva, vendar jih ta v glavnem ne iščejo. Objektivno upravičene so mogoče pripombe 15% gospodarstva, ki so pri dodatnem financiranju omejena zaradi bistveno strožjih bančnih kriterijev, kot so veljali do leta 2008 ter strahu pred novimi napakami in potencialnimi izgubami. Glede na dosedanje izkušnje je ta previdnost razumljiva; spremembe v pristopu lahko pričakujemo šele s pomembnim izboljšanjem gospodarske klime. Pričakovanja po kreditiranju s strani zadnje skupine prezadolženih podjetij, pa seveda niso realna – verjetno pa jih je največ. Tu bodo potrebne drugačne poteze.

Pri razreševanju 10 do 20% prezadolženih podjetjih (po kriteriju ustvarjene dodane vrednosti), kjer je koncentriran pretežni del problematičnih posojil, bi morali upoštevati dejstvo, da so za pomemben del teh posojil banke pravzaprav oblikovale rezervacije (in jih je država zaradi teh izgub dokapitalizirala). To pomeni, da v podjetjih ne gre za še eno »luknjo«, temveč za ista sredstva, a gledano s strani dolžnika. Vsekakor to daje prostor za optimalen način finančnega prestrukturiranja in sanacije brez dodatnih izgub.

Dodatek

DVA PRIMERA ZADOLŽENIH PODJETIJ

52

O tem, kako lahko različna obravnava zadolženosti in pristop k reševanju potencialnih finančnih problemov vplivata na poslovanje ter možnosti za poplačilo posojil, nam lepo pokaže primerjava dveh družb, Skupine Cimos iz Kopra in Skupine Atlantic s Hrvaške. Primera potrjujeta, kako je problem zadolženosti pogosto odvisen predvsem od uspešnosti poslovanja ter načinov razreševanja posojil in ne toliko od obsega posojil oz. od strukture financiranja.

Skupina Cimos se ukvarja predvsem s proizvodnjo avtomobilskih delov. V letih pred krizo je hitro rasla, organsko ter z nakupom podjetij iz te dejavnosti na področju nekdanje Jugoslavije. Zdaj zaposluje prek 7 tisoč ljudi in jo lahko uvrstimo na drugo mesto po velikosti med industrijskimi podjetji v Sloveniji (85% prodaje realizira z izvozom). Rast je bila financirana pretežno s posojilnimi viri in ob 130 milijonih evrov kapitala leta 2010, je imela Skupina tudi 400 milijonov posojil. Ne glede na takšno strukturo financiranja, to do leta 2010 ni predstavljalo večjega problema za banke, saj je podjetje po bilančnih podatkih ustvarjalo 70 milijonov evrov EBITDA. Finančni dolg je torej znašal 5,7-kratnik denarnega toka.

Atlantic Group s Hrvaške je v Sloveniji poznana po odkupu podjetja Droga-Kolinska v letu 2010 in se ukvarja predvsem s proizvodnjo in trženjem prehrabnih proizvodov na trgih bivše skupne države¹⁰. Po izvedenem odkupu je skupina ustvarila prav tako okoli 70 milijonov evrov denarnega toka ter imela 320 milijonov neto finančnih obveznosti ob 220 milijonih kapitala. Finančna struktura in zadolženost je bila nekaj boljša kot pri Cimosu, vendar pomembnejših razlik ni bilo. Zanimiv pa je podatek o neopredmetenih

¹⁰ Atlantic Group je v 52% lasti Emila Tedeschi, hrvaškega državljan, ki je s postopno širitvijo poslovanja ter izdajo novih delnic vzpostavil finančno trdno podjetje, ki je pred nakupom Droge-Kolinske realiziralo okoli 300 milijonov evrov prodaje in bilo minimalno zadolženo. Nato pa je v letu 2010 angažiralo 400 milijonov evrov za nakup nekoliko večjega podjetja, kot je bilo samo. Od tega je bilo 300 milijonov posojil, ki so jih zagotovile predvsem tuje finančne institucije (tudi tiste, ki so v Sloveniji ta delež prodajale). Preostanek so iste institucije zagotovile v obliki kapitala, deloma pa tudi lastnik z ugodno prodajo dela svojih delnic pred tem na kapitalskem trgu. Nakup je bil torej izvršen podobno kot večina drugih nakupov s strani tujcev, torej s posojilnimi viri in s predpostavko, da bodo bodoči donosi upravičili nakup in omogočili odplačilo posojil. Seveda pa je bil temu načrtu garant lastnik podjetja s svojim kapitalskim vložkom ter dotedanjo uspešnostjo pri upravljanju podjetij.

sredstvih, torej o vrednosti blagovnih znamk, patentov ter dobrega imena (vrednosti, ki jo je kupec plačal več kot je bila knjižna vrednost kapitala). Vrednost teh sredstev (ki imajo vrednost samo v primeru dobrega poslovanja oz. predstavljajo ovrednoteno bodoče uspešno poslovanje, sicer velike materialne vrednosti nimajo) je ob nakupu znašala kar 260 milijonov evrov ali 30 milijonov evrov več, kot je bila knjižna vrednost kapitala. To pomeni, da je imelo podjetje več obveznosti oz. dolgov, kot je bila celokupna vrednost opredmetenega premoženja (zemljišč, zgradb, opreme, zalog).

Tudi ob ugodnem poslovanju in minimalnih investicijah, Skupina Atlantic ne more odplačati svojih posojilnih obveznosti prej kot v desetih letih. Zavedajoč se tega, so posojilodajalci v letu 2012 restrukturirali celotne finančne obveznosti na dobo sedem let; čez dve ali tri leta bo podjetje verjetno izvedlo ponovno preoblikovanje obvez. S tem je celotna skupina ves čas v finančni kondiciji, kar ji omogoča nemoteno in suvereno poslovanje ter pridobivanje ustreznih tržnih pogojev.

V Cimosu se je po letu 2008 začel pojavljati pritisk bank po odplačevanju posojil, podobno kot v večini podjetij z visokimi finančnimi obveznostmi. Seveda podjetja ob normalnem poslovanju niso sposobna v večjem obsegu zmanjševati obsega angažiranih sredstev, če ne dosegajo pomembnejšega pozitivnega denarnega toka; v času krize še težje. Analiza bilance Cimoska kaže, da je bil dejanski denarni tok iz poslovanja verjetno nekaj nižji kot izkazan¹¹, prav tako pa je podjetje še investiralo, zato presežnih sredstev za odplačilo posojil ni bilo. V takih razmerah se pritiski na odplačevanje posojil (v dveh letih so se kljub temu znižala za 40 milijonov) odražajo v zamudah pri plačilih dobaviteljem, čemur sledi poslabšanje nabavnih pogojev, podjetje je slabši pogajalec pri prodajnih pogodbah in ne dosega učinkov, kot bi jih finančno trdno podjetje. Ti poslabšani pogoji poslovanja hitro pripeljejo družbo v območje negativnega poslovanja, pogoji se še poslabšajo, pritiski na vračilo posojil in drugih obvez do upnikov okrepijo, obseg prodaje zniža in zdravo podjetje postane naenkrat podjetje z izgubo in nezmožnostjo odplačila posojil. In to se je zgodilo tudi s Cimosom, ki se ga zdaj poskuša »reševati« preko prisilne poravnave in delnega odpisa dolgov.

Primerjava z Skupino Atlantic pokaže, kako ob nepravilnem pristopu upnikov v sicer solidnem podjetju povzročiš nezaupanje, ki je prvi korak v kolaps podjetja. Nedvomno so bile v razvoju Cimos storjene napake, v celoti posojilno financirana rast, mogoče tudi preveč razpršene dejavnosti in neobvladovanje celotnega koncerna, premajhna pozornost dobičkonosnosti. Kljub temu razlike med obema skupinama nekaj let nazaj niso bile večje od 20 ali 30 milijonov evrov, zdaj pa bi Cimos po mnenju nekaterih moral kar v stečaj.

11 Del prihodkov (in s tem bilančni denarni tok) je izviral iz postavk kot so prevrednoteni prihodki, drugi prihodki, usredstvena sredstva, spremembe zalog in drugi prihodki, ki niso dejanski denarni tok, temveč višje vrednotenje določenih bilančnih postavk ali prenos stroškov v investicije. Vrednost teh postavk se je v letih 2010 do 2012 gibala okoli 25 milijonov evrov in izboljševala prikazane rezultate. V prikazani bilanci smo te postavke prikazali na dnu tabele, v redni bilanci pa so povečale vse postavke do dobička iz poslovanja (izkazana EBITDA v letu 2010 je bila na primer 72 milijona evrov, brez teh postavk pa 47 oz. 25 milijonov nižja).

Podjetje še vedno dosega pozitivni denarni tok, prek 100 milijonov evrov dodane vrednosti, pretežno v izvozu in bi ob finančni kondiciji brez večjega navora lahko pri dobaviteljih in kupcih dosegla tudi 5% izboljšanje pogojev. To bi pomenilo vsaj 30 milijonov dodatnega, zdaj manjkajočega denarnega toka za finančno zdravo podjetje. Tako pa je bilo podjetje prisiljeno oblikovati popravke vrednosti na svoje premoženje in prikazati ogromne izgube in negativni kapital. Če bi npr. tudi v Skupini Atlantic enkratno odpisali neopredmetena osnovna sredstva, bi ostali brez kapitala.

54

Ravno primer Atlatic Group kaže, kako podjetje ob uspešnem poslovanju tudi s slabšo finančno strukturo lahko uspešno servisira svoje dolgove in deluje kot finančno zdravo podjetje. Prvenstveni problem v teh razmerah v Cimosu ni prezadolženost, temveč poslabšana učinkovitost, uspešnost poslovanja, ki se je potem odrazila v zadolženosti. S precejšnjo verjetnostjo lahko tudi ocenimo, da se je uspešnost poslabšala ravno zaradi pristopa kreditodajalcev, ki so bili nekdanj brez rezerv pripravljeni finančno podpirati širitvene procese podjetja, nato pa so mu z omejitvijo virov poslabšala pozicijo na trgu, ki se hitro odrazi v slabih rezultatih. Sledijo dodatni odpisi premoženja, izgube in na koncu tudi precej slabše poplačilo bank upnic kot v primeru pravnega in pravočasnega pristopa. Tak pristop pomeni zagotoviti podjetju popolno finančno sposobnost, ki omogoča da prek uspešnega poslovanja najlažje poskrbi za servisiranje in odplačevanje dolgov, kar so banke naredile v Atlantic Group. To podjetje ima ob 300 milijonih kreditov ves čas na voljo preko 30 milijonov likvidnih presežkov, ki jih vsak čas lahko uporabi za pridobitev ustreznih pogojev na trgu.